

食品饮料

2008 年 12 月 29 日



行业研究

行业专题报告

投资评级：短期—推荐，长期—A

两条阵线构建战术防御纵深

—2009 年食品饮料行业专题报告

核心观点

1、城镇居民收入信心指数和消费信心指数下降反映出消费增长的驱动力有所下降，但我们认为经济危机对国内消费升级的影响是短期的，并没有改变消费升级的长期趋势。2009 年城镇居民收入增长压力较大，但中央积极扩大内需的政策正在逐步发挥作用，增量需求启动可以部分抵消 2009 年收入下滑的预期，行业出现负增长可能性较小。未来几年农村将受益粮食价格提高和提高农民收入惠农政策实施，2009 年农村居民人均收入增长情况可能要好于城镇居民。2009 年下半年经济环境一旦出现好转迹象，国内消费将重回上升轨道。

2、大众消费品在 09 年防御特征突出。

肉制品加工业：上半年生猪价格上涨导致肉制品加工业成本大幅上升，行业平均毛利下滑。随着生猪价格回落，预计行业毛利率将逐步回升，龙头企业盈利水平有望实现平稳增长。

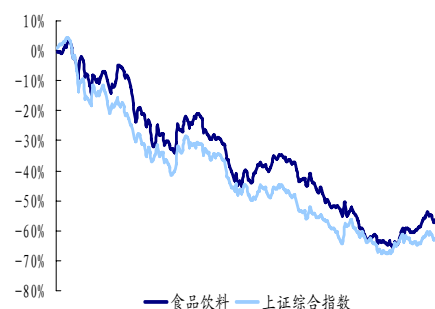
乳制品行业：2009 年将是乳制品消费的信心恢复元年，随着三聚氰胺阴云的消散，主导品牌市场份额将逐步恢复，乳品销售的恢复性增长将带来一定的投资机会。

啤酒行业：国内啤酒行业已由需求拉动增长阶段转向品牌驱动增长阶段，这一阶段寡头企业市场占有率将稳步提高。09 年啤酒行业预计仍可实现平稳增长，投资者可更多关注龙头企业的份额提升。

3、我们认为有历史、文化、品质、品牌保障的高端消费品下滑程度可能会好于预期。我们关注高端产品 2009 年的定价策略，如果在保持高价位的同时销量影响较小，则经济转好后，此类公司业绩将有较大的回升空间。高端消费品未来业绩仍有保证，09 年仍具一定防御价值。

4、2009 年投资策略我们以“防御为主要目标，反击为次要目标”为原则，构建了食品饮料行业投资的两条阵线：第一道阵线：大众消费品—防御为主；第二道阵线：高端消费品—适时反击。我们认为 09 年内肉制品加工、乳品、啤酒、高端白酒、葡萄酒均存在防御性投资机会。我们分别看好大众消费品公司：伊利股份（600887）；高端消费品公司：水井坊（600779）。

近一年指数走势



研究员：王明德 徐昊

电话：010—84183372

010—84183293

E-mail: wangmingde@guodu.com

xuhao@guodu.com

联系人：周红军

电话：010—84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

目 录

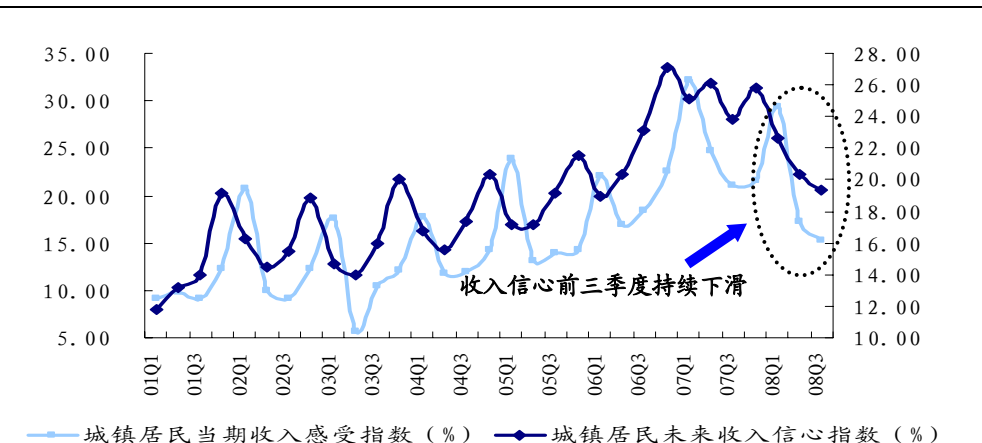
1	消费增长的驱动力有所下降.....	3
1.1	居民收入和消费信心目前略显疲弱.....	3
1.2	政策因素对缓解悲观预期作用明显.....	4
1.3	一旦经济转好消费需求将强力反弹.....	5
2	衰退背景下食品饮料各子行业分析.....	6
2.1	大众消费品—受经济下滑影响较弱.....	7
2.1.1	肉制品加工业—猪价下跌行业毛利率回升.....	7
2.1.2	乳制品行业—最坏的时刻已经过去.....	9
2.1.3	啤酒—成本压力减轻，增长驱动因素转变，.....	10
2.1.4	白酒—中低档产品将受益农村消费.....	13
2.2	高端消费品—现实可能会好于预期.....	14
2.2.1	高端白酒—短期调整有利行业健康发展.....	15
2.2.2	葡萄酒—仍处在高速增长阶段.....	16
2.2.3	高端黄酒—全国市场空间有待打开.....	17
3	09 年食品饮料行业投资策略.....	19
3.1	食品饮料行业估值水平.....	19
3.2	两条路线构建纵深防御体系.....	20
3.2.1	大众消费品：可能出现超预期增长.....	20
3.2.2	高端消费品：业绩增长仍有保证.....	21
3.2	重点关注公司.....	21
	伊利股份（600887）：静待年报利空因素散净时.....	21
	水井坊（600779）：市值仍具扩张潜力.....	22

1 消费增长的驱动力有所下降

1.1 居民收入和消费信心目前略显疲弱

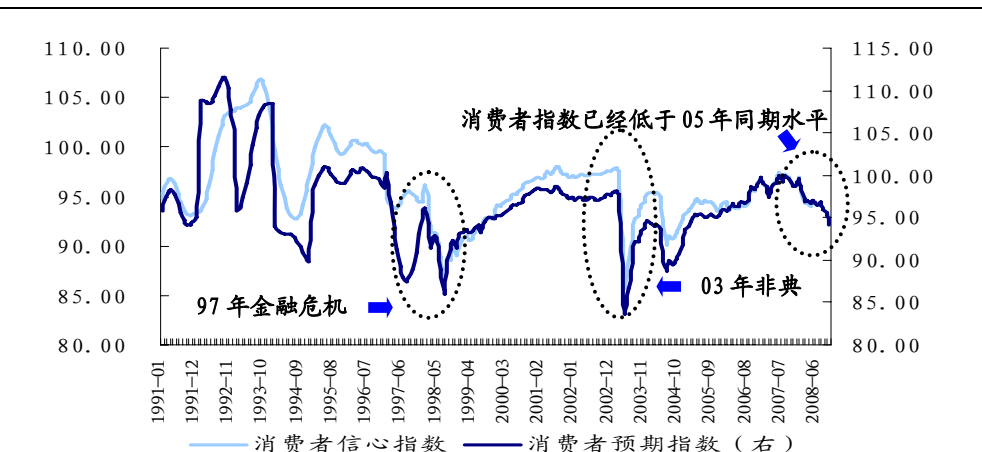
在次贷危机引发的全球经济危机阴云笼罩下，08年城镇居民收入信心指数在二季度开始出现下滑，城镇居民当期收入感受指数和未来收入信心指数创出近三年的最低水平。我们预计08年四季度和09年一季度收入信心指数仍将低位徘徊，从目前形势判断，居民消费信心复苏至少要等到09年二季度以后。

