

食品饮料业: 疾风知劲草 凌寒待春阳

——2009 年食品饮料行业投资策略报告

行业评级 (中性)

饮料及饮用酒行业	中性
食品加工	中性
食品制造	中性

推荐 (12 月 25 日)

双汇发展	现价 32.11 元		
	07A	08E	09E
EPS	0.93	1.127	1.4
P/E	34.5	28.49	22.94
燕京啤酒	现价 13.38 元		
	07A	08E	09E
EPS	0.37	0.43	0.56
P/E	36.16	31.12	23.89
贵州茅台	现价 110.03 元		
	07A	08E	09E
EPS	3	4.46	5.63
P/E	36.76	24.67	19.54
顺鑫农业	现价 11.38 元		
	07A	08E	09E
EPS	0.36	0.52	0.65
P/E	31.6	21.88	17.51

相关研究

- 2008 年度 3 季度行业投资策略
08 年 6 月 20 日
- 2008 年度 2 季度行业投资策略
08 年 3 月 20 日
- 2008 年度行业投资策略
07 年 12 月 14 日
- 2007 年度 4 季度行业投资策略
07 年 9 月 20 日

地址: 南京市中山东路90号
电话: (8625) 84457777
http://www.htsc.com.cn

行业: 农业食品饮料

研究员: 张芸

电话: 025-84457777-244

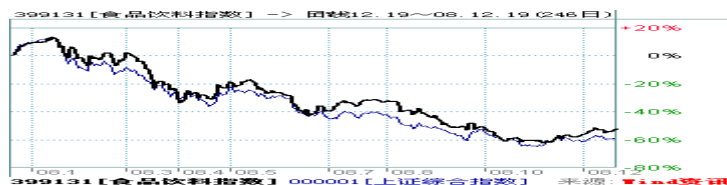
E-mail: zylt4463@sina.com

2008 年 12 月 25 日

投资要点:

- 从美、日经济衰退期以及我国经济调整期的主要食品消费情况看, 居民人均食品饮料消费量保持稳定。11 月份我国食品工业增加值增速为工业平均增加值增速的 2 倍左右, 显示防御性特征明显。
- 我国人均食品支出增长额和人均可支配收入增长额相关度高, 经济增速下滑, 削弱居民购买力。
- 原料价格高点回落, 啤酒和高低温肉制品行业受益较大。2009 年多数原料价格将保持稳定态势。
- 当原料价格回落时, 食品价格总体也呈现回落态势, 其中农副食品加工业价格回落速度最快, 其次为食品制造业, 回落速度最慢的是饮料制造业。多数产品价格回落幅度低于原料价格回落幅度。
- 食品安全问题导致乳制品消费受重创, 预计到 2009 年 2 季度将逐渐恢复。
- 2009 年产业整合在肉制品和啤酒行业展开的可能性较大。
- 目前食品饮料行业估值与市场平均估值一样回到了历史的低点, 但相对估值仍然较高。
- 我们重点关注的食品饮料公司大股东减持意愿都较弱, 大多在解禁之后追加了承诺。燕京啤酒、青岛啤酒、金枫酒业等大股东有不同程度的增持。
- 考虑需求和成本变化的契合, 以及产业竞争态势和产品价格稳定性, 结合估值, 本期推荐双汇发展、贵州茅台、燕京啤酒; 谨慎推荐顺鑫农业、青岛啤酒、金枫酒业、张裕 A、五粮液、泸州老窖。

走势图



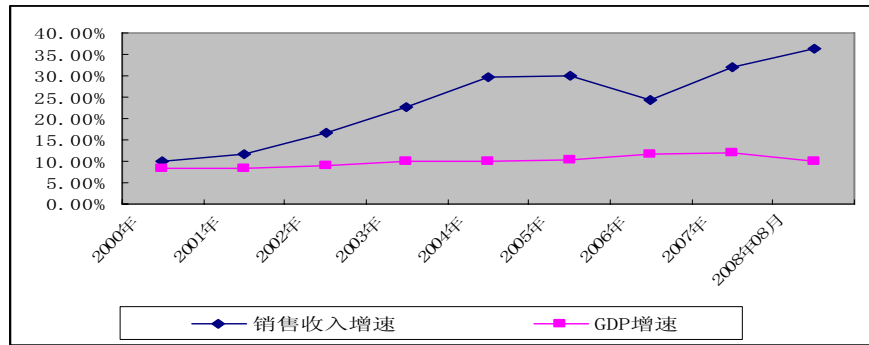
注: 数据来自 WIND

1 本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。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。我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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

