

证券研究报告·行业深度

买入食品饮料 可以牛的更久

食品饮料

历史经验表明 牛市中买入食品饮料 可以牛的更久

回顾 2006-2007 和 2009 年两轮牛市，食品饮料均跑赢大盘，并且在大盘见顶后继续上涨，上涨时间均长于大盘。

2006 年至 2007 年 10 月，上证指数从 1200 点上涨到 6000 点，相对 06 年初最高累计涨幅 416%。在大盘达到高点前，食品饮料始终跑赢大盘，相对收益逐步扩大，累计涨幅 480%，相对收益 64%。大盘见顶后，食品饮料小幅调整后继续冲高，相对收益加速扩大，在大盘顶点 3 个月后，绝对收益创新高，累计涨幅 526%，在大盘触顶 5 个月后，相对收益创新高，超额收益 211%。

2008 年 11 月至 2009 年 8 月，上证指数从 1700 点上涨到 3500 点，最高累计涨幅 103%。在大盘达到高点前，食品饮料略跑赢大盘，同期累计涨幅 106%。大盘见顶后，食品饮料小幅调整后继续冲高，相对收益加速扩大，在大盘顶点 6 个月后，绝对收益创新高，相对 08 年 11 月累计涨幅 140%。相对收益在大盘见顶后就在不断拉大，到 10 年底相对收益过 130%。

2007 年主要靠估值提升 2009 年靠估值和业绩双提

2006-2007 年的牛市中，大盘静态 P/E 从 06 年初的 22 倍，提高到 07 年 10 月的 50 倍，估值提高 150%。食品饮料板块静态 P/E 从 06 年初 40 倍，提高到 07 年 10 月 100 倍以上，估值提高 150%，估值提升幅度与大盘同步，估值相对大盘溢价稳定。这一时期食品饮料行业收入和利润落后全部 A 股公司，股价靠估值拉动。

2009 年的牛市中，大盘静态 P/E 从 08 年底的 14 倍，提高到 09 年 7 月的 37 倍，估值提高 160%。食品饮料板块静态 P/E 从 08 年底 25 倍，提高到 09 年 8 月 50 倍，估值提高 100%。这一时期食品饮料利润增速高于全部 A 股。股价靠估值和业绩双提带动。

龙头公司在两轮牛市中表现抢眼

07 年白酒龙头涨幅最大，老窖和茅台都成为十倍股；张裕、青啤和饮料龙头露露涨幅超 5 倍，乳业涨幅较小。09 年古井以 5 倍以上涨幅领先，伊利涨幅超 3 倍，光明接近 2 倍。承德露露表现依然稳定，涨幅接近 2 倍。

成熟市场牛市中 消费品同样可跑赢大盘

我们选取恒生综指和恒生消费品制造业指数来进行比较。2006-2007 年 11 月，恒生综指从 2000 点涨到 4500 点，涨幅 125%。消费品制造业指数在前 20 个月一直跑平大盘，最后一个月跑输大盘，累计涨幅 100%，跑输大盘 25 个百分点。2008 年 10 月到

维持

买入

黄付生

huangfusheng@csc.com.cn

010-85130307

执业证书编号：S1440510120024

吕昌，CFA

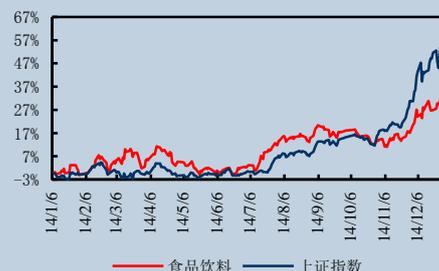
lvchang@csc.com.cn

010-85156328

执业证书编号：S1440514050003

发布日期：2015 年 1 月 5 日

市场表现



相关研究报告

- 14.12.24 保价控量见效，看好节前白酒板块性机会
- 14.12.16 2015 年投资策略报告之食品饮料：积极调整逆势突围，布局白酒和快消龙头
- 14.12.11 食品饮料：买大弃小 迎接食品饮料牛市



2010年10月，恒生综指从1500点上涨到3300点，涨幅120%。消费品制造业指数跑赢大盘，同一时期涨幅超过220%，跑赢大盘100个百分点。

2014年涨幅倒数第二 2015年要任性一点

2014年食品饮料涨幅倒数第二，目前龙头估值已经很低，投资价值明显。我们看好食品饮料行业在2015年的投资机会。主要遵循两条投资主线，一是国企改革；二是企业创新转型和行业恢复。从子行业来看，白酒的行业恢复和估值的提升，以及食品的稳定增长和估值优势，都会突显食品饮料行业的投资价值。

重点推荐：

白酒行业，白酒估值弹性大，随着估值提升，销售旺季效应，春节前白酒仍有上涨空间。推荐：**贵州茅台、山西汾酒、沱牌舍得、五粮液**

重点推荐乳业板块，参考14年12月15日报告《15年行业进入高景气 买入伊利光明》，看好行业成本下降、产品升级，以及当前的估值优势，推荐：**伊利股份、光明乳业**

另外推荐估值合理且较高增长的**洽洽食品、中炬高新、承德露露**



目 录

一、第一轮：2006年-2007年 跑赢大盘且“牛”得更久.....	1
1.1、市场表现：食品饮料显著跑赢大盘 食品布局“前后场” 白酒主打“中场”	1
1.2、估值：此轮估值几乎是拉动股价全部因素 估值溢价在后期拉大.....	3
1.3、基本面：食品饮料收入和利润增速落后全部 A 股.....	4
1.4、食品饮料龙头公司 06-08 年表现.....	5
1.5、2006-2007 阶段小结：跑赢大盘且牛的更久 靠估值提升股价	6
二、第二轮：2008年-2009年 再次跑赢大盘且“牛”得更久.....	6
2.1、市场表现：牛市中跑平大盘 大盘见顶后跑赢 食品和白酒齐头并进.....	6
2.2、估值：估值与业绩双击 此轮估值已不是拉动股价全部因素.....	8
2.3、基本面：收入和利润增速高于全部 A 股公司	9
2.4、食品饮料龙头公司 08-09 年表现.....	10
2.5、2009-2010 阶段小结：牛市中跑平 大盘见顶后加速跑赢 估值与业绩双击	11
三、香港市场：消费品制造业跑平或跑赢大盘.....	12
四、2014 年食品饮料表现倒数第一 2015 要任性一点.....	13
五、重点标的推荐	13