图1 城镇居民收入信心指数



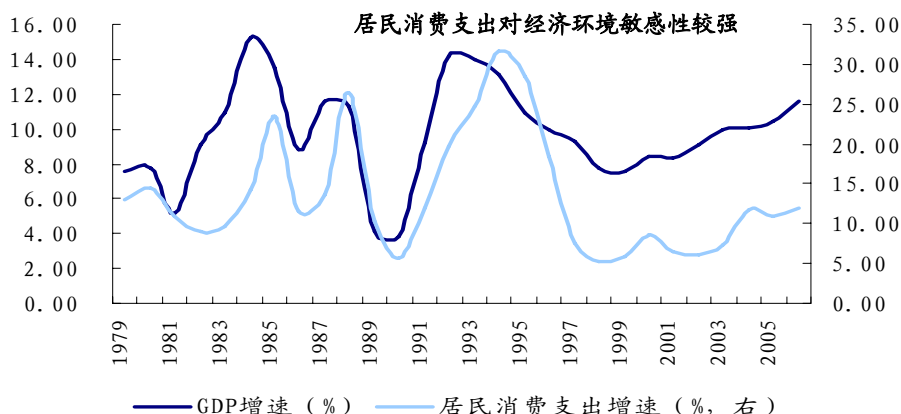
资料来源：国家统计局、国都证券研究所

图2 消费者信心指数、消费者预期指数



资料来源：国家统计局、国都证券研究所

图 3 居民消费支出环比增速与 GDP 增速趋势

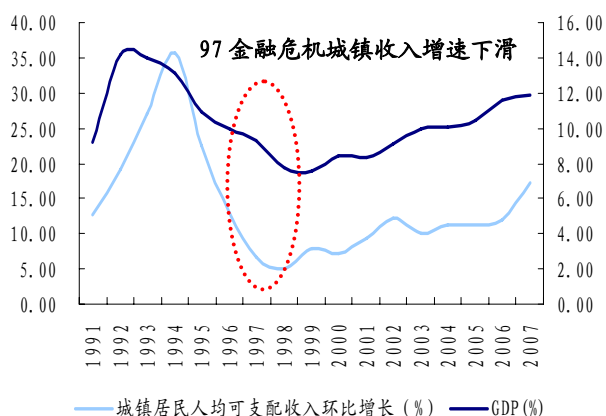


资料来源：国家统计局、国都证券研究所

1.2 政策因素对缓解悲观预期作用明显

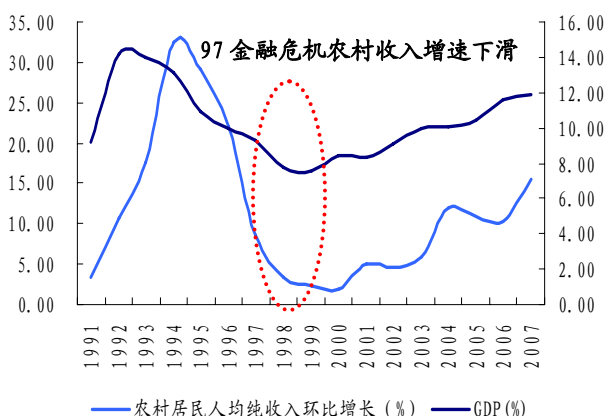
悲观预期对消费的影响原理可以表述为：出于对未来收入预期不确定性的担心，人们被迫通过控制当前消费支出以保证未来消费，悲观预期从消费领域向上传导至生产领域，最终形成一轮经济紧缩。缩水后的收入再对消费形成新的制约，直至在更低水平上形成新的平衡。

图 4 城镇居民人均可支配收入环比增速与 GDP 增速趋势



资料来源：国都证券研究所，注：收入未考虑物价变动因素

图 5 农村居民人均纯收入环比增速与 GDP 增速趋势



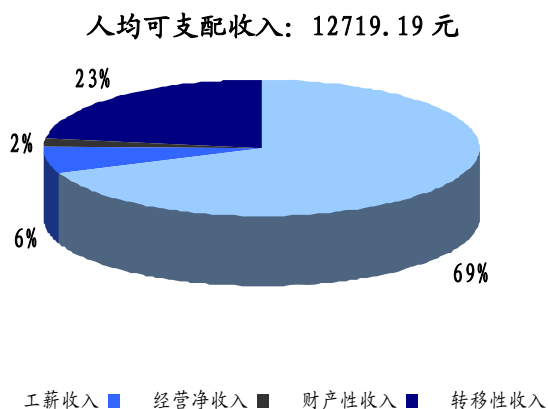
资料来源：国都证券研究所，注：收入未考虑物价变动因素

从收入结构看，城镇居民的主要收入来源是工资收入，农业收入仍是农村居民的主要收入来源。2007 年中国城镇居民人均可支配收入已经达到 13786 万元，比 2000 年水平增长 120%，农村人均纯收入达到 4140 元，比 2000 年水平增长 83.7%。

在经济危机恶化后，为扭转颓势，政府已出台了一系列强有力的扩大内需政策，以缓解目前消费力不足的现状。特别是未来农村居民将受益于粮食收购价格

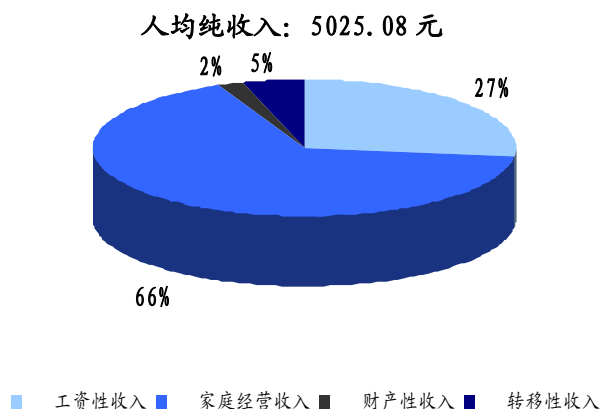
提高等惠农政策，2009年农村居民收入增长情况可能要好于城镇居民，这对肉制品、乳制品等大众消费品的平稳增长意义重大。

图 6 2006 年城镇居民人均可支配收入结构



资料来源：国家统计局、国都证券研究所

图 7 2006 年农村居民人均纯收入结构



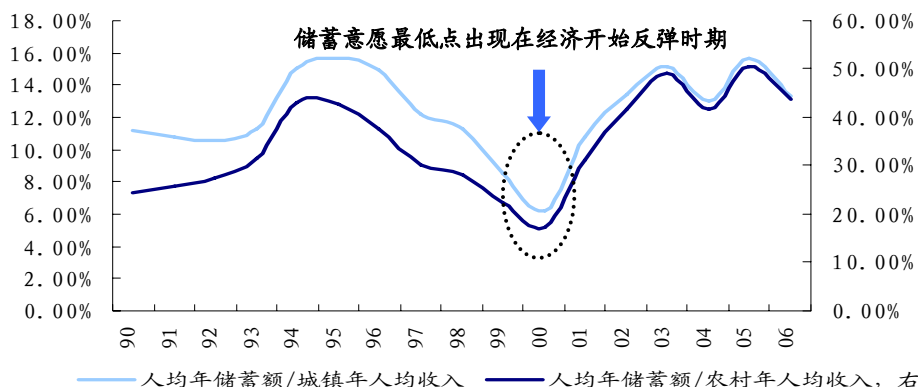
资料来源：国家统计局、国都证券研究所

1.3 一旦经济转好消费需求将强力反弹

我国居民一直以来都有非常强的储蓄意愿，在1997年亚洲金融危机时期，居民消费意愿也曾出现过下降。在2000年中国经济重新开始高速增长时，居民的储蓄意愿很快下降，积压了3年的消费需求在2000年前后出现强力反弹，直接导致了一轮波澜壮阔的消费升级浪潮。2000年消费支出环比增长8.55%，明显高于1997-1999年三年平均6.26%的增速，也高于当年GDP 8.4%的增速。这说明经济下滑时期暂时“消失”的消费潜力，将会随着经济复苏的到来在未来的某个阶段集中爆发，因此长期来看目前的消费下滑也不应被过分夸大。

一直以来消费对于中国GDP贡献程度都较低，次贷危机后随着国家经济增长模式的转变，未来消费在国民经济中的地位将日益重要。我们曾在2007年策略报告中指出，目前中国已进入消费升级的黄金时期（可参考：《消费升级：一个仍可讲述30年的投资故事》），经济危机对消费升级的影响是暂时性的，并没有改变消费升级的长期趋势。初步判断，2009年第三季度或者第四季度随着经济环境的好转，消费市场整体状况将有比较明显的好转。

图 8 居民储蓄年增加额与城镇、农村居民年人均收入比例

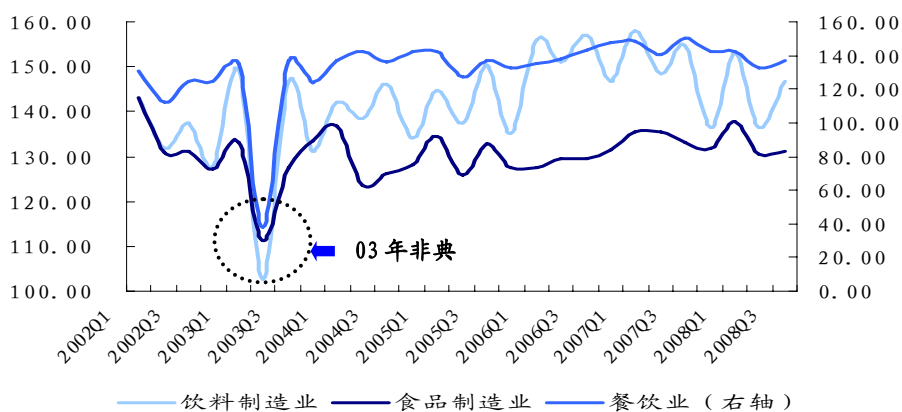


资料来源：国家统计局、国都证券研究所

2 衰退背景下食品饮料各子行业分析

食品饮料和下游餐饮业2008年前三季度仍然保持了较高的行业景气度，第三季度三个行业景气度均比第二季度有所提升，我们预计四季度行业景气度受消费周期和经济环境影响将会出现下滑。但下滑程度还不至于达到2003年“非典”时期的幅度，在启动内需政策拉动下，较乐观的估计是09年下半年食品饮料各子行业会逐步复苏。

