

2010 年 06 月 26 日

迎接消费时代的饮食再升级

食品饮料行业 2010 年中期投资策略

评级：增持（维持）

投资要点：

■ **经济转型和财富分配机制转变将加速消费时代的来临。**2010 年是我国经济增长方式的转型之年，经济向消费驱动模式转变以及财富分配机制变革的深入，劳动者的收入增速有望加速。从大方向看，收入的增长加上消费刺激政策，劳动者的消费需求潜能将进一步释放，从而会带动食品饮料消费的上升，推动行业进入大发展和大升级的新阶段。行业消费升级看好两种趋势：结构升级看好中档品牌的成长空间，功能升级看好营养、保健型产品的广阔前景。

■ **行业增长持续稳定。**中高档消费品中，白酒继续维持高景气运行，尤其是中档、次高端白酒将延续持续高成长态势，而高端白酒已步入稳定增长期。葡萄酒恢复稳定增长，进口酒抑制产量高增长空间。大众消费品中，啤酒仍可享受低价大麦带来的吨酒利润提升，但处景气高点居安亦当思危，面临着市场竞争加剧和凉夏等不确定因素。黄酒长期向好趋势不改。乳制品和肉制品成本压力和市场空间并存。

■ **相对估值无明显优势，但安全边际仍在。**行业绝对估值处于历史低位，但由于大盘第二季度的巨幅调整，食品饮料的防御性消耗了其估值溢价，使得相对估值水平已经攀升至历史高位，目前相对大盘估值已无明显优势，但基于行业稳定的景气前景，在系统性风险释放之后安全边际仍在。

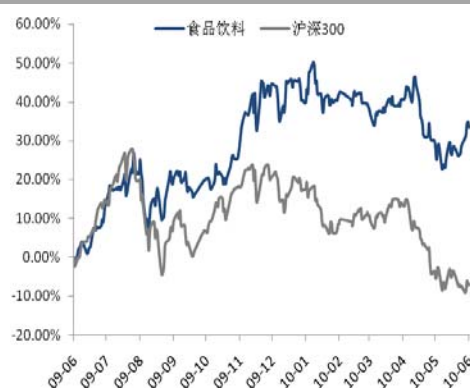
■ **投资策略。**尽管目前估值水平不低，但经济转型和财富分配机制转变会带动食品饮料消费的增量空间，提升行业景气度持续稳定增长的预期。我们继续维持行业的“增持”评级。消费升级仍是主题，建议把握中秋、元旦、春节前夕等消费旺季临近之前的投资机会。中短期建议在相对估值风险释放后逢低布局。

■ **投资组合。**投资主线一：看好中档消费品和营养保健型的大众消费品。中档消费品主推中档白酒：建议关注古井贡酒、洋河股份、山西汾酒和金种子酒；营养保健型的大众消费品推荐皇氏乳业和保龄宝。投资主线二：关注基本面改善预期强的个股，如古越龙山、得利斯、酒鬼酒和莫高股份。

