

胡春霞

(021) 50588666_8023

Hucx_w@163.com

2006年5月11日

快速稳定的业绩增长吸引市场目光

——食品饮料行业 05 年年报分析

投资评级：增持

行业分析 (中证研 20060516 号)

食品行业

盈利预测

证券简称	06EPS	06PE	评级
贵州茅台	2.70	34	增持
G 五粮液	0.29	44	增持
G 汾酒	0.45	38	增持
G 全兴	0.23	25	观望
G 张裕	1.10	35	增持
青岛啤酒	0.27	41	增持
燕京啤酒	0.33	27	增持
G 龙山	0.19	40	增持
双汇发展	0.89	20	买入
G 伊利	0.89	21	买入
光明乳业	0.22	30	增持
G 中鲁	0.27	16	增持
南宁糖业	0.60	25	观望

分析要点:

- 随着我国居民可支配收入提高食品饮料的支出绝对量将呈现持续的上升趋势，恩格尔系数下降显示消费者对食品等日常消费品价格敏感度下降，预计未来几年对于加工食品的需求持续上升。
- 食品饮料行业收入、利润保持快速增长。乳制品、白酒、啤酒、葡萄酒 03、04、05 年 3 年的简单品均增长率分别为 30.45%、16.43%、14.49%和 24.27%，增长速度均远高于居民可支配收入 3 年增长的平均水平 10.86%。2006 年 1 季度增长分别同比增长 30.40%、22.01%、24.47%和 28.1%，白酒、啤酒加速增长趋势明显。
- 白酒和葡萄酒呈销售毛利率持续上扬，乳制品和啤酒基本稳定。四个子行业固定资产投资持续增长，相对而言啤酒行业经营杠杆较高，受到销售收入影响比较大，这将使处于行业复苏时期的啤酒行业可能出现更高的销售净利润和业绩的增长。
- 从食品行业上市公司的 04、05 年年报分析看，行业的主营业务收入、主营业务利润等保持了比较快的增长，其中白酒企业增长最为明显，从资产收益率和销售毛利率看，也以白酒行业最高。一个比较明显的特点是资产负债率普遍不高，所以相对于有大量负债和固定资产的工业行业看，食品行业公司的业绩波动相对要小得多，表示食品行业风险相对也较小。
- 由于存在股改含权与否的差异和股本的变化，直接的 PE、PB 比较显得不太具有可比性。鉴于部分企业后续增长能力比较有限，我们认为全兴股份的短期估值已经偏高，我们给与观望的评级，G 伊利 05、06 年均有大手笔的投资，未来几年的增长可期，长、短期均给与“买入”评级。此外给予双汇发展“买入”评级，贵州茅台、五粮液、G 龙山、G 汾酒、G 张裕、青岛啤酒、燕京啤酒、光明乳业、G 中鲁“增持”的评级。

食品指数与上证指数比较



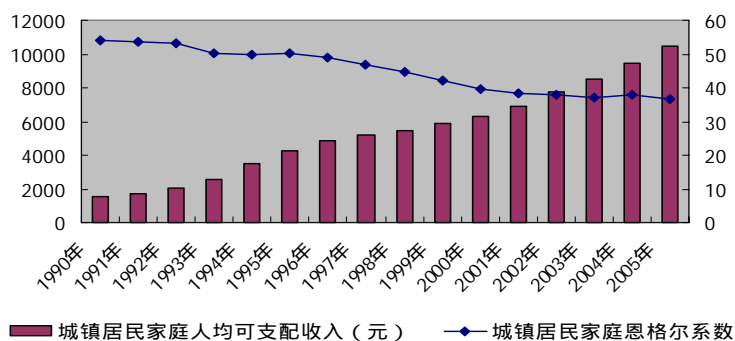
联系人：顾彦冰

电话：021-50588666-8113

1、食品饮料的支出绝对量将呈现持续的上升趋势

随着我国居民收入增长、可支配收入提高，日常消费水平也不断提高，城镇居民家庭恩格尔系数不断下降。对于食品日常消费的支出也因此呈现上升趋势，对食品等日常消费品价格敏感度下降，对于加工食品的需求上升。预计未来几年中对食品的消费支出还能保持2位数以上的增长，尤其是对深加工食品的支出增长更高。