图 9 食品饮料及相关行业景气度指数



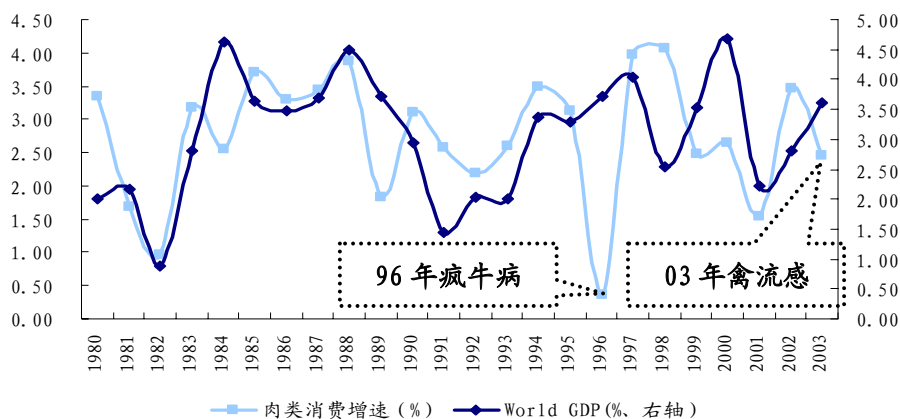
资料来源：国都证券研究所

2.1 大众消费品—受经济下滑影响较弱

2.1.1 肉制品加工业—猪价下跌行业毛利率回升

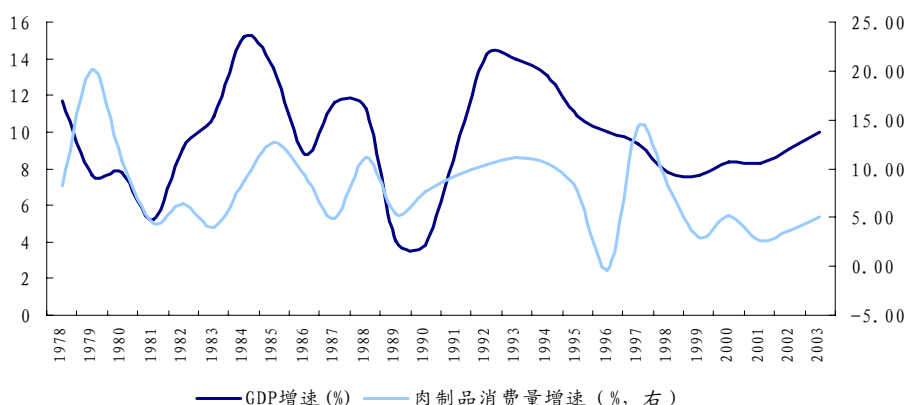
肉制品消费总体上与全球GDP增长表现出较强的相关性。肉制品的价格相比谷物偏高，经济下滑时期肉制品消费需求会被抑制，但总体需求的波动幅度要小于经济波动幅度。另一方面，食品安全事件对食品消费的影响程度要远强于经济周期的影响，1996年的英国疯牛病导致需求严重下滑，但是在食品安全事件后的第二年肉制品的消费增速有明显回升。

图10 全球肉制品消费量增速与世界GDP增速趋势



资料来源：FAO、国都证券研究所

图 11 中国肉制品消费量环比增速与 GDP 增速趋势

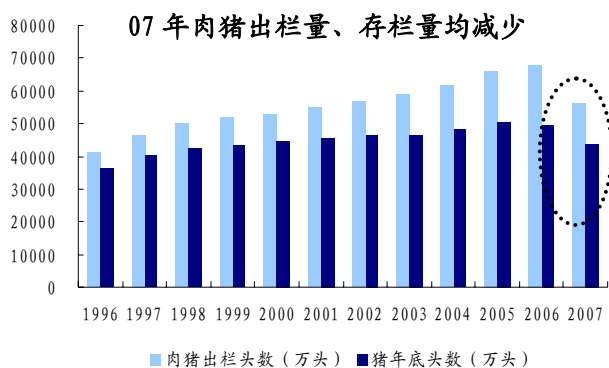


资料来源：FAO、国都证券研究所

国内肉制品消费与GDP表现出的关联性较弱，主要是因为国内人均肉制品食

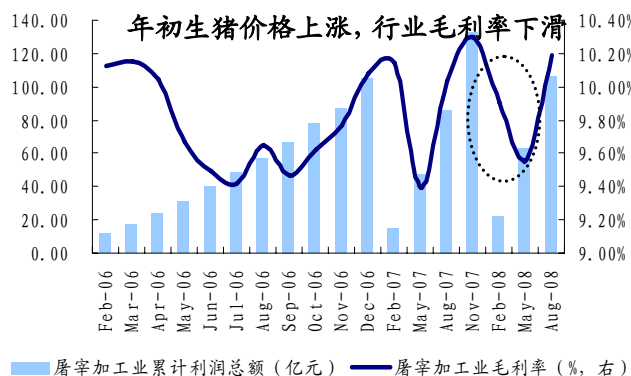
用量仍然较低，国内膳食结构正在转变，肉制品消费总量增长迅速。2009 年肉制品消费需求仍然会较为稳定，不会出现需求大幅下滑的情况，我们的判断基于以下两点：1) 人均肉制品消费量仍然偏低，需求旺盛；2) 国内肉制品价格相对便宜，消费需求受抑制程度较小。

图 12 各年生猪出栏、存栏量情况



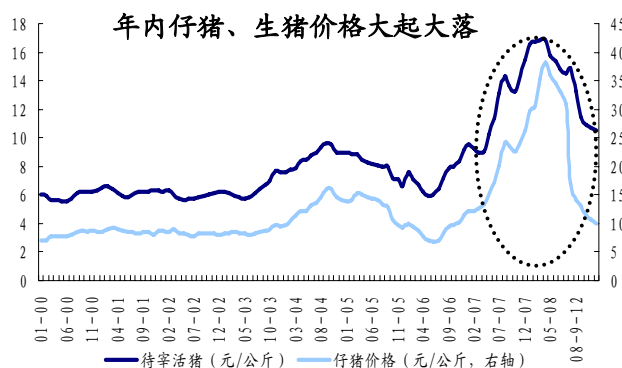
资料来源：畜牧兽医信息网、国都证券研究所

图 14 屠宰加工业累计利润总额、毛利率情况



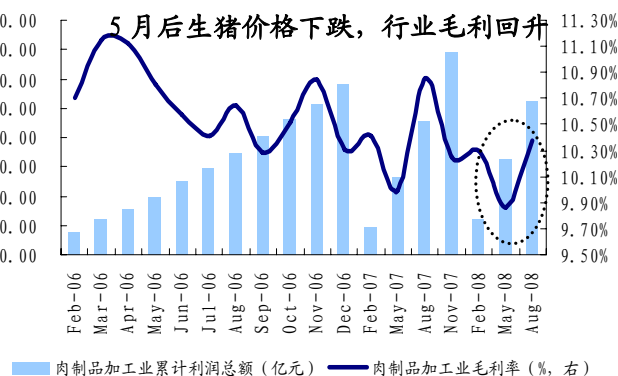
资料来源：国都证券研究所

图 13 仔猪、生猪价格走势



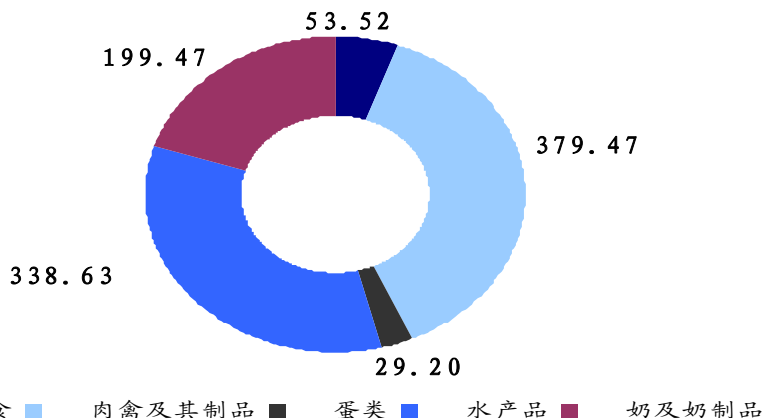
资料来源：畜牧兽医信息网、国都证券研究所

图 15 肉制品加工业累计利润总额、毛利率情况



资料来源：国都证券研究所

图 16 06 年城镇居民中不同收入层次居民食品消费差异情况 (单项支出最高-最低) 单位: 元



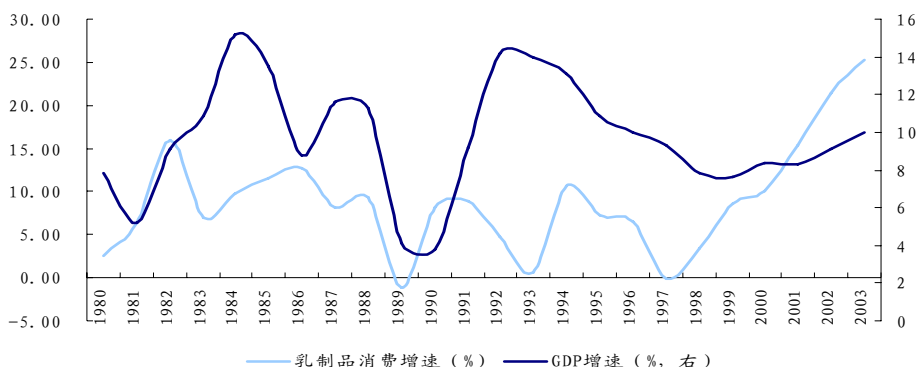
资料来源：国家统计局、国都证券研究所

2007年下半年开始的猪肉涨价刺激了生猪存栏量的快速回升。供给增加后，生猪价格、猪肉价格从08年5月开始回落，目前价格回落幅度较大，价格水平已经低于2007年同期，由于供给充足，我们判断2009年猪肉市场价格可能仍处于较低水平。生猪价格上涨导致肉制品加工业行业成本上升，平均毛利明显下滑，随着5月后生猪价格的回落行业毛利率也开始回升。2009年肉制品加工业将主要呈现需求稳定和成本下降特征。

