

食品、饮料与烟草

—最佳投资机会还需等待

投资评级 推荐

投资要点:

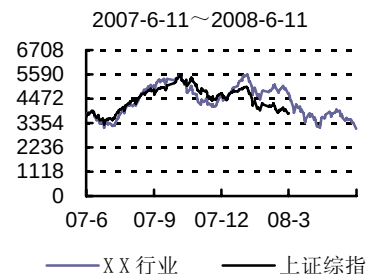
- 前 3 季度食品饮料行业的景气度出现了下滑。其中饮料制造行业，特别是白酒、葡萄酒、液态奶等子行业下滑趋势明显。啤酒行业率先经历下滑后缓慢恢复，肉制品行业即将度过最困难的时期。
- 行业最坏的时候还没有到来，但一些子行业如啤酒和肉制品也出现成本下滑的有利因素。驱动食品饮料行业长期增长的动力并没有发生变化。宏观经济的调整能为我们提高良好的布局机会。
- 从各子行业情况看，2009 年白酒行业将会出现负增长，葡萄酒行业减速增长。啤酒和肉制品将告别行业最困难的时期迎来稳定增长。
- 2009 年行业的投资主题是选择成本下降、需求稳定增长同时分红率高的企业。研究员对行业给予“中性”评级，建议低配。给予泸州老窖、双汇发展、青岛啤酒、张裕 A、贵州茅台推荐评级。

2009 年 12 月 8 日

主要数据

行业指数	1909.41
上证指数/深圳成指	2090.77/7528.63
公司家数	
总市值(百万元)	
流通市值(百万元)	

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员:
电 话:
电 邮:
联系人: 朱厚中
电 话: (86-21) 51097188-1853
电 邮: zhuhouzhong@gyzq.com.cn
地 址: 中国上海市浦东南路 379 号
金穗大厦 15F (200120)

目 录

第 1 部分	2008 年食品饮料行业回顾	3
第 2 部分	2009 年食品饮料行业展望	4
第 3 部分	食品饮料主要子行业分析	6
一、白酒行业：09 年行业景气度将下降	6	
白酒行业需求下滑始于 8 月	6	
历年宏观经济周期对白酒行业的影响	6	
白酒发展趋势展望	8	
主要优势企业受影响相对较小	9	
二、啤酒：告别行业最困难的时期	11	
2009 年啤酒行业主要发展趋势：成本下降、毛利率回升	11	
我国啤酒行业未来数年稳步增长	12	
三、葡萄酒：09 年减速增长，长期前景依旧广阔	14	
四、肉制品：集中度提升是长期趋势	16	
2009 年双汇的增长来源于毛利率的恢复、屠宰量与销量的上升。	16	
长期看双汇将是肉制品行业的寡头。	17	
第 4 部分	成本下降、需求稳定是 2009 年的投资主题	17

图表

图 1：前三季度各子行业收入、利润增速	3
图 2：各子行业月产量增速	4
图 3：居民收入增速	5
图 4：消费者信心指数	5
图 5：城镇居民白酒人均消费数据。	9
图 6：白酒行业收入增长趋势	9
图 7：各地区啤酒人均消费量比较（升/年）	12
图 8：中国各地区啤酒消费量比较	12
图 9：国内啤酒品牌集中度	14
图 10：主要国家人均葡萄酒消费量（升/人）	15
图 11：进口大麦价格走势	17

表格

表格 1：食品饮料行业收入、利润、毛利率同比	3
表格 2 各子行业毛利率	3
表 3：90 年代宏观经济、居民收入增速与白酒行业收入比较	7
表 4：90 年代宏观经济波动对五粮液和老窖的影响	8
表 5：90 年代宏观经济对茅台的影响	8
表 6：主要白酒企业人均收入、利润数据	10
表 7：09、10 年茅台收入静态预测	10
表 8：啤酒主要原料成本构成	11
表 9：啤酒行业前十大企业产量及市场份额	13
表 10：主要公司业绩预测及评级	17