分析师	姜飞
执业证书编号	S0600210010132
联系电话	0512-62938632
邮箱	jiangfei@gsjq.com.cn

联系人	李雅娜
联系电话	021-63122950
邮箱	liyn@gsjq.com.cn

食品饮料与沪深 300 指数走势比较图



目录

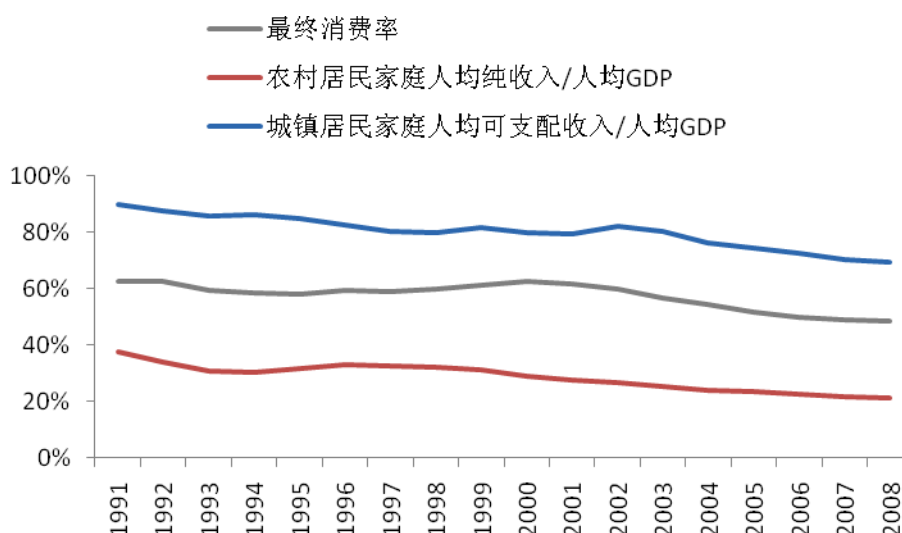
1. 经济转型和财富分配机制转变加速消费时代来临.	3
1.1. 经济转型和财富分配机制转变提升行业景气预期	3
1.2. 结构升级: 中档市场成长空间大	4
1.3. 功能升级: 营养、保健型产品前景广阔	4
2. 行业景气持续稳定	5
2.1. 中高端消费品: 中档成长持续, 高端增长稳定	5
2.2. 大众消费品: 市场空间与成本压力并存	6
3. 市场表现回顾与估值	7
4. 投资策略: 看好中档消费品和营养保健型的大众消费品.....	8
4.1. 消费升级看好中档白酒和营养保健型消费品	8
4.2. 关注基本面改善预期强的个股	9
5. 风险提示	9

1. 经济转型和财富分配机制转变加速消费时代来临

1.1. 经济转型和财富分配机制转变提升行业景气预期

近年来，我国经济在快速增长的同时，国民劳动报酬占 GDP 的比重逐年降低，国民尤其是低收入者并没有充分享受经济高速增长，这使得国内消费难以快速增长，消费比重过低的结构问题未有缓解。2010 年是我国经济增长方式的转型之年，过度依赖“投资 + 外贸”的经济增长模式不可持续，消费应是长期增长的重要驱动力。

图 1：居民收入占 GDP 的比例和消费率持续走低

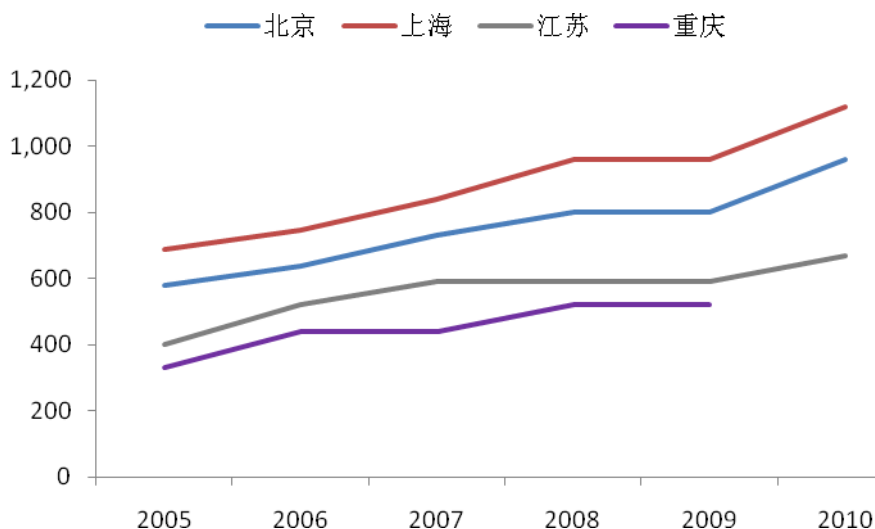


资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

而近期诸多劳资矛盾冲突的爆发有望推动收入分配机制的全面变革。2010 年以来，北京、上海、广州等 27 个省区市纷纷上调或计划上调最低工资标准，调整幅度都在 10% 以上，一些省份超过 20%，显示出我国收入分配调整正在加速。

随着经济向消费驱动模式转变以及分配机制变革的深入，劳动者的收入增长有望得到进一步提高，从大方向看，收入的增长加上消费刺激政策，劳动者的消费需求潜能将进一步释放，从而会带动食品饮料消费的上升，推动行业进入大发展和大升级的新阶段。