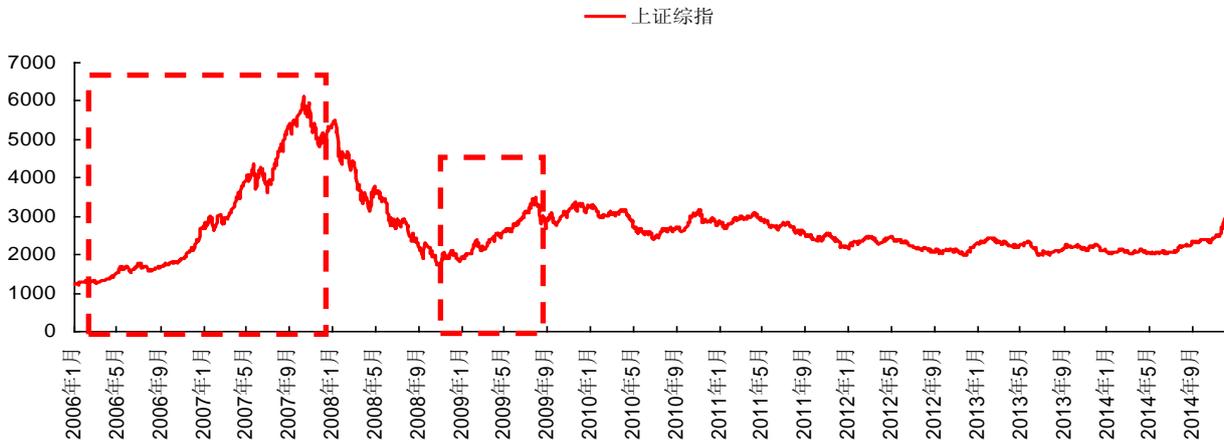
图 表

图 1: 上证指数走势 (2006.1.1 至今)	1
图 2: 食品饮料相对大盘指数表现 (2006 年 1 月-2008 年 6 月)	1
图 3: 食品饮料相对大盘累计相对收益 (2006 年 1 月-2008 年 6 月)	2
图 4: 饮料制造和食品加工相对大盘指数表现 (2006 年 1 月-2008 年 6 月)	2
图 5: 白酒相对大盘累计相对收益 (06 年 1 月-08 年 6 月)	3
图 6: 食品相对大盘累计相对收益 (06 年 1 月-08 年 6 月)	3
图 7: 全部 A 股、食品饮料估值及食品饮料估值溢价 (2006-2008 年 6 月)	3
图 8: 白酒静态估值及估值溢价 (06 年 1 月-08 年 6 月)	4
图 9: 食品静态估值及估值溢价 (06 年 1 月-08 年 6 月)	4
图 10: 全部 A 股、食品饮料、白酒、食品收入同比增速 (06Q1-08Q4)	4
图 11: 全部 A 股、食品饮料、白酒、食品归母净利同比增速 (06Q1-08Q4)	4
图 12: 食品饮料龙头公司相对 2006 年初累计涨幅	5
图 13: 食品饮料相对大盘指数表现 (2008 年 11 月-2009 年 8 月)	7
图 14: 食品饮料相对大盘累计相对收益 (2008 年 11 月-2010 年 12 月)	7
图 15: 白酒和食品加工相对大盘指数表现 (2008 年 11 月-2010 年 12 月)	8
图 16: 白酒相对大盘累计相对收益 (08 年 11 月-10 年 12 月)	8
图 17: 食品相对大盘累计相对收益 (08 年 11 月-10 年 12 月)	8
图 18: 全部 A 股、食品饮料估值及食品饮料估值溢价 (2008 年 11 月-2010 年 12 月)	9
图 19: 饮料制造静态估值及估值溢价 (08 年 11 月-10 年 12 月)	9
图 20: 食品静态估值及估值溢价 (08 年 11 月-10 年 12 月)	9
图 21: 全部 A 股、食品饮料、白酒、食品板块收入同比增速 (08Q1-10Q4)	10
图 22: 全部 A 股、食品饮料、白酒、食品板块归母净利同比增速 (08Q1-10Q4)	10
图 23: 食品饮料龙头公司相对 2008 年 11 月累计涨幅.....	11
图 24: 恒生综指、恒生消费品制造业指数走势 (2006 年 1 月-2008 年 6 月)	12
图 25: 恒生综指、恒生消费品制造业指数走势 (2009 年 3 月至今)	12
图 26: 2014 年申万子板块涨幅排行	13
表 1: 全部 A 股、食品饮料、饮料、食品板块收入、利润同比增速 (2006-2008)	4
表 2: 食品饮料龙头公司相对 2006 年初累计涨幅	5
表 3: 2006-2007 阶段小结	6
表 4: 全部 A 股、食品饮料、白酒、食品板块收入、利润同比增速 (2008-2010)	10
表 5: 食品饮料龙头公司相对 2008 年 11 月累计涨幅.....	11
表 6: 2009-2010 阶段小结.....	11



我们选取 2006 年至今上证指数经历的两轮上涨阶段，分别是 2006 年 1 月至 2007 年 10 月，和 2008 年 11 月至 2009 年 8 月，通过对比食品饮料板块、个股相对大盘的表现，来回顾食品饮料在牛市中的表现。

图 1：上证指数走势（2006.1.1 至今）



资料来源：wind 资讯，中信建投研发部

一、第一轮：2006 年-2007 年 跑赢大盘且“牛”得更久

1.1、市场表现：食品饮料显著跑赢大盘 食品布局“前后场” 白酒主打“中场”

2006 年至 2007 年 10 月，上证指数从 1180 点上涨到 6092 点，相对 06 年初最高累计涨幅 416%。食品饮料的表现分为两个阶段，大盘见顶前和见顶后。在大盘达到高点前，食品饮料始终跑赢大盘，相对收益逐步扩大，累计涨幅 480%，相对收益 64%。大盘见顶后，食品饮料小幅调整后继续冲高，相对收益加速扩大，在大盘顶点 3 个月后，绝对收益创新高，累计涨幅 526%，在大盘见顶 5 个月后，相对收益创新高，相对收益 211%。

