

2011-03-14

证券研究报告
行业研究 / 行业观点

食品饮料

增持/维持评级

分析师

洪婷
SAC 执业证书编号:S1000510120012
(021)6849 8639
hongting@mail.htlhsc.com.cn

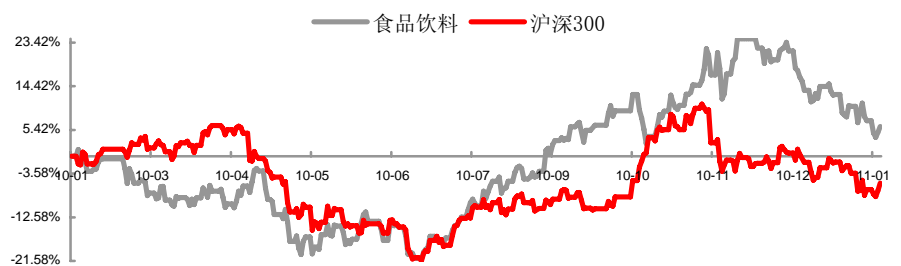
蒋小东
SAC 执业证书编号:S1000510120031
(021)6849 8615
jiangxiaodong@mail.htlhsc.com.cn

逯海燕
SAC 执业证书编号:S1000510120030
(021)6849 8615
luhy@mail.htlhsc.com.cn

关注白酒一季报,把握食品类长期投资机会 ——食品饮料行业周报观点(0314)

- **估值修复继续, 3月行业仍有一波上涨。**2月食品饮料指数随着大盘反弹而反弹,指数上升4.07%,符合我们之前的观点和预期。特别是我们在之前报告中首推的泸州老窖、古井贡酒和三全食品涨幅居前。我们认为相对于目前的股价行业估值仍处于历史较低位置,特别是一线白酒公司2011年的PE在20倍左右。在估值修复推动及行业公司一季报业绩公告的推动下我们预计3月行业仍有一波上涨。
- **关注白酒公司1季报增速超预期,继续推荐泸州老窖和古井贡酒。**在春节销售大幅增长,年初提价等的推动之下,大部分白酒公司今年1季报业绩增速都高于2010年同期。其中我们认为最有可能出现超预期增长,表现较为突出的是**泸州老窖和古井贡**,我们维持对其的持续推荐。泸州老窖1-2月国窖1573销量增长超50%,预计1季报业绩增速将有可能达到40%,公司今年业绩增速回升之势持续,估值仍然偏低,是我们今年白酒行业中首推的品种。古井贡酒1-2月销售收入达12亿元,预计1季报业绩增速将超过100%,公司在安徽地区市场占有率的提升和产品升级将推升今年公司业绩继续实现翻番增长,维持买入评级。
- **政府两会提出将民生问题作为政策重心,食品类企业有长期投资机会。**在今年的两会中,政府提出将保证民生作为未来十二五发展的政策重心,从控制物价、加强社会保障、加快社会收入分配制度改革,增加中低收入阶层收入等各角度推升居民的生活水平。我们认为未来在占消费比重最大普通居民收入水平的提升的背景下,大众消费类食品行业未来的消费档次、产品价格以及收入规模都将有一个确定性较强的大幅飞跃。我们认为大众食品行业内的龙头企业将长期的受益于十二五期间民生政策的实施和居民收入和生活水平的提升,它们的收入和业绩规模较目前都会有一个较大幅度提升。我们推荐屠宰及肉制品行业的龙头**双汇发展**以及乳制品行业龙头企业**伊利股份**。
- **风险提示:**经济增速低于预期,无法预测的食品安全风险。