图 2: 各省市最低工资标准纷纷上调



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

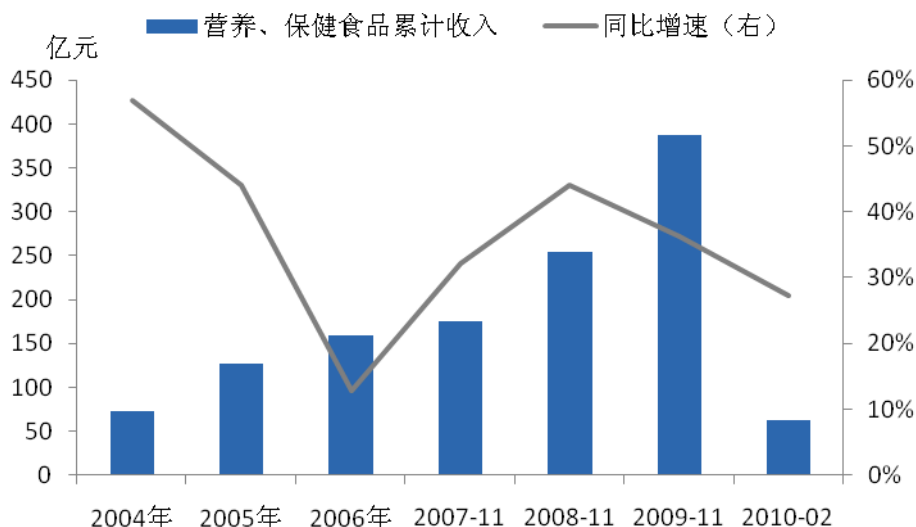
1.2. 结构升级: 中档市场成长空间大

随着城市化率增长和劳动者收入水平提升, 消费水平和档次也将提升。从产品档次来看, 高端消费品注重休闲和提升生活品味, 依靠差异化和小众化来抓住消费者。目前高端消费品由于逐步完成了品牌化的发展阶段, 其增长速度也将步入平稳期。而中档和次高端消费品, 以高端消费品为标杆的同时, 兼备品质与档次感, 处在品牌化的起步或成长阶段, 成长速度和潜力最具有爆发可能。而低端市场尽管在数量上将持续充当主流, 但或与高端市场一样会受到中档市场的影响。

1.3. 功能升级: 营养、保健型产品前景广阔

随着收入水平的提高, 居民的食品消费结构也在发生变化, 营养和健康化是未来最重要的消费需求。保健食品正逐步进入快速增长阶段。数据显示, 2009 年 1-11 月营养、保健食品类销售额同比增速高达 36.21%。保健食品市场持续高速增长的主要原因: 一是居民可支配收入不断增加, 随着健康意识的增强, 用于营养保健食品的支出也逐步增加; 二是老龄化人口、亚健康人群的迅速增加及儿童市场的快速成长都使保健食品需求不断扩大; 三是城市化进程的加快带动生活方式的快速变化, 为保健食品市场拓展了巨大的空间。

图 3: 营养、保健食品销售收入快速增长



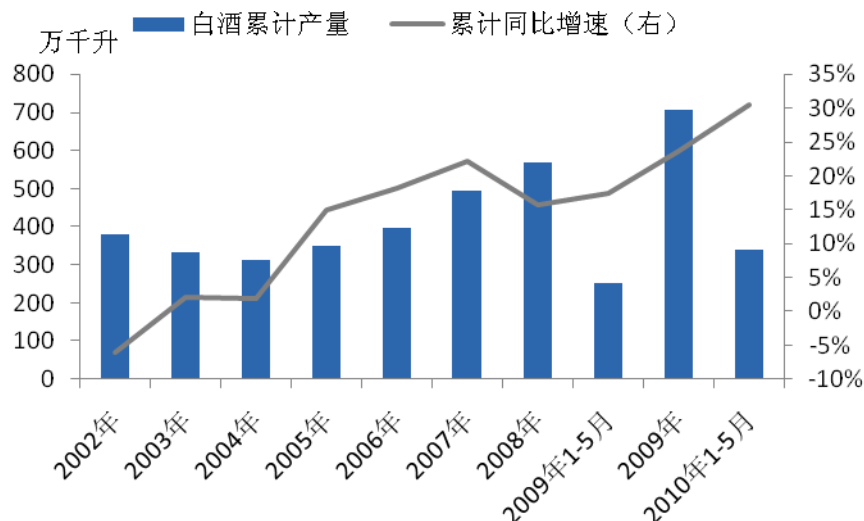
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