图 2：食品饮料相对大盘指数表现（2006 年 1 月-2008 年 6 月）



资料来源：wind 资讯，中信建投研发部



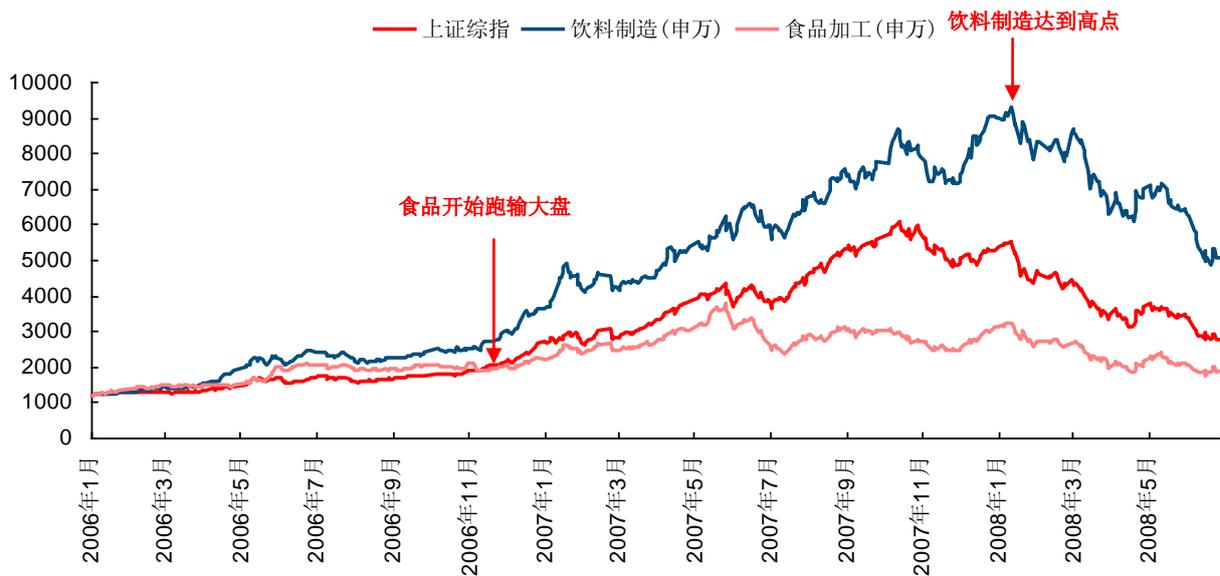
图 3：食品饮料相对大盘累计相对收益（2006 年 1 月-2008 年 6 月）



资料来源：wind 资讯，中信建投研发部

我们将食品饮料分为白酒（饮料制造）和食品加工两大细分板块，走势截然不同。白酒始终跑赢大盘，绝对收益在大盘触顶 3 个月后达到高点，相对收益在大盘触顶 5 个月后达到高点。食品加工在大盘启动约 10 个月，即大盘上涨 45% 时，相对收益达到最高 28%；在大盘启动 11 个月即涨幅在 60% 时，开始跑输大盘；随后连续跑输大盘，差距拉大，一直到大盘在 2007 年 11 月，随后体现防御性，差距快速收窄。

图 4：饮料制造和食品加工相对大盘指数表现（2006 年 1 月-2008 年 6 月）



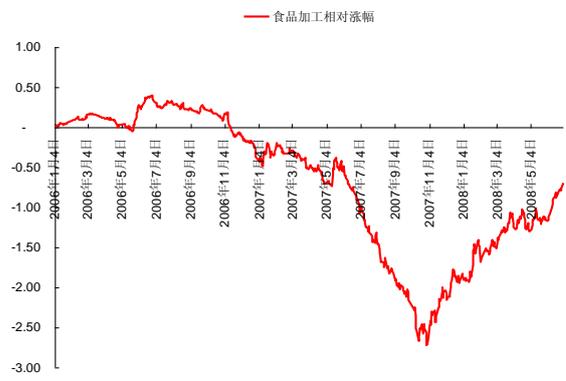
资料来源：wind 资讯，中信建投研发部



图 5：白酒相对大盘累计相对收益（06 年 1 月-08 年 6 月）



图 6：食品相对大盘累计相对收益（06 年 1 月-08 年 6 月）



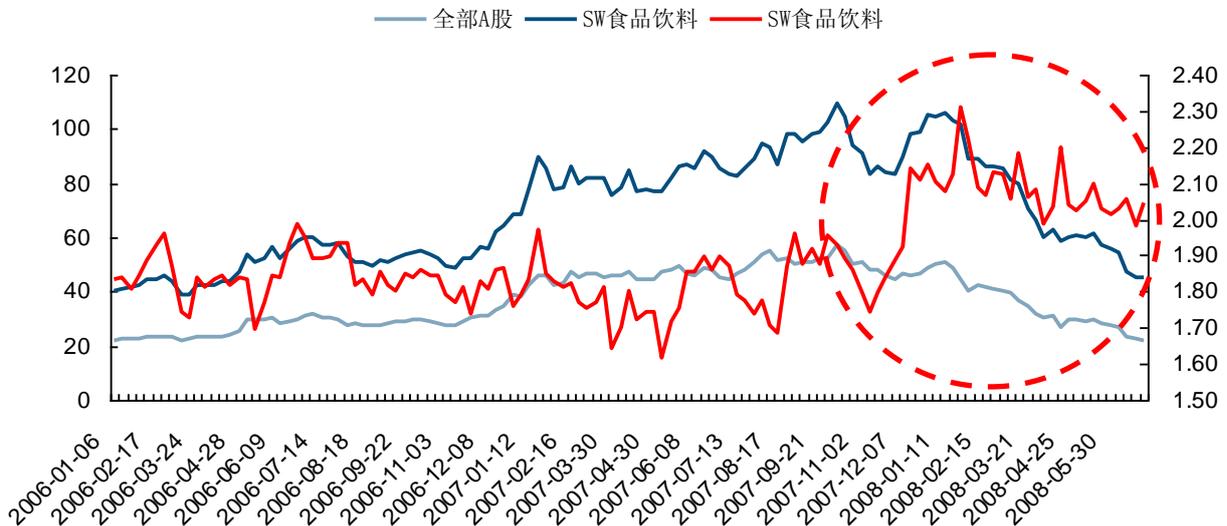
资料来源：wind 资讯，中信建投研发部

1.2、估值：此轮估值几乎是拉动股价全部因素 估值溢价在后期拉大

2006-2007 年的牛市中，大盘静态 P/E 从 06 年初的 22 倍，提高到 07 年 10 月的 50 倍，估值提高 150%。食品饮料板块静态 P/E 从 06 年初 40 倍，提高到 07 年 10 月 100 倍以上，估值提高 150%，估值提升幅度与大盘同步，估值相对大盘溢价稳定。

但当大盘触顶回落后，食品饮料估值回落幅度小于大盘，估值溢价提升，估值溢价从 80% 提高 100%。

图 7：全部 A 股、食品饮料估值及食品饮料估值溢价（2006-2008 年 6 月）



资料来源：wind 资讯，中信建投研发部

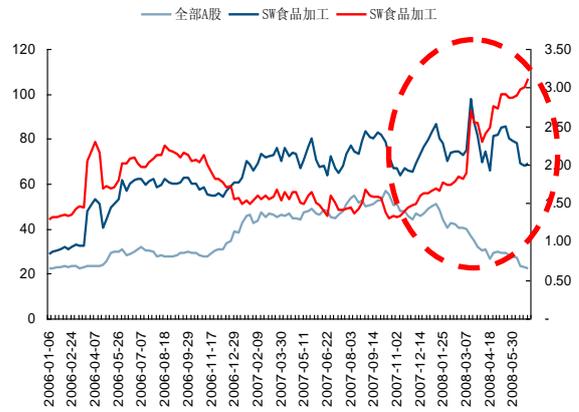
白酒估值从 06 年初 45 倍，提高到 07 年 10 月 115 倍，估值提升 155%；食品加工估值从 06 年初 28 倍，提高到 07 年 10 月的 80 倍，估值提升 180%。食品的估值提升较饮料更明显，特别是在大盘触顶后，食品估值溢价稳步提升，白酒估值溢价回落。