图1：我国居民可支配收入上升，家庭恩格尔系数下降



资料来源：Wind 数据

2、食品饮料行业收入、利润增长

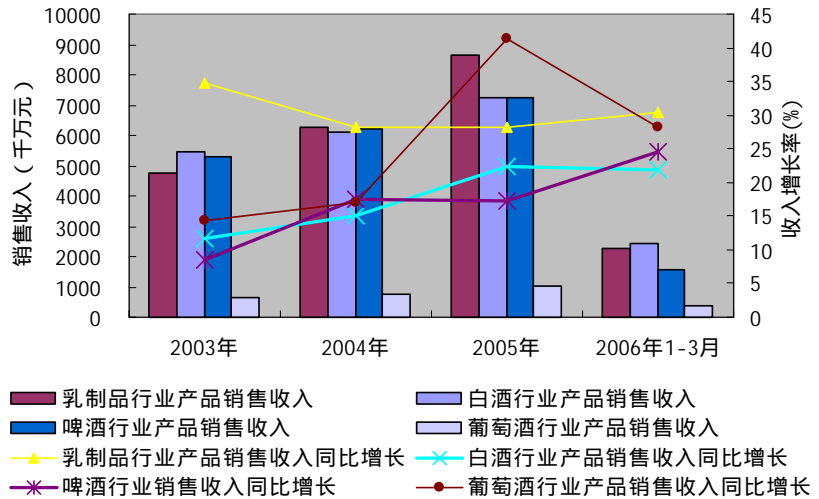
我国食品行业的销售收入和利润在近年来保持了持续的增长趋势，从白酒、啤酒、葡萄酒和乳制品几个子行业2003年以来的产品销售收入、利润总额得数据来看，这些行业都保持了比较快速的增长。

从各个子行业数据看，乳制品、白酒、啤酒、葡萄酒03、04、05年3年的简单品均增长率分别为30.45%、16.43%、14.49%和24.27%，增长速度均远高于居民可支配收入3年增长的平均水平10.86%。2006年1季度产品销售收入的增长分别为30.40%、22.01%、24.47%和28.1%，从图2的增长变化趋势看，乳制品和白酒保持了比较稳定的高增长速度，葡萄酒行业在经过了2005年41.16%的超高速增长以后，开始回归到正常的高增长速度，啤酒行业持续复苏，增长加快的趋势明显。

从食品饮料子行业利润总额增长速度看，乳制品、白酒、啤酒、葡萄酒04、05年的平均增长率分别为30.60%、30.81%、34.71%和28.84%，其中白酒行业利润由于受到白酒消费税调整的影响波动比较大。06年1季度葡萄酒价格受到进口影响比较大利润总额增长放慢，但是啤酒行业表现十分抢眼，增