2. 行业景气持续稳定

2.1. 中高端消费品: 中档成长持续, 高端增长稳定

白酒:行业继续维持高景气运行。行业产量增速继续维持高位。1-5 月累计产量为 338.57 万千升, 同比增速达到 30.6%。增速同比环比分别提高了 13 个百分点和 0.72 个百分点。价格方面, 春节前后中高端白酒曾集中涨价 10-15% 左右, 目前主要高端白酒终端价基本稳定, 显示白酒需求仍然旺盛。

图 4: 白酒行业产量及增速



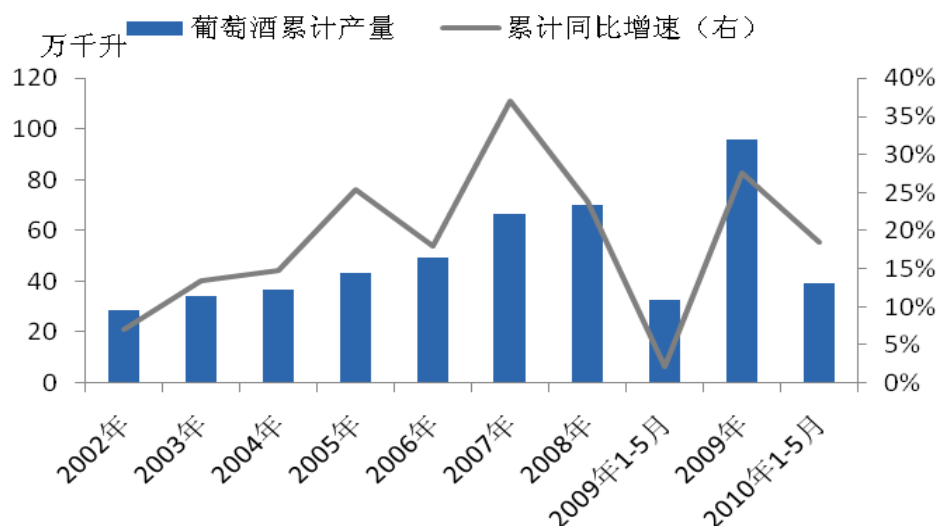
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

从 9 月份开始, 特别是中秋、元旦和春节前夕白酒消费将迎来季节高峰, 而四季度和年初亦是白酒提价敏感时点, 预计白酒

提价预期将再次显现,尤其是中档和此高端白酒受益于中档消费市场容量的扩大,销量快速增长,预计提价弹性更大。

葡萄酒: 恢复稳定增长, 进口酒抑制高增长空间。1-5 月累计产量为 39.39 万千升, 同比增速达到 18.47%。增速同比环比分别提高了 16 个百分点和 1.92 个百分点。随着同比基数较低因素的减弱, 产量增速将稳定在 20% 左右的增长状态。

图 5: 葡萄酒行业产量及增速



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

但是国内葡萄酒产量的爆发式增长仍存在抑制因素, 主要有: (1) 市场竞争激烈, 投入成本较高。葡萄酒在我国的基础仍然薄弱, 消费者群体的培育和扩大需要大量市场宣传投入来实现, 这增加了相关企业的营业成本, 只能以高投入换来高增长。