2.1.2 乳制品行业—最坏的时刻已经过去

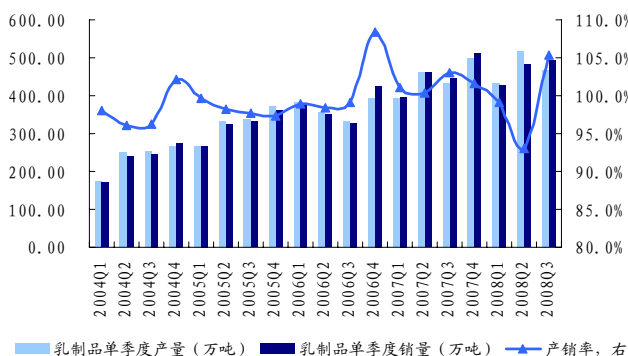
三聚氰胺事件的根源是乳品行业在高速发展过程中恶性竞争严重，同时产品差异化较小，只有靠价格战取得市场，产品价格长期在低位运行，为了降低成本，乳制品企业压低原奶收购价，损害了奶农的利益，使原奶收购陷入恶性循环。2008年原材料及运输成本不断上升、产品价格战此起彼伏，乳制品行业上半年已经出现产量增速放缓、行业毛利率下降的情况，三聚氰胺事件则是行业在近10年的高速增长期内积累的问题的一次集中爆发。

图 17 乳制品消费量环比增速与 GDP 增速趋势



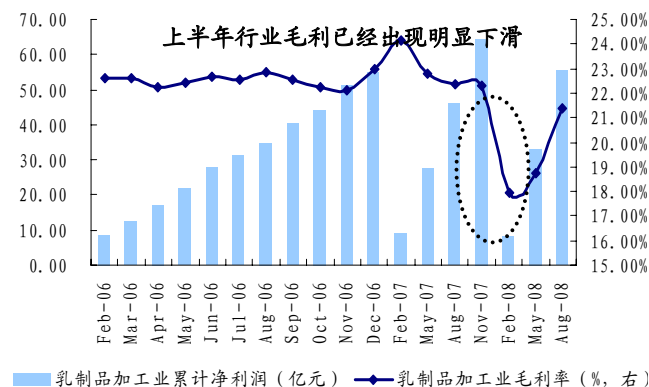
资料来源：FAO、国都证券研究所

图 18 乳制品单季度产销量情况



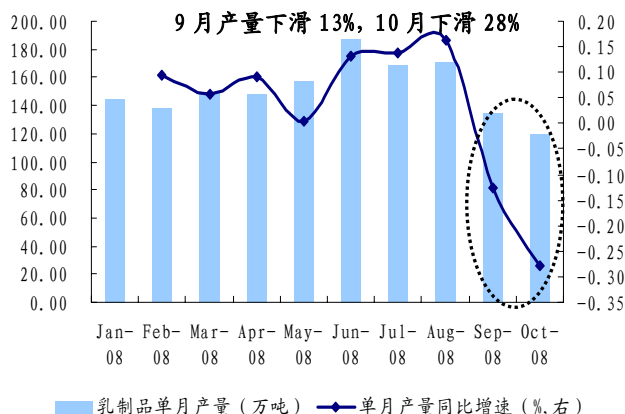
资料来源：国都证券研究所

图 19 乳制品行业累计净利润和行业平均毛利情况



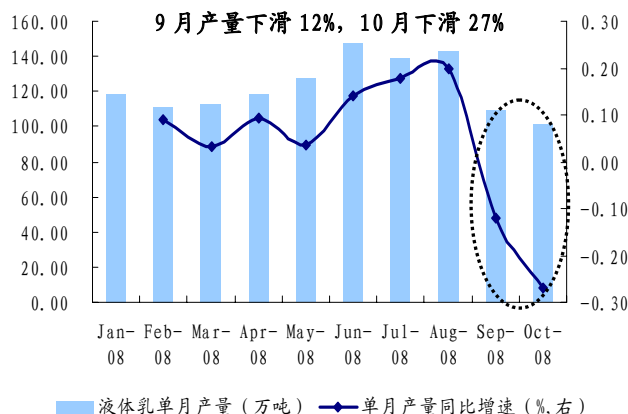
资料来源：国都证券研究所

图 20 乳制品单月产量走势



资料来源：国都证券研究所

图 21 液体乳单月产量走势



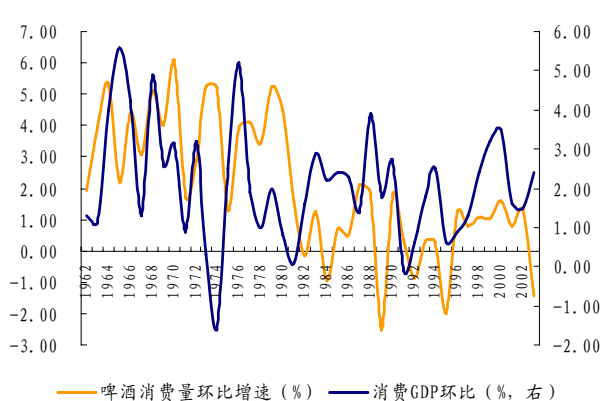
资料来源：国都证券研究所

事件对乳制品行业影响非常明显，9月份乳制品产量下滑13%，10月份产量下滑28%，乳制品行业目前面临的是需求下滑和产量下滑的双重压力。行业危机也会蕴涵机会，未来乳制品行业的小产能将被淘汰，市场集中度会有提高。2009年将是消费者对乳制品消费的信心恢复元年，危机阴霾散去后，行业领先品牌的市场占有率预计将逐步提升。“病来如山倒，病去如抽丝”，消费信心的恢复需要较长时间，我们判断销量整体回升最快也要在2009年第三季度。

2.1.3 啤酒—成本压力减轻，增长驱动因素转变，

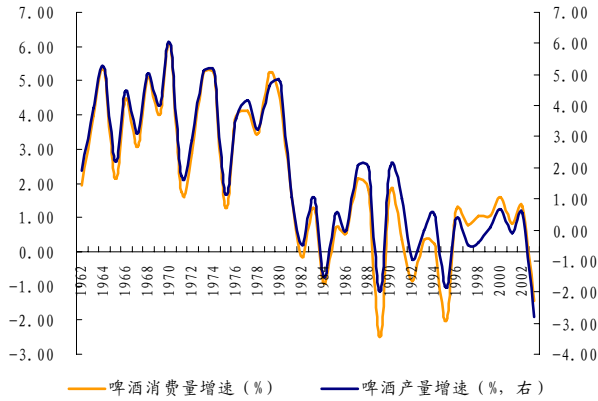
面对经济下滑的趋势，我们首先想观察在成熟市场中经济环境对啤酒消费的影响程度。我们发现，美国啤酒消费增速与GDP增速没有表现出较强的一致性，说明美国啤酒市场受经济环境影响程度较小，我们分析主要原因一方面是啤酒是美国“牛仔文化”的重要组成部分，刚性需求成分占比较大；另一方面美国酒精饮料市场中啤酒市场份额占53%-55%，占有绝对优势，而欧洲、中国则有葡萄酒、白酒与啤酒形成较强的替代关系。

图 22 美国啤酒消费量增速与 GDP 中消费增速趋势



资料来源：FAO、国都证券研究所

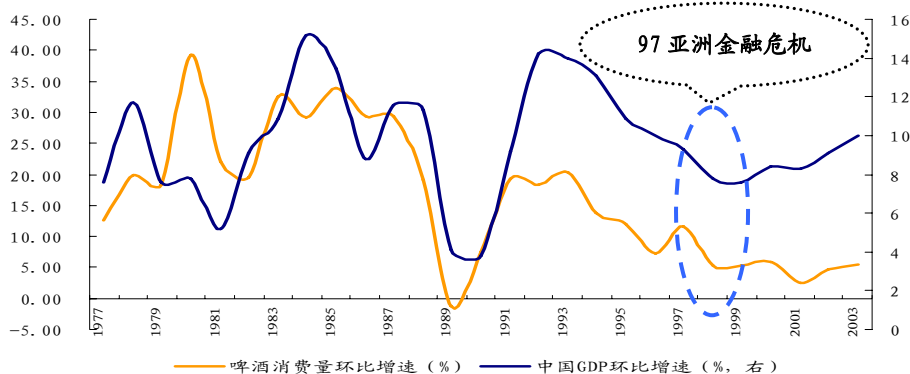
图 23 美国啤酒消费与啤酒生产量增速趋势



资料来源：FAO、国都证券研究所

美国市场上A-B集团等少数寡头垄断企业拥有相当份额的市场占有率，对整个市场走势的判断和把握能力非常强，市场自我调节能力也较好，寡头厂商盈利能力较强。

图 24 中国啤酒消费量环比增速与 GDP 增速趋势（1977-2003）

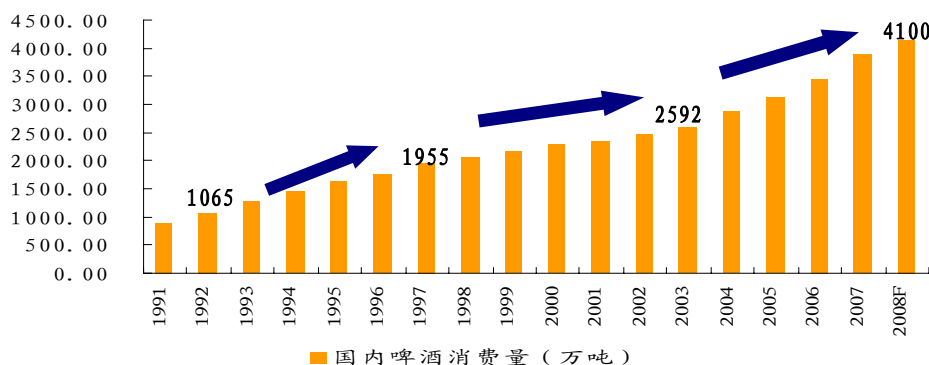


资料来源：FAO、国都证券研究所

中国现在已经是世界第一啤酒消费大国，国内啤酒消费量的环比增速与GDP变动趋势表现出较强的一致性，这说明啤酒在中国市场刚性需求比例弱于美国，同时中国市场啤酒消费的收入敏感性高于美国。1997年-1998年亚洲金融危机时期，中国GDP增速下降到7.8%，啤酒消费量增速也出现明显下降，消费增速由1997年的11.69%放缓到1998年的5.32%。