图 8：白酒静态估值及估值溢价（06 年 1 月-08 年 6 月）



图 9：食品静态估值及估值溢价（06 年 1 月-08 年 6 月）



资料来源：wind 资讯，中信建投研发部

1.3、基本面：食品饮料收入和利润增速落后全部 A 股

收入端，食品饮料板块整体和食品、饮料两个子板块的上市公司在 06-07 年收入增速落后全部 A 股公司。利润端，食品饮料板块和两大子行业上市公司利润增速同样落后全部 A 股公司。相对来看，食品在收入端好于饮料，饮料在利润端好于食品，但都不及全部 A 股公司。

图 10：全部 A 股、食品饮料、白酒、食品收入同比增速（06Q1-08Q4）

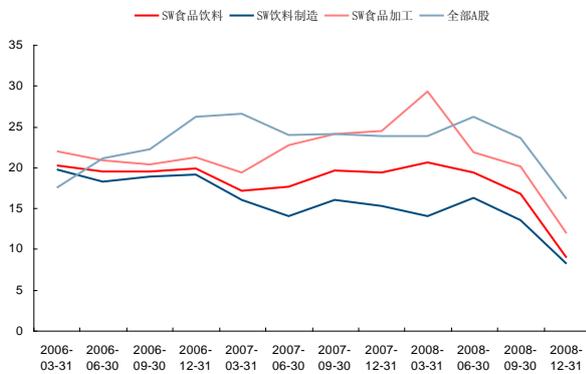
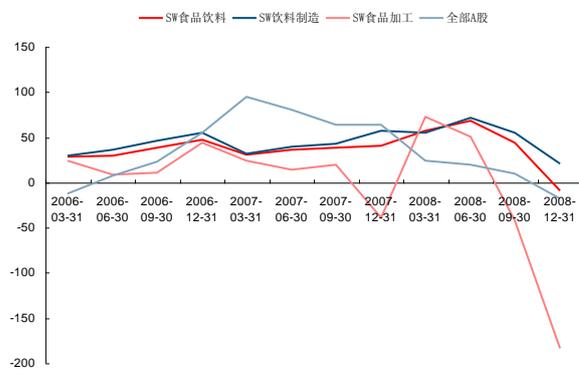


图 11：全部 A 股、食品饮料、白酒、食品归母净利润同比增速（06Q1-08Q4）



资料来源：wind 资讯，中信建投研发部

表 1：全部 A 股、食品饮料、饮料、食品板块收入、利润同比增速（2006-2008）

	营业收入	营业收入	营业收入	营业收入	净利润	净利润	净利润	净利润
	SW 食品饮料	SW 饮料制造	SW 食品加工	全部 A 股	SW 食品饮料	SW 饮料制造	SW 食品加工	全部 A 股
2006-03-31	20.22	19.68	21.99	17.56	28.14	30.18	23.76	-12.04
2006-06-30	19.48	18.19	20.8	21.07	29.88	35.75	8.49	7.32
2006-09-30	19.5	18.88	20.32	22.16	37.94	46.27	10.87	23.26
2006-12-31	19.81	19.13	21.2	26.21	47.21	55.01	43.9	54.77
2007-03-31	17.1	16.03	19.31	26.51	30.61	32.25	24.34	94.96
2007-06-30	17.67	13.98	22.76	23.9	35.82	40.04	13.73	79.99



2007-09-30	19.62	16.07	24.12	24.1	38.34	42.99	19.47	63.64
2007-12-31	19.32	15.31	24.39	23.84	41.2	57.02	-38.77	63.69
2008-03-31	20.6	14.03	29.29	23.88	57.2	55.34	72.27	24.66
2008-06-30	19.32	16.25	21.89	26.16	68.34	72.1	50.6	19.68
2008-09-30	16.75	13.53	20.1	23.54	44.32	55.58	-41.99	10.13
2008-12-31	8.99	8.18	11.86	16.15	-8.44	20.98	-183.79	-18.08

资料来源: wind 资讯, 中信建投研发部

1.4、食品饮料龙头公司 06-08 年表现

白酒龙头涨幅最大, 老窖和茅台都成为十倍股; 张裕、青啤和饮料龙头露露涨幅超 5 倍, 乳业涨幅较小。

图 12: 食品饮料龙头公司相对 2006 年初累计涨幅



资料来源: wind 资讯, 中信建投研发部

表 2: 食品饮料龙头公司相对 2006 年初累计涨幅

	泸州老窖	古井贡酒	承德露露	五粮液	张裕 A	双汇发展	贵州茅台	光明乳业	青岛啤酒	伊利股份
2006-04-03	48%	14%	38%	9%	77%	38%	41%	11%	19%	22%
2006-07-03	230%	91%	117%	125%	177%	139%	142%	81%	53%	131%
2006-10-09	281%	94%	118%	110%	173%	139%	163%	80%	52%	111%
2006-12-29	497%	141%	274%	253%	275%	139%	355%	82%	104%	166%
2007-04-02	545%	203%	393%	306%	325%	139%	386%	172%	156%	161%
2007-07-02	936%	551%	576%	592%	370%	499%	516%	178%	279%	212%
2007-10-08	1373%	674%	614%	827%	408%	483%	666%	304%	527%	241%
2007-12-28	1641%	716%	578%	884%	554%	578%	1098%	271%	480%	196%
2008-03-31	1368%	422%	432%	424%	445%	331%	878%	214%	280%	117%
2008-06-30	1050%	320%	351%	294%	411%	338%	626%	102%	198%	97%
2008-10-06	863%	175%	237%	245%	295%	205%	566%	42%	140%	19%
2008-12-31	596%	177%	284%	189%	275%	305%	469%	25%	199%	-3%

资料来源: wind 资讯, 中信建投研发部



1.5、2006-2007 阶段小结：跑赢大盘且牛的更久 靠估值提升股价

表 3：2006-2007 阶段小结

	市场表现	基本面	估值
大盘	2006 年至 2007 年 10 月，上证指数从 1180 点上涨到 6092 点，相对 06 年初最高累计涨幅 416%。	06 年收入增长 26%，利润增长 55%。	大盘静态 P/E 从 06 年初的 22 倍，提高到 07 年 10 月的 50 倍，估值提高 150%。
食品饮料	分为两阶段，大盘见顶前，食品饮料始终跑赢大盘，相对收益逐步扩大，累计涨幅 480%，相对收益 64%。大盘见顶后，食品饮料小幅调整后继续冲高，在大盘顶点 3 个月后，绝对收益创新高，累计涨幅 526%，在大盘触顶 5 个月后，相对收益创新高，相对收益 211%。	收入和利润增速均不及 A 股全部上市公司。	食品饮料板块静态 P/E 从 06 年初 40 倍，提高到 07 年 10 月 100 倍以上，估值提高 150%，估值提升幅度基本与大盘同步。估值溢价逐步提高
食品	食品加工表现在两头，大盘启动前 10 个月，相对收益达到最高 28%；随后开始跑输大盘，大盘见顶其相对收益见底，随后加速上涨，收复部分失地。	收入和利润增速均不及 A 股全部上市公司。收入增速好于白酒	食品估值从 06 年初 28 倍，提高到 07 年 10 月的 80 倍，估值提升 180%。相对大盘估值溢价提高
白酒	始终跑赢大盘，行情中段表现最好，绝对收益在大盘触顶 3 个月后达到高点，相对收益在大盘触顶 5 个月后达到高点。	收入和利润增速均不及 A 股全部上市公司。利润增速好于食品	白酒估值从 06 年初 45 倍，提高到 07 年 10 月 115 倍，估值提升 155%。相对大盘估值溢价提高