最近52周行业表现

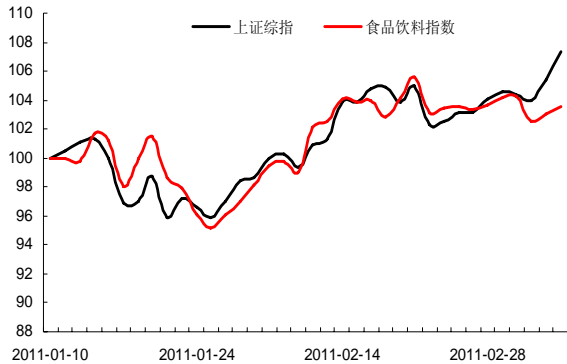


估值修复继续，3月行业仍有一波上涨

经过1月的下跌,2月食品饮料行业指数随着大盘的上升而逐步出现反弹,虽然反弹的幅度跑输大盘,但自1月31日到3月7日指数仍然上涨了4.07%,符合我们之前的判断,特别是我们之前报告中重点推荐的泸州老窖、古井贡酒和三全食品均实现一定幅度上涨,2月的涨幅分别达到9.23%和9.06%,在我们所覆盖的重点公司中涨幅居前。

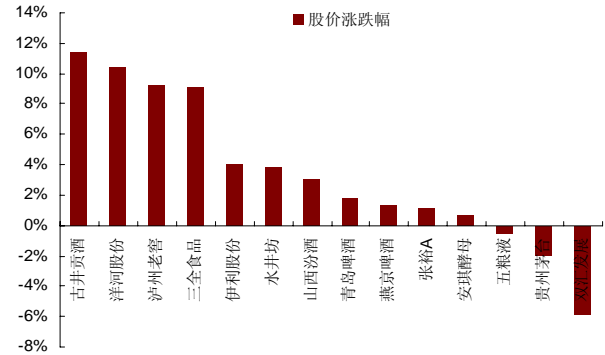
虽然通过2月的微幅上涨,行业的估值较之前有所上升,但与历史比较,行业的估值水平仍处于平均偏低的水平。特别是几个一线白酒的估值水平与历史相比也偏低,而且预计公司2011年业绩均将实现稳定增长,2011年泸州老窖、贵州茅台和五粮液的估值水平也仅在20倍左右,仍有上升空间。

图1: 食品饮料行业指数及上证综指(201101-201102)