一、2009 年食品饮料行业投资逻辑

进入 21 世纪以来，随着我国人均收入水平的提高、城镇人口的增加和居民生活方式的改变，食品行业销售收入呈现逐年加速增长的态势，其增速远超过同年 GDP 的增速。

图 1 2000-2008 年食品行业销售收入与 GDP 增速比较 单位: %

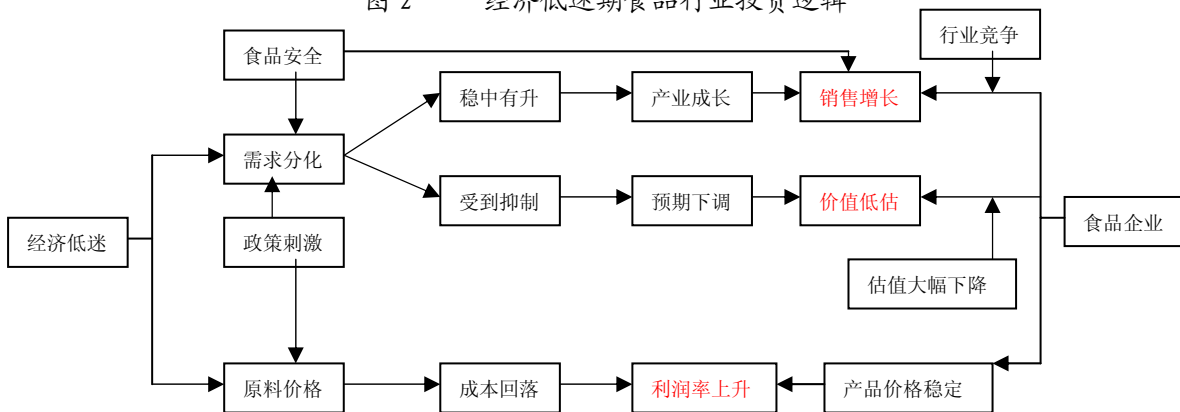


注：数据根据万德整理而来。

即便有如此之快的增速，目前我国食品工业增加值与农业增加值的比值还不足 30%，与发达国家该值达到 1 以上比较，我国食品工业依然有较大发展空间。

但是进入 2008 年下半年以来，面对全球性的经济低迷，消费萎缩，我国食品工业能完全抵御这次寒流吗？2009 年食品行业的投资机会何在？

图 2 经济低迷期食品行业投资逻辑



我们认为，尽管食品行业防御性特征显著，整体消费刚性较强，但经济低迷还是会使得需求结构分化，同时食品安全问题和政策刺激会在一定程度上改变需求进程。另一方面，经济低迷，原料价格回落将使得企业成本下降，在产品价格稳定的前提下，企业利润率

2 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。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。我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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

有望上升。上述两种情况结合产生投资机会。另外，经济低迷造成投资者信心下降可能导致部分企业价值低估。

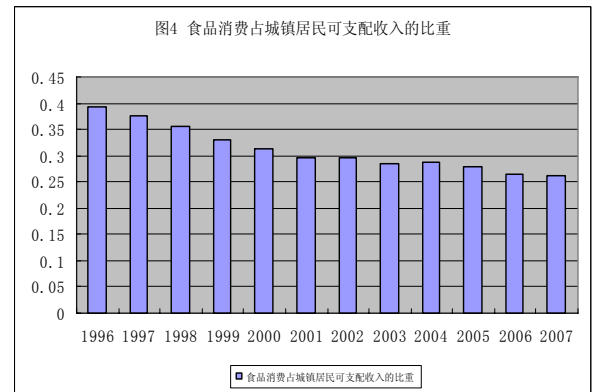
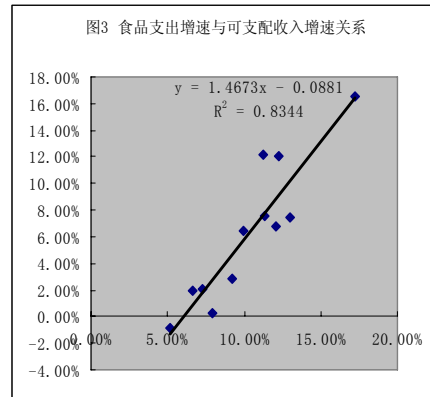
下面，我们首先对食品行业及各主要产品的需求进行分析。

二、行业需求分析

1、需求增速将放缓

近年来，随着人均可支配收入的增长，人民生活显著改善，虽然食品消费支出占人均可支配收入的比重不断下降，但人均食品支出额呈现良好的上升态势。

目前由于经济低迷，企业效益下降等原因将带来人均可支配收入增速放缓，人均食品支出增速同时受到影响，食品工业增速将放缓。



注：数据来自 WIND 和华泰证券研究所

高端产品主要用于社交场合，特别是商务和政务消费占了 80% 以上的消费量。由于经济低迷，企业压缩费用等原因带来高端产品消费增长受到抑制。比较典型的是白酒行业，进入 9 月份以后，先后传出了茅台、五粮液等高端产品的二批价出现下滑的信息。与去年同期相比，高端酒的销量增速明显放缓，部分地区甚至出现了负增长。

2、主要食品消费量有望保持稳定

食品行业是关系人民生活的基础性产业，具有较强的防御性特征。在经历亚洲金融风暴以我国经济增速调整的 1997 年-2001 年间，城镇居民家庭年均主要食品消费量不仅保持着相对稳定，而且继续呈现出结构升级的特点。

表 1 1997-2001 年我国城镇居民家庭平均每人购买主要食品数量

单位：千克/年

³ 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作保证。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。我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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

年份	粮食	奶类	猪肉	牛羊肉	家禽	酒类	水产品	蛋类
1997	88.59	-	15.34	3.7	4.9	9.55	9.3	11.1
1998	86.72	-	15.88	3.34	4.65	9.68	9.84	10.76
1999	84.91	7.88	16.91	3.09	4.92	9.61	10.34	10.92
2000	82.31	9.94	16.73	3.33	5.44	10.01	11.74	11.21
2001	79.69	11.90	15.95	3.17	5.30	9.68	10.33	10.41

注：数据来自 WIND 和国家统计局，其中 1997、1998 年未统计奶类的消费量。

其他国家的主要食品消费量也经历了类似的表现，比如日本在经历经济衰退的整个 20 世纪 90 年代，人均肉类消费量依然从 1990 年的 28.5 公斤/年达到了 31 公斤/年，鸡蛋和乳制品的人均消费量也分别从 1990 年的 16.5 公斤/年、83.2 公斤/年上升到 17.6 公斤/年和 93.2 公斤/年。美国在经济大萧条发生的 1929 年-1933 年之间主要食品消费量也保持着稳定的态势。

表 2 1929-1933 年美国主要食品人均消费量 单位：磅/年

	乳及乳制品	牛肉	羊肉	猪肉
1929 年	811.9	34.2	3.7	42.8
1930 年	819.0	33.7	4.4	41.1
1931 年	837.3	33.4	4.7	41.9
1932 年	831.1	32.1	4.6	43.4
1933 年	813.4	35.5	4.4	43.4