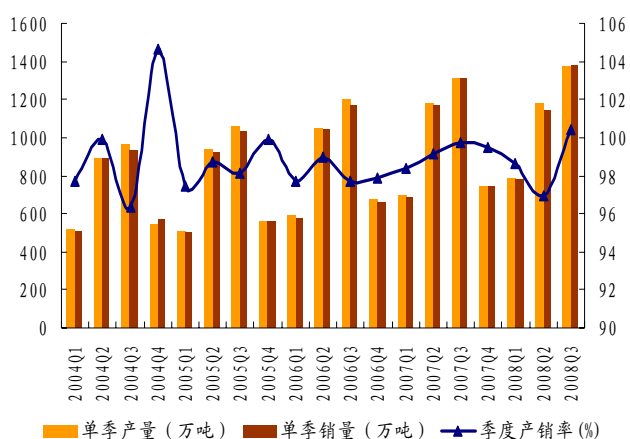
我们早在去年中期的策略报告中就曾提出：国内啤酒行业驱动因素已经转变，啤酒行业已由需求拉动的总量增长转向品牌驱动的结构性增长阶段，这一阶段的突出特征是寡头垄断和寡头扩张，这一阶段在竞争加剧的同时市场集中度也将逐步提高（可参考：《啤酒行业：底部初步探明，进入寡头扩张阶段》）。总体来看，中国啤酒消费量预计2008年可能超过4000万吨，我们预计啤酒行业增速09年起将逐步放缓，但三大龙头企业的市场份额将稳步提高。

图 25 中国啤酒消费量估算（1991-2003，2004-2008 为估计值）



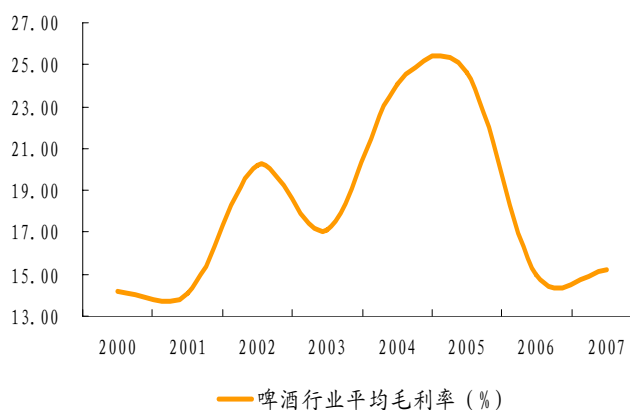
资料来源：FAO、国都证券研究所

图 26 啤酒分季度产销量情况 (2004 年-2008 年第三季度)



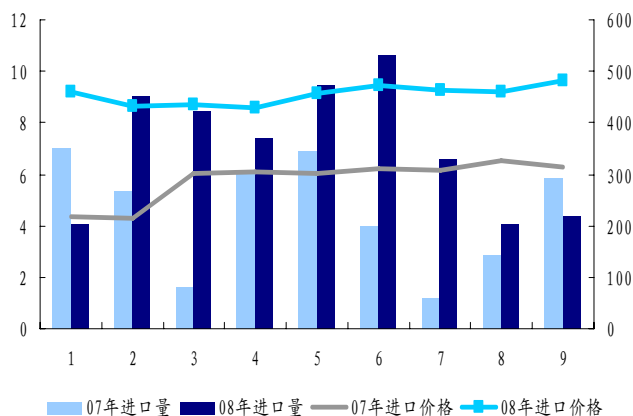
资料来源：国都证券研究所

图 27 啤酒行业平均毛利



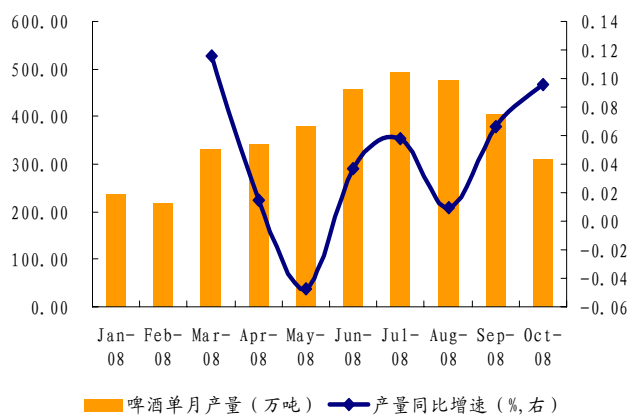
资料来源：国都证券研究所

图 28 08 年前三季度进口大麦情况 单位：万吨、美元/吨



资料来源：国都证券研究所

图 29 啤酒 08 年逐月产量情况 (1 月-10 月)



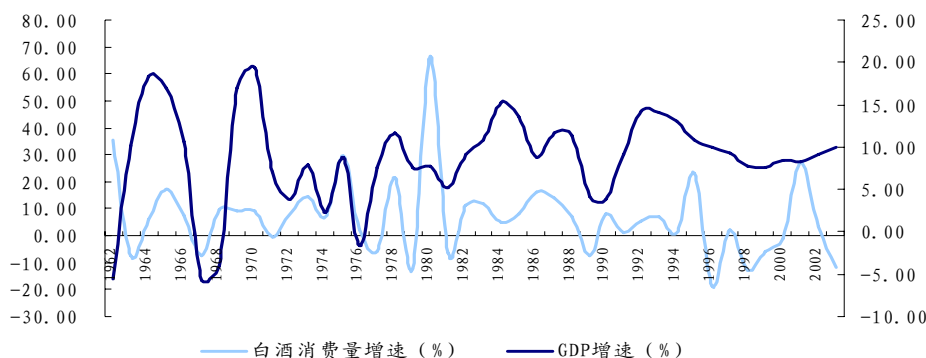
资料来源：国都证券研究所

影响 2008 年啤酒行业盈利能力的另一个原因是大麦价格上涨过快带来的成本压力。2008 年前三季度进口均价 452 美元/吨，同比增幅 63.87%，进口麦芽均价 526 美元/吨。前三季度进口大麦仍是上一季的旧麦，价格仍然偏高。10 月后澳大利亚新麦开始收获，澳洲农业局预计 08/09 年澳洲大麦产量同比增长 32.4%，澳麦出口量预计增长 18%，产量回升导致新麦价格回落。同时，近期国际大宗商品价格的快速回落也加速了大麦价格下跌。11 月初，澳洲四地区啤麦 FOB 均价 325 澳元/吨，约合 210 美元/吨，比去年同期价格回落 18.55%，比上半年价格回落 26.14%。预计在 09 年初厂商的库存原料才能消化完毕，新麦使用后成本压力得到明显缓解，行业毛利率也有可能回升。国产大麦在 9 月份收获后价格也是持续下跌。甘肃等主要国内啤酒大麦产区今年新麦价格已经由年初高点 2800-3000 元/吨回落到目前 1800-2000 元/吨。

2.1.4 白酒—中低档产品将受益农村消费

白酒的历史消费趋势并未与经济增速趋势表现出强相关性，我国白酒市场产销情况独立性较强，主要受行业内部市场供求关系影响。经济环境对白酒市场影响较弱并不表示没有影响，我们认为经济如果大幅下滑仍然会抑制白酒消费，可能对高端白酒影响较大，但对中、低端市场影响相对较弱。白酒市场现状是：市场利润主要集中在高端白酒领域，低端白酒毛利率较低且区域性品牌竞争非常激烈，而中档价位市场目前缺乏强势产品。