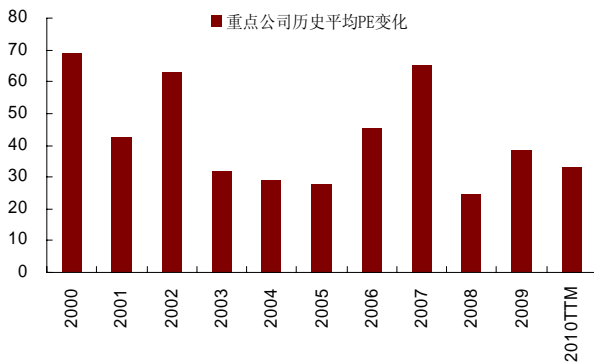
资料来源: WIND,华泰联合证券研究所

图2: 食品饮料行业重点公司涨跌幅比较



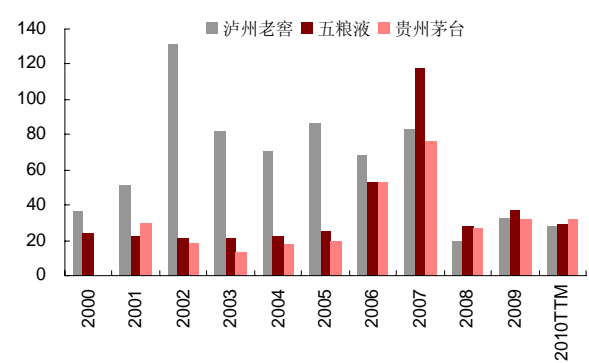
资料来源: WIND,华泰联合证券研究所

图3: 重点覆盖公司平均PE变化



资料来源: WIND,华泰联合证券研究所

图4: 一线白酒龙头企业的PE变化



资料来源: WIND,华泰联合证券研究所

表 1：重点覆盖公司 2011 年 1 季报及未来业绩预测

公司名称	收盘价	市值 (亿元)	EPS					CAGR	PE			投资评级
			2010Q1	2010E	2011Q1E	2011E	2012E		2010E	2011E	2012E	
泸州老窖	43.10	601	0.49	1.57	0.68	2.08	2.68	30.65%	27	21	16	买入
五粮液	32.97	1252	0.40	1.14	0.52	1.53	1.99	32.12%	29	22	17	买入
贵州茅台	179.62	1695	1.34	5.58	1.74	7.52	9.2	28.40%	32	24	20	买入
双汇发展	85.08	516	0.36	2.34	0.69	3.40	4.65	40.97%	36	25	18	买入
燕京啤酒	18.61	225	0.03	0.66	0.03	0.90	1.15	32.00%	28	21	16	买入
安琪酵母	35.72	109	0.20	0.93	0.30	1.25	1.72	35.99%	38	29	21	买入
洋河股份	228.48	1028	1.60	4.53	2.57	6.87	9.83	47.31%	50	33	23	增持
古井贡酒	75.19	177	0.32	1.15	0.80	2.30	3.40	69.40%	65	33	23	买入
山西汾酒	59.99	260	0.60	1.14	0.84	1.80	2.47	40.05%	48	33	24	增持
水井坊	21.10	103	0.22	0.65	0.26	0.78	0.94	20.26%	32	27	22	中性
张裕 A	88.77	468	0.72	2.62	0.93	3.41	4.33	28.56%	34	26	21	增持
青岛啤酒	32.07	433	0.21	1.23	0.26	1.59	2.03	28.47%	26	20	16	增持
伊利股份	37.88	303	0.16	0.94	0.20	1.27	1.71	25.29%	44	36	28	增持
三全食品	35.70	67	0.20	0.62	0.28	0.87	1.26	42.56%	58	41	28	增持

资料来源：华泰联合证券研究所

重点公司推荐

关注白酒 1 季报超预期，继续推荐泸州老窖和古井贡

在春节销售旺盛以及部分高档白酒产品年初提价的推动之下，部分白酒公司今年 1 季报业绩增速较去年将会有较大幅度的提升，其中我们认为泸州老窖和古井贡的增速可能会有较好表现，超市场预期，持续推荐。

泸州老窖：

- **国窖 1573 量价齐升助推 1 季度业绩增速。**春节期间公司高档酒国窖 1573 持续畅销，同时公司分别于去年 9 月和今年 1 月分别提高国窖 1573 100 元和 40 元，总的提价幅度达到 27%。我们预计 1 季度公司的销售收入很有可能超过 50%。
- **中国品味旺季畅销，推升今年收入增长。**公司去年 9 月推出新的超高档产品中国品味，去年自推出到年底已销售 100 多吨。今年计划 600 吨，如果今年实现该销量计划将增加 10 亿以上的销售收入。
- **中低档产品渠道铺货全面，受益中低档市场整体增长。**公司中低档市场的产品线和渠道是所有一线全国性白酒公司中最为完善和全面的，能够较为有效地受益于近几年中低档产品销售市场的较快增长。

公司春节畅销，我们预计 1 季报业绩增速有可能接近 40%，EPS 达到 0.68 元。1 季报业绩的快速增长成为短期推动公司业绩增长的动力。我们自去年 9 月开始就在市场

上最先指出了泸州老窖从去年3季度开始业绩增速回升，并于今年重回业绩增长快车道的观点，并对公司进行了持续推荐。我们今年将继续维持该观点，对公司进行首要推荐。

古井贡酒：

- **古井原浆系列春节销售增长迅速，产品结构升级加快。**公司的古井原浆酒自去年春节实现翻番增长之后，今年春节古井原浆系列继续发力，截至2月底公司共实现含税收入12亿元，今年古井贡原浆酒收入继续实现翻番的确定性较大。
- **发力安徽地区，公司在该地区市场占有率的提升以及该地区的消费升级支持公司业绩未来3年的持续快速增长。**公司去年下半年开始安徽地区的销售市场和市场占有率开始提升，特别是公司打入了合肥市场，销售收入达到8000万元。公司今年的定向增发项目募集资金中主要部分将投入安徽地区的销售网络建设，我们认为公司目前在安徽地区的市场占有率仍较低，仅为10%左右，同时安徽地区的消费升级继续，公司在安徽的地区的成长潜力较大，能够支持未来3年业绩快速增长。