注：数据来自 USDA，其中牛肉、羊肉和猪肉为无骨。

3、政策刺激或带动农村食品消费结构升级

在我国经济增长放缓的环境下，国家出台了诸多的积极财政政策，以扩大就业，实施城乡保障性安居工程，加强公共医疗卫生服务，健全社会保障制度，完善低收入群众基本生活保障，促进农民收入增长。

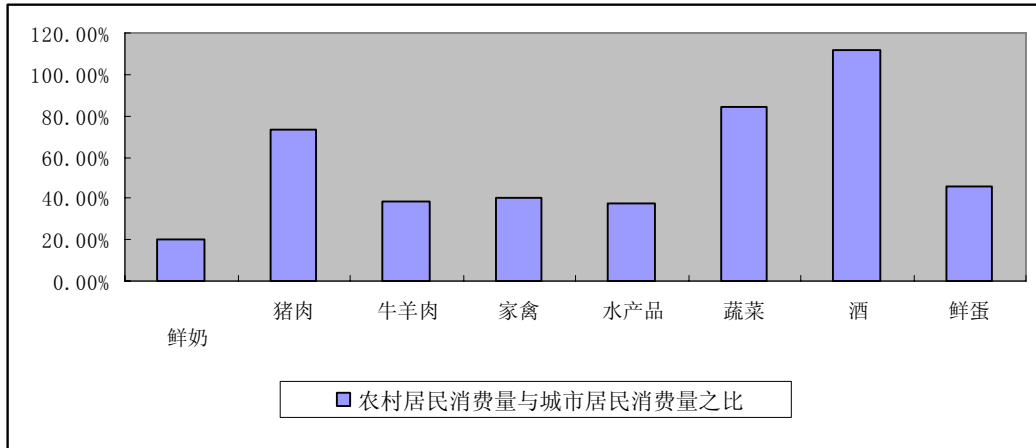
这些政策的出台将有助于切实维护城乡居民的经济权益，增加居民现实的和潜在的收入水平，在一定程度上激发居民的消费愿望，从而将扩大消费者对某些品种食品的需求。

以 2007 年国家统计局数据来看，农村与城镇居民食品消费相比，粮食的比重仍然偏高，为城市居民粮食消费的 2.5 倍左右；而奶制品的消费量仅为城镇居民消费量的 19.8%，牛羊肉、家禽、水产品、蛋类等其他蛋白质含量比较丰富的食品消费量也不足城镇居

⁴ 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。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。我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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

民消费量的 50%。我们预计随着农民收入水平的提高，乳制品等食品的消费将被进一步激发。

图 5 2007 年城镇居民与农村居民食品消费量之比 单位：千克/年



注：数据来自 WIND，由于城镇居民食品基本为外购，而农村居民既有外购也有自产部分，因而将城镇居民购买量与农村居民消费量进行比较是可以说明食品消费问题的。

4、食品安全改变需求进程

2008 年 9 月份爆发的“三鹿奶粉三聚氰胺重大食品安全事件”波及到了包括蒙牛、伊利等品牌企业在内的整个乳制品行业，引发了全民对乳制品行业的信任危机，在需求萎缩的情况下，导致 10 月份液态乳产量同比下降 32.49%，11 月份虽然有所恢复，但仍同比下降 26.56%，我们预计到 12 月份消费仍处于同比下降阶段。

此次事件之后，主要乳制品生产企业也采取了多种补救措施，如伊利集团委托国家乳制品检测中心、国家食品质量监督检验中心对全部出厂产品进行第三方独立检测，以保证上市产品质量；在 11 月 13 日率先推出 24 小时网络生产直播平台等。预计消费者信息的恢复需要 6 个月左右时间，进入 2009 年二季度乳制品消费有望全面恢复。

其实，中国食品安全问题一直是困扰中国食品行业发展的重要问题，几乎每年都会发生，消费者比较熟悉的如苏丹红、瘦肉精等。出现这些状况有监管不到位的问题，也有消费者消费习惯的问题，如对口味、口感的重视超出对食品质量的重视，以及对价格敏感度较高等。

5 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。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。我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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

此次，“三聚氰胺奶粉事件”以及之后出现的系列三聚氰胺事件为消费者敲响了警钟。我们认为出于维护健康生活的需要，在支付能力允许的情况下，消费者将越来越重视食品质量问题，对优质食品的渴望将为部分企业的发展提供良好的机遇。

三、行业成本分析

1、原料价格回落 继续回落空间有限

从国际上看，由于金融危机，对流动性以及全球实体经济的冲击，国际投资者对未来全球经济信心的下降，全球大宗商品价格显著回落，农作物价格比高点期回落了近 40%，进入 12 月份以来国际农作物价格有走稳态势。

表 3 国际市场主要农作物价格期货价格变化情况

主力合约	单位	4 月 25 日	6 月 17 日	9 月 17 日	12 月 17 日
CBOT 玉米活跃期货合约	美分/蒲式耳	590.7	783.75	538.5	399.5
CBOT 小麦活跃期货合约	美分/蒲式耳	815.5	911.25	708	551.25
CBOT 大豆活跃期货合约	美分/蒲式耳	1337	1579.75	1136.5	872.5