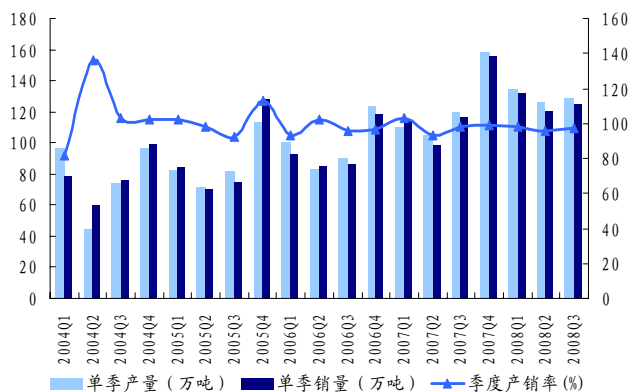
图 30 白酒消费量环比增速与 GDP 增速趋势（1962-2003）



资料来源：FAO、国都证券研究所

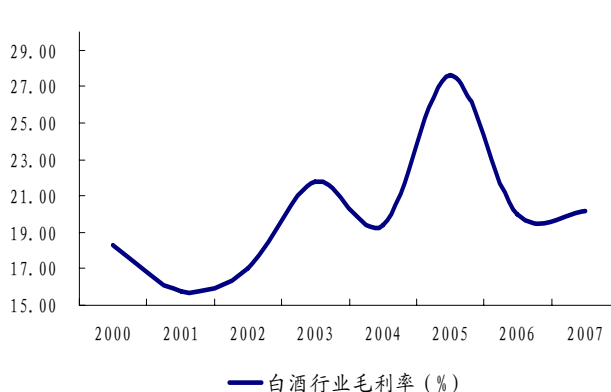
低端市场始终是薄利多销的状态，但低端市场容量最大。低端白酒产品销售对象主要是城镇中低收入阶层和农村居民，低端白酒市场区域优势品牌较多，整体竞争较为激烈。2008年是农业政策年，农业政策的基本目标之一是通过提高农民收入来农村消费市场。随着“家电下乡”等惠农政策的实施，农村消费市场正在缓慢启动，农村日常消费品市场仍有较大潜力可以挖掘。如果农村消费品市场在2009年逐渐启动的话，对区域优势中低端白酒销量有提升作用。

图 31 白酒分季度产销量情况（2004 年-2008 年第三季度）



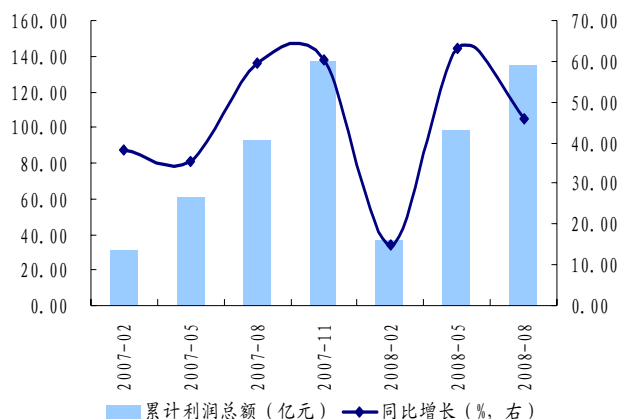
资料来源：国都证券研究所

图 32 白酒行业平均毛利



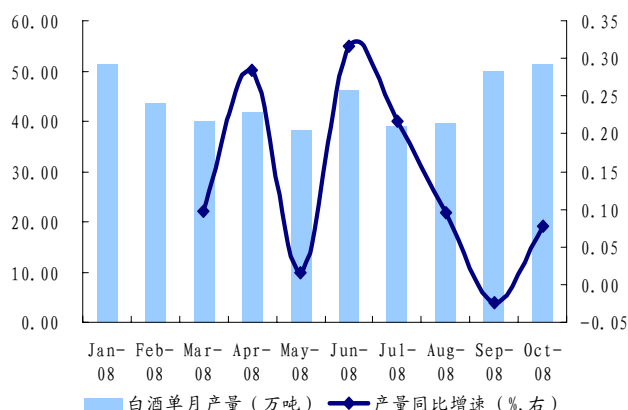
资料来源：国都证券研究所

图 33 白酒行业累计净利润情况



资料来源：国都证券研究所

图 34 08 年逐月白酒产量情况 (1 月-10 月)



资料来源：国都证券研究所

2.2 高端消费品—现实可能会好于预期

我们对于高端消费品的看法可能与业内的普遍看法不同，我们认为在经济下滑的背景下，只有真正有历史、文化、品质、品牌的高端产品才能仍然保持良好的销售。相反，一些采用跟随战略、单纯提价、缺乏品牌和文化支持的“伪”高端消费品将被市场淘汰。

业内通常认为经济下滑将导致消费需求萎缩，高端产品消费会首先萎缩，原因是价格过于昂贵，但是其背后的原因则是消费者认为价格和产品体现出的价值存在偏离。如果产品的价格能基本反映产品的价值，消费者就会认同这样的产品，其需求受经济影响程度相应较弱。一个比较典型的例子是近期经济危机中LV的在中国销售没有出现明显下降甚至有20%的销售增长。美国贝恩公司10月29日公布的调查报告显示，面对全球经济危机，奢侈品市场在2009年将面临6年来的首次衰退，但巴西、俄罗斯、中国和印度等新兴市场的奢侈品消费不断增长。

透过奢侈品牌LV的近期市场情况，我们可以看出：

1) 全球奢侈品牌在面临行业衰退的情况下，依然在中国市场扩张，表明其看好中国的潜在消费能力。中国已经成为全球第三大奢侈品消费国，充分证明了国内强大的高端购买能力。

2) 从奢侈品消费者的角度，他们充分认同奢侈品的内在价值，并且奢侈品厂商不打折、不促销的强硬价格策略也给消费者一个稳定的价格增长预期，消费者认为这样的商品有一定保值作用。

国内高端消费品虽然还没有达到像LV等奢侈品阶段，但是部分商品完全拥有成为中国本土奢侈品的能力，其现阶段所表现出的产品品质、定价策略的特性已经开始向奢侈品靠拢。我们关注的是高端产品2009年的定价策略，如果依然能保持适当提价同时对销量影响较小，则经济转好后，公司业绩将有较大幅度回升。

2.2.1 高端白酒—短期调整有利行业健康发展

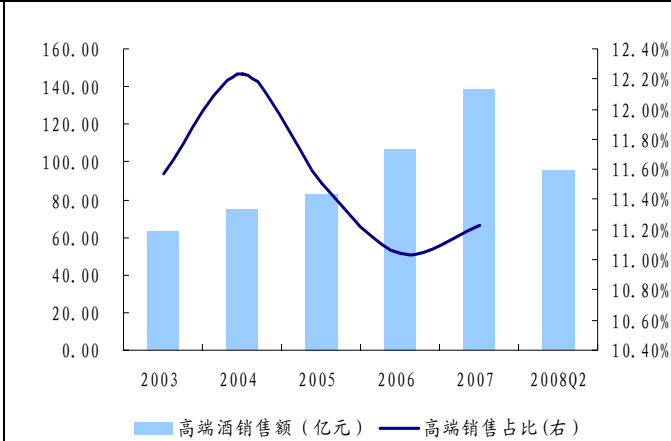
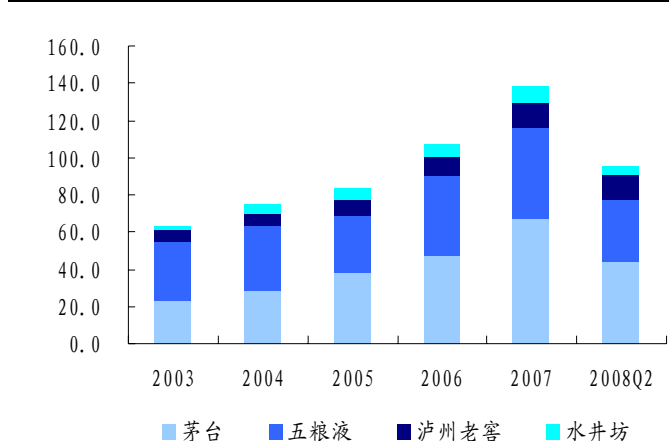
我们早在2005年就曾预测过国内高端白酒市场的高速增长，现在高端白酒市场情况基本符合我们三年前的预期。高端白酒市场绝非高价白酒市场，高端白酒对产品品牌、文化渊源、产品品质、产品价格有着全面系统的要求，白酒行业高端品牌的造就决不是仅仅依靠资金和宣传所能完成。

高端白酒今年中秋销量情况低于预期，11月后受经济危机的冲击部分地区销售出现下滑，高端白酒终端价格也略有下调，但高端白酒的出厂价不会下调。终端价格的暂时小幅下滑，仅是压低了经销商利润，对生产厂商影响体现在元旦、春节销售旺季前的备货上。我们判断高端白酒厂商第四季度销售情况可能达不到07年第四季度旺销的情况。2007年第四季度曾出现过部分地区高端白酒断货情况，今年可能会保持供销平衡，部分厂家有控货因素，不会大面积出现供大于求的情况。

图 35 四高端白酒销售额

单位：亿元

图 36 高端白酒销售总额及占白酒销售总额比例



资料来源：国都证券研究所

资料来源：国都证券研究所

短期内高端产品销量下滑，可能会有利于茅台、国窖1573、五粮液、水井坊、剑南春等真正有文化、品质支撑的高端白酒发展。一些地方品牌前期随势推出的高端跟随产品可能难以经受住销量下滑的冲击，高端品牌市场将会得到一定程度的净化，可消除部分地方性厂商盲目扩张高端白酒造成的潜在危机。高端白酒本质上是一种文化消费，未来只存在屈指可数的几个全国性品牌的高端白酒市场才是一种合理市场状态。

