

食品饮料行业 2009 年投资策略

以抗衰退为线索，关注四类投资机会

熊峰 农业/食品 行业 研究员

电话：0755-82083888-816

eMail: xf@gf.com.cn

汤玮亮 农业行业研究员

电话：020-87555888-634

eMail: twl@gf.com.cn

跟随大市但强于大市：2008 年食品饮料行业盈利与估值变化情况

对比前三季度，食品饮料行业的销售收入增幅低于 A 股平均增幅，但净利润增幅则远高于 A 股平均增幅。在 A 股的 ROE、毛利率和销售净利率出现下滑的情况下，行业的上述指标仍然保持了上升态势。从行业估值来看，PE 持续回落，已低于 05 年，且与 A 股的差距在逐步缩小。总的来说，食品饮料板块在 2008 年跌幅小于大盘，显示了良好的抗跌性。

衰退与抗衰退：2009 年食品饮料行业将在多空交织中走过 2009 年影响行业的主要不利因素一是经济衰退下各子行业销售下滑和产品价格下降的概率加大，二是食品安全仍将是敏感神经；但也存在一些其它行业所不具备的利多因素，如消费刚性、行业经营成本显著下降等。总的来说，与周期性行业相比，食品饮料行业在经济衰退时期仍不失为较好的防御性品种。

2009 年食品饮料行业投资策略：以抗衰退为线索，关注四类投资机会

一是成长性投资机会，关注那些具有相对独立景气的成长型子行业，如高端葡萄酒和高端白酒行业、速冻食品行业、番茄酱行业、特种饮料行业等，大盘下跌正好为投资者提供了难得的逢低介入这些行业的机会。二是防御性投资机会，关注因成本显著下降而同时需求仍保持相对刚性的防御型子行业，其中以肉制品行业和啤酒行业最为典型。三是重组性投资机会，关注逆市中围绕品牌、渠道、资源这三大关键要素展开的实质性的行业整合。四是主题性投资机会，关注因产业政策变化和政府因素推动而带来的阶段性投资机会，如“三农”、4 万亿投资计划等投资主题。

重点公司推荐

泸州老窖、贵州茅台、青岛啤酒、三全食品、新中基

行业评级



前次评级

持有

行业走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	0.82%	-2.34%	-62.09%
上证综指	-1.62%	-6.03%	-60.98%

目录索引

一、跟随大市但强于大市：08 年食品饮料行业盈利与估值变化情况	4
(一) 08 年行业盈利能力回顾	4
(二) 08 年行业估值水平回顾	5
二、衰退与抗衰退：09 年食品饮料行业将在利空与利多的交织中走过	6
(一) 经济衰退 VS 消费刚性	6
(二) 行业经营成本显著下降	8
(三) 食品安全仍将成最敏感神经	8
三、冷暖不均：各子行业景气状况分析	9
(一) 白酒	9
(二) 啤酒	11
(三) 葡萄酒	12
(四) 黄酒	13
(五) 制糖业	14
(六) 肉制品加工	16
(七) 乳业	16
(八) 速冻食品行业	17
(九) 发酵制品行业	18
(十) 番茄酱行业	18
四、2009 年食品饮料行业投资策略：以抗衰退为线索，关注四类投资机会	19
(一) 成长性投资机会：关注具有相对独立景气的成长型子行业	19
(二) 防御性投资机会：关注因成本显著下降而同时需求保持相对刚性的防御型细分子行业	19
(三) 重组性投资机会：关注逆市中实质性的行业整合	19
(四) 主题性投资机会：关注因产业政策变化和政府因素推动而带来的阶段性投资机会	20
五、重点公司推荐	21
(一) 泸州老窖	21
(二) 贵州茅台	21
(三) 青岛啤酒	21
(四) 三全食品	22
(五) 新中基	22

图表索引

图 1：食品饮料板块一年来的走势显示了良好的抗跌性	6
图 2：08 年开始农村居民收入增幅开始大于城镇居民收入增幅	7
图 3：上一轮的经济周期中餐饮业消费额一直保持高速增长	7
图 4：粮食价格企稳、猪肉价格回落	8
图 5：2008 年 1-8 月份白酒行业销售收入继续保持快速增长	10
图 6：2008 年 1-8 月份啤酒行业销售收入继续保持快速增长	11
图 7：啤酒产量增速与 GDP 的关系密切	11
图 8：澳洲大麦产量、出口量和年度均价的变化情况	12
图 9：2008 年 1-8 月份葡萄酒行业收入和利润情况	13
图 10：全国葡萄批发价格走势	13

图 11: 黄酒龙头企业所占的市场份额	14
图 12: 2008 年 1-8 月份制糖业收入和利润情况	15
图 13: 白糖价格持续低迷	15
图 14: 2008 年 1-8 月份肉制品加工行业收入和利润情况	16
图 15: 2008 年 1-8 月份乳业收入和利润情况	17
图 16: 2008 年 1-8 月份速冻食品业收入和利润情况	17
表 1: 全部 A 股与我们食品饮料板块重点跟踪的企业成长能力比较	4
表 2: 食品饮料板块与全体 A 股的盈利能力比较	4
表 3: 食品饮料各个子行业盈利能力比较	5
表 4: 食品饮料板块的 PE 水平变化情况	5
表 5: 食品饮料板块的 PB 水平变化情况	5
表 6: 08 年的重大食品安全事件一览表	9
表 7: 白酒销售价格持续提高	10
表 8: 各类投资机会对应的行业	20
表 9: 泸州老窖盈利预测	21
表 10: 贵州茅台盈利预测	21
表 11: 青岛啤酒盈利预测	22
表 12: 三全食品盈利预测	22
表 13: 新中基盈利预测	22
表 14: 重点公司盈利估值一览表	23

一、跟随大市但强于大市：08年食品饮料行业盈利与估值变化情况

这个世界变化快，2008年年初还是令人担忧的通货膨胀，政府对食品等生活必需品实行价格管制，下半年就开始经济大幅下滑，各种商品价格跳水，保增长成为我国政府的首要任务。在这个大起大落的2008年里，食品饮料的表现如何呢？

总体上看，我们认为2008年食品饮料行业的盈利能力强于全体A股，这也是该板块估值一直高企的原因。与05年的低点相比，行业目前的PE估值已经处于较低的位置。总体上看，在经济增速下滑的情况下，市场对食品饮料板块的盈利前景还是看好的。

（一）08年行业盈利能力回顾

我们对比前三季度全部A股与我们食品饮料板块重点跟踪的企业收入与利润增幅情况。食品饮料板块的销售收入增幅低于全体A股，主要由于啤酒、乳业等几个板块的表现不尽如人意。另外，该板块的净利润增幅则远高于全体A股，其中白酒、葡萄酒对利润增速的贡献最大。

表 1：全部A股与我们食品饮料板块重点跟踪的企业成长能力比较 单位：百万元

	销售收入		净利润	
	08 3Q	GR	08 3Q	GR
全部 A 股	8558124	32.51%	779118	10.95%
食品饮料重点跟踪公司	95488	21.04%	8681	34.14%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

将食品饮料板块与全体A股的前三季度的盈利能力指标进行对比我们可以发现，在全体A股的ROE、毛利率和和销售净利率出现下滑的情况下，整个食品饮料板块的各项指标仍然保持了上升态势，体现出了明星板块的风范，这也解释了食品饮料估值一直高企的原因。

表 2：食品饮料板块与全体A股的盈利能力比较

板块名称	ROE %			毛利率 %			销售净利率 %		
	08 3Q	07 3Q	GR	08 3Q	07 3Q	GR	08 3Q	07 3Q	GR
食品饮料	12.71	11.3	12.48%	34.57	33.35	3.66%	7.94	7.09	11.99%
全部 A 股	11.67	12.56	-7.63%	18.51	21.81	-17.83%	9.1	10.87	-19.45%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

我们再将食品饮料板块分拆来看。在2008年前三个季度，受益于近年来经济的高速增长，提价能力较强的白酒行业的盈利能力增速最快，葡萄酒次之。啤酒、黄酒、肉制品等行业由于原料成本上升，盈利能力出现下滑。而乳业由于“三聚氰胺”事件的影响，出现了亏损。

表 3：食品饮料各个子行业盈利能力比较

板块名称	ROE %			毛利率 %			销售净利率 %		
	08 3Q	07 3Q	GR	08 3Q	07 3Q	GR	08 3Q	07 3Q	GR
肉制品	22.27	20.38	9.27%	8.8	9.99	-11.91%	2.47	2.73	-9.52%
制糖	1.77	1.58	12.03%	17.43	16.08	8.40%	1.85	1.72	7.56%
食品综合	2.54	3.35	-24.18%	28.71	27.11	5.90%	2.02	4.01	-49.63%
调味发酵品	3.69	4.53	-18.54%	23.5	20.56	14.30%	3.71	4.3	-13.72%
乳品	-2.97	8.38	-135.44%	29.3	28.12	4.20%	-0.84	2.22	-137.84%
白酒	21.01	16.09	30.58%	63.28	58.96	7.33%	28.22	21.66	30.29%
啤酒	9.77	9.82	-0.51%	40.54	41.24	-1.70%	5.85	6.26	-6.55%
软饮料	6.44	8.09	-20.40%	24.04	19.93	20.62%	4.96	4.71	5.31%
葡萄酒	18.07	15.39	17.41%	62.21	56.79	9.54%	11.45	8.53	34.23%
黄酒	8.61	10.77	-20.06%	20.07	22.33	-10.12%	5.38	5.92	-9.12%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）08年行业估值水平回顾

看食品饮料行业一年以来估值水平的变化情况。PE和PB估值都持续回落，与05年大盘最低时候相比，PE低于05年，而PB水平则高于05年。从2007年底至现在，食品饮料板块的PE水平与全体A股的比值在逐步减小，PB的比值正逐步扩大。与05年的低点相比，行业目前PE估值已经处于较低的位置。

表 4：食品饮料板块的PE水平变化情况

板块名称	2008.12.12	2008.6.12	2007.12.12	2005.6.6
全部 A 股	15.4	22.2	38.2	19.2
食品饮料	30.8	46.1	95.7	35.0
食品饮料/A 股	2.0	2.1	2.5	1.8

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：PE根据前推12个月的净利润来计算

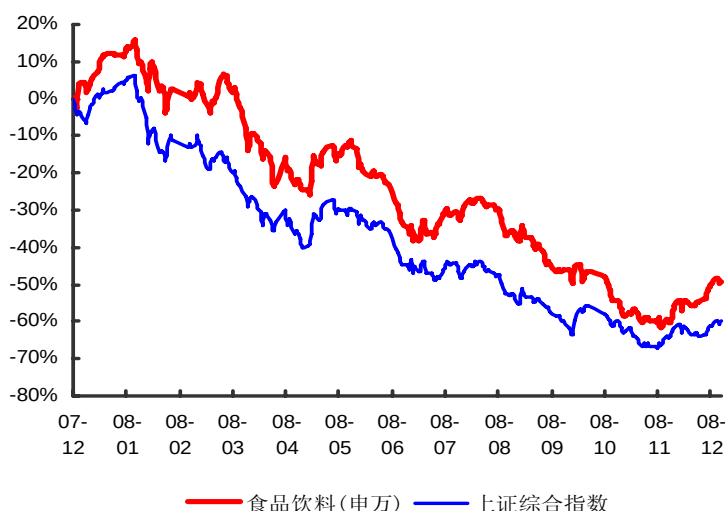
表 5：食品饮料板块的PB水平变化情况

板块名称	2008.12.12	2008.6.12	2007.12.12	2005.6.6
全部 A 股	2.3	3.4	6.8	1.7
食品饮料	4.8	6.8	12.4	2.3
食品饮料/A 股	2.1	2.0	1.8	1.4

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

我们再回顾一年来食品饮料行业在股市中的表现，可以很清晰地看到，食品饮料板块的跌幅小于大盘，显示了良好的抗跌性。虽然从下半年开始，由于受前期市场大幅下跌的拖累、乳制品行业爆发的食品安全问题以及对国际金融危机的担忧，食品饮料板块补跌的幅度较大，特别是9月以来行业的下跌幅度甚至超过了大盘。但总体上看，在经济增速下滑的情况下，市场对食品饮料板块的盈利前景还是看好的。

图 1: 食品饮料板块一年来的走势显示了良好的抗跌性



数据来源: Wind

二. 衰退与抗衰退: 09年食品饮料行业将在利空与利多的交织中走过

目前经济学界普遍认为,受全球经济危机的影响,我国经济09年将继续放缓,居民收入增速降低,就业压力增加,经济中面临的不确定性因素加大,这些都抑制我国居民的消费需求。尽管2009年国内外经济形势不容乐观,但就食品饮料行业而言,我们认为2009年将是各种利空因素和利多因素交织作用的一年。虽然2009年食品饮料行业不可避免地将受宏观经济下滑的影响,但其弱周期性的特点决定了它将高于我国GDP的增长速度,我们预测食品饮料行业在2009年仍能保持10%以上的年增长幅度,其中速冻食品、肉制品、酒类等是抵御宏观经济衰退的较好领域。

(一) 经济衰退VS消费刚性

1. 经济衰退下各子行业销售下滑和产品价格下降的概率加大

从国家统计局发布的最新数据看,2008年11月份,居民消费价格总水平同比上涨2.4%,增速比上月下降1.6个百分点。本月翘尾因素导致CPI增速回落0.7个百分点,新降价因素导致CPI回落0.8个百分点。新降价因素中,食品降价贡献了0.3个百分点左右,剩下的0.5个百分点由非食品价格下降所导致。

我们认为,在经济持续减速的背景下,居民收入增速势必回落,所以2009年市场预期和消费需求也将下降。对食品饮料行业的影响将主要表现在:

(1) 财政收入和企业利润的降低将降低对政务和商务性消费的需求,高档白酒和其他高档食品饮料的消费将不同程度地受到影响。

(2) 国际大宗商品价格大幅下降将拉低相关食品子行业的景气度,

如制糖业、油脂行业等。

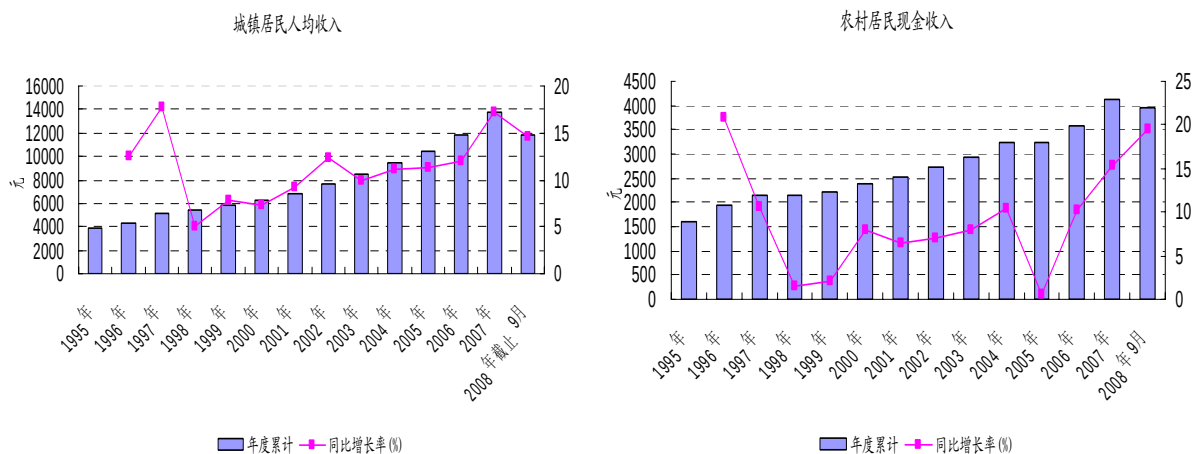
(3) 出口需求下降将严重影响以出口为主的部分子行业，如水产品加工业、原料果汁业、发酵制品行业等。番茄酱行业是否在未来受到出口需求下降影响还有待观察。

2. 消费刚性依旧存在

从食品饮料行业的特性来说，它总体上属于弱周期性的行业，尤其是那些占绝对大多数比重的低价、快速消费品受经济下滑的影响应该相对有限。中国是人口大国，食品消费较为刚性，受居民收支变化影响不大。当收入预期下降，大家都开始节俭，缩小开支，不能减少消费量，必然会降低消费档次，中低端产品的销售量甚至会上升。所以那些必需消费品行业如粮食加工业、中低档白酒、啤酒、调味品、肉制品等行业受到的影响都将非常有限。相对那些周期性行业而言，这些必需消费品行业无疑成了防御性行业。譬如上一轮的整个经济周期中餐饮业消费额一直保持高速的增长就是例证。

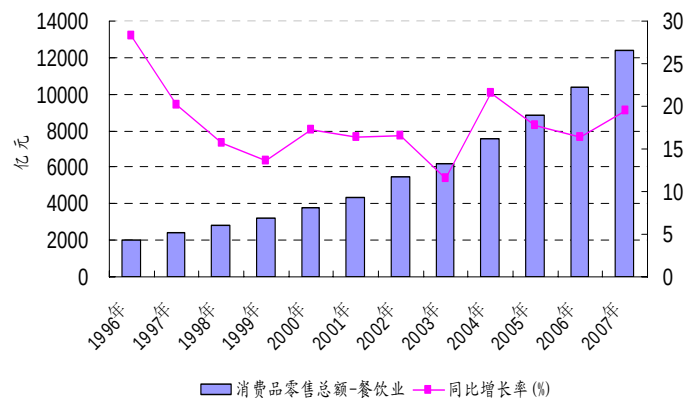
此外，国家为保增长出台了4万亿拉动内需的临时性政策，这将很大程度上刺激食品消费如农村居民的消费需求、商务性白酒和葡萄酒的需求等。

图 2：08年开始农村居民收入增幅开始大于城镇居民收入增幅



数据来源：国家统计局

图 3：上一轮的经济周期中餐饮业消费额一直保持高速增长



数据来源：国家统计局

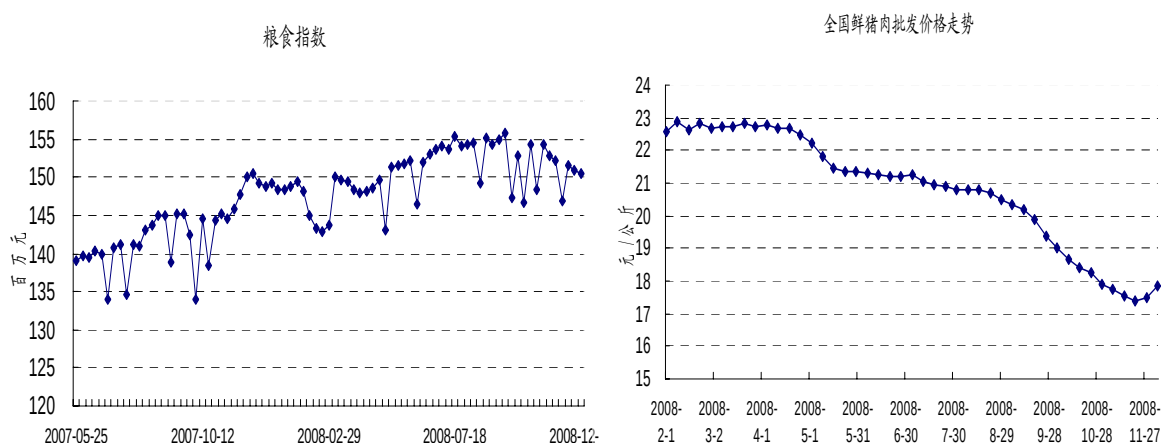
总的来说，与周期性行业相比，食品饮料行业以其较好的成长性在经济衰退时期仍不失为较好的防御性品种。

（二）行业经营成本显著下降

在对2008年食品饮料行业做预测时，我们认为08年食品行业要面对的最大困难是高原料价格、高制造成本的压力。但从2008年下半年开始，以粮食和猪肉为代表的农产品价格开始回落，能源价格也出现很大下降，成本压力已经大为缓解。在2009年内，食品饮料行业中的各个子行业仍将不同程度地受惠于因经济下滑导致的各项成本下降，如粮食价格、猪肉价格、运输成本、利率等等。

一是原料成本将继续趋于稳定甚至下降。国内粮食连续第5年增产已成定局，所以2009年粮食价格从基本面看将处于连续涨价后的调整期。随着生猪出栏量的持续增加，猪肉价格也持续回落。与国际价格联动性较高的国内豆类、油脂类产品价格，相应出现较大幅度的回落。总体上看，农产品价格的企稳甚至回落将降低食品饮料加工制造的成本，提升行业盈利水平。

图 4：粮食价格企稳、猪肉价格回落



数据来源：郑州粮食批发市场，商务部

二是包装及运输成本占食品饮料生产成本比例很大。国际油价的大幅回落，带动了下游塑料及其它化工产品价格的下跌，同时，一直处于上涨趋势中的纸品的价格也开始大幅度下降；原油、PTA及纸品价格回落将大幅降低食品饮料的包装和生产运输成本。

三是利率进入降息周期，2009年资金成本将显著降低。

（三）食品安全将成最敏感神经

近年来关于中国食品安全问题是国际社会关注的热点之一，2009年中国食品安全问题仍将会成为食品行业的重点。

一是中国接连不断发生的食品安全事件已经引起国际社会和中国政府的高度关注，政府的检验检疫标准提高、出口质量把关加严、以及品牌

企业主动提高产品质量，都将不同程度地提高公司的经营成本。

二是随着收入水平的提高，居民的消费理念已经从“吃饱”到“吃好”上转变，食品安全意识逐渐提高。所以一旦哪个产品出现安全问题，对该公司乃至整个行业的打击都将是致命的。

表 6：08年的重大食品安全事件一览表

时间	所属行业	事件	后果
2008.01	速冻食品	日本毒饺子事件	对日食品出口一度停止
2008.09	乳业	三鹿奶粉中三聚氰胺含量严重超标。之后行业多家龙头被查出问题	三鹿面临破产，多家乳业龙头企业陷入亏损。国家加大乳业的整顿力度。国内食品企业遭遇信任危机。
2008.10	畜禽、饲料	香港销售的鸡蛋中被查出三聚氰胺	鸡蛋销量短期内大幅度回落、饲料销售乏力
2009	?	?	?

数据来源：国家统计局

当然，从长远来说，对食品安全问题的关注是有利于优质品牌企业的进一步发展的。《国家食品药品安全“十一五”规划》中明确提出了食品安全方面的发展目标，并且制定了一些具体指标以便对规划实施成效进行评估考核。《乳制品加工行业准入条件》有助于加强奶源基地建设，规范行业内企业生产，《生猪屠宰管理条例》完善了生猪定点屠宰制度，有助于推动行业整合等等。

我们认为，政府的各项监管措施**短期内提高了企业的运营成本**。但也提高了行业进入壁垒和行业资源配置效率，相关的配套政策也为企业提供了相应的资金扶持，不注重质量的企业也将逐渐被市场边缘化，这为行业龙头公司提供了整合空间。

三、冷暖不均：各子行业景气状况分析

食品饮料行业是一个跨度很大的行业，涉及的子行业非常多，按中国证监会的分类，分为食品加工业、食品制造业和饮料制造业三类，这三类又分为很多细分子行业。由于各子行业的供求状况、影响行业的主要因素、受宏观经济下滑影响的程度等都不尽相同，各子行业的景气度也各不相同。这里我们不必面面俱到，主要对白酒、啤酒、葡萄酒、黄酒、乳业、肉制品、制糖业、速冻食品、发酵制品、番茄酱制造业等主要子行业的景气度进行分析。

（一）白酒

1. “价升量增”，08年发展态势较好

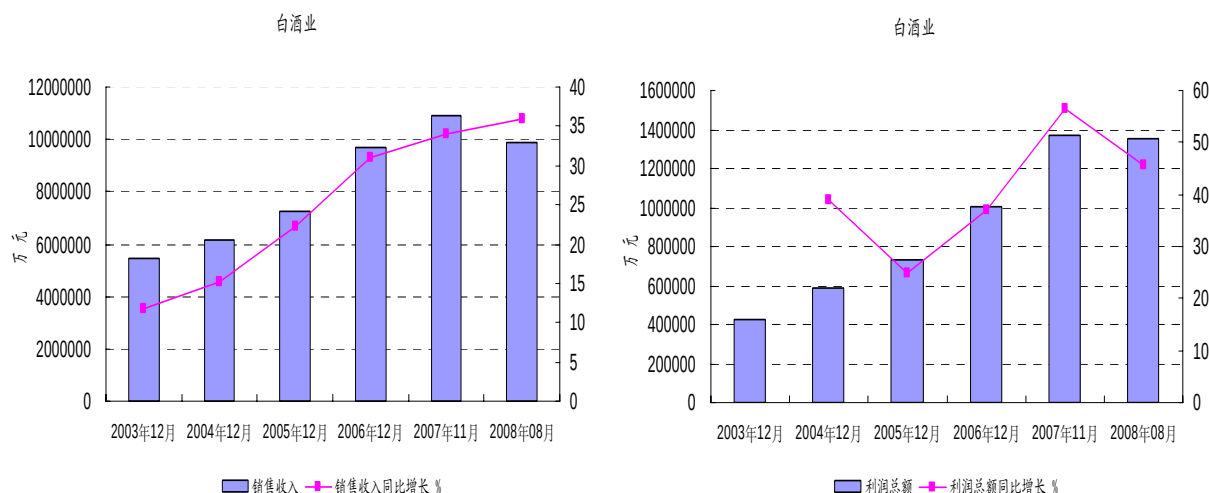
受益于经济的发展和消费结构的升级，白酒行业在08年继续保持了良好的发展态势。从统计局公布08年1-8月份白酒行业主营业务收入依然快速增长，1-8月份实现收入990.8亿元，同比增长35.4%。营业收入的快速增长主要来自于销量和价格的提高。

08年1-8月份白酒行业利润总额为135亿元，同比增长45.7%，增速创

历史新高，利润增速高于销售收入增速。白酒制造业的毛利率波动情况较为平稳，利润总额的增长主要源于白酒售价的提高和各项费用的压缩。

08年1-10月份，我国白酒产量为441.2万千升，产量同比增长17.07%，低于去年同期的23.3%，但增长速度仍然处于高位。

图 5：2008年1-8月份白酒行业销售收入继续保持快速增长



数据来源：国家统计局

表 7：白酒销售价格持续提高

品牌 \ 城市	08年1月份平均销售价格				08年7月份平均销售价格				08年10月份平均销售价格			
	成都	北京	沈阳	郑州	成都	北京	沈阳	郑州	成都	北京	沈阳	郑州
52° 五粮液	498	520	478	498	498	568	508	568	498	638	568	598
53° 茅台	498	678	562	618	698	720	688	718	698	718	698	758
52° 水井坊	478	565	498	478	548	575	498	468	548	518	498	548
52° 剑南春	199	251	208	238	268	259	238	258	328	338	278	328
52° 1573	498	525	568	508	538	538	528	548	598	569	578	598

数据来源：糖酒快讯

注：每个城市的数据来源于三个商超平均

2.经济景气度下行，白酒行业还能增长吗？

我们认为明年中高端白酒需求萎缩的可能性不大，但也无法继续出现“量价齐升”的局面。而一旦经济形势好转，中高端白酒的盈利能够出现大幅度的上升，估值水平也将水涨船高，因此我们认为当前反而是介入白酒板块的良好时机。

我们认为具有垄断性品牌优势的高端白酒生产企业值得长期看好，重点关注贵州茅台、五粮液、泸州老窖和水井坊等企业。

3.风险提示

宏观经济严重衰退可能导致高端白酒需求进一步下滑。

其他酒种的冲击。

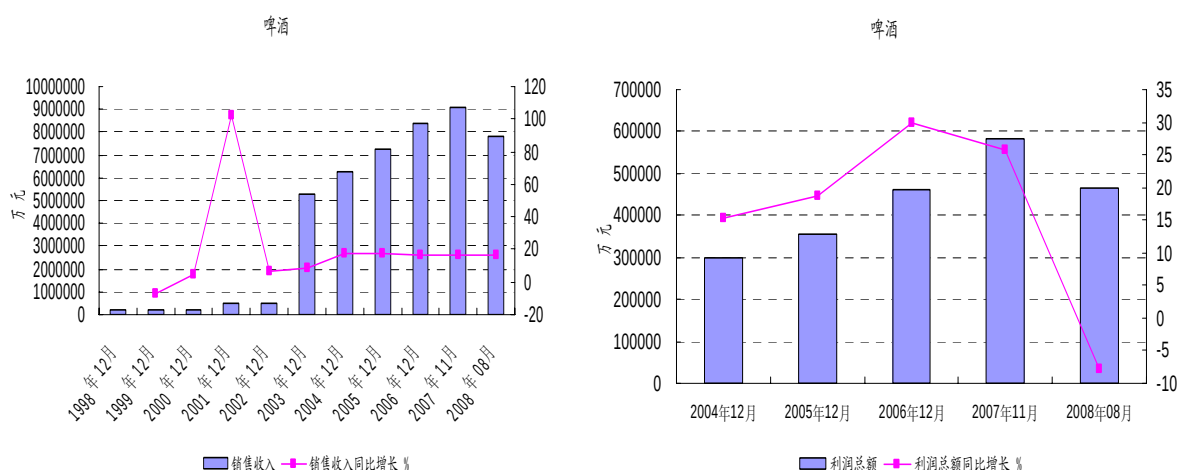
(二) 啤酒

1.08年啤酒需求增速减缓

受地震、低温等因素的影响，08年我国啤酒需求增速减缓。相对于其他酒种，啤酒行业销售收入的增幅不大。从统计局公布08年1-8月份啤酒行业1-8月份规模以上企业实现销售收入782亿元，同比增长16%。08年前三季度产量增速仅为6.1%，10月份啤酒产量增速回升至10.3%。

而原料成本的上涨和疲弱的需求导致了啤酒行业1-8月份的利润总额出现了负增长。

图 6：2008年1-8月份啤酒行业销售收入继续保持快速增长

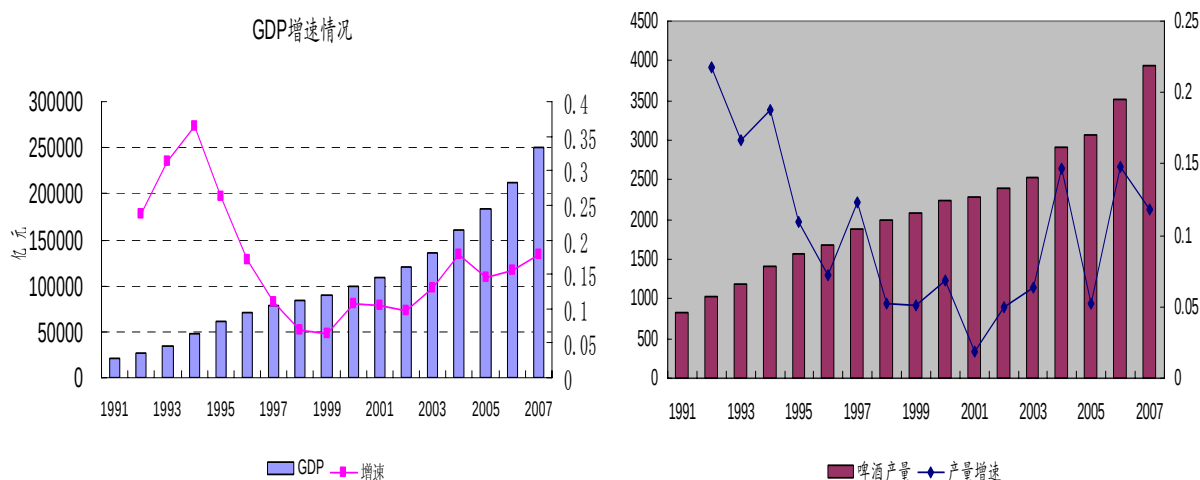


数据来源：国家统计局

2.明年原料成本有大幅度的回落，实现恢复性的增长

我们对比历史数据可以看出，啤酒产量增速与GDP增速存在强烈的相关性，明年经济增速的下滑可能影响到啤酒的需求增速，但需求仍然能保持增长。考虑到今年多个非常事件导致了啤酒需求增幅低于预期，我们认为明年啤酒需求增幅将高于今年，实现恢复性的增长。

图 7：啤酒产量增速与GDP的关系密切

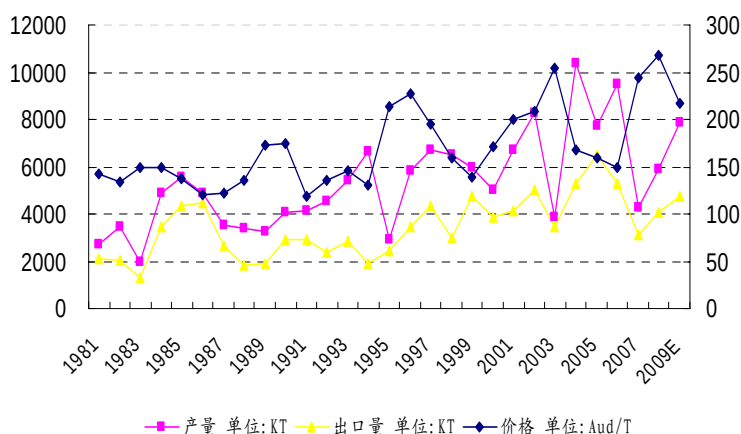


数据来源：CEI, Wind

明年的啤酒行业的盈利能力我们将主要关注成本因素。

08年下半年开始大麦等啤酒原料的价格大幅度回落。以燕京啤酒为例，公司07年原料中的大麦采购均价为3100-3200元/吨，最近收购的国产大麦含运费价格已经降至2000元/吨。从大麦历年的价格波动情况来看，一般5-7年为一个周期，在经历了07年、08年的高位之后，全球大麦价格开始进入回落阶段，而龙头企业更容易享受到价格回落带来的收益。大麦价格的回落有望成为啤酒行业未来业绩增长的重要动力，预期明年全行业毛利率将有所回升。

图 8：澳洲大麦产量、出口量和年度均价的变化情况



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

3.风险提示

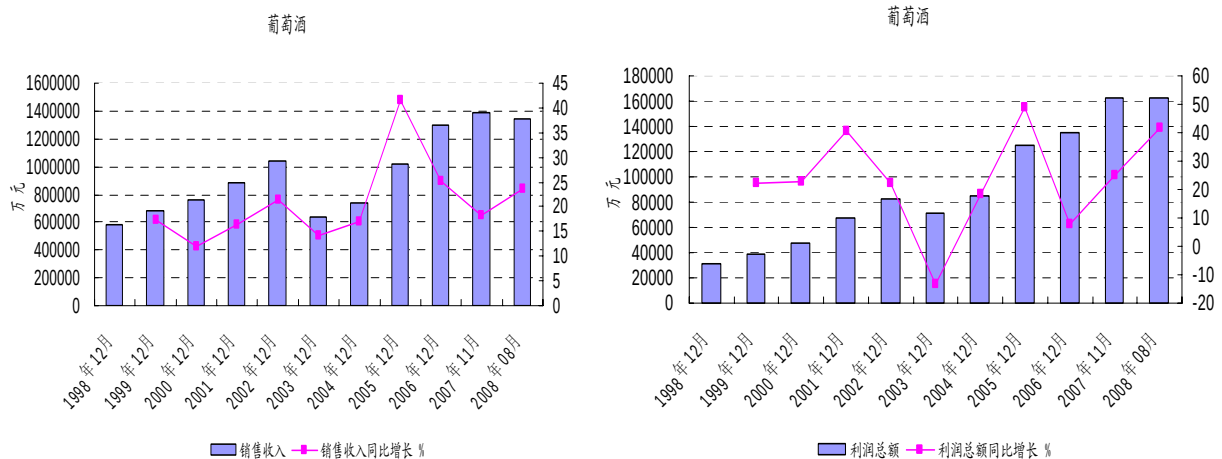
大麦价格若止跌回升可能压缩行业的利润空间。
局部地区竞争进一步加剧。

（三）葡萄酒

1.08年葡萄酒快速发展

受益于消费升级和经济的发展，葡萄酒行业实现了较快速度的发展。从统计局公布08年1-8月份啤酒行业1-8月份实现销售收入133.8亿元，同比增长23.5%，利润总额也取得了41%的高速增长，仅次于白酒行业。08年1-10月份的产量为56.9万吨，同比增速为29.66%，但10月份产量增速出现下滑。

图 9：2008年1-8月份葡萄酒行业收入和利润情况



数据来源：国家统计局

2.未来成长空间巨大，原料基地是关键

葡萄酒是融合了健康和高雅为一体的酒种，西方的消费时尚中红酒是典型代表之一，所以日益开放的中国对红酒从一开始就喜爱有加，目前在国内的需求还处于培育阶段。同白酒、啤酒相比，葡萄酒的产量和销售收入都有较大的差距。葡萄酒近几年来发展速度较快，我们认为这种发展势头仍然能够继续保持。

葡萄酒的平均原料价格相对稳定，可以避免成本大幅波动的风险。从葡萄酒行业未来的发展趋势来看，消费者将越来越关注葡萄酒的内在品质，而实现良好品质的重要条件之一拥有一流的原料基地。因此，能够掌控一流原料基地的葡萄酒企业值得我们长期关注。

图 10：全国葡萄批发价格走势



数据来源：商务部

3.风险提示

国外葡萄酒大量涌入将对国内葡萄酒行业构成较大的冲击。

(四) 黄酒

1.地域的限制对黄酒行业的影响很大

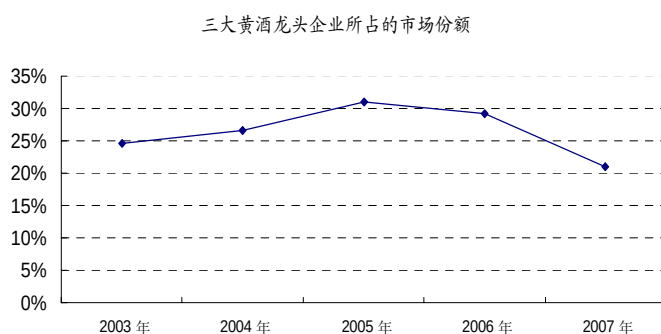
黄酒近几年来随着消费者对健康重视程度日益提高，黄酒行业的产量

与销售收入均有一定幅度的增长。2008年1-8月，全国规模以上黄酒企业实现销售收入51.3亿元，同比增长31%，继续呈现的增长态势。

但从近几年发展态势看，相对于其他酒种，黄酒行业的产量增速有减缓的迹象。目前，黄酒生产和消费主要集中在江浙沪地区，三地合计所占比重超过70%。受消费区域限制，总体消费规模有限，从08年1-8月的数据来看，黄酒行业的销售收入仅为白酒行业的5%，啤酒行业的7%、葡萄酒行业38%。

总体上看，受消费地域的限制，黄酒龙头企业的扩张不易。当前的黄酒行业的市场集中度还很低，金枫酒业、古越龙山、会稽山等几家企业所占的市场份额还很不大，05年之后市场集中度反而有降低的趋势。

图 11: 黄酒龙头企业所占的市场份额



数据来源：广发证券发展研究中心

2. 黄酒行业未来发展的不确定性较大

黄酒行业未来的发展有两种思路。一是各个黄酒龙头企业都在尝试打造高端黄酒。然而想要从激烈的竞争中脱颖而出难度巨大，而且短期内黄酒企业很难将说服消费者将黄酒与奢侈品相联系。二是积极向江浙以外的地区扩张，实现全国布局，扩大市场容量。此举必然需要黄酒企业加大宣传力度和销售投入，然而加大投入的同时还需避免其他黄酒企业“搭便车”的行为，独享投入带来的成果。

因此，总体上看黄酒行业未来的发展仍存在较大的不确定性。

3. 风险提示

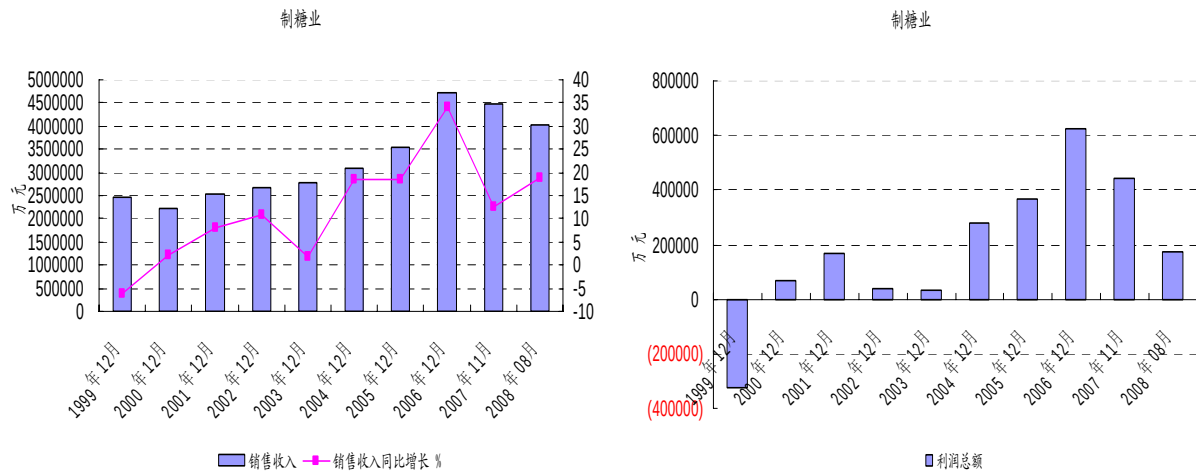
高端品牌的塑造和外地市场开拓的难度较大。

(五) 制糖业

1. 糖价低迷导致08年制糖业盈利能力下滑严重

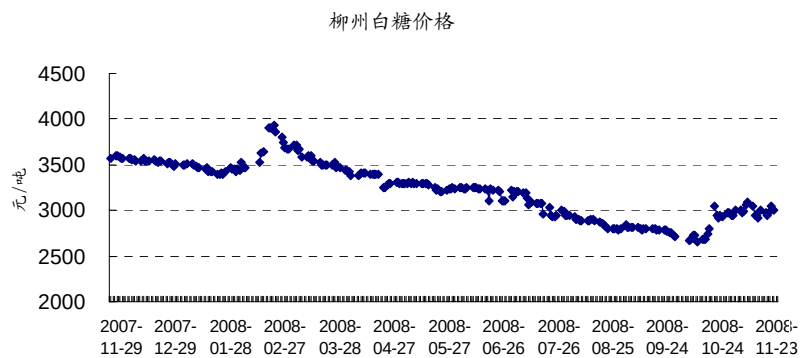
08年1-8月份制糖行业1-8 月份实现销售收入402亿元，同比增长18.8%。销售收入增长主要源于产销量的提高，1-10月份产量累计增速为24.5%。但是低迷的糖价导致制糖业的盈利能力下滑严重，利润总额同比下滑49%。

图 12: 2008年1-8月份制糖业收入和利润情况



数据来源: 国家统计局

图 13: 白糖价格持续低迷



数据来源: 广发证券发展研究中心

2. 下榨季盈利能力难有明显改善

我国食糖消费量每年稳步增长, 1991年至今消费量的年均复合增速为3.4%。受宏观经济增速下滑和食品安全事件的影响, 需求增速可能下滑, 但预计未来几年内食糖需求仍能保持增长的态势。食糖供给方面, 虽存在生产成本上涨和甘蔗收购价不变的预期, 但根据甘蔗的生长周期 08/09榨季甘蔗种植面积很可能与上榨季持平, 种植面积的明显回落要到 09/10榨季之后。综合考虑, 我们预计08/09榨季糖价将在第三季度的基础之上略微有所回升, 但要回复至05/06榨季的高糖价, 需要到09/10榨季之后。

另外, 根据11月份广西省政府公布的甘蔗收购价还保持在260元/吨, 与去年持平, 糖企的成本压力难以减轻。

近期的财政部、国家税务总局正式发文将糖料植物的初加工也列为免征所得税优惠范围之列, 该政策有望降低制糖企业总体的所得税负担, 但无法扭转制糖业明年黯淡的盈利前景。

3. 风险提示

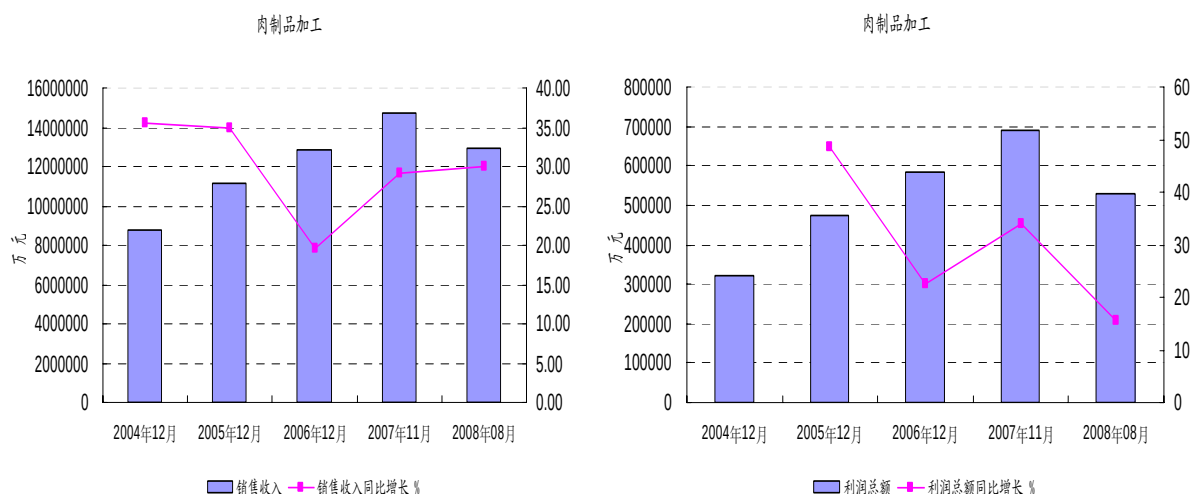
糖价持续低迷。

（六）肉制品加工

1.08年肉制品行业利润增幅低于收入增幅

08年肉制品加工业继续保持快速增长。肉制品行业1-8月份实现销售收入1295亿元，市场容量巨大，同比增长30%。由于1-8月份猪价仍位于高位，因此利润总额增幅并不明显，仅取得了15%的增长。随着猪价的持续回落，利润增速将能得到回升。

图 14：2008年1-8月份肉制品加工行业收入和利润情况



数据来源：国家统计局

2.短期内将受益于原料成本的下跌

类似于啤酒，随着人口的增加和人均收入的提高，肉制品的需求将稳步提升。肉制品市场容量巨大，但市场集中度较低，因此对于肉制品的龙头企业而言，可供拓展的市场空间大于其他行业，发展前景值得长期看好。

近期猪肉价格的持续回落，从年初至现在回落了20%左右，肉制品企业的原料成本压力大幅度减轻，预计明年肉制品行业的盈利状况将得到明显改善。

3.风险提示

易受食品安全事件的冲击。

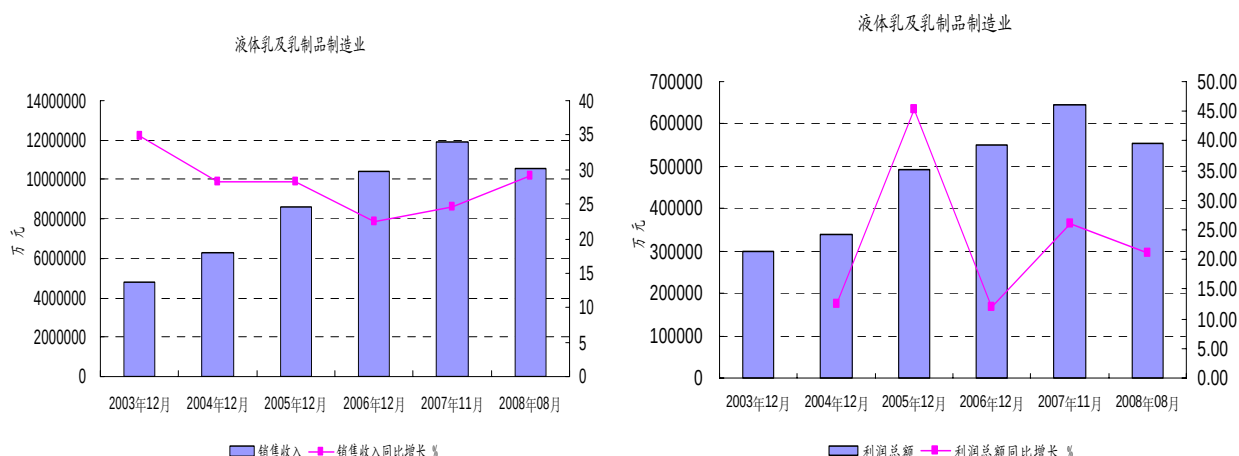
（七）乳业

1.“三聚氰胺”事件短期冲击较大

从08年1-8月份数据来看液体乳及乳制品实现销售收入1054亿元，同比增长29.2%，利润总额同比增长21.6%，增速较为平稳。

但近期“三聚氰胺”对乳业冲击较大。统计局尚未公布11月份的企业经济效益数据，但从产量数据就可以看出，10月份的乳制品和液态乳产量同比下滑了28.8%和32.5%，其中内蒙地区的当月产量下滑高达44.8%和46.6%。因此，预计中国乳业企业将出现大面积的亏损。

图 15：2008年1-8月份乳业业收入和利润情况



数据来源：国家统计局

2. 乳业还有巨大成长空间，但复苏需要时间

三聚氰胺事件发生之后，乳品的需求正处回升的状态之中。我们认为乳品的需求短期内将受到抑制，但随着国家检测力度的加强，企业宣传费用的投入，“三聚氰胺”事件将逐步淡出人们的视野。作为生活中不可替代的消费品，我们认为此次乳制品的需求很可能在一年之内回复至正常水平。

“三聚氰胺”事件对乳业企业成本费用方面造成的直接和未来潜在的影响包括：退货和存货减值；产品的检测成本上升；销售费用大大增加，用于危机处理和产品营销。

3. 风险提示

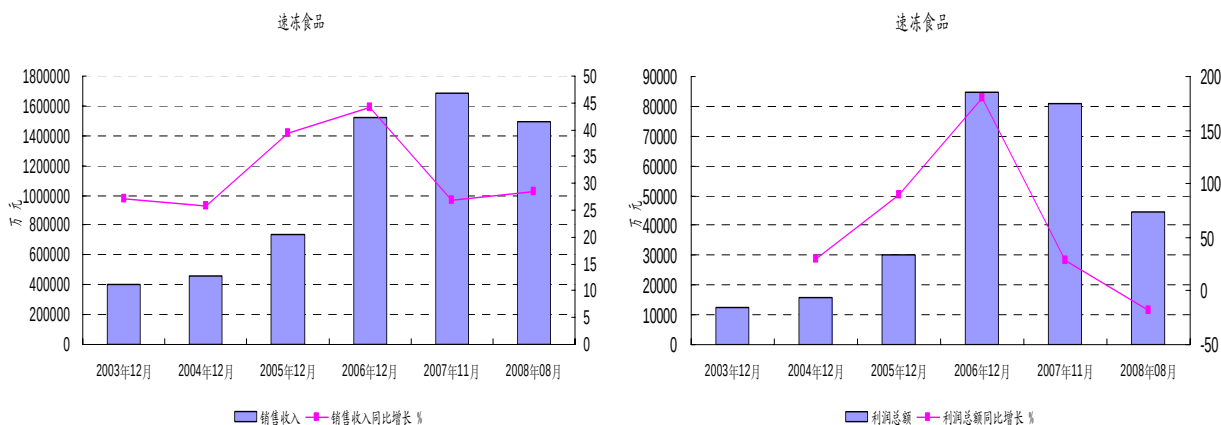
“三聚氰胺”事件的潜在损失超出预期。

(八) 速冻食品行业

1. 受成本上涨的影响较大

从08年1-8月份数据来看速冻食品行业实现销售收入149.8亿元，同比增长28.5%，增速较为平稳。但受成本上涨的影响，利润总额同比下滑17.9%。

图 16：2008年1-8月份速冻食品业收入和利润情况



数据来源：国家统计局

2.短期成本压力解除，长期多个因素利好行业发展

随着猪肉价格的回落和粮食价格的稳定，速冻食品行业明年的盈利能力将得到大幅度的回升。

我国速冻米面食品行业至今仍然还没有完全成熟，行业竞争格局也没有完全定型。虽然前四家的市场占有率已达到60%以上，但各自的品牌、品种、细分市场等都还有很大的可塑性。展望未来，我们相信国内速冻米面食品消费需求仍有巨大发展空间。

随着家乐福、沃尔玛等大卖场逐步覆盖二线城市，各类连锁超市和社区便利店取得长足发展，速冻米面食品也随着零售业的发展而走上越来越多消费者的餐桌。同时在我国，速冻食品目前大部分供应超市零售，业务市场比例尚不到5%。随着生活节奏的加快和快餐业务的发展，业务市场成长空间十分广阔。另外，食品冷藏和冷藏链的发展也为国内速冻米面食品行业的进一步发展提供了物流基础。

3.风险提示

食品安全的风险。

（九）发酵制品行业

我们这里主要对发酵制品中的最主要部分酵母行业进行分析。

1.出口萎缩，凉意阵阵

2008年下半年以来，原料、能源、交通等价格的回落，将给酵母行业的盈利能力带来一定的提升作用。然而，酵母行业目前面临的最大问题是需求的不足。国内最大的酵母企业安琪酵母原计划今年在国外实现4亿多销售收入，但从最新情况来看，预计仅能实现2亿多。另外国内需求也呈现疲软的态势，近几个月来全行业的酵母价格有回落的态势。

2.短期疲态不改长期向好

2000年以来我国酵母行业年均复合增长率保持在20%以上。而且目前国内酵母行业呈现出较高的集中度，现有18家酵母生产厂，安琪酵母、马利和乐斯福合计12家，市场份额高达80%。国际上最大的四家企业占到了接近全球70%的市场份额。而安琪酵母由于原料成本、环保成本和销售价格上的比较优势，近几年出口保持快速增长，目前产品销往100多个国家和地区，在国际寡头格局的酵母市场上已占有一席之地。

长期来看，我们认为随着食品工业中酵母用量的增大和酵母新品种的开发，未来仍可以保持持续增长的态势。

（十）番茄酱行业

1.番茄酱价格继续保持高位运行

番茄酱价格较在07年明显上涨后，08年继续大幅度上涨，目前新榨季的订单价格在1100美元/吨左右。预计08年全年大桶酱的平均价格将达到1000美元/吨以上。由于各种导致供求偏紧的因素将长期存在，所以我们预计不仅08年番茄酱价格进一步上涨，在更长的时间里番茄酱价格都将处于较高位置。

2.产业转移利好国内番茄酱产业

目前国内番茄酱产业正处于成长初期。由于全球番茄生产区域有限，而全球需求旺盛，加上欧盟农业补贴政策改革导致全球番茄酱生产基地向

中国转移，我国正成为全球番茄酱的主要生产国。我们可以从主要从两个方面来分析番茄酱产业的未来发展趋势。

一是成本差异决定了中国在全球番茄酱产业中的崛起。中国在该产业中有明显的成本优势，中国的人工成本大致为美国和欧洲的1/20，与美欧相比中国番茄酱具有明显价格成本优势。

二是欧盟农业补贴政策改革在很大程度上决定了未来几年番茄酱产业走向。2007年6月欧盟农业理事会做出决定，将在未来四年时间内完全取消番茄制品生产补贴，06年欧盟每吨番茄制品补贴额约为番茄收购价的45%。所以，欧盟农业改革为番茄种植成本最低且以出口导向为主的中国番茄酱产区带来了巨大的发展机遇。预计到2011年，中国番茄酱出口量将达到110万吨，在世界贸易中所占比重将达到40%。

四. 2009年食品饮料行业投资策略：以抗衰退为线索，关注四类投资机会

尽管2009年国内外经济形势不容乐观，但食品饮料行业在2009年又将是各种利空因素和利多因素交织作用的一年。我们预测食品饮料行业在2009年仍能保持10%以上的年增长幅度，食品饮料板块在2009年的走势仍有可能强于大盘。所以我们给予该行业“买入”的投资评级。2009年我们对食品饮料行业的投资策略是：以抗衰退为线索，关注四类投资机会。

（一）成长性投资机会：关注具有相对独立景气的成长型子行业

虽然说各个行业都不可避免地、不同程度地会受到宏观经济波动周期的影响，但每一个行业也都有自身的从产生到成长到成熟到衰退的生长周期。我们的上上策就是瞄准食品饮料行业中尚处于成长期的新兴细分子行业。一般来言，食品饮料行业属于典型的传统行业、也应是比较成熟的行业。但近些年中国经济的快速发展、消费的不断升级和消费方式的不断变化确实也为一些新兴细分子行业的快速发展创造了条件。如近几年的高端葡萄酒和高端白酒行业、速冻食品行业、番茄酱行业、特种饮料行业就是典型的例子。所以，大盘下跌正好为投资者提供了难得的逢低介入这些行业和公司的机会。

（二）防御性投资机会：关注因成本显著下降而同时需求保持相对刚性的防御型细分子行业

由于石油价格大幅下跌、宏观经济下滑、国内农产品连续5年丰收、全球范围内大幅度降息等各种因素叠加，导致原材料、交通、资金、劳动力等各种生产要素的成本显著下降，而同时有一些细分子行业的需求面并没有跟随宏观经济同比例地下降，这些行业的销售毛利率因此得以回升。肉蛋类、乳制品、食用油、啤酒、中低档白酒等大众必需消费品行业就具有这种特征，其中又以肉制品行业和啤酒行业的上市公司表现最为典型。