(2) 进口葡萄酒量价跌酒, 且进口量增速持续高于产量增速。这表明国外葡萄酒生产国加大了对我国中低档葡萄酒的输入, 这将抑制葡萄酒的产量高速增长的空间。

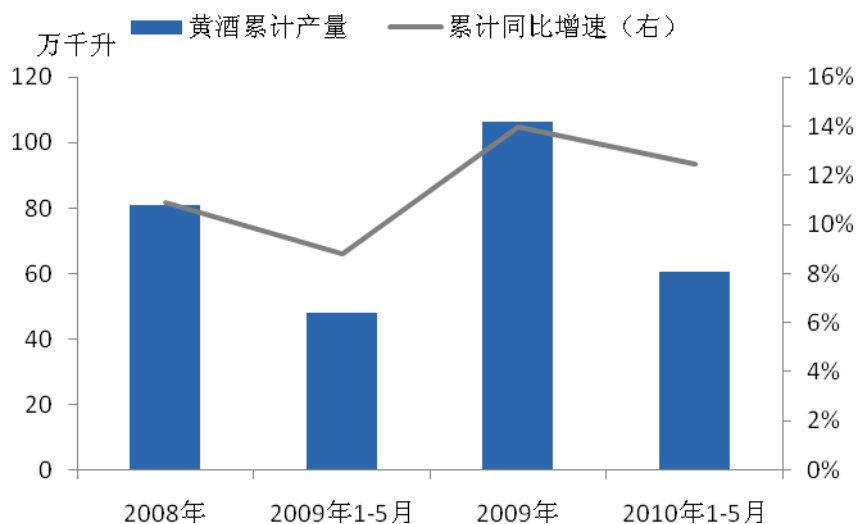
2.2. 大众消费品: 市场空间与成本压力并存

啤酒: 居安亦当思危。大麦价格继续处于低位, 使得行业成本暂时无忧。目前正值消费旺季, 今年世博会、世界杯、亚运会等事件性活动较多, 对啤酒销量增长有一定刺激。但后续需关注行业面临的不确定因素: 一是竞争趋于激烈, 价格战、终端战等营销手段的应用将侵蚀部分利润; 二是可能出现凉夏天气抑制销量。

黄酒: 长期向好趋势不改。1-5 月行业累计产量为 60.38 万千升, 同比增速为 12.48%, 增速同比提高了 3.68 个百分点, 增速环比下降了 2.08 个百分点, 这与夏日消费淡季临近有关。我

们仍看好黄酒发展前景,黄酒自身营养保健的特质以及居民健康饮酒意识提升赋予了行业广阔的市场空间,未来行业有望通过产品升级和营销创新来突破消费地域限制。

图 6: 黄酒行业产量及增速



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

乳制品和肉制品: 成本压力延续。原奶收购价格自 09 年下半年以来涨幅较大,目前维持高位,由于大众消费品的定价能力相对偏弱,使得行业的盈利水平受到一定抑制。看好产品结构优化、成本控制能力较强的行业龙头。肉制品目前为消费淡季,猪肉价格低迷,随着秋冬季猪肉消费旺季的到来,需求端会有所恢复,但后续还面临猪价上涨压力。

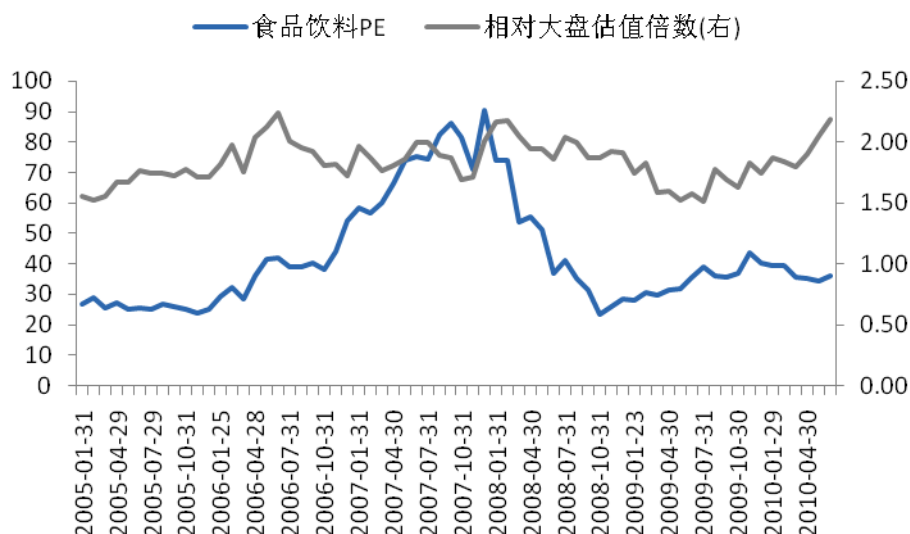
3. 市场表现回顾与估值

食品饮料在二季度下跌中体现防御性。截止到 6 月 11 日,食品饮料板块上半年累计下跌了 2.95%,同期沪深 300 指数跌幅达 23.1%,板块相对跌幅较小。尤其是 4 月份以来在大盘巨幅调整的情况下,食品饮料表现出明显的抗跌性,并在 6 月份初期的弱市中表现抢眼。我们在二季度策略中建议二季度后期可逐步加大食品饮料板块的配置比例,与 6 月份前后市场表现基本一致。