注：数据来自中国证券报期货市场专栏

在国内，自 2008 年 4 月份以来，我国农产品批发价格指数环比略有回落，到 11 月份同比指数也出现了回落的情况，表明行业原料压力继续减轻。

表 4 农产品批发价各指数

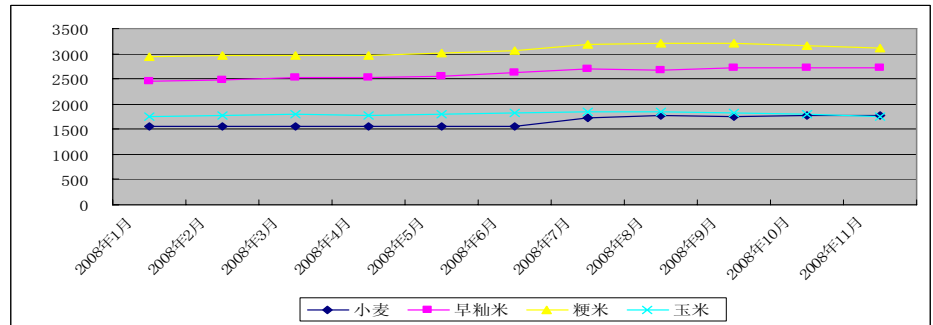
时间	定基指数	同比指数	环比指数
2008 年 11 月	147.5	98.6	96.0
2008 年 10 月	153.6	102.5	95.6
2008 年 9 月	160.7	107.1	99.1
2008 年 8 月	162.2	107.0	99.6
2008 年 7 月	162.8	110.0	101.2
2008 年 6 月	160.9	112.1	98.5
2008 年 5 月	163.3	119.4	96.7
2008 年 4 月	168.9	124.2	100.1
2008 年 3 月	168.8	123.6	96.9
2008 年 2 月	174.2	128.1	108.2
2008 年 1 月	161.0	119.9	105.9

注：定基指数以 2000 年为 100 计算，同比指数以上年同期为 100 计

⁶ 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。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。我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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

算，环比指数以上月为 100 计算。

图 6 2008 年主要粮食价格走势 单位：元/吨



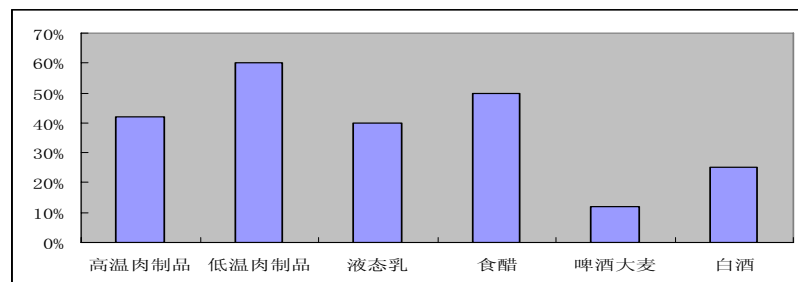
注：数据来自 BOABC 和华泰证券研究所。

目前来看，2008 年中国粮食产量有望达到 5.115 亿吨，同比增长 1.89%。为了稳定粮食供给和逐步提高农民收入，国家发改委 11 月份初宣布，2009 年国家将提高良种、农机具和农资补贴，以及提高新粮最低收购价格，其中小麦收购价格提高幅度超过 10%，稻谷最低收购价格水平也将作较大幅度提高。此后，在 11 月中旬国家发改委发布了《国家粮食安全中长期规划纲要(2008-2020 年)》。在保障粮食安全目标选择上，确定了粮食自给率要稳定在 95%以上，稻谷和小麦保持自给，玉米保持基本自给。关于粮食生产能力，按照基本自给的方针和今后粮食消费需求增长趋势，提出到 2010 年粮食综合生产能力要稳定在 5000 亿公斤以上，2020 年达到 5400 亿公斤以上。

尽管目前美国玉米、大豆的到岸价略低于国内价格，但由于中国粮食自给率为 95%，国内的粮食产量、种植成本和国家政策成为影响国内农作物价格的决定因素。我们预期 2009 年国内粮食作物价格有望保持稳定。

2、原料品种不同，占成本比重不同，受益程度不同

图 7 不同产品原料占比情况表 单位：%



⁷ 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。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。我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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

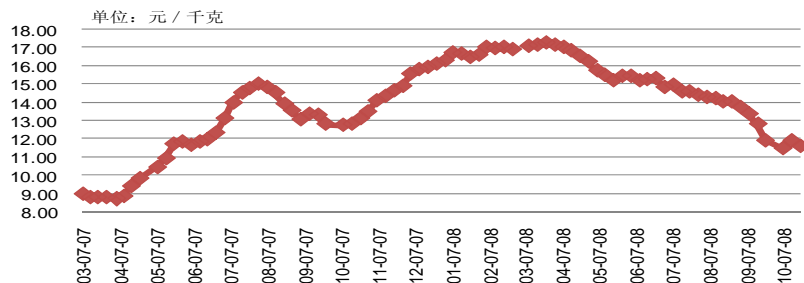
注：数据来自华泰证券研究所。

在产品销售价格不变的情况下，原料成本占总成本的比重以及不同原料品种价格回落的幅度，成为影响企业受益的主要因素，根据影响程度，我们选择生猪、啤酒大麦和原奶进行详细分析：

● 生猪价格。生猪价格回落，肉制品企业受益程度明显。目前，生猪成本从前三季度平均 15 元/公斤左右，回落到 11 月份的 11.5 元/公斤左右，同比下降 23%，低温肉制品和高温肉制品成本分别有望下降 13.8%、9.6% 左右。

为了维护生猪供应的稳定和养殖户的权益，国家财政从 2008 年 7 月 1 日到 2009 年 6 月 30 日对能繁母猪的补贴标准从 50 元/头增加到 100 元/头；生猪良种补贴、生猪调出大县奖励和支持标准化规模养殖场基础设施建设等也在财政扶持之列；国家财政还提供能繁母猪保险、疫病防疫补贴、高致病性猪蓝耳病的强制扑杀补偿等。此外，生猪生产消费监测预警体系、中央地方储备肉、屠宰环节的病害猪无害化处理补助等三项政策将开展。考虑到目前生猪存栏已经回升到 5.7 亿头左右，同时饲料价格略有回落，2009 年生猪价格预计有望维持在 11 元/公斤左右。