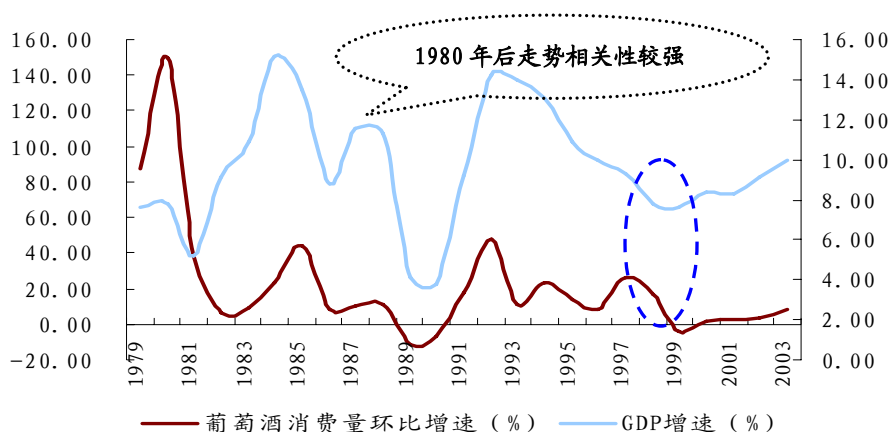
我们认为，短期销量的下滑并不代表高端白酒拐点到来，也不会撼动各大名

酒厂的长期经营状况。近期，茅台2000吨技改项目实施表明龙头公司对高端白酒市场前景依然持乐观态度。经济下滑可能会冲击到2009年高端白酒的提价和销量增速，但即便在2009年维持现有的销售规模，依然能为上市公司带来较高利润，茅台、泸州老窖、五粮液、水井坊在09年的业绩表现依然值得关注。

2.2.2 葡萄酒—仍处在高速增长阶段

我国葡萄酒消费增速总体看与GDP增速走势一致性较强，表明国内葡萄酒市场仍然处在市场容量快速增长的阶段，这一点与前几年中国啤酒市场的情况非常类似。近期IWSR（国际葡萄酒及烈酒研究）发布报告，称中国葡萄酒消费的年增长率将从7%提高到13%。到2011年，中国葡萄酒消费量有望增长到8.28亿升，即中国消费者每年饮用11亿多瓶葡萄酒，销售额将达27.1亿美元，占亚洲市场的40%，成为全球主要的葡萄酒消费大国。

图37 中国葡萄酒消费量环比增速与GDP增速趋势（1979-2003）



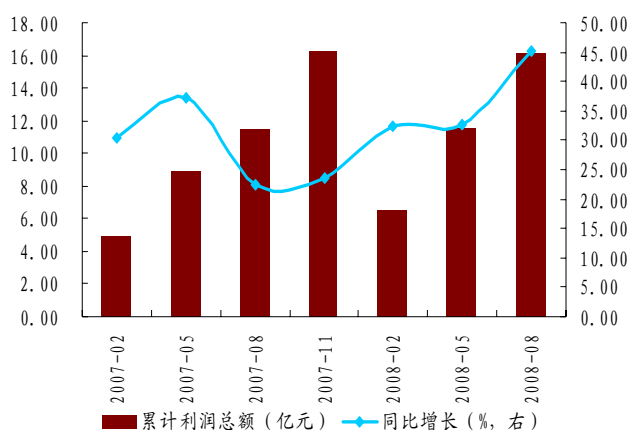
资料来源：FAO、国都证券研究所

图 38 中国葡萄酒年消费量测算（1978-2011）



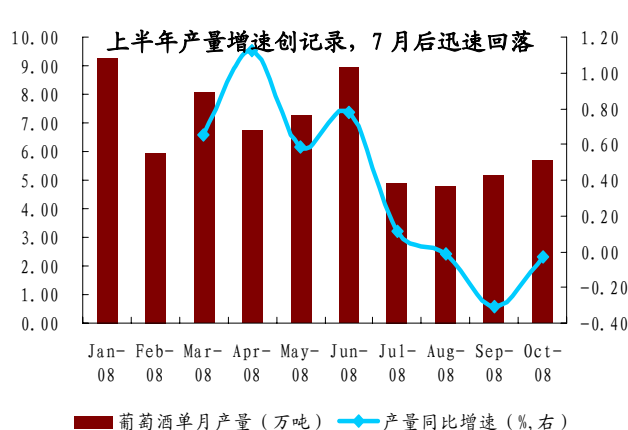
资料来源：IWSR、国都证券研究所

图 39 葡萄酒行业累计净利润情况



资料来源：国都证券研究所

图 40 葡萄酒 08 年逐月产量情况 (1 月-10 月)



资料来源：国都证券研究所

葡萄酒产量增长在上半年表现非常突出，产量增速明显高于白酒和啤酒，产量增速加快表明厂商对行业走势乐观的判断。但是第三季度，葡萄酒产量增速突然放缓，我们判断这并不是厂商对行业判断转向悲观的表现，可能是受葡萄原料收获的影响。今年国内部分地区出现葡萄原料减产的情况，例如甘肃河西走廊地区2008年葡萄原料同比2007年减产幅度达到30%。

近年来随着葡萄酒行业景气上升和消费者对健康消费的日益关注，葡萄酒在商务消费和礼品消费上都对高端白酒形成了明显的替代。国内葡萄酒市场不仅是总量在上升，市场份额中高端产品比例也在不断提高。据世界《葡萄酒报告》预计，到2010年高端葡萄酒将占据中国葡萄酒市场的半壁江山，葡萄酒行业结构正在向倒金字塔型转变，高端市场将会成为争夺的焦点。我们保守估计2010年葡萄酒销量可以达到60万吨，其中高端葡萄酒销量约占20-25万吨。

在国内主要葡萄酒企业中，目前高端化路线较突出的公司有张裕、长城、莫高等几家，张裕正在以行业领袖地位稳步推进高端化，长城则依赖资本优势带动产品实现高端化，而莫高则以领先的产品质量为支点，正在实施全面的追赶战略。我们认为高端化是未来葡萄酒行业的主流趋势，在产品高端化方面取得成功和具备潜力的企业均值得关注。

2.2.3 高端黄酒—全国市场空间有待打开

白酒、黄酒都是中华民族的传统酒种，从较长周期看，我们认为只要骨干企业推广得力，目前国内年饮用量仅60余万吨的黄酒未来实现行业高速增长是极有可能的。

黄酒与白酒一样具有越陈越香的特点，因此黄酒的原酒和白酒一样具有非常高的收藏价值，黄酒高端产品也与白酒高端产品一样具有极大的增值空间。高端品发展的成熟阶段必然会形成稳定的交易、流通市场（如艺术品拍卖市场和国外

的名贵红酒交易市场等)。国内黄酒高端产品走在了高端白酒和红酒之前,拍卖交易市场最先启动。今年4月,古越龙山首先在业内启动黄酒原酒拍卖,成交价格超出预期。我们认为虽然本次拍卖的仅是部分原酒,但是对原酒价值的认同会逐渐在黄酒高端产品上体现,并且拍卖渠道高价格会对销售渠道价格起到向上牵引作用。

表1 08年上半年古越龙山黄酒拍卖情况

古越龙山	最新价格(元/吨)	供应量(吨)	估计拍卖金额(万元)
1998年原酒	88800	200	1066
1999年原酒	59800	200	718
2000年原酒	42200	300	760
2001年原酒	31600	500	948
2002年原酒	24800	1000	1488
2003年原酒	20200	1000	1212
2004年原酒	16800	1000	1008
1977年原酒(售罄)	1098000	5	368
1987年原酒(售罄)	378000	10	268
1997年原酒(售罄)	136200	10	119
2005年原酒(售罄)	14200	3000	3720
2006年原酒(售罄)	12200	3000	3180
2007年原酒(售罄)	10600	6000	5520
合计		16225	20374

资料来源:中国黄酒交易网、国都证券研究所

表2 古越龙山09年黄酒拍卖计划

生产年份	1977	1987	1997	1998	1999	2000	2001
供应数量(吨)	限量	限量	限量	50	50	100	100
供应价格(元/公斤)	1098	378.8	136.2	88.8	59.8	42.2	31.6
生产年份	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
供应数量(吨)	100	200	200	500	500	1000	4000
供应价格(元/公斤)	24.8	20.2	16.8	14.2	12.2	10.6	9.8

资料来源:中国黄酒交易网、国都证券研究所

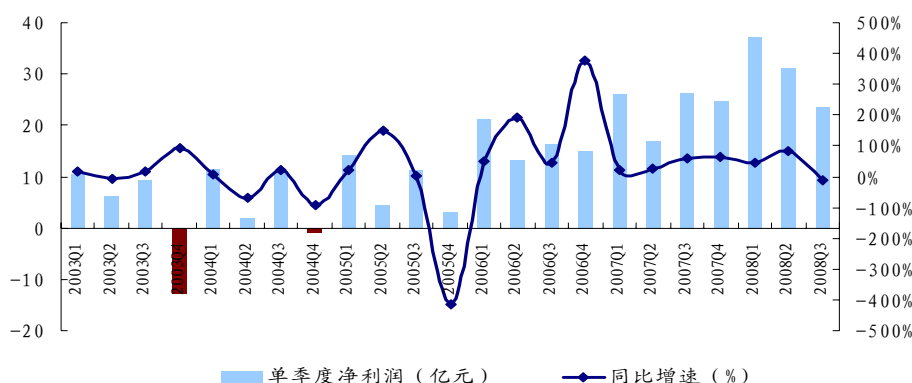
黄酒行业2008年资本运作频繁。年内古越龙山剥离了氨纶业务,并公告计划收购女儿红股权;金枫酒业完成了剥离非黄酒业务的大手笔运作,并成功合并了“和酒”;轻纺城目前正在进行股权整合,未来可能分拆黄酒业务单独上市。在三家龙头企业中,古越龙山作为黄酒行业的老龙头,拥有业内最大的生产规模、最多的品牌资源以及最多的老酒储备;金枫酒业在合并了“和酒”后,在上海本地市场的地位进一步稳固,目前市场份额已经超过50%;会稽山公司机制灵活,近年来发展速度仅次于金枫,目前公司在渠道建设、资源整合等方面处在相对领先水平。