资料来源：wind 资讯，中信建投研发部

二、第二轮：2008 年-2009 年 再次跑赢大盘且“牛”得更久

2.1、市场表现：牛市中跑平大盘 大盘见顶后跑赢 食品和白酒齐头并进

2008 年 11 月至 2009 年 8 月，上证指数从 1700 点上涨到 3500 点，最高累计涨幅 103%。食品饮料的表现还是分为两个阶段，大盘见顶前和见顶后。在大盘达到高点前，食品饮料基本跑平大盘，同期累计涨幅 106%。大盘见顶后，食品饮料小幅调整后继续冲高，相对收益加速扩大，在大盘顶点 6 个月后，绝对收益创新高，相对 08 年 11 月累计涨幅 140%。相对收益在大盘见顶后就在不断扩大，到 10 年底相对收益过 130%。

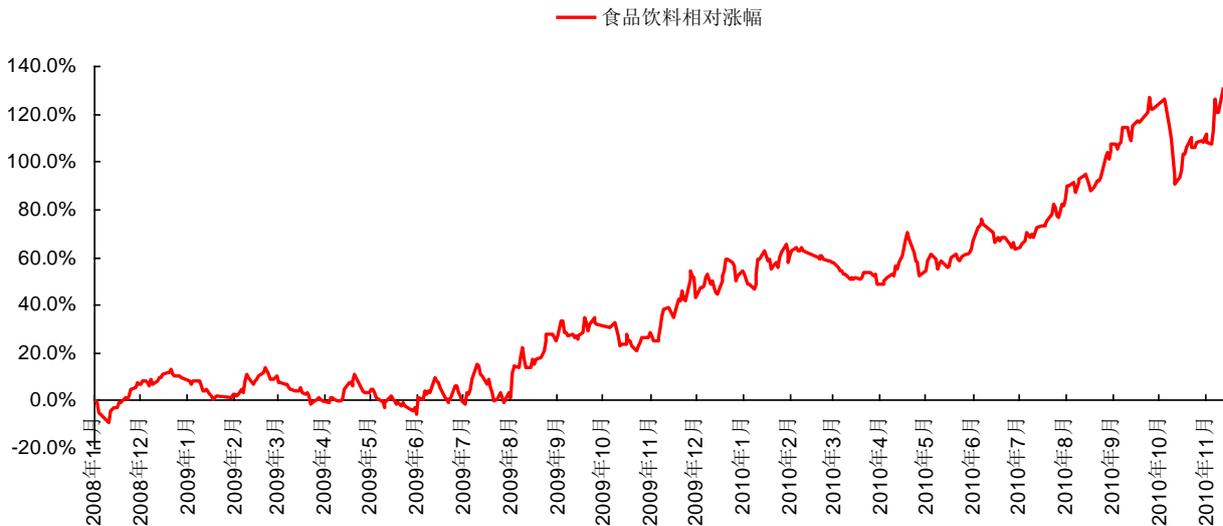


图 13: 食品饮料相对大盘指数表现 (2008 年 11 月-2009 年 8 月)



资料来源: wind 资讯, 中信建投研发部

图 14: 食品饮料相对大盘累计相对收益 (2008 年 11 月-2010 年 12 月)



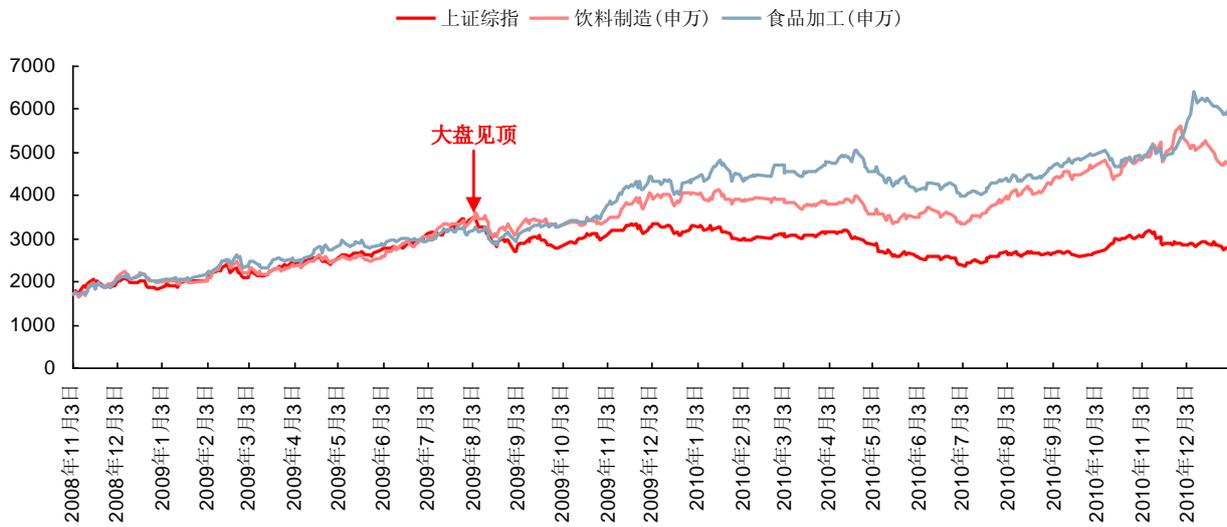
资料来源: wind 资讯, 中信建投研发部

09 年 8 月大盘见顶, 白酒 (饮料制造) 在这之前跑平大盘, 绝对收益 100%, 相对收益最大 10%, 但大盘见顶后, 白酒逐步跑赢大盘, 1 年后即 2010 年底, 超额收益 115%。

食品加工与白酒走势类似, 大盘见顶前跑平大盘, 这期间累计绝对收益 90%, 相对收益在-10%左右。大盘见顶后, 食品加工继续上涨, 跑赢大盘也跑赢白酒, 1 年后, 超额收益 180%。



图 15: 白酒和食品加工相对大盘指数表现 (2008 年 11 月-2010 年 12 月)



