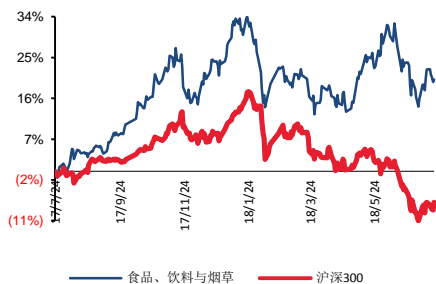


日常消费 食品、饮料与烟草

从三聚氰胺、瘦肉精、塑化剂看恶性事件的影响

■ 走势对比



■ 子行业评级

食品	看好
烟草III	看好
饮料	看好

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师助理：管嘉琪

电话：18321784096

E-MAIL: guanjq@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190117060044

报告摘要

近日，长生生物假疫苗时间爆发，我们深恶痛绝这类疫苗造假事件，他给家庭、社会带来了巨大的危害。这次假疫苗时间让我想起了2008年的奶粉“三聚氰胺”、2011年的双汇瘦肉精和2012年的白酒“塑化剂”。当然，儿童的疫苗生产工艺的技术性更强，保存、运输等环节专业度更高，完全不同意普通的食品行业，必然对品质和安全的要求更高，检测和监管的力度更大。

这种行业严重致命事件的发生，必然会导致：1、行业整体受冲击，消费者信心丧失，行业恢复可能较快，但重塑消费者信任需要非常长时间。2、行业洗牌，涉事企业出局或市场份额萎缩，一定有优秀的公司脱颖而出。3、加强监管，破除旧规则，行业更加规范，市场更加健康。

假疫苗事件的发酵，医药股必然受到冲击，而同属于消费的食品饮料可能受益！我们认为近期食品饮料可能已经完成自身的补跌，不可能再出现一季度大幅度的深度调整，良好的基本面，和即将披露的良好的中报，都能支撑食品饮料公司消化市场的恐慌后，再创新高。市场对消费的悲观和未来预期的消极态度，也会在优质公司市场份额提升、乡村振兴、通货膨胀下，随时间而被消化掉。

白酒股今年没有利空，中报普遍好于前期预期，季报没问题，估值切换行情仍在，五粮液、泸州老窖、洋河股份、古井贡酒、顺鑫农业、伊力特等仍值得配置，即使明年利润增速大幅放缓，仍能支撑当年18倍左右的PE。一方面，当下估值并没有泡沫，从主流白酒公司来看，目前股价对应2018年的PE平均在23倍左右。即使按照悲观预期，假设2019年平均利润增速回落到15%左右，按照2019年EPS计算，当前股价对应2019年的PE也在20倍以下。

食品股走的会更长远，双汇发展、养元饮品、承德露露今年不足20倍，安全边际高；安井食品、中炬高新、绝味食品等成长性好；无论将来还有几次股灾，这些都是可以长期持有的品种。另外，今年国内葡萄酒均价有回升迹象，行业环境有望逐渐好转，建议关注外

部环境改善以及内部改革加快的张裕。

重点推荐个股：

贵州茅台、五粮液、泸州老窖、古井贡酒、洋河股份、顺鑫农业、伊力特、张裕 A；

安井食品、绝味食品、中炬高新、承德露露、养元股份、双汇发展。

风险提示：

宏观经济不景气，销售环境恶化，食品安全问题等。

目录

[TABLE_MESSAGE].....	1
一、 三聚氰胺奶粉事件：三鹿消失，成就贝因美	5
二、 山西假酒案和白酒塑化剂：行业大事件，下跌导火索	7
三、 瘦肉精事件：类似塑化剂，行业发展中的问题	8
四、 如何看当下消费股：食品饮料近期完成补跌，必创新高	9
五、 重点推荐个股	11

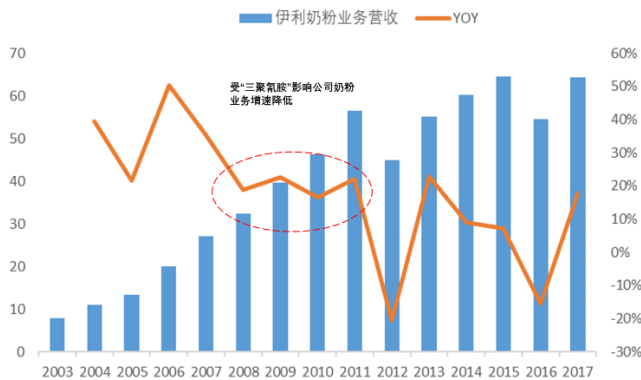
图表目录

图表 1、2008 年，伊利奶粉收入增速降至 20%以下	5
图表 2、2008 年伊利股价出现较大回撤	5
图表 3、悲观假设下主流白酒公司估值情况	6
图表 4、2009-2013 年贝因美收入实现快速增长	6
图表 5、2009-2013 年贝因美净利润实现快速增长	6
图表 6、1998 年受山西假酒案影响汾酒收入大幅下滑	7
图表 7、1998 年受山西假酒案影响汾酒股价大幅回调	7
图表 8、2012-2014 年主流白酒企业营收均出现下降	8
图表 9、2012 年白酒板块出现调整	8
图表 10、2011 年双汇收入增速出现下滑	9
图表 11、2011 年双汇股价出现大幅调整	9
图表 12、悲观假设下主流白酒公司估值情况	10

一、三聚氰胺奶粉事件：三鹿消失，成就贝因美

2008年9月，三鹿奶粉的三聚氰胺事件从甘肃开始发酵，之后国家质量监督检验检疫总局对全国婴幼儿奶粉三聚氰胺含量进行检查，有22家婴幼儿奶粉生产企业检出了含量不同的三聚氰胺。三聚氰胺的核心是当时我国奶牛养殖落后，原奶收购环节不良添加，生产企业监控失责。进而我国的奶粉行业信誉扫地，三鹿关停后被三元接管，现在外资奶粉占据我国奶粉行业的绝大部分份额，只有伊利、贝因美、飞鹤三个品牌能排在行业前十。

图表 1、2008 年，伊利奶粉收入增速降至 20% 以下



资料来源：WIND、太平洋研究院

图表 2、2008 年伊利股价出现较大回撤



资料来源：WIND、太平洋研究院

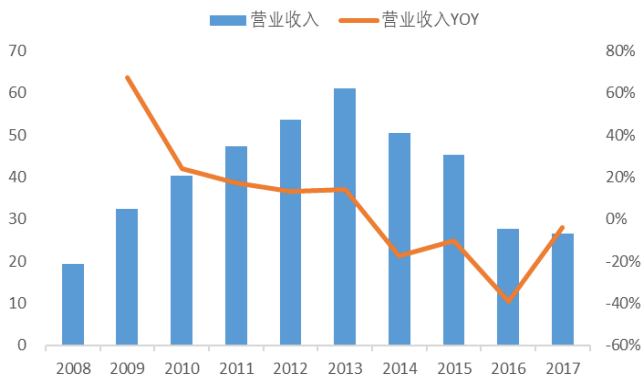
当时因为规模很小及其他原因没有被检测出含三聚氰胺成分的贝因美和三元股份，贝因美抓住机遇，逆势突围，在2013年收入高峰达到60亿，成为国产第一品牌。但由于公司自身的能力、架构和经营思维，难以支撑这么大规模的企业，后来也很快走下坡路，现在沦落到被ST的命运。三元股份由于国企体制原因，一直不温不火，没成气候。这几年到是黑龙江的飞鹤，凭借奶源优势和市场推广，农村包围城市的战略，成为国产婴幼儿奶粉的龙头。

图表 3、悲观假设下主流白酒公司估值情况



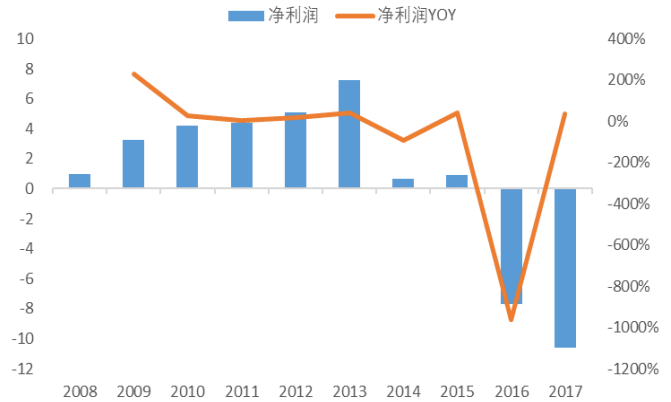
资料来源：WIND、太平洋证券研究院

图表 4、2009-2013 年贝因美收入实现快速增长



资料来源：WIND、太平洋研究院

图表 5、2009-2013 年贝因美净利润实现快速增长



资料来源：WIND、太平洋研究院

十年前，伊利股份还是市值几十亿的 ST 伊利，今天是近 1700 亿市值的全球乳业巨头，当然奶粉销量一直不温不火。十年前，贝因美是一家名不见经传的小奶粉厂，2013 年成为一年涨幅 4 倍的牛股。当然，事件的主角被关门，受到了应有的处罚。三聚氰胺后，中国的食品安全问题得到了极大的重视，政府对行业也进行了有效的整顿，中国的奶牛养殖无论从技术还是规模都得到了极大的提升，乳制品行业重新洗牌。

今天，无论是液态奶、还是婴幼儿奶粉，国产品牌的产品质量得到了充分的保障，婴幼儿奶粉的合格率也媲美进口及合资品牌。2013 年前后，洋奶粉的热潮再慢慢退去，进口的液态奶根本不成气候。

这次疫苗事件，应该可以参照十年前的三聚氰胺，全行业的检查和重新洗牌不可避免，

涉事企业逃避不了被清算的命运，但必然会有优秀的公司受益这次行业洗牌，成为国产品牌的中坚。

二、山西假酒案和白酒塑化剂：行业大事件，下跌导火索

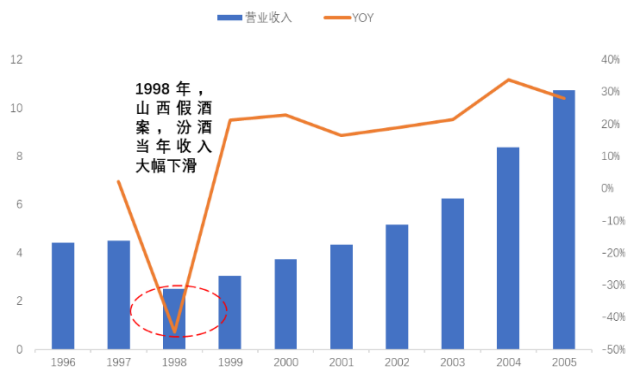
1、山西假酒终结汾酒老大

1998年2月，山西朔州发生假酒案，27人丧生，222人中毒入院治疗，其中多人失明，1998年3月，王青华等6名犯罪分子被判处死刑。

假酒的原料是工业酒精，可以致死致盲的，危害很大。这起假酒案成为中国酒类市场监督的分水岭，此后的假酒，不再使用工业酒精勾兑，基本采用以次充好，或直接使用食用酒精勾兑，因此不会再出现安全事故。

当时中国白酒行业的老大山西汾酒，虽然和假酒案没有任何关系，但是因为地处山西，也受到了严重的影响和冲击，走向了下坡路。2000年，中国白酒进入“酒业大王”五粮液的时代，2010年三公消费兴起后，又步入了贵州茅台的龙头时代。

图表 6、1998 年受山西假酒案影响汾酒收入大幅下滑



资料来源：WIND、太平洋研究院

图表 7、1998 年受山西假酒案影响汾酒股价大幅回调



资料来源：WIND、太平洋研究院

2、塑化剂是意外，但成为股价下跌的导火索，也是历史大底

2012年11月被爆出的酒鬼酒塑化剂超标2.6倍事件，事后回过头来看，这是一起蓄意的策划，当然也有人指出是做空白酒，我们不考虑这些，单纯从时间本身来看，这个时间影响是微乎其微的，后来酒鬼酒和其他白酒股价和销量的下跌，核心都不是塑化剂，而是三公消费的限制。

塑化剂在我们生活中无处不在，微量的塑化剂对健康不构成影响，大量的摄入塑化剂

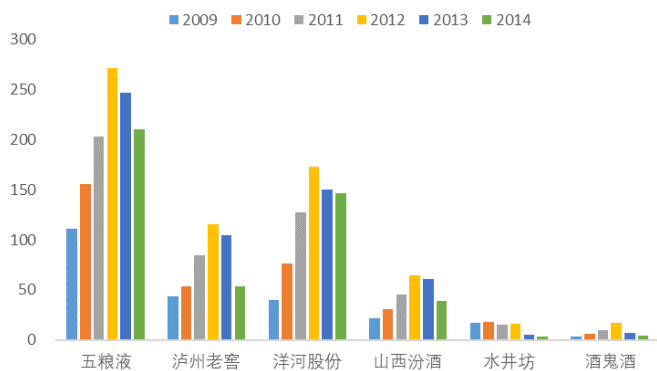
干扰内分泌，影响生殖和发育。白酒的塑化剂问题是传统生产工艺中材料使用导致的，绝对没有主观性，危害性也有限，负面影响大大低于三聚氰胺和假疫苗，更和 90 年代山西假酒案不可同日而语。