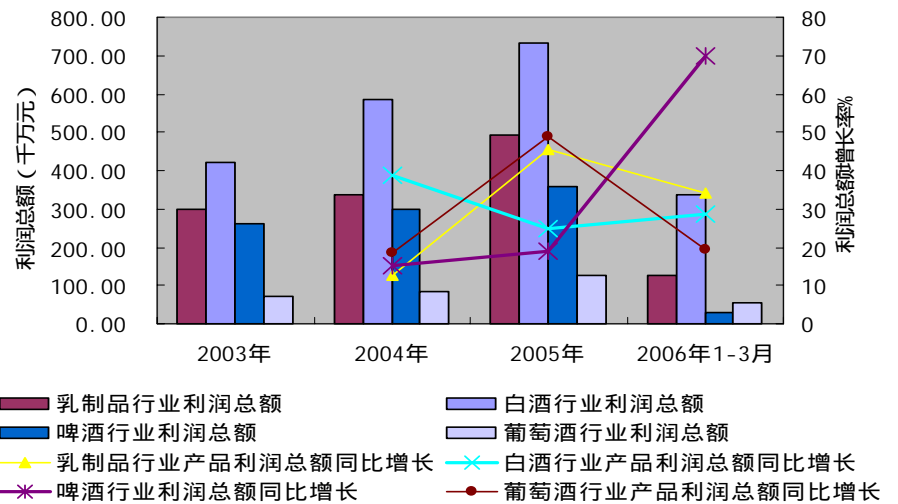
长达到70.01%，这显示啤酒行业长期以来的激烈竞争可能存在趋缓的迹象，导致行业整体利润率上升。但是由于龙头企业的青岛啤酒、燕京啤酒的利润增长、销售毛利率、销售净利率等没有明显的变化，行业的增长等也还需要进一步的数据。

图2：食品饮料行业销售收入及其增长变化



资料来源：中国经济信息网

图3：食品饮料行业利润总额及其增长变化



资料来源：中国经济信息网

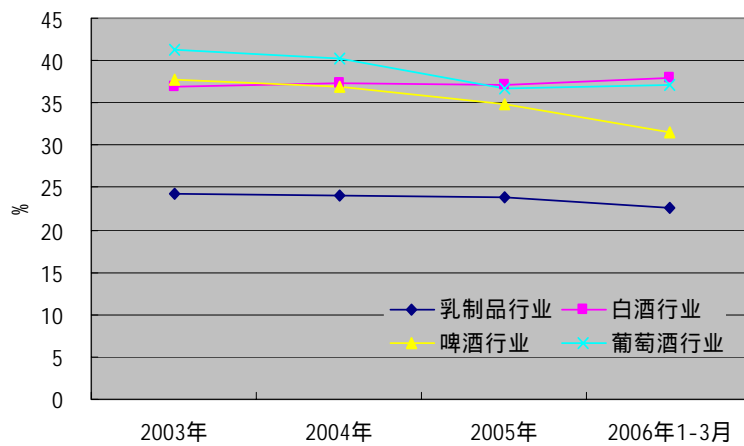
3、销售毛利率——白酒、葡萄酒继续上扬

不过从销售毛利率来看，白酒和葡萄酒呈现持续上扬的趋势，而且在2005年底和2006年初相继有大部分高档的白酒和葡萄酒宣布涨价，由于这部

分消费品大多数属于价格弹性小的商品，提价对于销售的影响并不大，2006年1季度白酒和葡萄酒销售毛利率上升，预计2006年白酒和葡萄酒销售毛利率还将进一步上扬。

乳制品和啤酒由于属于日常的消费品，产品同质性高，消费者价格弹性大，行业内竞争也比较激烈，所以销售毛利率比较低，并且在以前的几年中呈现稳中略降的态势，尤其是啤酒。不过从啤酒行业06年1季度的数据显示行业利润总额、净利润都有大幅度回升，显示短期行业竞争最为激烈的时代可能要宣告结束，销售毛利率由上升的可能。