3 09 年食品饮料行业投资策略

3.1 食品饮料行业估值水平

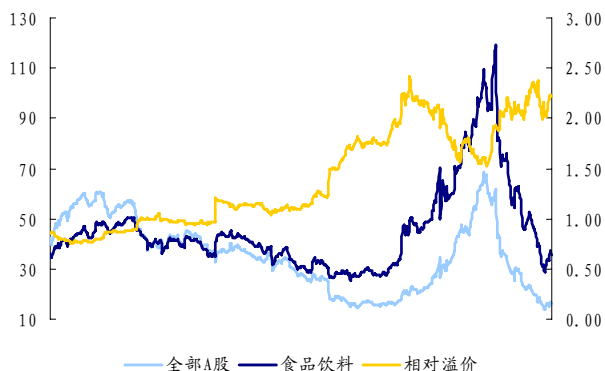
2006年以来食品饮料行业保持了连续3年行业景气度上升，2008年第二季度前单季度净利润增速也在提升，但进入第三季度开始出现单季度净利润增速下降，第三季度净利润同比增速由第二季度的83%下降至-11%，第四季度净利润增速同比仍有下降可能。食品饮料行业目前静态估值水平仍然较高，PE估值水平2000年以后相对A股整体PE溢价平均倍数是1.4，目前的溢价倍数在2-2.2倍。12月18日，食品饮料行业平均PE仍有28.5倍，横向比较处于较高水平，但考虑到周期性行业4季度利润下滑幅度可能超出预期，食品饮料行业的相对高估值也仍有其合理性。

图 41 食品饮料公司单季度净利润情况



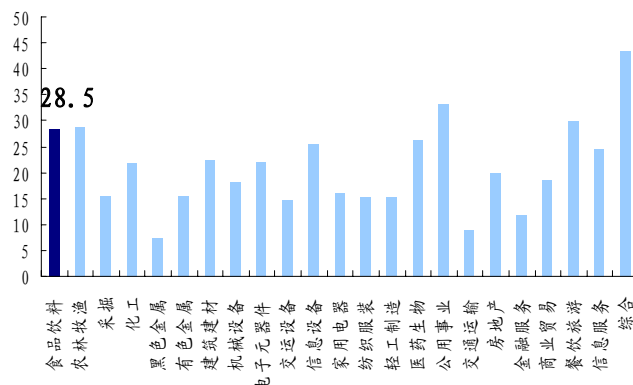
资料来源：国都证券研究所

图 42 食品饮料行业与 A 股整体 PE 走势（静态 PE）



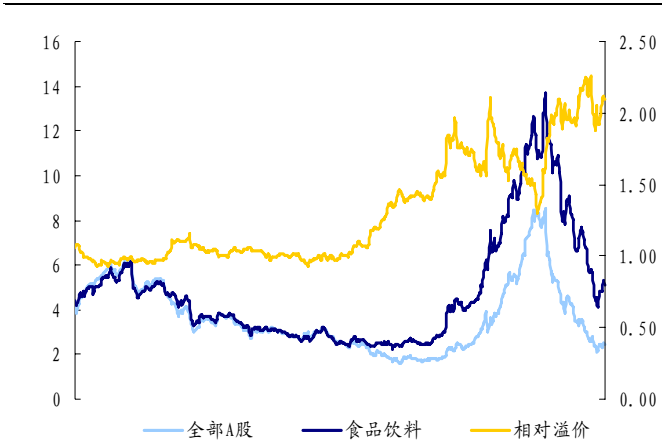
资料来源：国都证券研究所，注：（00 年 1 月-08 年 12 月）

图 43 行业间 PE 估值水平比较（TTM）（2008 年 12 月 18 日）



资料来源：国都证券研究所

图 44 食品饮料板块与 A 股整体 PB 走势



资料来源：国都证券研究所，注：（00 年 1 月-08 年 12 月）

图 45 食品饮料板块与 A 股整体 PS 走势



资料来源：国都证券研究所，注：（00 年 1 月-08 年 12 月）

3.2 两条路线构建纵深防御体系

在09年投资策略中我们以“防御为主要目标，反击为次要目标”为投资原则，投资食品饮料行业可以建立两条阵线，构建起纵深防御体系：

第一道阵线：大众消费品板块—防御为主；

第二道阵线：高端消费品板块—适时反击。

3.2.1 大众消费品：可能出现超预期增长

大众消费品的防御能力主要体现在：

1、大众消费品的需求弹性相对缺乏，消费需求相对稳定，受经济环境影响程度较小。

2、大众消费品整体毛利较低，行业净利润对成本变动的敏感性较强。2007年下半年起成本压力较大，行业平均毛利水平下降，2008年下半年成本压力才开始缓解。2009年成本压力将进一步减轻，毛利率将有所回升。

3、2009年农民收入增长仍有比较强的预期，农村消费市场也将逐渐启动，大众消费品在农村市场销量也将有所增长。

经济下滑中，消费行为主要倾向低价、优质产品的消费，消费对象集中在大众消费品、必须消费品。我们认为2009年大众消费品有可能出现销量增长超预期的情况。肉制品、乳品、啤酒均存在平稳增长的较强预期，肉制品龙头企业毛利率回升预计较快，乳品企业在三聚氰胺事件后面临恢复性增长，啤酒龙头企业在寡头扩张阶段可以更多地关注市场份额的提升。

3.2.2 高端消费品：业绩增长仍有保证

随消费升级高端消费品受益最多，高端消费品受经济下滑影响也比较明显。但我们对消费升级的基本判断是“暂时延缓，但升级趋势仍然不改”，一旦出现经济转好预期，高端品将继续保持高增长，短期增速减缓但拐点并未出现。2009年高端消费品仍具有一定防御性质，主要体现在：

1、高毛利是利润保证。高端消费品毛利率较高，利润空间较大，销量有所下滑也仍然能保持一定利润空间。

2、我们看好高端消费品龙头公司，其产品在市场仍相对稀缺，经济下滑对销量影响较小。2007、2008年市场状况曾出现部分产品断货，2009年市场状况可能保持供求平衡或者轻微供过于求，销量下滑幅度较小。

3、终端价格走低可能会延缓经销商备货，但出厂价下调的可能性较小，延缓备货只是延缓了厂商利润释放时间。

目前食品饮料高端消费品主要集中在高端白酒和葡萄酒两大领域。高端白酒行业中我们看好市值较小、目前正在寻求差异化定位的水井坊，同时认为贵州茅台和泸州老窖在股价回落后也已具备了一定的防御价值；葡萄酒行业中我们重点看好高端化路线明确的张裕股份和莫高股份，认为占据高端化先机的公司未来有望获得更大的成长空间。

3.2 重点关注公司

伊利股份（600887）：静待年报利空因素散净时

1、公司销售状况将随行业转好而逐渐回升，预计行业情况的明显转好可能要在2009年第三季度以后，但2009年前两季度产销情况将明显好于2008年第四季度水平。

2、2008年年报的不乐观数据是股权费用摊销和第四季度销量下滑两大利空因素的叠加。2009年股权费用已经摊销完毕，销量也将逐渐回升，2009年财务数据的利空因素将会消失。

3、虽然受到三氯氰胺事件影响，伊利2008年第四季度销售额出现下滑，但我们预计伊利2008年和2009年的销售收入仍会保持在200亿元上下，且伊利市场份额也不会出现大幅缩水。从市销率（P/S）估值的角度，伊利目前PS仅为0.37倍，明显低于蒙牛在香港市场0.65倍PS，也明显低于光明乳业0.63倍PS。

蒙牛已经发布全年业绩预亏公告，初步测算全年亏损9亿元，每股亏损0.58元。伊利2008年需摊销2.8亿元股权激励费用，我们估计伊利的全年亏损程度可能要略大于蒙牛。我们期待的理想状况是，伊利2008年的年报将资产减值计提、费用摊销等负面因素一次性释放，减轻2009年财务报表的压力。

水井坊（600779）：市值仍具扩张潜力

1、水井坊高端产品销量相比茅台、五粮液要小很多，因此危机面前所受冲击也相对较小。水井坊主要市场在华南、华东地区，预计09年销售也受一定影响，但公司正在于经销商积极沟通，已经确立了保市场份额为主的营销思路。

2、水井坊PB、PS估值水平均低于茅台、五粮液和泸州老窖。综合考虑与帝亚吉欧合作开发的新产品投放市场后的长期增长效应，公司估值仍可获得一定程度的溢价。与茅台、老窖巨大的市值相比，公司目前约63亿的市值扩张潜力较大。

3、对房地产业务公司采取存量开发原则，预计“全兴·蓉上坊”B地块销售09年结算大部分收入（约3-4亿元），A地块预计2010年结算收入（约3-4亿元）；兴千业公司及生态园项目预计2011年前后开发并结算收入，粗略测算09、10、11年公司每年可从房地产业务获得0.2-0.3元的每股收益，算是一块估值安全边际。

4、公司与帝亚吉欧的合作仍在深入，目前外资方已全方位介入公司管理，公司的法人治理结构明显优于同类企业。

国都证券投资评级

表 1: 国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2: 国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6 个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6 个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6 个月内, 股价变动幅度介于± 5%之间
	减持	预计未来6 个月内, 股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明: 本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。