第 1 部分 2008 年食品饮料行业回顾

2008 年前 8 个月食品饮料行业取得了较快的增长。食品制造行业实现产品销售收入和利润分别为 4753.3 亿元、302 亿元。同比分别增长 31.9%、45.01%；饮料制造行业实现产品销售收入和利润分别为 4020 亿元、361.5 亿元。同比分别增长 26.03%、27.32%。

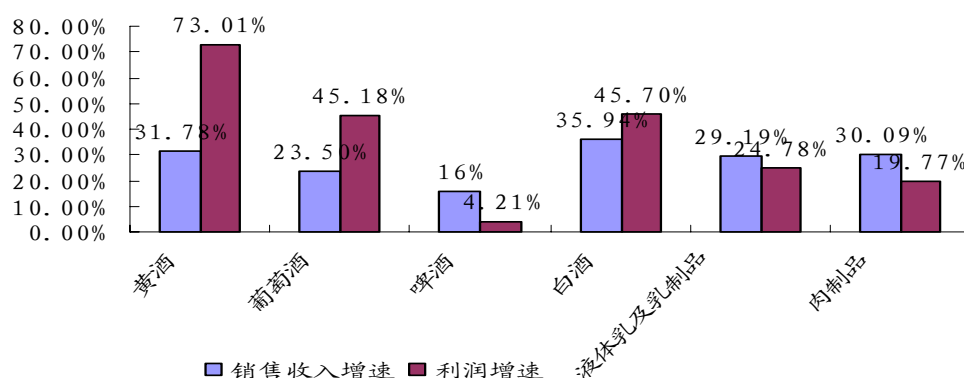
子行业出现明显分化。食品制造行业继续保持高增长，而饮料制造行业利润增速呈现减缓趋势。其中黄酒、葡萄酒和白酒利润增速高于行业总体水平，啤酒收入 and 利润增速同比均出现大幅的下滑。肉制品行业收入增长维持高位，利润增长没有摆脱下行趋势，值得注意的是增幅减缓幅度缩小。

表格 1：食品饮料行业收入、利润、毛利率同比

	2007 (1-8 月)	20081Q	2008(1-8 月)
食品制造业销售收入增速	29.37%	31.68%	31.9%
食品制造业利润总额增速	36.11%	38.98%	45.01%
食品制造业毛利率	19.95%	19.89%	20.03%
饮料制造业销售收入增速	26.16%	25.23%	26.03%
饮料制造业利润总额增速	41.19%	20.18%	27.32%
饮料制造业毛利率	28.8%	29.56%	27.94%

资料来源：wind

图 1：前三季度各子行业收入、利润增速



资料来源：wind

从毛利率角度看，只有肉制品行业 06 年以来保持微幅增长趋势；白酒、啤酒、葡萄酒、液态奶及乳制品行业的毛利率同比均出现下滑现象；其中啤酒和乳制品行业的毛利率是连续 2 年出现下滑。

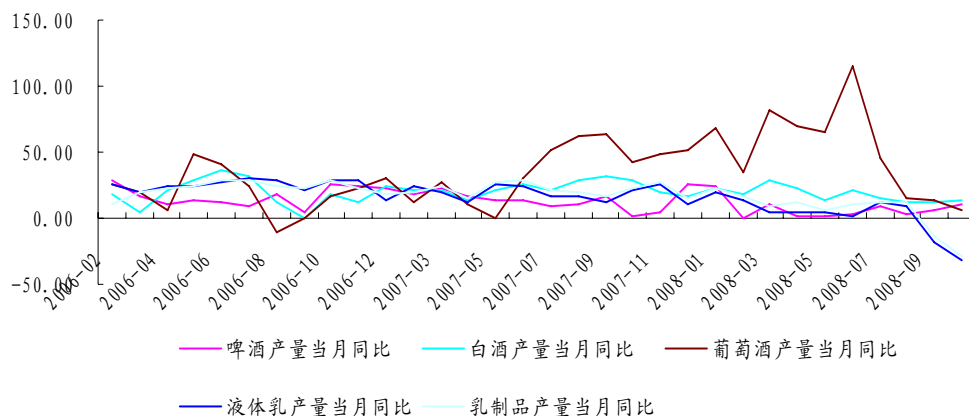
表格 2 各子行业毛利率

毛利率	2006-08	2007-08	2008-08
白酒	34.73%	36.11%	34.25%
乳制品	22.87%	22.35%	21.38%
啤酒	34.71%	33.94%	31.91%
葡萄酒	34.87%	36.09%	34.30%
肉制品	9.65%	10.03%	10.19%

资料来源: wind

从月度产量增速看,啤酒产量增速在3月份见了低点后,呈现逐月提升趋势。白酒和葡萄酒产量增速分别在3月和6月开始大幅下滑。液态奶和乳制品行业受“三鹿”事件影响从9月份开始产量增速大幅下滑并出现负增长。产量增速的变化趋势基本与市场销售形势一致。显示白酒、葡萄酒、液态奶及乳制品行业景气度出现了拐点,而啤酒在历年初雪灾、地震、等事件影响后,得到初步恢复。

图2: 各子行业月产量增速



资料来源: wind

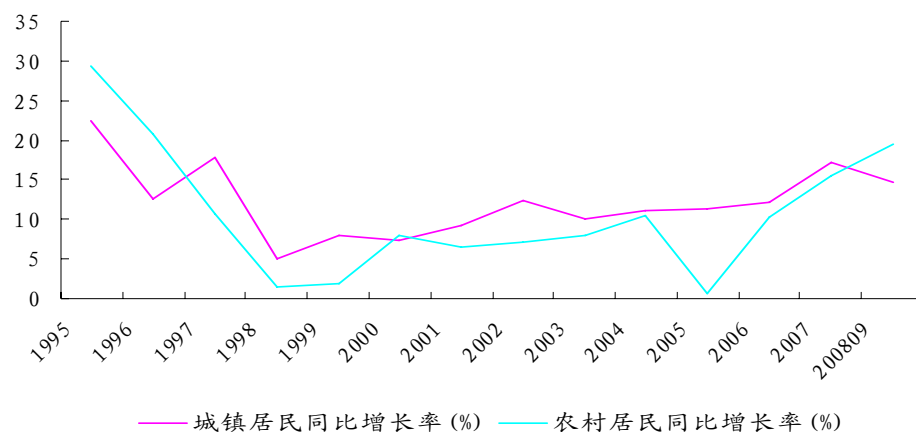
总的看来,食品饮料行业的景气度出现了下滑。其中饮料制造行业,特别是白酒、葡萄酒、液态奶等子行业下滑趋势明显。啤酒行业率先经历下滑后缓慢恢复,肉制品行业即将度过最困难的时期。

第2部分 2009年食品饮料行业展望

宏观经济急速大幅下滑的背景下,食品饮料行业中具备非必须消费品特性的子行业(如高档酒)在2009年增长将受到抑制。首先,政府财政收入快速下滑会压缩行政开支。回顾历年财政困难时期,也是往往反腐倡廉工作力度比较大的时期。这势必抑制公务消费的增长。其次,宏观经济急速下降也意味着商务活动活跃度的大幅下降。在奥运结束后,商务活动频率的下降明显影响到了终端市场上可选消费品的销售进度。另外社会就业压

力加大，2008 年城镇居民收入月度增速逐步下降，居民消费热情受抑制。虽然农村居民现金收入增速在 9 月份超过城镇居民收入增速，但从农村居民的收入结构看，明年农村居民的工资性收入增速也将减缓，总体现金收入增速也将拐头向下。

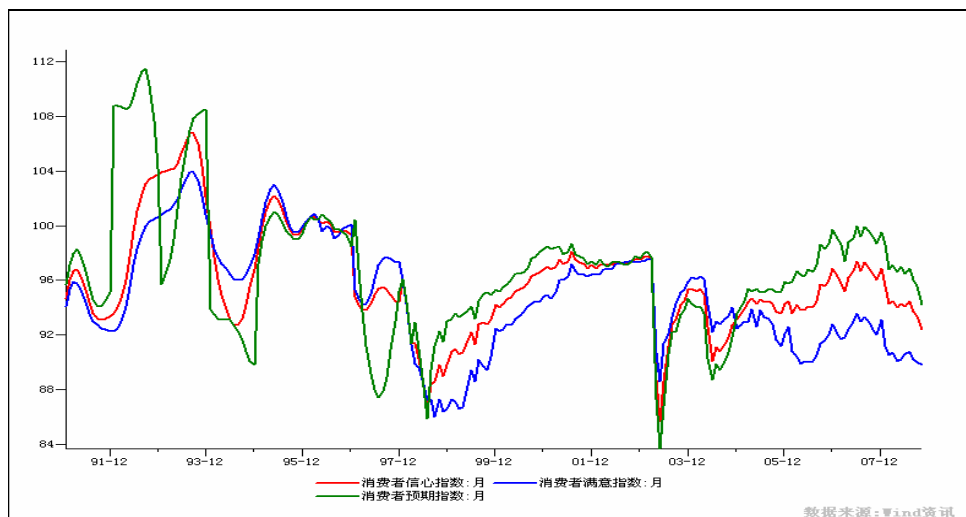
图 3：居民收入增速



资料来源：wind

从消费者信心指数看，07 年底就出现了拐点。目前较 90 年代的几个低点还有些距离。这次的经济调整非 90 年底的亚洲金融危机可比，以往的低点也未必有参考意义。我们只能指出最坏的时候还没有到来。

图 4：消费者信心指数



资料来源：wind

同时经济增长的降温也促使原料价格大幅下降，有利于企业降低生产成本，毛利率能恢复到正常水平。同时产品价格的下降也将提振过去 2 年受抑制的消费需求。对需求弹性较小的必需品生产企业来讲，2008 年最困难的时候已经过去。具体的子行业如啤酒、肉制品等

食品安全问题。目前中国的现实情况决定了整个食品行业都具有系统性风险。短期将压制食品饮料行业上市公司的估值水平。但长期而言，经过系统的体制变革有利于提升行

业壁垒，有利于行业龙头提升行业集中度。

最后我们需要指出的是，驱动食品饮料行业长期增长的动力并没有发生变化。庞大的人口基数、正值“红利”期的人口结构提供了食品消费市场的巨大空间；城市化进程渐进提升食品消费市场化程度、促进食品加工业工业化大发展；居民收入持续增长更是消费升级的重要推动力。不管是从广度还是深度，食品行业还有很大的发展空间。09 年的低靡期将是我们为未来布局的良好时机。

第 3 部分 食品饮料主要子行业分析

一、白酒行业：09 年行业景气度将下降

白酒行业需求下滑始于 8 月

2008 年世界变化之快让白酒也不能例外。一季度红红火火的热销局面刚创出多年的新高，转瞬即进入了寒冬。行业需求明显下滑始于 8 月。研究员 9 月、10 月在各主要消费市场实地调研结果显示如下几个特征。一线高档白酒终端价格在中秋和国庆期间表现平稳，没有出现往年节庆时期惯例性的跳涨。但在经销商间的批发价格出现连续的下滑。从销量上看，一线高档白酒销量下滑集中表现在 20%—30% 的幅度。多数经销商表示利润下滑在 30% 左右。少数区域如北京的经销商利润普遍下滑 50%。由于经销商的利润主要来自中低档白酒，利润的下滑表明需求下滑是全行业的，并非只局限在高档白酒。疲弱的消费导致经销商周转率下降，资金压力增大。为提高周转，经销商让利终端环节，最终导致了批发价格的连续下滑。

导致需求下滑的原因是多方面的。年初的雪灾、年中的地震一是影响了灾害地区的消费，二是救灾支出、社会捐赠部分压缩其他地区的消费支出。07 年底以来股市、楼市的下滑导致居民财产性收入下降，影响了消费信心。对一线高度白酒来讲更重要的因素是 3 季度宏观经济增速的跳水式下降显示全社会商务活动近乎停滞，消费频率的下降直接造成了高档白酒需求的减少。

历年宏观经济周期对白酒行业的影响

在 08 年度的策略报告中我们曾经指出：“GDP 增速不低于 9%，城镇居民年收入增长不是

个位数。白酒的消费不会大幅减少。展望 08 年，除非美国出现严重的经济危机拖累我国 GDP 增长急速下降到 9% 以下。”不幸的是 09 年宏观经济急速下滑成了大概率事件。历史经验和现实情况表明，白酒行业增速下滑难以避免，甚至会出现负增长。但宏观经济未必是影响白酒企业的首要因素。研究员选取三个具有代表性企业五粮液、泸州老窖、茅台的历史发展数据进行分析。

表 3：90 年代宏观经济、居民收入增速与白酒行业收入比较

时 间	城 镇 居 民 人 均 可 支 配 收 入 同 比 增 长 率	G D P 同 比 增 长 率	白 酒 行 业 收 入 增 长 率
2 0 0 7 年	1 7 . 2 4	1 1 . 9	3 4
2 0 0 6 年	1 2 . 0 7	1 1 . 6	3 1 . 0 8
2 0 0 5 年	1 1 . 3 7	1 0 . 4	2 2 . 3 4
2 0 0 4 年	1 1 . 2 1	1 0 . 1	1 5 . 1 7
2 0 0 3 年	9 . 9 9	1 0	1 1 . 7 9
2 0 0 2 年	1 2 . 2 9	9 . 1	3 . 7 8
2 0 0 1 年	9 . 2 3	8 . 3	0 . 4 3
2 0 0 0 年	7 . 2 8	8 . 4	- 1 . 1 6
1 9 9 9 年	7 . 9 1	7 . 6	8 . 9 4
1 9 9 8 年	5 . 1 3	7 . 8	- 8 . 7 4
1 9 9 7 年	1 7 . 8 2	9 . 3	9 . 7 1
1 9 9 6 年	1 2 . 5 1	1 0	1 7 . 1 9
1 9 9 5 年	2 2 . 4 8	1 0 . 9	
1 9 9 4 年		1 3 . 1	
1 9 9 3 年		3 1 . 2	
1 9 9 2 年		2 3 . 6	
1 9 9 1 年		1 6 . 7	
1 9 9 0 年		9 . 9	

资料来源：wind

白酒市场化的历史并不长，能有借鉴意义的是 1990 年以来各因素对企业的影响。1994 年国家开征白酒消费 25%；1996 年各部委严禁在公务活动中用白酒宴宾；1998 年对白酒实行广告费税后列支、同年发生长江流域洪水；1998 年度山西朔州毒酒案；2001 年酒类消费税加征 0.5 元/斤的从量税。特别指出的是 1997 年—1999 年的亚洲金融危机是这一时期内比较明显的经济调整期。比较三企业的数据，可以明显发现，五粮液 90 年代的高速增长结束于 2001 年。97—98 的亚洲金融危机、自然灾害、限制公务消费只是减缓了他的增速。2001 年加征消费从量税基本改变了其增长趋势。2003 年激进的提价调整策略更是激化了营销体系内的矛盾，企业经营步入调整期，近年的经济繁荣期增长并不顺利。茅台在 98 年销售也遇到困难，但进行了系列针对性的调整后，99 年起就开始步入快速增长期，不仅没受消费税加征的影响，还赶上了 03 年以来经济快速发展的好时光。反观泸州老窖，为摆脱 89 年的销售困境，执行了“名酒变民酒”的策略。02 年之前上述诸多因素都对企业的经营产生巨大的影响。在建立现代化企业制度、实行新的经营策略后，泸州老窖开始了新的快速增长期。

研究员得出这样的结论：自然灾害、经济危机、财政支出、居民收入、反腐倡廉等因素对白酒企业影响是短期性的，长期看不是主要因素。产业政策对行业和企业的影响是巨大的，对经营模式产生了影响。能否持续增长更重要是企业自身的经营。未来长期投资机会在于：具有先进营销理念、体制有突破。具备良好品牌、渠道营运能力强的企业。宏观经济的调整为我们提高了良好的布局机会。

表 4： 90 年代宏观经济波动对五粮液和老窖的影响

五粮液	营业收入	营业利	城镇居民	GDP	泸州老窖	营业收入	营业利	城镇居民	GDP
1995			22.48	10.9	1992	53.27	8.29		14.2
1996	43.18	19.83	12.51	10	1993	5.86	-54.46		14
1997	68.32	31.3	17.82	9.3	1994	40.85	-78.55		13.1
1998	27.67	32.19	5.13	7.8	1995	126.15	7,062.32	22.48	10.9
1999	17.57	15.56	7.91	7.6	1996	34.47	23.83	12.51	10
2000	19.49	28.1	7.28	8.4	1997	10.91	24.75	17.82	9.3
2001	19.94	-7.2	9.23	8.3	1998	-22.7	-45.48	5.13	7.8
2002	20.34	-6.65	12.29	9.1	1999	22.66	7.73	7.91	7.6
2003	10.98	25.32	9.99	10	2000	-7.18	27.3	7.28	8.4
2004	-0.56	17.2	11.21	10.1	2001	5.47	-43.53	9.23	8.3
2005	1.92	-6.73	11.37	10.4	2002	4.83	-34.26	12.29	9.1
2006	15.24	50.05	12.07	11.6	2003	12.66	54.05	9.99	10
2007	-0.93	21.62	17.24	11.9	2004	8.78	-15.39	11.21	10.1
					2005	13.77	31.12	11.37	10.4
					2006	32.24	314.05	12.07	11.6
					2007	51.95	115.65	17.24	11.9

资料来源：国元证券

表 5： 90 年代宏观经济对茅台的影响

茅台	营收	营业利	城镇居民	GDP
1999	41.81	61.51	7.91	7.6
2000	25.05	26.38	7.28	8.4
2001	45.25	36.88	9.23	8.3
2002	13.4	6.39	12.29	9.1
2003	30.85	50.48	9.99	10
2004	25.35	52.56	11.21	10.1
2005	30.59	28.97	11.37	10.4
2006	24.75	29.59	12.07	11.6
2007	47.6	81.95	17.24	11.9

资料来源：国元证券

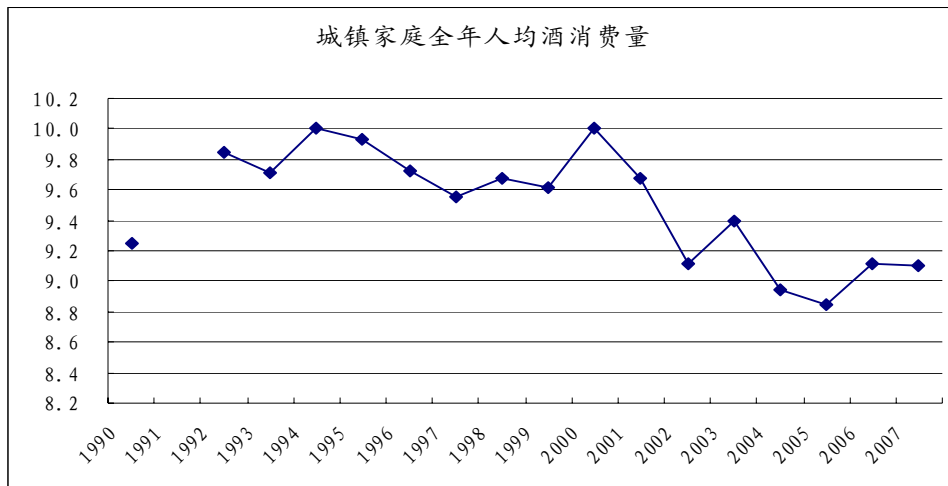
白酒发展趋势展望

2009 年居民可支配收入增速将低于 10%，GDP 增速低于 9%。研究员预计白酒行业收入较 08 年下滑约 14%。一季度收入增速将是全年的低点。在各行业消化完库存之后，2 季度起经济活动将逐渐活跃。在下半年的销售旺季，高档白酒的销售增速要较 08 年下半年有明显改善。全面性提价现象不会再现。一线高档白酒的终端价格基本保持稳定，但促销力度会加大。中低档白酒的品牌忠诚度不高，企业众多竞争激烈，降价促销会比较明显。地区性白酒企业盈利前景并不乐观。09—10 年酒厂数量会再次下降。新的洗牌期将提升行业的集中度，对优势企业是机会。