资料来源: wind 资讯, 中信建投研发部

图 16: 白酒相对大盘累计相对收益 (08 年 11 月-10 年 12 月)



资料来源: wind 资讯, 中信建投研发部

图 17: 食品相对大盘累计相对收益 (08 年 11 月-10 年 12 月)



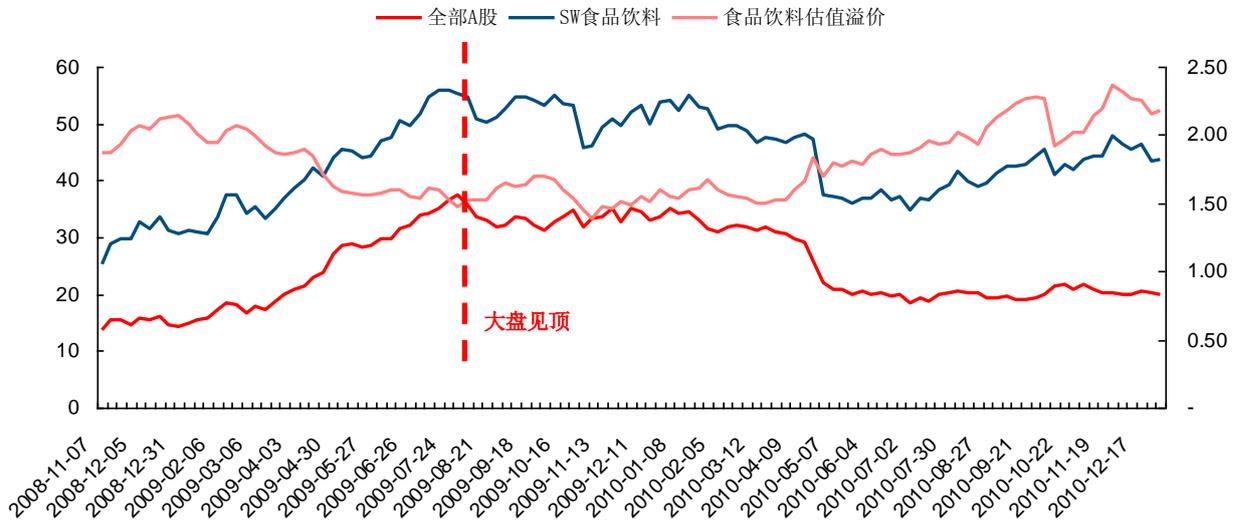
2.2、估值：估值与业绩双击 此轮估值已不是拉动股价全部因素

2009 年的牛市中，大盘静态 P/E 从 08 年底的 14 倍，提高到 09 年 7 月的 37 倍，估值提高 160%。食品饮料板块静态 P/E 从 08 年底 25 倍，提高到 09 年 8 月 50 倍，估值提高 100%，但估值溢价下降 20%。

大盘触顶回落后，食品饮料估值中枢稳定在 50 倍左右持续半年，最后回落到 30 倍，但估值溢价却回升到牛市前水平，说明大盘估值回落的幅度大于食品饮料。



图 18: 全部 A 股、食品饮料估值及食品饮料估值溢价 (2008 年 11 月-2010 年 12 月)



资料来源: wind 资讯, 中信建投研发部

白酒估值从 08 年底 22 倍, 提高到 09 年 8 月 43 倍, 估值提升 95%;

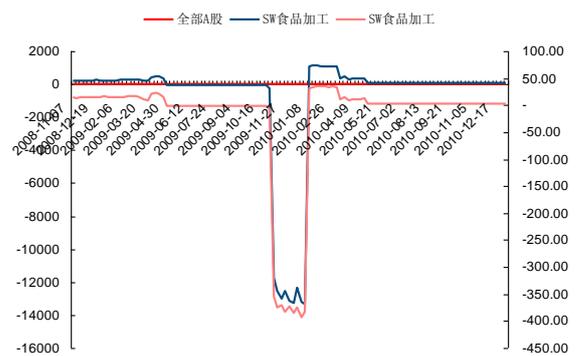
食品加工估值 08 年底为 190 倍, 09 年为负, 主要原因是乳业公司亏损所致, 所以食品板块整体估值参考性不大, 但由于乳业公司 08 年亏损, 09 年盈利, 09 年为业绩反转年。

图 19: 饮料制造静态估值及估值溢价 (08 年 11 月-10 年 12 月)



资料来源: wind 资讯, 中信建投研发部

图 20: 食品静态估值及估值溢价 (08 年 11 月-10 年 12 月)



2.3、基本面：收入和利润增速高于全部 A 股公司

与 07 年不同, 09 年食品饮料基本面好于 A 股整体。收入端, 食品饮料及食品、饮料两个子板块上市公司整体收入增速, 在 09 年高于上市公司整体。利润端, 食品饮料板块和两大子行业上市公司利润增速好于 A 股整体, 食品板块业绩反转。



图 21: 全部 A 股、食品饮料、白酒、食品板块收入同比增速 (08Q1-10Q4)

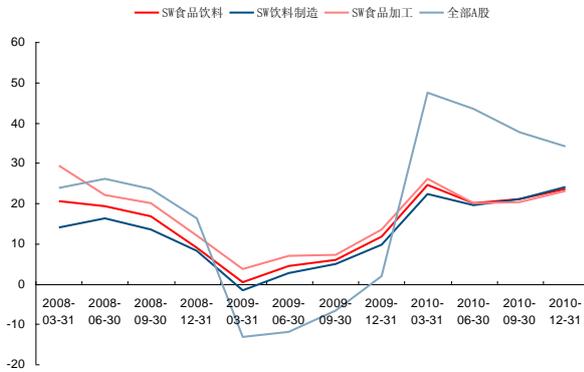
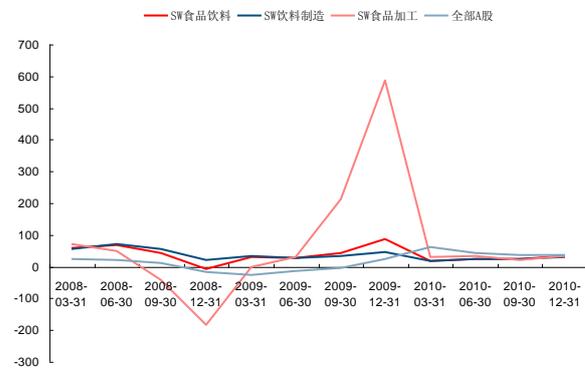


图 22: 全部 A 股、食品饮料、白酒、食品板块归母净利润同比增速 (08Q1-10Q4)



资料来源: wind 资讯, 中信建投研发部

表 4: 全部 A 股、食品饮料、白酒、食品板块收入、利润同比增速 (2008-2010)