图 8 2007-2008 年生猪价格变化趋势

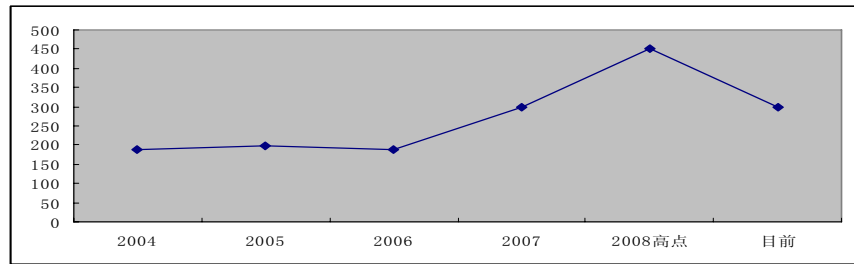


注：数据来自 AOABC。

● 啤酒大麦。随着国际啤酒大麦价格以及国际运费的回落，我国进口大麦到岸价近期已从 2008 年高点的 450 美元/吨下降到 300 美元/吨左右，按大麦成本占生产成本 12% 计算，在其他成本不变的情况下，啤酒吨成本有望下降 4%，即使考虑到部分啤酒企业之前曾采用过一些替代方式，啤酒大麦价格的下降仍有望使得吨啤酒成本下降 3% 左右。

8 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。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。我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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图9 进口啤酒大麦均价走势图 单位：美元/吨



注：数据来自AOABC和华泰证券研究所。

●原奶。原奶价格在2007年底曾出现爆发式的大幅度增长，平均价格达到了3400元/吨左右。到2008年6月份以后，随着产奶旺季的到来，原奶价格回落到2800元/吨。9月份“三聚氰胺奶粉事件”使乳制品行业遭受重创，作为乳制品的上游——原奶的价格也在短期内出现了大幅下滑，部分地区奶农甚至不得不将原奶倒掉。在国家 and 各级政府的干预，目前原奶价格已经企稳。由于我国乳品消费尚在恢复之中，预期2009年上半年原奶供求基本平衡。

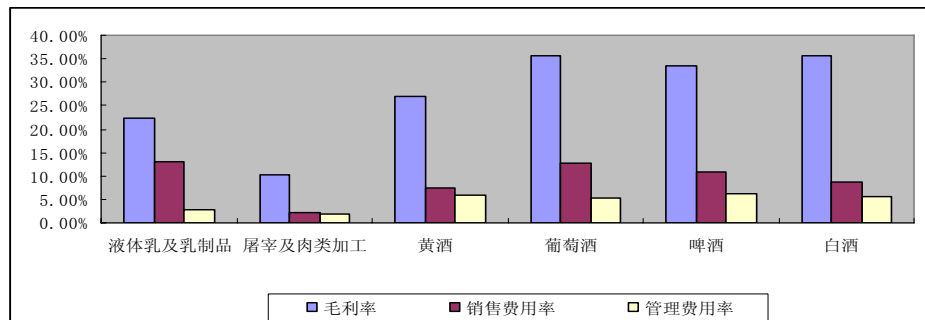
表5 08年第43周主要地区原奶价格 单位：元/公斤

北京	河北	内蒙古	吉林	黑龙江
2.68	2.76	2.56	2.79	2.41
湖北	安徽	云南	新疆	山西
2.95	2.82	2.3	2.75	2.45

注：数据来自全国畜牧总站和华泰证券研究所

除了生产成本以外，销售费用也是企业的主要成本支出之一，不同行业由于竞争强度和消费者消费习惯不同行业销售费用率差别较大，其中最高的为乳制品制造业达到了12.95%，从趋势上讲随着产业集中度的提高，行业销售费用率有望下降。

图10 主要公司毛利率、销售费用率和管理费用率 单位：%



注：数据来自WIND和华泰证券研究

9 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。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。我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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

3、食品价格总体上与原料价格同向变动

食品出厂价格指数与作为原料的农副产品购进价格指数基本呈同向变动。当原料回落的时候，食品价格总体也呈现回落态势，其中农副食品加工业价格回落速度快于食品制造业，食品制造业价格回落速度快于饮料制造业。不同产品价格回落幅度不同，多数产品回落幅度低于原料价格回落幅度。

表6 食品出厂价格指数与农副产品购进价格指数变化趋势

	食品工业出厂价格指数	作为原料的农副产品价格指数
2008年1月	111.81	108.92
2008年2月	112.48	108.9
2008年3月	112.34	110.55
2008年4月	111.91	109.75
2008年5月	110.95	109.93
2008年6月	109.48	111.21
2008年7月	109.11	110.71
2008年8月	107.89	108.94
2008年9月	108.18	107.10
2008年10月	106.56	105.70
2008年11月	103.30	102.37

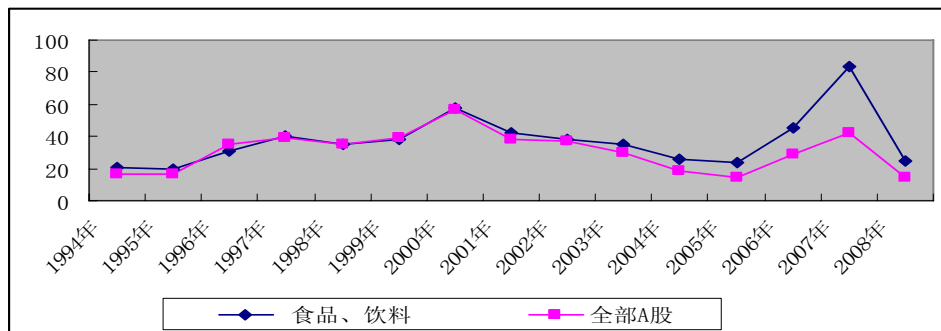
注：数据来自WIND

四、行业估值分析

1、国内外证券市场估值比较

从国内来看，历史上食品饮料行业PE在1994年-2000年与市场平均PE基本保持一致，2001年开始食品饮料行业PE略高于市场平均PE，进入2003年以后开始显著高于市场平均PE，这与食品饮料行业发展从2003年开始出现加速增长的态势是一致的。目前食品饮料行业PE估值与市场平均估值一样回到了历史低点。