我们预计在春节古井原浆系列强势销售的支持下，公司今年1季度业绩将有可能同比增长超过100%，EPS达到0.80元。保守预计公司2010-2012年的EPS分别为2.30、3.40元，公司是我们认为在二线地产酒中品牌优势最强，增长潜力最大，未来高增长也较为确定的公司，我们持续对其进行推荐。

政府关注民生问题，食品类行业将有长期投资机会

政府在本届两会上重点提出了保民生的政策目标，并将保民生政策列入政府十二五规划中的重点工作之一。政府提出从加强社会保障、加快社会收入分配制度改革，增加中低收入阶层收入等各角度推升居民的生活水平。

我们认为在占国内消费比重最大的普通居民收入水平提升的背景之下，大众食品类行业未来的消费档次、产品价格以及收入规模都将有一个确定性较强的大幅飞跃，其中品牌类龙头企业凭借其品牌及产品质量优势将最能受益于该轮的食品类行业的消费升级。

我们重点推荐大众食品类行业的龙头企业**双汇发展、伊利股份**。

双汇发展：

- **新产能投产保证增速。**公司屠宰量、肉制品都保持了快速增长，下半年前期十二五规划首期投资的新产能部分投产，将进一步提升增速，剩余产能将在未来1-3年内逐步达产。
- **近期生猪价格上涨对公司毛利率影响不大。**公司冷鲜肉价格随行就市，肉制品可以通过提价、产品结构调整等消化成本压力；尽管供需层面紧张，预计生猪价格更多以窄幅震荡为主，再次大幅上涨的可能性有限。
- **重大资产重组审批正常进行中。**之前罗特克斯受让的九家公司部分控股及参股公

司的股权，也已经变更转让完毕，计入 2011 年收益。

我们看好公司在肉制品行业内部整合并实现公司规模及业绩较快增长的持续性和确定性。我们预计 2010-2012 年的 EPS 分别为 2.34、3.40 和 4.65 元，三年的复合增长率接近 40%，目前 2011 年的 PE 仅为 24 倍，是一个作为长期配置的很好的介入时点，我们强烈推荐买入。

伊利股份：

- **乳品行业保持稳定增长，县乡市场带来新增长。**经过 21 世纪初行业消费普及初期的高速发展以及由于 2008 年 9 月三聚氰胺事件的负面影响而造成行业负增长，乳品行业 2009-2010 年逐步恢复稳定增长，增速保持在 10%左右，到 2010 年底增速达到 10%以上。我们预计未来随着政府增加低收入阶层以及县乡、农村居民收入等各项相关政策的实施，县乡等市场对乳品消费的数量和频率都会增加。县乡市场将成为乳品市场新的增长点，预计未来的增速将稳定的保持在 15%左右。
- **乳业新政加快落后产能淘汰，提升行业集中度利好龙头伊利。**国家质检总局去年发布新规：要求 2010 年 3 月底之前，未能重新获得生产许可的乳品企业将被要求停止生产。而根据 2010 年的《企业生产乳制品许可前提审查细则》中对乳品企业的软硬件要求都严格很多，其中对食品添加剂、三聚氰胺等 64 项指标需要自检，而整套检验设备的价格就在 200 万元以上，对中小乳企形成资金压力，部分乳品企业将推出市场。行业专家预计通过本次新规的实施，大约 20%-30%的中小落后乳企将被清理出去我们认为落后产能淘汰所空出的市场份额将给伊利、蒙牛等带来收入和市场规模增长的机会，利好于行业集中度的提升和龙头企业的增长。

行业的稳定增长及行业的市场份额向龙头企业集中推动行业龙头企业伊利股份业绩的长期稳定增长,虽然短期内公司因为股权激励行权等原因,可能减缓了其业绩释放的进度,但我们认为从长期来看公司的业绩将持续保持稳定较快的增长。我们仍然长期看好公司，预测 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.94、1.27 和 1.71 元，2010-2012 年 PE 为 39、29 和 21 倍，给予增持评级。

风险提示

经济增速低于预期，无法预测的食品安全风险。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn