

增长相对稳定 弱市防御首选

谨慎推荐（维持）

2009 年度投资策略

食品饮料行业研究

2009 年 11 月 28 日

投资要点：

- **总体发展势头良好，增长相对稳定。**规模扩张提速，利润增速高于收入增速，行业效益稳步提升；农副产品加工与食品制造继续高速增长，饮料制造增速有所放缓。
- **食品饮料行业的周期性已经凸现。**固定资产投资增速下滑，饮料制造业尤为明显；酒类产量增速普遍放缓，啤酒下降幅度最大，产能利用率不高。
- **上游产业及相关政策的影响喜忧参半。**粮食持续增产、农业综合生产能力不断提升，食品工业的原料获取压力下降；提高粮食最低收购价，将会对食品工业形成成本压力；完善农产品加工业税收支持政策，可以部分对冲成本压力。
- **食品饮料行业依然是经济下行周期中的亮点。**截止到 2008 年三季度末，全部 A 股上市公司净利润同比增幅为 10.2%，远远低于去年同期的 66.43%，增幅回调了 56 个百分点。相比之下，食品饮料行业虽然也有所回落，但回落幅度仅为全部 A 股上市公司的 1/5。

存在风险：

- **整体估值偏高。**食品饮料行业市盈率为 24.54，行业排名第 7 位，远远高出上证综指成分股（13.11 倍）和深证成份股（12.90 倍）的平均市盈率水平。
- **高端需求下滑。**经济下行的影响已经在食品加工业和饮料制造业中得到初步体现，2008 年三季度食品加工业和饮料制造业的主营业务收入增幅回调，分别下降了 8.48 个和 6.61 个百分点。
- **食品安全风险。**婴幼儿奶粉事件导致光明乳业和伊利股份三季度业绩出现亏损，亚硝酸传闻导致贵州茅台和张裕股价出现明显波动，充分显现了消费者和投资者对食品质量安全的重视和担忧。

综合评价及评级调整：

- 保持“谨慎推荐”评级。

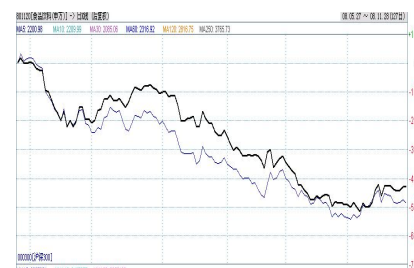
分析师

刘晓峰 赵大晖

Tel. : 010-59355921

Email: yfliuxf@chinans.com.cn

行业指数相对沪深 300 表现



相关研究

《瑕不掩瑜 防御首选 关注成本与安全》，2008 年 11 月 9 日

《食品安全监管升级调整 乳品市场格局将有所调整》，2008 年 10 月 9 日

《食品安全风险加大 消费者信心难以止损》，2008 年 9 月 24 日

目 录

一、行业增长稳中有降，经济周期影响初步显现	3
（一）总体发展势头良好，增长相对稳定	3
（二）子行业发展速度不一，饮料制造相对缓慢	3
（三）经济周期已经传递到食品饮料行业	4
二、上游产业及相关政策对食品工业的影响喜忧参半	4
（一）粮食持续增产，供求关系的紧张局面有所缓解	4
（二）农业基础设施不断改善，农业综合生产能力还将进一步提升	6
（三）提高收购价，将会对食品工业形成成本压力	6
（四）完善农产品加工业发展税收支持政策，有助于食品工业化解成本压力	6
三、食品饮料行业板块表现及未来主要影响因素	6
（一）市盈率较高，部分子行业估值偏高	7
（二）食品饮料行业依然是经济下行周期中的亮点	8
（三）高端需求下滑、食品安全风险和产业政策是影响行业业绩的主要因素	8
（四）主要子行业点评	9
四、2009 年投资策略	9
（一）保持“增持”评级	9
（二）重点公司点评	9

图表目录

图 1: 农副产品加工业财务指标同比增速	3
图 2: 食品制造业财务指标同比增速	3
图 3: 饮料制造业财务指标同比增速	4
图 4: 三大子行业销售利润率比较	4
图 5: 1998~2007 年我国粮食产量	5
图 6: 2008 年全国粮食批发价格指数	5
图 7: 农产品生产价格指数变化	5
图 8: A 股各子行业 2008 年市盈率(整体法)水平对比	7
图 9: 食品饮料二级子行业市盈率比较	7
图 10: 食品饮料三级子行业市盈率比较	7
图 11: 食品饮料行业主营业务收入增长率	8
图 12: 食品饮料行业净利润增长率	8
表 1: 重点股票投资评级	10