（三）重组性投资机会：关注逆市中实质性的行业整合

近几年宏观经济疟疾式的忽冷忽热、大起大落，弄的很多体制差、反

应慢的行业和公司难以适应，加上类似三聚氢氨这样等突发事件，所以很多行业都在动荡中整合，公司破产、合并、重组的情况比较普遍。食品饮料行业更是如此。08年上半年的通货膨胀使得很多企业意识到资源的重要性，下游企业开始向上游拓展产业链，如收购水域、海域、种植面积，食品加工企业进入养殖环节等等，很多食品加工企业因缺乏上游、竞争激烈、人民币升值等原因而苟延残喘甚至关门大吉。08年下半年开始全球经济恶化，有些行业又因为供过于求、消费下降而导致产品价格急剧下降，如油脂业、制糖业、果汁业等。三聚氢氨事件更是使得乳业进入调整和整合阶段。

我们认为2009年食品饮料行业的重组可能越来越普遍，由于全球宏观经济走势还不明朗，所以混乱中不一定每一次重组都是投资机会，我们建议投资者重点关注两类重组机会，一类是品牌企业与上游资源类企业之间的整合，如双汇、雨润等肉制品企业进军养殖环节；一类是行业内的主导企业在品牌和渠道上的整合，如近年来，黄酒龙头企业兼并收购频现，如金枫酒业收购“和”酒，会稽山收购嘉善酒业等。目前，黄酒行业的集中度较低，低价同质化竞争明显，行业整合是未来发展的主要趋势。

总之，对食品饮料行业来说，品牌、渠道、资源是三大关键要素，无论在通货膨胀时期和经济衰退时期，只有围绕这三个要素的行业重组才是真正的重组性投资机会。

至于其他如三聚氰氨、可口可乐收购汇源果汁等个别事件、突发事件、政治事件带来的偶然性行业重组机会，我们认为应谨慎对待。

（四）主题性投资机会：关注因产业政策变化和政府因素推动而带来的阶段性投资机会

由于宏观形势变化、行业发展需要和各种突发事件，近几年政策变化非常之快，如08年初的食品价格管制就显著影响了相关上市公司的经营业绩。又如国家不断加大对三农的扶持力度，为启动农村消费市场提供广阔发展空间，农村人均纯收入低，恩格尔系数高，所以三农政策将直接刺激农村的消费尤其是以肉制品、乳制品、啤酒、中低档白酒等大众食品为代表的升级产品的消费，同时对粮食初加工领域也有很大的推动作用。此外，国家4万亿投资计划，也将将对政务商务用酒市场带来一定商机。虽然4万亿投资计划主要用于固定资产投资方面，但对三农的投入也不少，这也有助于启动农村的食品消费。

表 8：各类投资机会对应的行业

成长性投资机会	高端葡萄酒和高端白酒行业、速冻食品行业、番茄酱行业、特种饮料行业
防御性投资机会	肉蛋类、乳制品、食用油、啤酒、中低档白酒等行业
重组性投资机会	肉制品、啤酒、黄酒、番茄酱等行业
主题性投资机会	粮食初加工、肉制品、乳制品、啤酒、中低档白酒、政务商务用酒等行业

数据来源：广发证券发展研究中心

五. 重点公司推荐

(一) 泸州老窖

- 前三季度公司经营业绩继续快速增长，销售收入增长54%，实现净利润同比增长165%。
- 公司对不同品种的发展思路较为明确，着力形成高端产品、中档产品和大众消费品三个档次的产品协调发展的局面。
- 国窖1573已成为稳定的现金牛，老窖特曲将是公司未来发展的重点。
- 泸州老窖管理层和销售团队十分优秀，国窖1573能从无到有横空出世与公司优秀的团队关系密切。我们也有理由相信，公司在未来的发展中仍然能够继续保持攻城拔寨的能力。
- 我们看好公司的经营团队和发展思路，给予“买入”的投资评级。

表 9：泸州老窖盈利预测 单位：百万元

	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	2927	4173	5095	6575
净利润	773	1432	1747	2267
EPS (元)	0.89	1.03	1.25	1.63

数据来源：广发证券发展研究中心

(二) 贵州茅台

- 品牌优势突出，需求旺盛。市面上假酒的泛滥可以反应出其巨大的市场需求。
- 公司的出厂价和终端价格之间还有巨大价差，高于其他名白酒企业，明年还有提价的能力
- 我们看好公司的品牌影响力和提价能力，给予“买入”的投资评级。

表 10：贵州茅台盈利预测 单位：百万元

	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	7237	9263	11579	14242
净利润	2831	4603	5837	7252
EPS (元)	3.00	4.88	6.18	7.68

数据来源：广发证券发展研究中心

(三) 青岛啤酒

- 公司前三季度销售收入同比增加17.5%，净利润同比增长24.3%。
- 与燕京啤酒不同的是，公司直接提价的品种不多，上半年在青岛地区提价5%。吨酒价格的提升主要得益于产品结构的调整和销量的增加。
- 从我们与公司沟通的情况来看，根据订货周期和库存情况，公司

将于09年二季度享受到低价大麦。

- 公司品牌价值突出，明年原料成本将大幅度降低，08-10年EPS的复合增长率超过30%，给予“买入”的投资评级。

表 11：青岛啤酒盈利预测 单位：百万元

	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	13709	15546	18297	21536
净利润	558	726	1070	1268
EPS（元）	0.43	0.56	0.82	0.97

数据来源：广发证券发展研究中心

（四）三全食品

- 成长性行业中的领先企业，市场占有率连续多年雄踞行业首位，而且公司是中国速冻米面食品行业标准的主要起草者。
- 未来两年内产能瓶颈将消失，IPO新增产能18.76 万吨/年，到2010年底以前公司总的生产能力将达到28.66万吨/年，新增产能是目前产能的1.89 倍。
- 与业内其他公司相比，公司的高端产品比例偏低。目前公司正努力改变这种状况。
- 随着未来大量新产品投放市场，我们预计公司的销售费用率仍将保持高位运行。
- 明年原料成本将大幅度降低，未来两年EPS的复合增长率超过35%，给予“买入”的投资评级。

表 12：三全食品盈利预测 单位：百万元

	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	1249	1514	1727	2112
净利润	72	79	116	143
EPS（元）	1.02	0.84	1.25	1.53

数据来源：广发证券发展研究中心

（五）新中基

- 在国内目前番茄酱产业基本上是双寡头垄断的格局，新中基和中粮屯河加起来占有了90%以上的市场份额。
- 与中粮屯河比较，公司在专业化、对原料的控制能力、在终端产品的开发等方面已远远走在了屯河的前面，但在资金、公司治理和管理模式上存在一定的劣势。
- 新榨季的番茄酱价格预计仍能保持在1000美元/吨的价位，未来仍将保持高位运行。
- 目前估值水平已经处于低位，给予“买入”的投资评级。

表 13：新中基盈利预测 单位：百万元

	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	2411	3401	3750	3880
净利润	55	180	189	196

EPS (元)	0.23	0.43	0.45	0.47
---------	------	------	------	------

数据来源：广发证券发展研究中心

表 14：重点公司盈利估值一览表 单位：元

	Price	07EPS	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	10PE	PB	评级
泸州老窖	21.58	0.89	1.03	1.25	1.63	21.01	17.22	13.27	9.11	买入
贵州茅台	115.61	3.00	4.88	6.18	7.68	23.70	18.69	15.05	10.30	买入
青岛啤酒	19.88	0.43	0.56	0.82	0.97	35.81	24.30	20.51	4.28	买入
三全食品	29.40	1.02	0.84	1.25	1.53	34.96	23.61	19.20	3.27	买入
新中基	6.60	0.23	0.43	0.45	0.47	15.42	14.73	14.11	2.34	买入
张裕 A	46.18	1.21	1.59	1.88	2.22	29.01	24.62	20.83	10.88	持有
金枫酒业	11.59	0.45	0.57	0.86	0.80	20.40	13.47	14.54	5.03	持有
南宁糖业	8.49	0.45	0.28	0.21	0.72	29.95	40.93	11.76	1.89	持有
安琪酵母	9.80	0.33	0.37	0.59	0.68	26.89	16.86	14.63	3.17	持有

数据来源：广发证券发展研究中心

注：取08.12.18的收盘价

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。