从另外一个角度看，2012 年的塑化剂事件又具有很高的参照价值，当时白酒经历了三年的大幅上涨、收入、利润连续三年符合高增长，五倍股比比皆是，酒的价格和股价都出现了泡沫，建立在虚假的需求繁荣催生了价格泡沫，11 月酒鬼酒的塑化剂只是导火索，股价的高点在之前的 7 月份，12 月份的三公限制刺破了泡沫才是关键。

之后，短短 1 年时间，白酒股应该平均 70% 跌幅的调整，收入、利润大幅腰斩。现在来看，当时又是难得的抄底机会，2016 年行业走出低估，迎来新一轮的大幅上涨。从 2014 年初的绝对低点来看，茅台涨了 8 倍、五粮液涨了 6 倍，酒鬼酒近 3 倍。关键是塑化剂事件影响有限，没对公司构成实质影响。

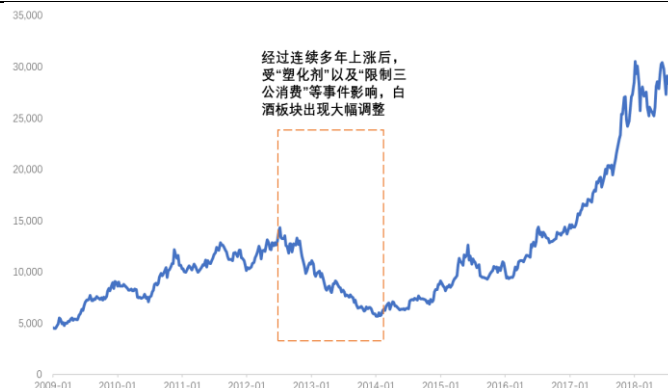
今天，部分白酒股的收入、利润和股价都远远超越了 2012 年的高点水平，但是酒鬼酒无论收入、利润和股价都离 2012 年相差甚远，真是原因是市场竞争、公司销售、股东变更、市场需求变化等多方面经营原因，这和塑化剂基本没有什么关联。

图表 8、2012-2014 年主流白酒企业营收均出现下降



资料来源：WIND、太平洋研究院

图表 9、2012 年白酒板块出现调整



资料来源：WIND、太平洋研究院

三、瘦肉精事件：类似塑化剂，行业发展中的问题

2011 年 3 月 15 日央视爆出双汇集团瘦肉精事件，15 日公司股票跌停，导致大部分“双汇产品下架封存处理，本次事件对双汇造成了巨大影响，对整个肉制品行业也造成了冲击。当时也赶在那个猪周期猪价的景气度高点。

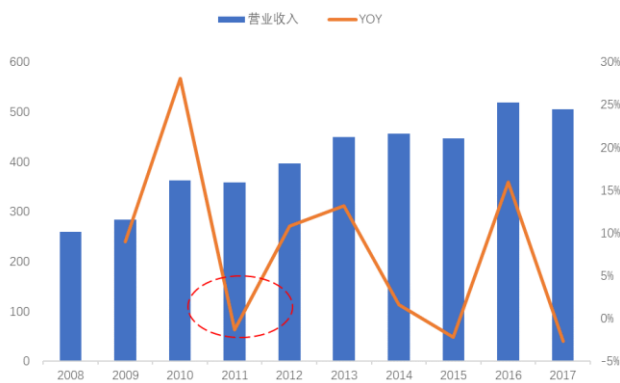
瘦肉精是一类药物，是能够促进瘦肉生长的饲料添加剂，主要应用在养殖环节，类似

三鹿的三聚氰胺，收购生猪进行屠宰和加工肉制品的双汇是使用方，因为检验环节没有检测瘦肉精，而不符合我国的食品安全标准的事故。使用瘦肉精喂养生猪的相关人员被判死缓等，得到了应有的处罚。

瘦肉精本身毒性较强，直接食用会出现心慌、头痛、恶心、呕吐等不良反应，对高血压、心脏病等患者危害性更大。但猪吃了添加瘦肉精的饲料后，瘦肉精主要集中在猪肝、猪肺等处，人吃了烧熟的猪肝和猪肺后，会出现中毒症状，但整体危害是有限的，因为美国人不吃猪肝猪肺等器官，在美国，瘦肉精是允许添加的，也是合法的。

瘦肉精事件后，对双汇的股价打击相对较大，股价整体下跌 30%左右。公司的屠宰业务数年徘徊在 1200 万头/年，肉制品也增长乏力，这么多年股票价格相对于同期的伊利、白酒等，涨幅有限。另外，瘦肉精和随后的黄浦江“死猪案”，大家了我国居民对猪肉的消费信心。