一、行业增长稳中有降，经济周期影响初步显现

（一）总体发展势头良好，增长相对稳定

规模扩张提速，利润增速高于收入增速，行业效益稳步提升。2008年1~8月份，食品饮料行业完成销售收入231762030.10万元，同比增长36.01%，增幅比去年同期增加了4.97个百分点；实现利润总额12864830.30万元，同比增长37.53%，增幅比去年同期降低了5.50个百分点；资产总额196299328.20万元，同比增长22.54%，增幅比去年增长3.10个百分点。销售利润率5.55%，比去年增加了0.07个百分点；资产利润率6.55%，比去年同期增加了0.72个百分点。

企业平均规模增速不断加快。2008年1~8月份，食品饮料行业企业平均完成主营业务收入7531.83万元，同比增长20.45%，增速比去年和前年同期分别提高了1.89个和8.64个百分点。

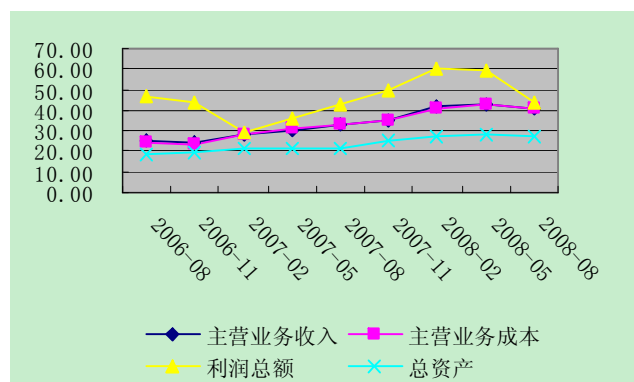
亏损企业数量减少，亏损总额有所上升。2008年1~8月份，亏损企业数量为4513家，比去年同期减少3家，同比减少0.07%，低于去年同期的180家；亏损总额累计903571.10万元，比去年增加了93643.7万元，亏损总额出现上涨。

（二）子行业发展速度不一，饮料制造相对缓慢

农副产品加工与食品制造继续高速增长，饮料制造增速有所放缓。2008年1~8月份，农副产品加工业实现主营业务收入144025640.80万元，同比增长40.95%，实现利润总额6229224.70万元，同比增长43.57%，增幅分别比去年同期增长了7.94个、1.10个百分点，销售利润率4.33%，比去年增加0.07个百分点；食品制造业完成主营业务收入47533940万元，同比增长31.90%，利润总额3020507万元，同比增长45.01%，增幅分别比去年同期增长了2.53个、7.90个百分点，销售利润率6.35%，比去年同期增加0.54个百分点；饮料制造业实现销售收入40202449.30万元，比去年同期增长了26.03%，利润总额3615098.60万元，同比增长27.32%，增幅分别比去年同期降低了0.13个、13.87个百分点，销售利润率8.99%，比去年同期降低了0.06个百分点。

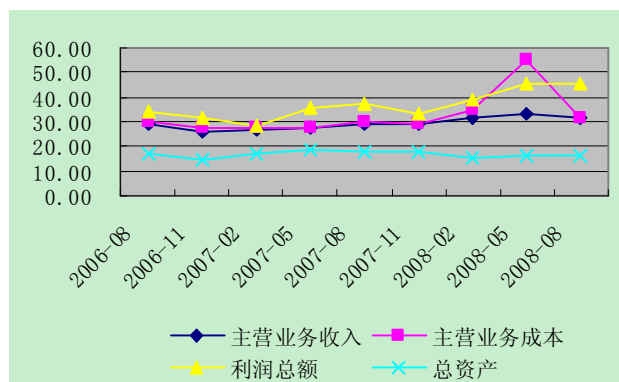
销售利润率环比有所下滑。截止到2008年8月，农副产品加工业、食品制造业和饮料制造业的销售利润率分别为4.33%、6.35%和8.99%，分别比5月份下滑0.32、0.16和0.66个百分点，

图1 农副产品加工业财务指标同比增速



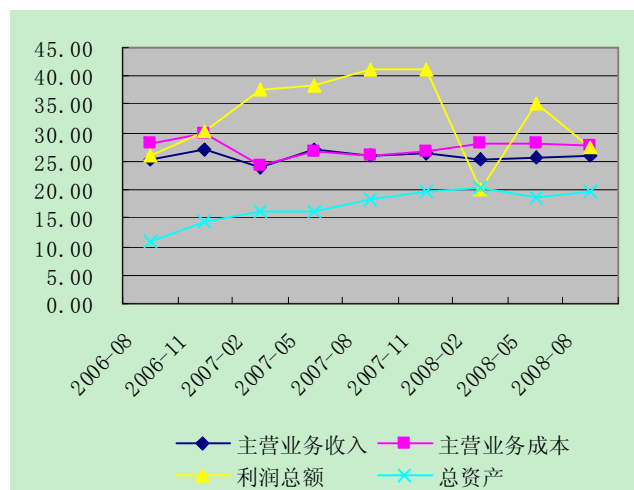
数据来源: wind, 民族证券

图2 食品制造业财务指标同比增速



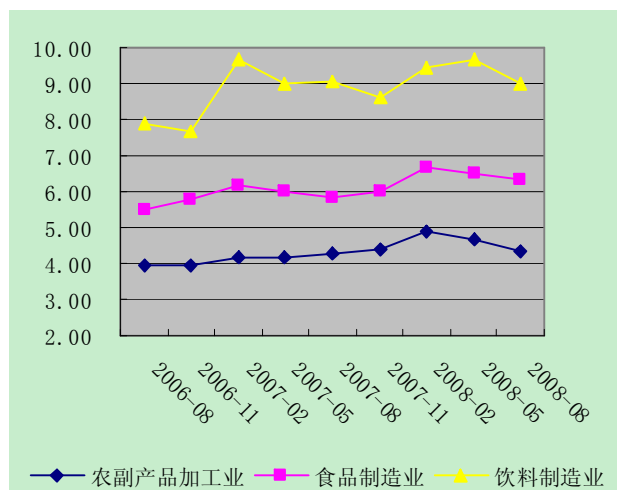
数据来源: wind, 民族证券

图 3 饮料制造业工业财务指标同比增速



数据来源: wind, 民族证券

图 4 三大子行业销售利润率比较



数据来源: wind, 民族证券

(三) 经济周期已经传递到食品饮料行业

固定资产投资增速下滑, 饮料制造业尤为明显。截止到 2008 年 10 月, 食品制造业累计完成固定资产投资 906.81 亿元, 同比增长 22.40%, 增幅比去年同期降低了 2.90 个百分点; 饮料制造业累计完成固定资产投资 679.34 亿元, 同比增长 22.60%, 增幅比去年同期降低了 10.5 个百分点。

酒类产量增速普遍放缓, 啤酒下降幅度最大。截止到 2008 年 10 月, 白酒、啤酒和葡萄酒累计产量分别为 441.21 万千升、3645.44 万千升和 56.94 万千升, 同比增长 17.97%、6.43% 和 29.66%, 增幅比去年同期分别下降 5.93 个、7.12 个和 3.66 个百分点。

乳制品和液态乳产量增速明显放缓, 几乎处于停滞状态。截止到 2008 年 10 月份, 乳制品和液态乳累计产量分别为 1540.65 万吨、1306.18 万吨, 同比增长 4.55%、1.58%, 增速分别比去年同期下降了 17.01 个和 15.86 个百分点。

白酒、啤酒行业产能利用率依然不高。白酒、啤酒产量增长速度低于饮料制造业固定资产投资增长速度, 说明新增产能没有得到有效利用。

二、上游产业及相关政策对食品工业的影响喜忧参半

(一) 粮食持续增产, 供求关系的紧张局面有所缓解

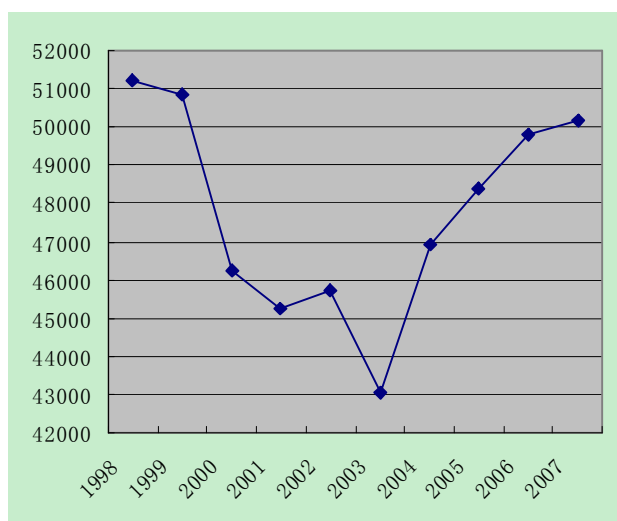
国内粮食持续增产, 有望再创历史新高。据《中国日报》报道, 农业部官员透露, 2008 年我国粮食产量将超过 1998 年所创造的历史最高纪录 5.12 亿吨。粮食产量连续 5 年增加, 从近十年来的最低点 4.3 亿吨 (2003 年) 持续增长, 2007 年达到 5.016 亿吨。粮食持续增产, 缓解了供求关系的紧张局面, 有利于保障国家粮食安全, 保持粮食价格的相对稳定。

全球粮食产量继续增长。联合国粮农组织 11 月份发布的最新一期粮食问题的半年刊物《粮食展望》预计,

2008 年的世界粮食产量将超过 22 亿吨，比 2007 年增加 5.3%，2008~2009 年读的世界粮食利用量预计将接近 22 亿吨，粮食产量能够满足消费需求，并且可以补充近于枯竭的世界粮食储备。

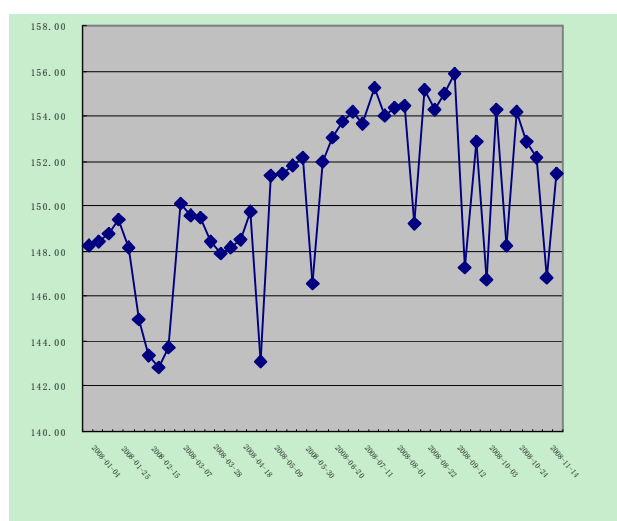
粮油批发价格持续回落。进入 2008 年以来，全国粮食批发价格指数持续上升，9 月 12 日达到最高点后，呈现震荡调整、持续回落的局面。

图 5 1998~2007 年我国粮食产量（单位：万吨）



数据来源：wind，民族证券

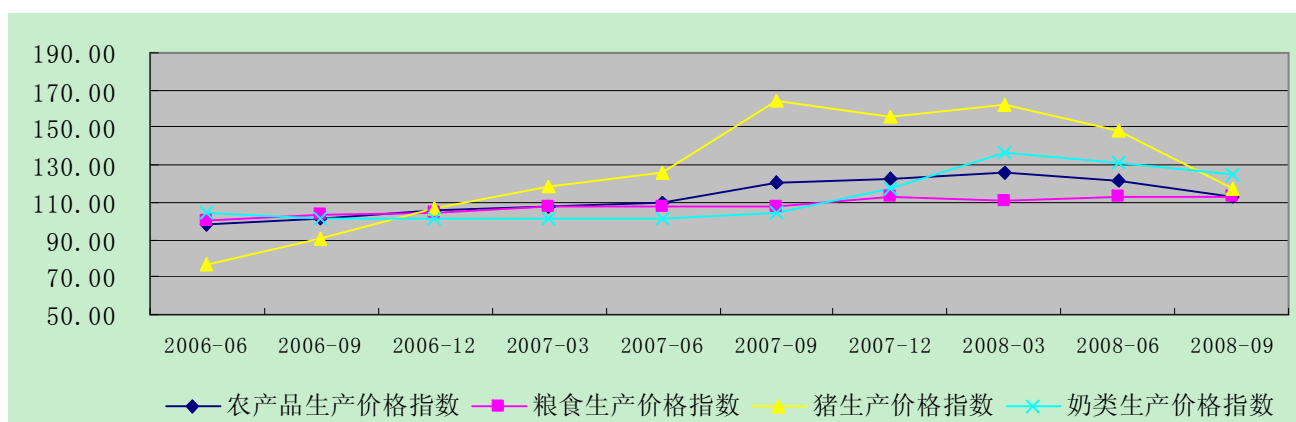
图 6 2008 年全国粮油批发价格指数



数据来源：wind，民族证券

农产品生产价格指数逐步回落。农产品生产价格指数在二季度出现回落，三季度持续回落；粮食、生猪和奶类的生产价格指数也出现了不同程度的回调。

图 7 农产品生产价格指数变化



数据来源：wind，民族证券

金融危机向实体经济传递，全球经济增长放缓，原油等能源需求相对萎缩，用于能源生产的粮食数量有可能进一步减少，全球粮食供应紧张局面将有所缓解。国际原油期货价格已经从 7 月份逼近 150 美元/桶下滑至目前的 50 美元/桶左右，甚至跌破 50 美元。在这种形势下，利用玉米、大豆等生产生物物质能源的经济性降低，用

于生产能源的粮食数量将会有所下降，全球粮食供求紧张局面将有所缓解。

（二）农业基础设施不断改善，农业综合生产能力还将进一步提升

《中共中央关于推进农村改革发展若干重大问题的决定》（下简称《决定》）提出建设现代农业，提高农业综合生产能力。

具体措施包括：保证各级财政对农业投入增长幅度高于经常性收入增长幅度；国家在中西部地区安排的病险水库除险加固、生态建设等公益性建设项目，逐步取消县及县以下资金配套；大幅度提高政府土地出让收益、耕地占用税新增收入用于农业的比例；抓紧实施粮食战略工程，加快落实全国新增千亿斤粮食生产能力建设规划。在 2008 年四季度新增 1000 亿元投资中，农村农业占到了 340 亿元。

农业基础设施的持续改善，增强了农业综合生产能力，可以“藏粮于田”，在提高国家粮食安全水平的同时，也可以缓解甚至适度扭转供求关系相对紧张的局面，进而保障食品工业的原料供给水平。

（三）提高收购价，将会对食品工业形成成本压力

《决定》指出，健全农产品价格保护制度，完善农产品市场调控体系，稳步提高粮食最低收购价；完善粮食等主要农产品价格形成机制，理顺比价关系，充分发挥市场价格对增产增收的促进作用。国务院常务会议在 10 月 17 日决定“加大强农惠农政策力度、较大幅度提高粮食最低收购价格”；发改委根据国务院常务会议精神，较大幅度提高 2009 年生产的粮食最低收购价格。从明年新粮上市起，白小麦、红小麦、混合麦每市斤最低收购价分别提高到 0.87 元、0.83 元、0.83 元，比 2008 年分别提高 0.10 元、0.11 元、0.11 元，提高幅度分别为 13%、15.3%、15.3%。稻谷最低收购价格水平也将作较大幅度提高。

粮食收购价的大幅提升，在提高农民种粮积极性的同时，对食品工业形成了较大的成本压力。食品工业的产成品价格主要受到供求关系和相关价格管制政策的影响。价格管制政策主要是控制价格上涨幅度，主要用于产品供不应求时期。当产品供求基本平衡或者供过于求时，食品价格主要受供求关系影响，原料价格上涨带来的成本压力很难向终端市场传递。

（四）完善农产品加工业发展税收支持政策，有助于食品工业化解成本压力

《决定》指出，发展农业产业化经营，促进农产品加工业结构升级，扶持壮大龙头企业，培育知名品牌；完善农产品加工业发展税收支持政策；加快开发多功能、智能化、经济型农业装备设施，重点在田间作业、设施栽培、健康养殖、精深加工、储运保险等环节取得新进展。

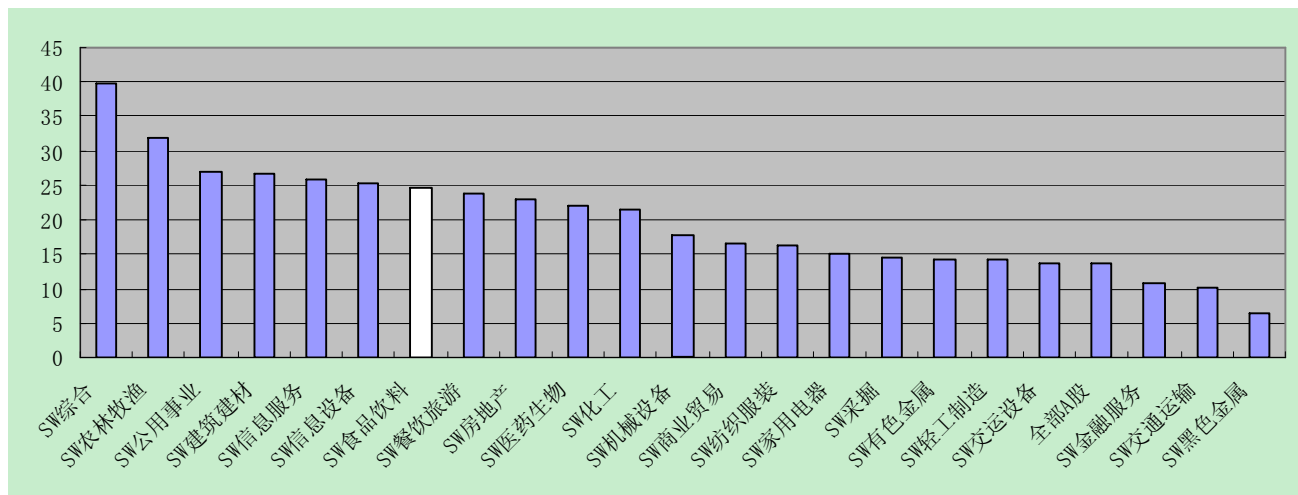
上述政策有利于食品工业化解原材料价格上涨带来的成本的压力，保持食品工业的稳定、健康和持续发展。