图 4：销售毛利率变动白酒最为强劲



资料来源：中国经济信息网

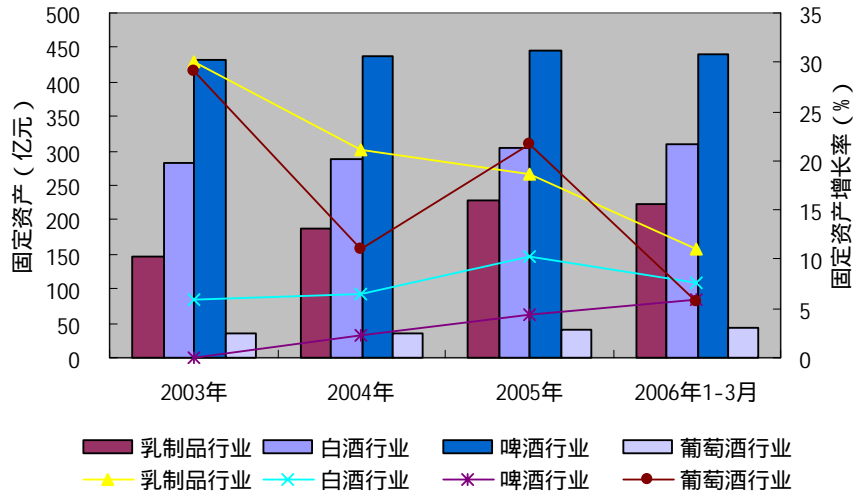
4、各自行业固定资产投资增长，啤酒行业经营杠杆较高

从近年各个食品子行业的固定资产品均净值变化看，乳制品和葡萄酒行业由于在我国还属于成长期的行业固定资产投资额度比较大，固定资产净值增长相对较快，不过随着行业的发展和资产基数增加，增长的速度明显下降。白酒则一直保持了稳定的固定资产投资，啤酒行业经历了1999-2001年的大量圈地扩张后进入了比较低迷的时期，不过从2004年开始，固定资产呈现加速的趋势，显然啤酒企业对行业生产销售信心增强，不过由于基数比较大，增长速度相对比较小。

由于食品各个子行业的生产销售特征不同，导致行业资产结构差异比较大。从乳制品、白酒、啤酒、葡萄酒固定资产在资产总额中占比看，最近三年的简单平均值分别为36.91%、29.23%、44.90%、31.16%，显示消费的波动对于啤酒行业的影响将最大，对白酒行业的影响最小，实际上由于白酒企

业的存货较多，从行业数值看，白酒与啤酒行业的资产总额近年来基本上是持平的。如果啤酒行业销售毛利率保持不变，销量的扩张，将会给行业带来比较大的净利润增长，这将使处于行业复苏时期的啤酒行业可能出现更高的销售净利润和业绩的增长。

图 4：食品饮料行业固定资产净值平均余额及其增长变化



资料来源：中国经济信息网

5、行业上市公司年报数据数据分析

5.1 盈利持续增长，06 年将加快增长速度

从食品行业上市公司的04、05年年报分析看，行业的主营业务收入、主营业务利润等保持了比较快的增长。我们选择了比较具有代表性的业绩优良的13家食品行业的上市公司作为研究样本，其005年平均主营业务收入增长率、主营业务利润增长率和净利润增长率分别为19.72%、16.71%、9.35%。其中白酒企业增长最为明显，一方面是白酒企业量增价涨促使业绩表现良好，另一方面，前些年业绩不太好的一些老牌优质白酒企业，如山西汾酒、泸州老窖、全兴股份等努力培养高端市场，业绩大幅增长。从经营性现金流来看，白酒也是遥遥领先，显示行业的经营销售仍然十分火爆。

表 1：盈利增长能力比较

主营业务收入同比增长率	主营业务利润同比增长率	净利润同比增长率	每股经营性现金流量同比增长率
-------------	-------------	----------	----------------

	2004年	2005年	2004年	2005年	2004年	2005年	2004年	2005年
贵州茅台	25.35	30.59	33.08	26.20	39.85	36.32	-27.54	44.64
G五粮液	-0.56	1.92	13.56	-2.11	17.78	-4.43	-60.67	52.46
山西汾酒	33.79	27.99	58.17	35.31	110.88	48.69	-2.88	222.25
G全兴	-13.60	-23.90	61.15	-1.05	139.82	10.47	-12.24	-41.84
G张裕	18.17	34.81	31.93	41.53	34.96	53.03	-49.45	42.37
青岛啤酒	14.82	16.23	12.05	13.67	10.18	8.66	13.75	-26.10
燕京啤酒	36.28	13.76	26.91	12.29	11.81	2.32	-31.11	-1.84
G龙山	7.65	8.10	0.05	-7.07	-5.98	-49.26	-71.02	241.20
双汇发展	40.07	33.85	7.66	43.85	13.17	24.36	-13.37	26.09
G伊利	38.67	39.39	28.04	36.07	19.81	22.69	147.44	-46.90
光明乳业	13.45	1.74	11.68	-1.81	12.57	-33.60	-45.61	11.00
G中鲁	16.61	16.93	10.42	50.58	4.43	35.75	-218.17	-133.62
南宁糖业	15.12	-3.01	36.74	-25.55	33.14	-76.40	-35.17	143.76