	营业收入	营业收入	营业收入	营业收入	净利润	净利润	净利润	净利润
	SW 食品饮料	SW 饮料制造	SW 食品加工	全部 A 股	SW 食品饮料	SW 饮料制造	SW 食品加工	全部 A 股
2008-03-31	20.6	14.03	29.29	23.88	57.2	55.34	72.27	24.66
2008-06-30	19.32	16.25	21.89	26.16	68.34	72.1	50.6	19.68
2008-09-30	16.75	13.53	20.1	23.54	44.32	55.58	-41.99	10.13
2008-12-31	8.99	8.18	11.86	16.15	-8.44	20.98	-183.79	-18.08
2009-03-31	0.49	-1.64	3.56	-13.12	30.91	34.2	-2.55	-26.03
2009-06-30	4.46	2.62	6.84	-11.89	27.05	27.15	29.29	-14.74
2009-09-30	5.93	4.88	7.07	-6.75	43.83	33.65	213.42	-3.03
2009-12-31	11.61	9.7	13.55	1.85	88.14	46.34	588.05	24.44
2010-03-31	24.63	22.19	26.03	47.45	16.66	16.84	30.37	62.32
2010-06-30	20.09	19.39	20.02	43.3	25.04	24.75	33.11	41.51
2010-09-30	21.01	20.92	20.25	37.67	22.52	23.87	19.83	35.23
2010-12-31	23.53	24.09	23.11	34.19	31.77	30.77	34.23	36.97

资料来源: wind 资讯, 中信建投研发部

2.4、食品饮料龙头公司 08-09 年表现

本轮牛市食品饮料龙头表现依然抢眼, 但涨幅榜有了变化, 食品龙头和白酒龙头表现更加均衡。上一轮的大牛股茅台、老窖、五粮液本轮并未领涨, 古井以 5 倍以上涨幅领先, 伊利涨幅超 3 倍, 光明接近 2 倍。承德露露表现依然稳定, 涨幅接近 2 倍。



图 23: 食品饮料龙头公司相对 2008 年 11 月累计涨幅



资料来源: wind 资讯, 中信建投研发部

表 5: 食品饮料龙头公司相对 2008 年 11 月累计涨幅

	泸州老窖	古井贡酒	承德露露	五粮液	张裕 A	双汇发展	贵州茅台	光明乳业	青岛啤酒	伊利股份
2008-12-31	-6%	27%	22%	9%	8%	24%	18%	22%	22%	16%
2009-03-31	11%	73%	21%	30%	4%	17%	24%	80%	26%	79%
2009-06-30	52%	161%	27%	62%	28%	32%	61%	103%	62%	115%
2009-09-30	56%	217%	30%	72%	40%	53%	80%	84%	81%	185%
2009-12-31	107%	421%	108%	160%	73%	94%	86%	175%	132%	284%
2010-03-31	70%	499%	149%	131%	53%	85%	74%	192%	110%	369%
2010-06-30	49%	554%	184%	100%	82%	85%	39%	112%	103%	326%

资料来源: wind 资讯, 中信建投研发部

2.5、2009-2010 阶段小结: 牛市中跑平 大盘见顶后加速跑赢 估值与业绩双击

表 6: 2009-2010 阶段小结

	市场表现	基本面	估值
大盘	2008 年 11 月至 2009 年 8 月, 上证指数从 1700 点上涨到 3500 点, 最高累计涨幅 103%	全部 A 股整体 09 年收入和利润增速为负, 10 年转好。	大盘静态 P/E 从 08 年底的 14 倍, 提高到 09 年 7 月的 37 倍, 估值提高 160%。
食品饮料	大盘达到高点前, 食品饮料基本跑平大盘, 同期累计涨幅 106%。大盘见顶后, 食品饮料小幅调整后继续冲高, 大盘顶点 6 个月后, 绝对收益创新高, 相对 08 年 11 月累计涨幅 140%。相对收益加速扩大, 到 10 年底相对收益过 130%。	收入和利润增速好于全部 A 股	食品饮料板块静态 P/E 从 08 年底 25 倍, 提高到 09 年 8 月 50 倍, 估值提高 100%, 估值溢价下降 20%。
食品	大盘见顶前跑平大盘, 这期间累计绝对收益 90%, 相对收益在-10%左右。大盘见顶后, 食品加工继续上涨, 跑	乳业板块带动 09 年业绩扭亏反转	08 年乳业亏损, 静态估值不具有参考性。



赢大盘也跑赢饮料，1年后，相对收益 180%。

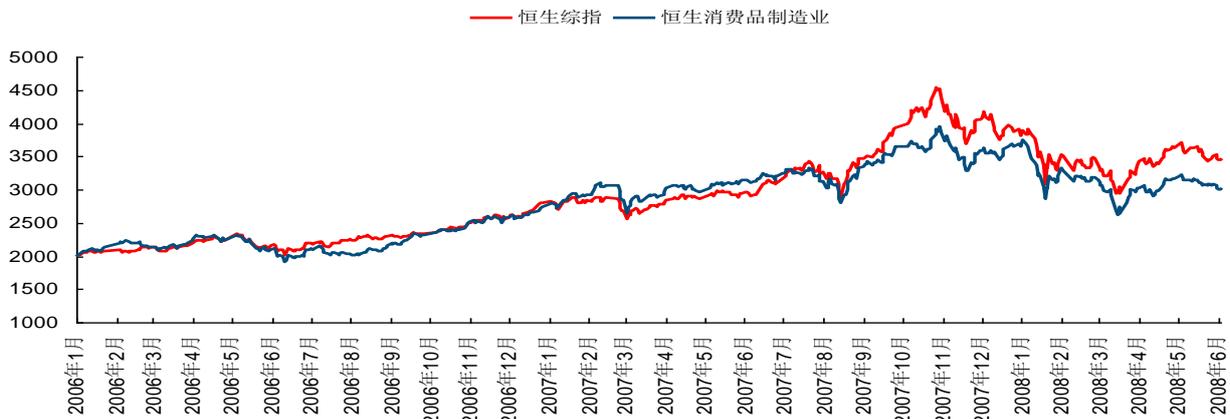
白酒 09年8月大盘见顶，白酒在这之前跑平大盘，绝对收益 收入和利润增速好于全部 白酒估值从08年底22倍，提高
100%，相对收益最大10%，但大盘见顶后，白酒逐步跑 A股 到09年8月43倍，估值提升95%
赢大盘，1年后即2010年底，相对收益115%。