三、食品饮料行业板块表现及未来主要影响因素

（一）市盈率较高，部分子行业估值偏高

食品饮料行业整体市盈率较高，但与年中相比，排名有所下降。根据 wind 数据系统预测的市盈率指标（2008 年 11 月 27 日，剔除负值），食品饮料行业市盈率为 24.54，行业排名第 7 位，远远高出上证综指成分股（13.11 倍）和深证成份股（12.90 倍）的平均市盈率水平。这说明市场资金对食品饮料行业未来增长的稳定性保持相对乐观的态度，尤其是在经济下性周期。

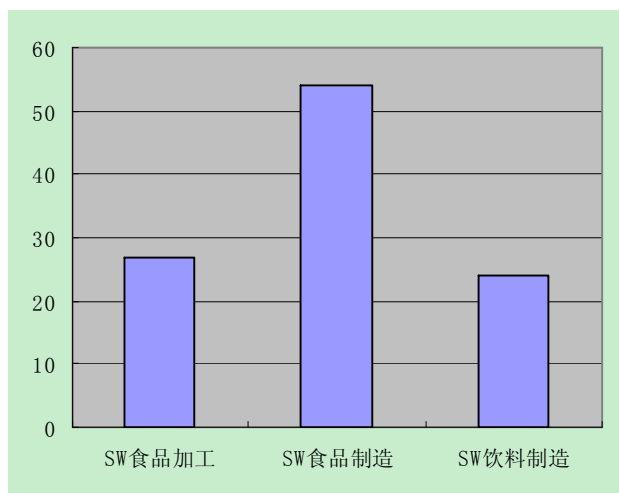
图8 A股各子行业2008年市盈率（整体法）水平对比



数据来源: wind, 民族证券

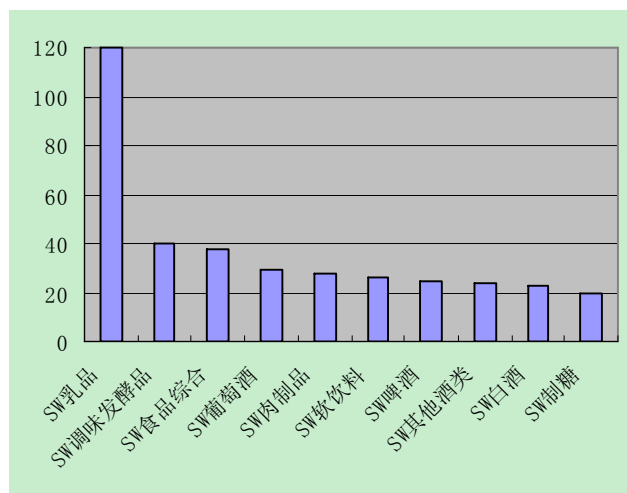
二级子行业中, 食品制造估值较高; 三级子行业中, 乳品估值最高。食品制造和乳品估值高的主要原因是婴幼儿奶粉事件带来的负面影响, 导致光明乳业和伊利股份三季报出现亏损。

图9 食品饮料二级子行业市盈率水平比较



数据来源: wind, 民族证券

图10 食品饮料三级子行业市盈率水平比较



数据来源: wind, 民族证券

(二) 食品饮料行业依然是经济下行周期中的亮点

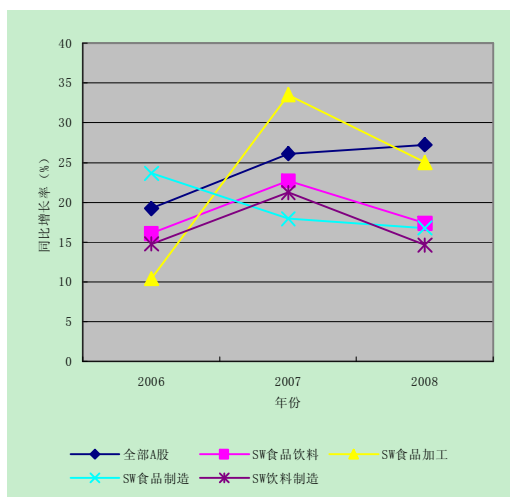
食品饮料行业上市公司三季度主营业务收入增幅回落。2008年三季度, 食品饮料行业上市公司三季度总体主营业务收入增幅不仅远远低于食品工业整体和全部A股公司增幅, 同比增幅也明显下降。截止到2008年三季度末, 上市公司共实现主营业务收入1155.78亿元, 同比增长17.38%, 比全年同期回落了5.31个百分点, 比全部A股增幅低近10个百分点。二级子行业中, 食品加工业增幅最大, 为25.01%, 但回落幅度也最大, 比去年同