5.2 食品企业盈利能力强

从 13 家食品公司的资产收益率和销售毛利率看，白酒行业仍然最高，而且呈现上升的态势，其中贵州茅台尤为突出，啤酒、乳制品均略有下降，这与行业整体情况一致。从费用的角度看，费用率变化不大，财务费用率也都很低。

表2：盈利能力比较

	净资产收益率		销售毛利率		营业费用率		管理费用率		财务费用率	
	2004年	2005年	2004年	2005年	2004年	2005年	2004年	2005年	2004年	2005年
贵州茅台	19.68	21.97	82.22	82.52	12.51	12.11	10.35	8.92	-0.86	-0.82
G五粮液	12.61	10.75	48.88	50.00	12.80	13.46	6.47	5.92	-0.42	-0.39
山西汾酒	10.12	13.98	70.42	72.10	13.87	14.85	9.74	10.05	-0.18	-0.05
G全兴	6.42	6.91	57.59	76.00	13.90	19.63	12.64	12.53	3.13	3.48
G张裕	11.73	16.89	63.29	65.05	25.02	27.11	7.81	8.12	-0.92	-1.20
青岛啤酒	7.80	6.15	41.68	40.68	16.52	16.52	8.10	7.72	0.57	0.20
燕京啤酒	6.42	6.14	39.04	38.51	8.91	9.42	8.72	9.28	0.39	0.71
G龙山	4.28	2.21	35.52	31.74	10.02	11.08	6.68	6.13	5.69	6.11
双汇发展	17.14	20.54	10.39	11.16	4.68	4.87	0.82	1.10	0.05	0.06
G伊利	11.57	12.92	29.72	29.03	21.38	21.33	3.48	3.43	0.10	-0.02
光明乳业	15.51	10.00	32.27	31.15	23.11	24.14	4.26	4.57	0.13	-0.03
G中鲁	5.47	7.04	22.03	28.43	7.73	10.08	4.97	6.37	3.10	3.08
南宁糖业	14.95	3.74	23.88	18.60	1.62	1.82	10.19	10.26	0.60	3.77

5.3 偿债能力分析

从这 13 家公司的资产负债等偿债能力指标看，一个比较明显的特点是资产负债率普遍不高，最高的伊利股份资产负债率也仅为 52.35%，从这些公司的经营杠杆看也不高，所以相对于有大量负债和固定资产的工业行业

看,食品行业公司的业绩波动相对要小得多,表示食品行业风险相对也较小。从流动比率和速冻比率的数据看,除了个别企业外都比较正常。

表 3 : 偿债能力比较

	流动比率		速动比率		资产负债率	
	2004 年	2005 年	2004 年	2005 年	2004 年	2005 年
贵州茅台	2.21	2.08	1.43	1.44	33.84	35.93
G 五粮液	1.34	1.85	0.72	1.20	25.24	23.18
山西汾酒	2.78	2.74	1.71	1.65	24.51	25.30
G 全兴	2.21	2.24	1.19	1.14	30.60	34.37
G 张裕	4.22	3.95	3.14	2.79	17.95	19.60
青岛啤酒	0.81	0.83	0.49	0.46	57.66	41.88
燕京啤酒	1.59	1.26	0.93	0.59	28.78	31.60
G 龙山	1.22	1.16	0.35	0.35	44.75	49.23
双汇发展	1.46	1.36	0.71	0.59	28.70	32.59
G 伊利	1.18	1.09	0.89	0.78	51.46	52.35
光明乳业	1.51	1.38	1.19	1.07	37.31	38.84
G 中鲁	1.57	1.24	0.86	0.43	42.64	47.76
南宁糖业	0.63	0.53	0.50	0.41	53.50	61.20