资料来源: wind 资讯, 中信建投研发部

三、香港市场：消费品制造业跑平或跑赢大盘

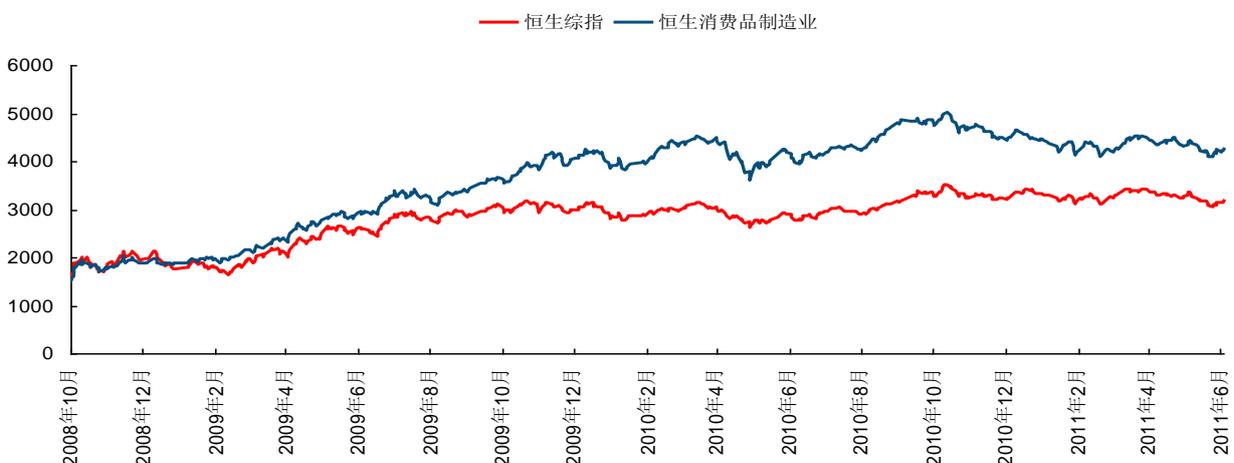
我们选取恒生综指和恒生消费品制造业指数来进行比较。2006-2007年11月，恒生综指从2000点涨到4500点，涨幅125%。消费品制造业指数在前20个月一直跑平大盘，最后一个月跑输大盘，累计涨幅100%，跑输大盘25个百分点。2008年10月到2010年10月，恒生综指从1500点上涨到3300点，涨幅120%。消费品制造业指数跑赢大盘，同一时期涨幅超过220%，跑赢大盘100个百分点。

图 24：恒生综指、恒生消费品制造业指数走势（2006年1月-2008年6月）



资料来源: wind 资讯, 中信建投研发部

图 25：恒生综指、恒生消费品制造业指数走势（2009年3月至今）



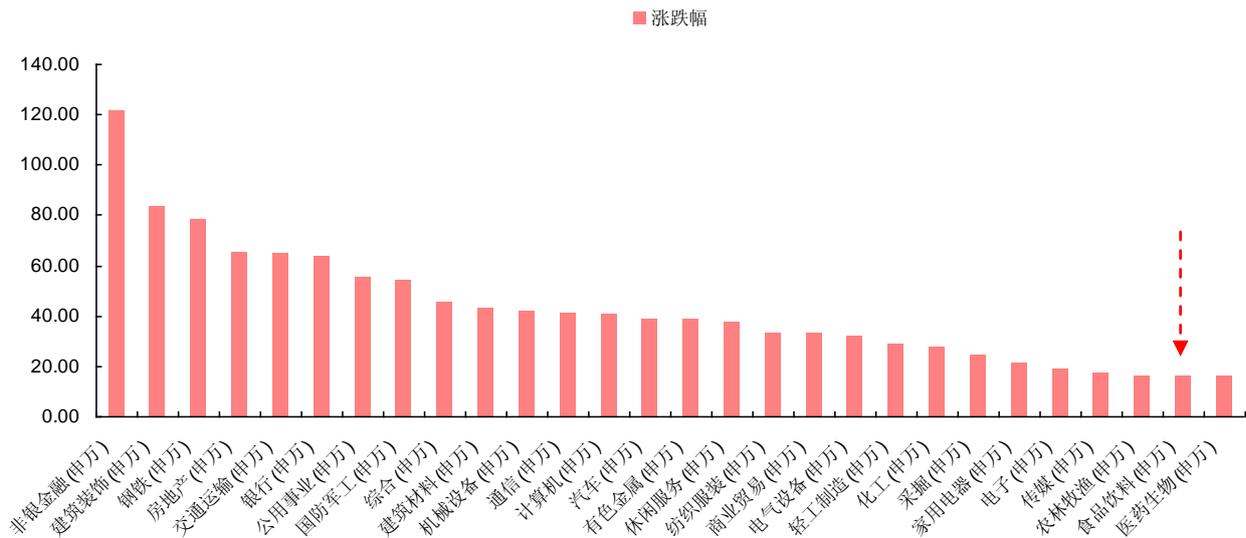
资料来源: wind 资讯, 中信建投研发部



四、2014 年食品饮料表现倒数第二 2015 要任性一点

2014 年食品饮料涨幅倒数第二，这在过去几年不曾出现。主要原因是大市值的白酒板块深度调整，估值处于历史底部。食品板块 2013 年涨幅大，板块整体被高估，14 年消化高估值，目前估值低于历史平均水平。

图 26：2014 年申万子板块涨幅排行



资料来源: wind 资讯, 中信建投研发部

展望 2015 年，尽管整体的消费环境未来仍不乐观，但行业公司的调整加速，我们看好食品饮料行业在 2015 年的投资机会。主要遵循两条投资主线，一是国企改革；二是企业创新转型和行业恢复。从子行业来看，白酒的行业恢复和估值的提升，以及食品的稳定增长和估值优势，都会突显食品饮料行业的投资价值。

五、重点标的推荐

重点推荐：

白酒行业，白酒估值弹性大，随着估值提升，销售旺季效应，春节前白酒仍有上涨空间。推荐：**贵州茅台、山西汾酒、沱牌舍得、五粮液**

重点推荐乳业板块，参考 14 年 12 月 15 日报告《15 年行业进入高景气 买入伊利光明》，看好行业成本下降、产品升级，以及当前的估值优势，推荐：**伊利股份、光明乳业**

另外推荐估值合理且较高增长的**洽洽食品、中炬高新、承德露露**



分析师介绍

黄付生：经济学博士,首席食品饮料、农林牧渔行业分析师，2 年宏观策略、4 年行业公司研究经验。2010 年、2011 年入围《新财富》食品饮料行业最佳分析师，2014 年《新财富》食品饮料行业最佳分析师第三名。

吕昌：CFA，经济学硕士，3 年食品饮料行业研究经验，2014 年《新财富》食品饮料行业最佳分析师第三名团队成员。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚莘 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

程海艳 010-85130323 chenghaiyan@csc.com.cn

李祉遥 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

上海地区销售经理

袁小可 021-68821600 yuanxiaoke@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

简佳 021-68821631 jianjia@csc.com.cn

李孟江 021-68821619 limengjiang@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

孙宇 021-68808655 sunyush@csc.com.cn

深广地区销售经理

王方群 020-38381087 wangfangqun@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

杨帆 0755-22663051 yangfanbj@csc.com.cn

莫智源 0755-23953843 mozhiyuan@csc.com.cn

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 8 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622