期降低了 8.48 个百分点；食品制造业增幅基本稳定，为 16.79%，比去年同期回落了 1.18 个百分点；饮料制造业增幅下降较大，从去年同期的 21.26%降低至今年的 14.65%。

原材料价格高位回落以及食品饮料销售价格的延迟调整，使得食品饮料行业的产品成本有所降低、收入保持稳定，使得食品饮料行业的主营业务利润出现小幅上升。截止到 2008 年三季度末，食品饮料行业上市公司共实现主营业务利润 352.76 亿元，同比增长 23.57%，比去年同期增加近 1 个百分点，最近三年（2006~2008 年）的主营业务利润增长稳定，分别为 22.67%、22.79%和 23.57%。三大子行业中，食品加工增幅变化最大，从去年的 7.11%增加到 15.93%，增幅冲高到了 8.82 个百分点；食品制造上升了近 5 个百分点，达到 23.37%；饮料制造略有回落，降低了 1.74 个百分点，为 24.66%。

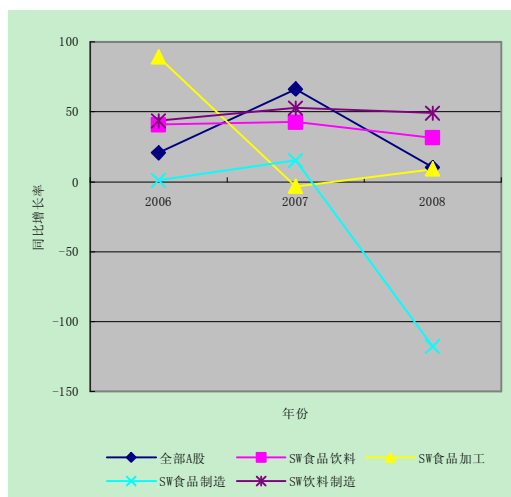
与全部 A 股上市公司相比，食品饮料行业的业绩增长稳定性很高，充分体现了其防御性特点。截止到 2008 年三季度末，全部 A 股上市公司净利润同比增幅为 10.2%，远远低于去年同期的 66.43%，增幅回调了 56 个百分点。相比之下，食品饮料行业虽然也有所回落，但回落幅度仅为全部 A 股上市公司的 1/5。三大子行业中，饮料制造业显现了很强的抗周期性特点。虽然净利润增幅也有所回落（降低了 3.62 个百分点），但较 2006 年的增幅还高出近 6 个百分点。

图 11 食品饮料行业主营业务收入增长率



数据来源：wind，民族证券

图 12 食品饮料行业净利润增长率



数据来源：wind，民族证券

（三）高端需求下滑、食品安全风险和产业政策是影响行业业绩的主要因素

实体经济增长放缓，消费者对未来收入的预期较差，使其对非必需的中高档食品需求增长放缓甚至有所下滑，将会制约该类产品生产企业的业绩增长。经济下行的影响已经在食品加工业和饮料制造业中得到初步体现，2008 年三季度食品加工业和饮料制造业的主营业务收入增幅回调，分别下降了 8.48 个和 6.61 个百分点。未来随着经济增长速度的进一步放缓，从事替代性较强的中高端食品饮料生产的行业将会受到更大的负面影响。

从三聚氰胺到亚硝酸传闻，充分显现了食品安全的风险及其重要性。婴幼儿奶粉事件导致光明乳业和伊利股份三季度业绩出现亏损，亚硝酸传闻导致贵州茅台和张裕股价出现明显波动，充分显现了消费者和投资者对食品质量安全的重视和担忧，同时也引发了各级政府对食品安全的高度重视。《决定》要求加强农业标准化和农

产品质量安全工作，严格产地环境、投入品使用、生产过程、产品质量全程监控，切实落实农产品生产、收购、储运、加工、销售各环节的质量安全监管责任，杜绝不合格产品进入市场。农业农村投入的大幅度增加，有利于改善农产品质量安全保障能力不足的现状，可以降低食品工业的质量安全风险，促进食品工业质量保障水平的提升和范围的扩大，实现食品饮料行业的稳定健康发展。