图表 10、2011 年双汇收入增速出现下滑



资料来源：WIND、太平洋研究院

图表 11、2011 年双汇股价出现大幅调整



资料来源：WIND、太平洋研究院

2012 年后，猪周期向下，迎来了超长的亏损期，2013、2013、2015 三年，猪价低迷，需求乏力，双汇也没有走出低速增长的怪圈。

但瘦肉精毕竟影响有限，中国居民的消费习惯更不可能改变，但中国的生猪养殖却快速走向了规模化、规范化、养殖效率大幅提升的坦途。双汇发展尽管增速有限，但收入、利润仍维持稳定小幅增长，盈利能力突出、现金分红慷慨，成为现金奶牛。

四、 如何看当下消费股：食品饮料近期完成补跌，必创新高

根据基金二季报：贵州茅台取代中国平安，在时隔 6 年之后爱都成为主动偏股基金的第一大重仓股，贵州茅台、口子窖、康泰生物、长春高新等消费、医药板块而季度受

到公募基金的大幅增持，没有披露的其他消费优质股二季度必然也是被大幅增持的。

假疫苗事件的发酵，医药股必然受到冲击，而同属于消费的食品饮料可能受益！

5、6月份的逆势大幅上涨，食品饮料和医药获得了较好的绝对和相对收益。6月底以来，特别是7月市场反弹以来，成长股又称为市场的热点，反弹领先，期间食品饮料高位震荡调整，市场都盼着食品饮料的补跌。

我们认为近期食品饮料可能已经完成自身的补跌，不可能再出现一季度大幅度的深度调整，良好的基本面，和即将披露的良好的中报，都能支撑食品饮料公司消化市场的恐慌后，再创新高。市场对消费的悲观和未来预期的消极态度，也会在优质公司市场份额提升、乡村振兴、通货膨胀下，随时间而被消化掉。

白酒股今年没有利空，中报普遍好于前期预期，三季报没问题，估值切换行情仍在，五粮液、泸州老窖、洋河股份、古井贡酒、顺鑫农业、伊力特等仍值得配置，即使明年利润增速大幅放缓，仍能支撑当年18倍左右的PE。一方面，当下估值并没有泡沫，从主流白酒公司来看，目前股价对应2018年的PE平均在23倍左右。即使按照悲观预期，假设2019年平均利润增速回落到15%左右，按照2019年EPS计算，当前股价对应2019年的PE也在20倍以下。

图表 12、悲观假设下主流白酒公司估值情况

公司简称	最新股价	2018年 (E)		2019年 (E)		2019年 (悲观假设)			
		EPS	PE	EPS	yoy	PE	EPS	yoy	PE
贵州茅台	741.13	28.91	25.63	35.44	22.6%	20.91	33.25	15.0%	22.29
五粮液	73.43	3.31	22.19	4.23	27.9%	17.35	3.81	15.0%	19.30
泸州老窖	56.37	2.42	23.26	3.12	28.9%	18.05	2.79	15.0%	20.23
洋河股份	132.26	5.50	24.05	6.78	23.3%	19.50	6.33	15.0%	20.91
今世缘	20.30	0.91	22.42	1.12	24.2%	18.05	1.04	15.0%	19.50
古井贡酒	95.09	3.17	29.96	4.12	29.8%	23.08	3.65	15.0%	26.05
口子窖	57.79	2.52	22.97	3.15	25.3%	18.33	2.89	15.0%	19.98
迎驾贡酒	18.03	0.93	19.48	1.05	13.0%	17.24	1.06	15.0%	16.94
顺鑫农业	40.85	1.13	36.17	1.54	36.3%	26.53	1.30	15.0%	31.45
伊力特	23.59	1.07	22.10	1.36	27.3%	17.36	1.23	15.0%	19.22
金徽酒	16.51	0.83	19.90	1.00	20.1%	16.58	0.95	15.0%	17.31

资料来源：WIND、太平洋证券研究院（2018, 2019年eps为wind一致预期数值）

食品股走的会更长远，双汇发展、养元饮品、承德露露今年不足20倍，安全边际高；安井食品、中炬高新、绝味食品等成长性好；无论将来还有几次股灾，这些都是可以长期持有的品种。另外，今年国内葡萄酒均价有回升迹象，行业环境有望逐渐好转，建议关注外部环境改善以及内部改革加快的张裕。

五、重点推荐个股

贵州茅台、五粮液、泸州老窖、古井贡酒、洋河股份、顺鑫农业、伊力特、张裕A；
安井食品、绝味食品、中炬高新、承德露露、养元股份、双汇发展。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com

广深销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。