资料来源: Wind 数据

6、市场估值比较与投资建议

由于存在股改含权与否的差异和股本的变化,直接的 PE、PB 比较显得不太具有可比性。其中贵州茅台和南宁糖业已经公布股改方案并有过一次复牌,价格已经部分反映了含权的预期,唯一一家还没有公布股改方案的是青岛啤酒。鉴于部分企业后续增长能力比较有限,我们认为全兴股份的短期估值已经偏高,我们给与观望的评级,G 伊利 05、06 年均有大手笔的投资,未来几年的增长可期,长、短期均给与“买入”评级。

表 4 : 股值比较

证券简称	每股收益			每股净资产			收盘 价	PE			PB			评 级
	03 年	04 年	05 年	03 年	04 年	05 年		03 年	04 年	05 年	03 年	04 年	05 年	
贵州茅台	1.94	2.09	2.37	11.37	10.60	10.79	91.41	47.12	43.74	38.57	8.04	8.62	8.47	增持
G 五粮液	0.52	0.31	0.29	4.43	2.42	2.71	12.66	24.39	41.51	43.36	2.86	5.23	4.66	增持
G 汾酒	0.10	0.21	0.31	1.90	2.03	2.19	16.93	173.64	82.38	55.40	8.91	8.34	7.73	增持
G 全兴	-0.36	0.14	0.16	2.07	2.24	2.30	5.67	-15.75	40.50	35.44	2.74	2.53	2.47	观望
G 张裕	0.48	0.50	0.77	5.02	4.29	4.56	38.98	81.21	77.50	50.62	7.76	9.09	8.55	增持
青岛啤酒	0.24	0.26	0.23	3.32	3.38	3.78	11.19	46.72	42.40	48.17	3.37	3.31	2.96	增持
燕京啤酒	0.36	0.40	0.27	5.92	6.24	4.42	9.05	25.00	22.63	33.52	1.53	1.45	2.05	增持
G 龙山	0.23	0.22	0.11	5.12	5.15	5.06	7.64	32.65	34.73	68.21	1.49	1.48	1.51	增持
双汇发展	0.77	0.58	0.72	4.91	3.39	3.52	17.98	23.34	30.94	24.88	3.66	5.30	5.11	买入
G 伊利	0.51	0.61	0.75	4.99	5.28	5.80	18.71	36.69	30.67	24.95	3.75	3.54	3.23	买入
光明乳业	0.43	0.31	0.20	2.86	1.97	2.03	6.70	15.58	21.61	33.50	2.34	3.40	3.30	增持
G 中鲁	0.24	0.15	0.21	1.53	2.79	2.94	4.30	17.92	28.67	20.48	2.81	1.54	1.46	增持

南宁糖业	0.47	0.57	0.13	3.08	3.80	3.58	15.25	32.45	26.75	117.31	4.95	4.01	4.26	观望
------	------	------	------	------	------	------	-------	-------	-------	--------	------	------	------	----

注：收盘价采用 5 月 10 日价格，每股收益采用当年摊薄收益，但是不调整送股转赠的影响。
如果排除 PE 异动的南宁糖业，则 03、04、05 年平均 PE 分别为 42.38、41.44、39.76 倍。

投资评级

买入： 未来6个月内行业/公司相对大盘涨幅15%以上；
增持： 未来6个月内行业/公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望： 未来6个月内行业/公司相对大盘涨幅 - 5%至5%；
卖出： 未来6个月内行业/公司相对大盘跌幅大于5%；

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。