图11 食品饮料行业PE与市场平均PE比较图



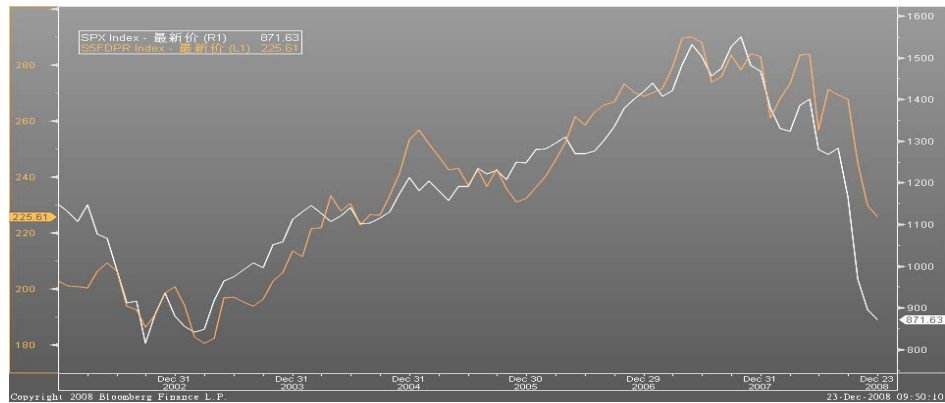
10 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

注：数据来自WIND。

但食品饮料的估值水平远高于市场平均估值水平，我们认为这主要是市场对行业防御性特征的认同所致。就近期的行业增长情况来看，11月份工业行业总计增加值为5.4%，农副食品加工业、食品制造业和饮料制造业分别为11.7%、9.7%、14.3%，远高于整个工业行业的增长速度，也证明了行业的防御性特征。

从国际上来看，目前美国、日本市场的多数食品饮料股的PE都低于我国水平的水平，同时这些公司的销售收入和利润的增长速度也低于我国食品饮料行业的水平，据雅虎财经数据可口可乐动态PEG为1.73、帝亚吉欧动态PEG为1.18，泰森食品动态PEG为1.21。

图12 2001-2008年标普指数与标普食品指数走势比较



注：资料来自彭博资讯。

2、产业投资估值的启示

除了证券市场的估值以外，产业角度的估值也是值得我们关注的，2008年来食品饮料行业发生的主要收购事件，如英博收购百威的价格按2007年百威每股收益计算，市盈率超过24倍；可口可乐收购汇源的价格按2007年汇源每股收益计算，市盈率为26倍。产业战略并购时的估值说明企业存在的产业价值，具有一定参考意义。

3、大股东增、减持意向

大股东增、减持虽然对公司的价值没有直接影响，但却透露出对公司未来发展的信心，在此我们对重点关注公司的大股东增、减持意向进行了统计。

表7 重点关注公司大股东增、减持意向

公司名称	持股比例	已解禁股份占比	大股东全部解禁时间	大股东增、减持意向
------	------	---------	-----------	-----------

11 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作保证。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。我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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

五粮液	56.70%	10.00%	2009年3月31日	2008年4月29日公告已解禁的6个月内不出售等。
贵州茅台	61.78%	10.00%	2009年5月25日	股改承诺持有的非流通股股份自获得上市流通权之日起,在十二个月内不上市交易或者转让等。
水井坊	39.63%	0.16%	2016年1月18日	股改承诺在股改方案实施后的10年内的任意时点,不通过减持使其对公司的持股比例低于30%
山西汾酒	69.97%	12.30%	2009年5月9日	未有进一步披露
泸州老窖	53.50%	全部解禁	2008年11月3日	大股东曾有减持,今年曾表示40元以下不减持。
张裕A	50.40%	-	2011年3月21日	未有进一步披露。
燕京啤酒	54.12%	-	2009年5月15日	2008年11月17日公告大股东除从目前的54.1%增持公司股份至不超过58.27%外,承诺再次延长限售期两年;北京燕京啤酒集团公司承诺再次延长限售期三年。
青岛啤酒	30.56%	-	2009年12月20日	大股东股改承诺其持有的股份自获得上市流通权之日起,六十个月内将通过A股市场上市交易或转让。大股东9月份增持188万股。
金枫酒业	32.75%	全部解禁, 延长期限	2008年11月14日	大股东增持公司股份373万股,占公司总股本的1.02%。11月19日公告追加锁定期到2011年11月
顺鑫农业	51.56%	全部解禁, 延长期限	2008年10月28日	10月28日公告大股东延长锁定期至2010年。公司2007年定向增发的4080万股已于9月22日解禁。
中粮屯河	59.60%	4.00%	2011年4月25日	未来有进一步披露。
双汇发展	30.30%	-	2010年6月29日	股改承诺非流通股股份自获得上市流通权之日起,在36个月内不通过证券交易所上市交易出售。
伊利股份	10.50%	2.25%	2011年4月24日	有被并购风险

注:数据来自WIND和华泰证券研究所

四、2009年投资要点

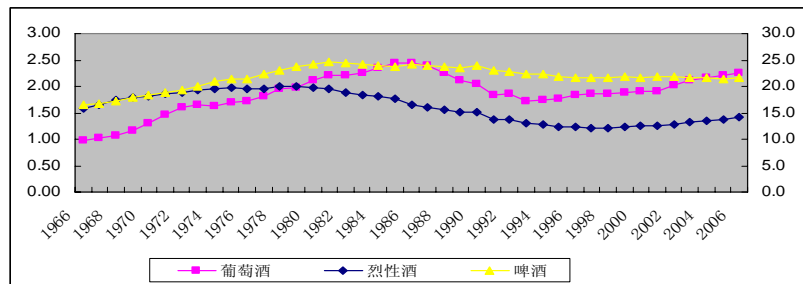
1、主要子行业展望

(1) 饮用酒——销售总量稳定

我们认为饮用酒消费量总体受经济影响较小,美国即使是在20世纪70年代石油危机期间,啤酒、葡萄酒和烈性酒的人均消费量也没有出现下降。而且美国长达40年的酒类人均消费量变化说明了人均酒类消费量的变化主要取决与生活方式和消费习惯的变化。日本的饮用酒消费量的变化也经济的变化不是影响饮用酒消费量的决定因素。

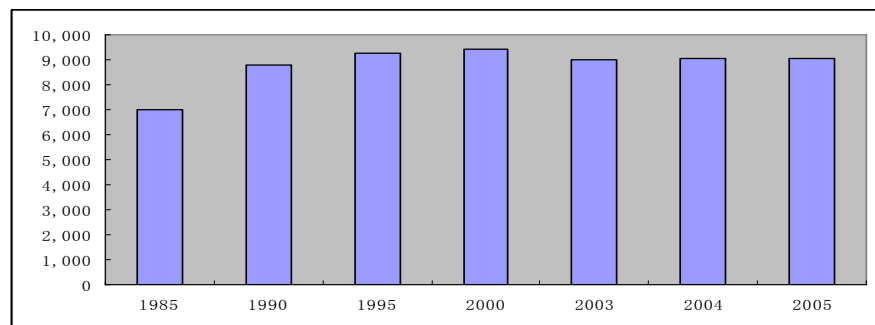
图13 1966-2006美国饮用酒人均消费情况 单位:加仑/年

12本报告中的信息均来源于已公开的资料,我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。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。我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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有,未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。



注: 数据来自 USDA 和华泰证券研究所

图 14 1985-2005 日本饮用酒消费量 单位: 百万升/年



注: 数据来自日本「国税庁統計年報書」和华泰研究所

在消费总量稳中有升的情况下, 各细分行业的收入和利润变化趋势取决于消费结构、成本变化和行业竞争激烈程度:

表 8 不同收入家庭饮用酒的消费结构 单位: 升/年

	平均	最近收入 (10%)	中等收入 (20%)	高收入 (10%)	最高收入 (10%)
白酒	2.27	1.97	2.41	2.27	1.99
果酒	0.25	0.09	0.23	0.4	0.48
啤酒	6.05	3.6	6.47	7.38	6.78

注: 数据来自统计年鉴

●白酒属于嗜好性商品, 且在各种收入人群中消费分布均匀, 2009 年高档酒消费受到经济下滑的抑制, 高档酒“量价齐升”的局面难以维系, 整体消费结构将成梯度下移态势, 中档白酒和低档白酒销量呈上升态势, 但全国性品牌的中档白酒和地方性品牌的主销白酒之间争夺消费者将使得行业竞争将更加激烈。如果我国经济在 2009 年底能够回暖, 则高档白酒仍能保持稳定发展态势。

●啤酒属于大众化商品, 其饮用场所更为广泛。2009 年如我们在上文“成本分析”中所述, 原料价格回落将对啤酒毛利率提升产生积极影响。行业竞争激烈程度虽将部分抵消成本下降的影响, 但由于预期啤酒均价有望保持稳定, 总体上行业盈利有望增长。

13 本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。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。我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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

●葡萄酒在中国各人群之间消费量差异很大，家庭消费主要集中在高收入人群中，年龄在20-40岁之间的人口。这部分人群的消费惯性较强，对消费的反应预期有所滞后。

随着全球经济低迷，中国成为世界葡萄酒商积极争取的一块乐土，从2008年秋季糖酒会来看，各主要葡萄酒产区均有重要厂商或他们的代理参加。海关统计，今年1-10月份我国进口原装葡萄酒4.5万吨，同比增长32.1%；进口散装葡萄酒9.28万吨，同比下滑3.4%，说明国外葡萄酒企业对中国市场加强销售，而经过前两年的摸索以后，部分企业已经对中国的渠道和消费者特征有更好的了解，这将对国内葡萄酒企业的销售增长和利润增长形成一定的压力。

●黄酒是我国的传统酒种，具有明显的消费地域性。2009年经济低迷将制约黄酒企业在全国的拓展，在原有消费地区黄酒吨酒价格提升的进程可能放缓，但原有强势企业的地位有望巩固。

(2) 屠宰及肉类加工行业——受益成本回落 产业结构变局渐近

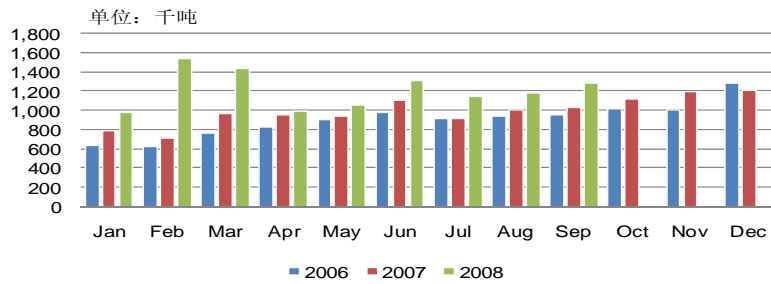
如上文“成本分析”所述，屠宰及肉类加工行业2009年将受益于成本回落，由于产品价格变化幅度不同，其中肉制品加工业比屠宰行业受益更多。