控制产能扩张、优化市场结构，有利于上市公司扩大规模、提升业绩。目前大部分食品工业的产能存在过剩，利用率不高，通过提高产业进入门槛，提高食品工业的产业集中度，可以降低食品安全监管难度和成本。上市公司可以利用自身的融资渠道、品牌和销售网络优势，通过兼并重组实现外延式扩张，通过改善内部管理、整合产业链实现内涵型增长。

（四）主要子行业点评

食品加工业：成本压力较大，但肉制品受到的影响较小。粮食收购价的大幅度提升，将通过调整比价关系带动其他农产品价格上涨，但肉制品行业的原材料主要受市场供求关系影响，粮食收购价的上升对其的影响相对较小。

食品制造业：乳品行业进入规范提升阶段，《奶八条》、《乳制品工业产业政策》、《乳品质量监督管理条例》、《奶业整顿和振兴规划纲要》等一系列政策的出台，将会加快乳品行业的规范提升速度，提高其质量安全保障能力；美国爆出雀巢等国际知名品牌奶粉检测出三聚氰胺，有利于国内奶粉生产厂商重新获取市场份额。

饮料制造业：经济下行，居民收入预期不佳、企业盈利水平下降，将会导致商务消费和个人消费相对萎缩，替代性强、价格较高的白酒、葡萄酒需求总量将会受到较大的负面影响，但对业内龙头企业的影响相对小一些；受奥运会的影响，今年的啤酒增长有所下滑，明年将会出现一定程度的恢复性增长；黄酒因区域性明显，出现快速增长的可能性较小；植物性蛋白饮料增长相对稳定。

四、2009 年投资策略

（一）保持“谨慎推荐”评级

居民食品消费结构升级的趋势依然持续，安全、便利需求不断增加，上市企业较强的品牌影响力和相对完善的销售网络，能够保障食品饮料行业的持续、稳定增长；随着政府对食品安全保障和监管体系建设的持续投入，食品安全风险逐步降低，居民的刚性需求逐步恢复，维持对行业的“谨慎推荐”评级。

（二）重点公司点评

贵州茅台：高档酱香型白酒的代表，公司多年培育的以公务消费、商务消费为主的党政军以及中国 500 强等高端白酒消费群体，其对潜在目标消费群体的示范带动效应还将逐步释放，未来业绩稳定增长有保证。

张裕 A：业内领先企业，品牌影响力强、销售网络完善，可以充分分享葡萄酒行业强劲增长带来的收益。

青岛啤酒：“青岛”品牌属业内强势品牌，成本压力逐渐下降，毛利率逐步回升，企业整合进入正轨，未来业绩增长稳健。

承德露露：植物蛋白饮料行业中的翘楚，先入为主形成的强大品牌影响力和稳定的营销体系，期间费用基本稳定，可以安享行业增长收益。

表 重点股票投资评级

证券代码	证券简称	EPS			PE			投资评级
		07	08E	09E	07	08E	09E	
600519	贵州茅台	3.00	4.25	5.20	38.48	27.16	22.20	推荐
000858	五粮液	0.39	0.48	0.63	40.85	33.19	25.29	谨慎推荐
600600	青岛啤酒	0.48	0.60	0.72	40.81	32.65	27.21	推荐
000869	张裕 A	1.21	1.65	1.98	38.43	28.18	23.48	谨慎推荐
002216	三全食品	1.02	0.90	1.14	27.65	31.33	24.74	谨慎推荐
000729	燕京啤酒	0.37	0.43	0.52	34.24	29.47	24.37	推荐
000848	承德露露	0.46	0.62	0.71	33.04	24.52	21.41	谨慎推荐

分析师简介

刘晓峰：1994年毕业于山东大学生物化学专业，获理学学士学位。1997年毕业于中国农业大学食品学院农产品加工与工艺专业，获工学硕士学位。2008年毕业于中国农业大学经管学院管理科学与工程专业，获管理学博士学位。对食品饮料行业有较为深刻的理解。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	买入	未来6个月内行业指数强于沪深300指数10%以上
	增持	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%——10%
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在-5%——5%之间波动
	减持	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于-5%——10%之间
	减持	未来6个月内股价相对沪深300指数跌幅介于5%——10%之间
	卖出	未来6个月内股价相对沪深300指数跌幅在10%以上

免责声明

本报告中的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。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征价。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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。

机构销售联系人

	总 部	北京地区	上海地区	深圳地区
	王 旭	衣学伟	张 骊	吴宝峰
电 话	010—59355906	010—84484152	021—62312472	0755—83781415
Email	wangx@chinans.com.cn	yixw@chinans.com.cn	zhangl@chinans.com.cn	wubf@chinans.com.cn