估值无明显优势,安全边际仍在。食品饮料绝对估值处于历史低位,6 月 11 日的市盈率 (TTM) 为 36.06 倍,低于 05 年以来 42.69 倍的历史平均水平;但由于周期性行业股价和估值的大幅调整,食品饮料的防御性消耗了估值溢价,使得相对估值水平已经回升到较高水平,相对大盘估值已无明显优势,面临着绝对估值低位,相对估值高位的“纠结”状态,但基于行业稳定的

景气前景，在系统性风险释放之后估值的安全边际仍在。

图 7：食品饮料相对估值水平处于高位



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

4. 投资策略：看好中档消费品和营养保健型的大众消费品

尽管目前估值水平不低，但经济转型和分配机制转变都会长期利好消费，大方向看将带动食品饮料消费的增量空间，提升行业景气度持续稳定增长的预期。我们继续维持行业的“增持”评级。投资策略仍以消费升级为长期主题，下半年尤其把握中秋、元旦、春节前夕等消费旺季临近前的投资机会。中短期建议在相对估值风险释放后逢低布局。具体思路如下：

4.1. 消费升级看好中档白酒和营养保健型消费品

成长阶段的中档白酒仍有超预期可能。09 年以来中档、次高端白酒在消费升级中市场空间巨大，我们建议选择具有品牌基础，仍在成长阶段，快速增长确定性高的标的，建议关注古井贡酒、洋河股份、山西汾酒和金种子酒。需要提示的由于多数个股累计涨幅已经相对可观，建议系统性风险释放之后再逢低介入。

营养、保健功能型的食品，建议关注皇氏乳业、保龄宝。皇氏乳业作为广西区域性乳品龙头企业，市场占有率较高、拥有相对稳定的消费群体和显著高于同行的毛利率水平，产品差异化优势明显，未来增长潜力较大。保龄宝是我国功能性低聚糖行业龙头，所在功能糖产业符合消费升级和健康经济大趋势；与国内外知名厂商稳定的合作关系奠定了收入的稳定增长。尽管公司估值目前有些贵，但考虑未来成长空间，可以享有一定的估值溢价。

4.2. 关注基本面改善预期强的个股

古越龙山：公司基本面正持续改善。10 年“古越龙山”和“女儿红”双品牌运作值得期待；原酒销售价格大幅提升是业绩回升的有力杠杆；定向增发刚完成，公司有较强意愿做好业绩。

得利斯：公司 1 季度业绩下滑的主要原因是吉林项目处于试产初期，业绩亏损所致；随着公司在吉林市场品牌渠道的逐步完善、生猪屠宰规模扩张，吉林项目年内有望实现盈亏平衡。公司募投项目将在 10-11 年陆续投产，产能释放和市场开拓有望在 2011 年转化为业绩的增长。

酒鬼酒：品牌复兴的基础仍在，建议跟踪基本面的积极变化。

莫高股份：葡萄酒业务的快速增长有望使业绩迎来拐点；长期受益甘肃葡萄酒产业政策扶持。

表 1：推荐公司盈利预测及估值

公司	收盘价 (6.18)	EPS			P/E		
		09A	10E	11E	09A	10E	11E
古井贡酒	42.75	0.60	1.10	1.64	71.71	38.71	26.05
洋河股份	147.25	3.04	4.25	5.68	52.86	34.63	25.92
山西汾酒	42.62	0.82	1.40	1.94	51.98	30.45	21.92
金种子酒	11.31	0.27	0.25	0.39	82.63	44.47	29.19
皇氏乳业	24.84	0.57	0.62	0.82	58.27	39.78	30.22
保龄宝	24.36	0.59	0.63	1.10	64.51	38.40	22.06
古越龙山	10.54	0.14	0.24	0.30	87.47	44.61	35.56
得利斯	17.40	0.34	0.38	0.56	69.13	45.98	31.25
酒鬼酒	12.47	0.19	0.30	0.57	64.62	41.68	21.77
莫高股份	10.46	0.11	0.25	0.36	92.71	41.20	29.43

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

5. 风险提示

经济转型和财富分配机制变革较慢，劳动者收入增长低于预期。

白酒消费税政策不明朗，传闻消费税有可能再次加强征收。

由于行业在二季度良好的防御性透支了估值溢价，下半年如果大盘反弹则获取超额收益的概率有所降低。

免责声明

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司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，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

买入：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上；

增持：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10%；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

股票投资评级：

买入：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20%；

中性：股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区翠园路 181 号
邮政编码：215028
传真：（0512）62938663
公司网址：<http://www.dwjq.com.cn>