我国已经是肉类消费大国，特别是猪肉的人均消费量超过很多发达国家，这与我国居民的饮食消费习惯有关。因而，目前来看我国屠宰行业企业的发展空间主要在于产业集中度的变化，2007年，我国百万头屠宰能力的企业占全国屠宰量的8%左右，20-100万头屠宰能力的企业屠宰量占全国的15%左右，10-20万头屠宰能力的企业屠宰量占全国的5%左右，近70%的屠宰量分布在屠宰能力1万头以下的企业和个体屠宰户手中，产业十分分散，形成了食品安全管理上的隐患。

在屠宰总量缩小的情况下，2008年1-9月份规模以上屠宰企业鲜冷冻肉产量比去年同期上升10.5%，其中9月份单月同比上升16.60%。说明在产业发生成本上升或是其他方面的困难时，大型企业的抗风险能力更强，同时也说明产业集中度借此有望继续提高。我们认为2009年屠宰行业的产业结构变局展开将值得期待。

图 15 2006-2008 年中国规模以上企业月度鲜冷冻肉产量

¹⁴本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。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。我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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。



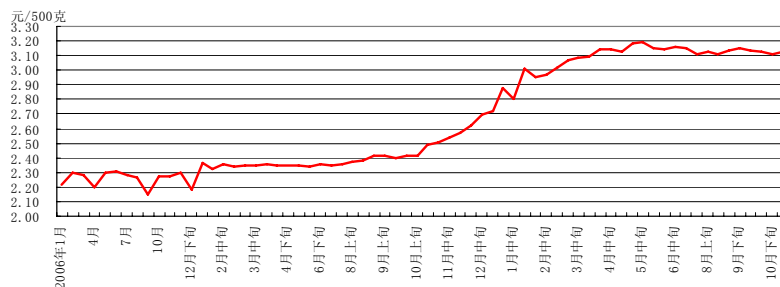
注：数据来自 BOABC 和华泰证券研究所。

(3) 液态乳及乳制品行业——2009 年消费量有望完全恢复

在上文“食品安全问题”分析中，我们分析了液态乳及乳制品行业由于受到食品安全问题影响，2008 年下半年呈现明显负增长，随着时间的推移，消费呈现逐月回升态势。

除了需求本身逐渐恢复以外，国家政策支持也将有助产业复苏。国务院办公厅 11 月转发发展改革委、农业部、工业和信息化部、商务部、卫生部、质检总局、工商总局、财政部、人民银行、银监会、保监会、中央宣传部、监察部等部门制定的《奶业整顿和振兴规划纲要》，在产品品质、原奶采购、奶牛养殖以及市场推广的环节做出了更为详尽的规划和考核，引导行业的复苏，预计 2009 年二季度消费有望全面恢复。

图 16 2006-2008 全国袋装鲜奶集贸市场平均价格走势 元/斤



注：数据来自国家发改委价格监测中心和华泰证券研究所

2、2009 年投资判断

通过前文对行业及行业估值的分析，我们认为食品饮料行业具有较强的防御性，但市场已经给与相应的高估值，因而我们维持对整个行业的中性评级。

在我们重点关注的公司中：

燕京啤酒和青岛啤酒为啤酒行业龙头企业，受益于成本回落、

15 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。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。我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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

产品价格相对稳定，分别给予推荐和谨慎推荐评级。主要风险为2009年气候偏凉。

伊利股份为乳制品行业龙头企业，2008年可能亏损。乳制品行业由于食品安全事件我们认为消费的恢复要到2009年二季度，投资机会将在那个时候逐步显现。

双汇发展为肉制品龙头企业，受益于原料成本回落，和产业集中度提高，给予推荐评级。主要风险为生猪发生疫情影响供给。

顺鑫农业业务相对多元化，是北京肉制品行业龙头企业，其生产和销售的中档白酒“牛栏山二锅头”具有较好的市场基础，同时城市快速消费品供应商的战略定位将有助于公司今后的发展。主要风险为公司于2007年以12.5元定向增发的股份已于2008年9月22日解禁。

贵州茅台、泸州老窖、五粮液、水井坊均为高档白酒制造企业，2009年高档白酒增速将回落。贵州茅台渠道控制能力最强，渠道价差最大给予推荐评级，泸州老窖及五粮液给予谨慎推荐评级。主要风险为我国经济到2009年底仍处于低迷状态。

张裕为葡萄酒行业龙头企业，目前估值已基本体现公司价值，给予谨慎推荐。

我们重点关注的公司均是所在行业的龙头企业，而且都经历了经济发展期和经济调整期的考验，从更长时间来看目前价格均具有一定投资价值。

表9 重点关注公司

	评级	股价	2008E	2009E	2008PE	2009PE
贵州茅台	推荐	110.03	4.46	5.63	24.67	19.54
燕京啤酒	推荐	13.38	0.43	0.56	31.12	23.89
双汇发展	推荐	32.11	1.127	1.4	28.49	22.94
泸州老窖	谨慎推荐	18.16	1.05	1.26	17.30	14.41
顺鑫农业	谨慎推荐	11.38	0.52	0.65	21.88	17.51
青岛啤酒	谨慎推荐	19.82	0.56	0.75	35.39	26.43
五粮液	谨慎推荐	14.38	0.5	0.68	28.76	21.47
张裕 A	谨慎推荐	47.42	1.738	2.15	27.28	22.06
伊利股份	观望	8.14	-0.25	0.3	-	27.13
水井坊	观望	12.05	0.69	0.8	17.46	15.06
中粮屯河	观望	9.34	0.3	0.36	31.13	25.94

注：数据来自华泰证券研究所，股价位12月25日收盘价

16本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。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。我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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

华泰证券行业投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;
- 投资建议的评级标准
 - 增持 : 超越大盘;
 - 中性 : 基本与大盘持平;
 - 减持 : 明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;
- 投资建议的评级标准
 - 买入 : 相对强于市场表现15%以上;
 - 推荐 : 相对强于市场表现5% ~ 15%;
 - 观望 : 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;
 - 卖出 : 相对弱于市场表现5%以下。