从更长的周期看，白酒消费总量呈现缓慢下滑趋势，但消费升级的趋势不会改变。白酒企业要发展只有在存量中争取更大的份额。品牌影响力所形成的消费者忠诚度无疑让老

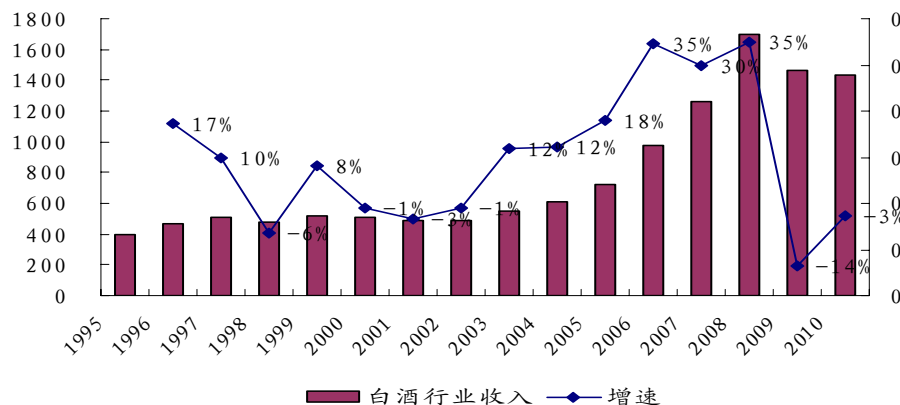
名酒企业具有先天优势。在老名酒企业中，率先进行了体制改革或是建立起现代化企业制度的企业更有发展后劲。要进一步提升市场的集中度，需要国家从产业政策上提高行业的进入壁垒。实行严格的环保标准，完善打假机制、加大制假处罚力度。

图 5：城镇居民白酒人均消费数据。



资料来源：wind

图 6：白酒行业收入增长趋势



资料来源：国元证券整理

主要优势企业受影响相对较小

泸州老窖——行业洗牌期的受益者

09 年公司业绩的增长点：一是国窖 1573 实现约 10% 的增长。二是重点推广定制酒。三是进一步推广 60 度 1573。四是加强成本控制。进一步提升广告费用的有效性，并将部分非核心生产业务外包给民营企业。进一步降低人工成本。成本的下降将贡献数千万元。

研究员认为泸州老窖的发展后劲在业内最强。主要基于其激励机制具有吸引力。对主要

管理层实施股权激励计划。以 08 年业绩为基数考核 09—13 年的业绩增长。将股东利益与管理层利益实现统一。对管理层实施年薪制。薪酬高于四川省级国有企业标准。面对未来严峻的行业形势。公司对一线销售人员特别制订新的激励力度。提升销售人员激情的同时提升公司抢“蛋糕”的能力。公司优质基酒的生产和储存工作出色，超前销售规模 3—5 年。为完善产品结构提升产品竞争力打下坚实的基础

虽然没有进行体制改革。但得益于国资委领导的开明，管理团队良好的协同合作。公司在业内较早建立起现代化企业制度。精简了人员、通过建立起信息化管理系统实现了企业管理的精细化。一线销售数据可以在 12 小时内汇总给决策层，决策迅速。营销费用的有效性不断提高。

双品牌的产品战略是公司长期增长的主要驱动力。1573 的产品生命周期还处于快速增长阶段。国窖 1573 占行业高端白酒的份额很小，在全国市场布局不全面，营销的空间很大。最终目标是要成为真正的奢侈品。老窖特曲将坚决实施品牌回归战略。坚持逐年提价，2013 年之前出厂价提高到 200 元。成为中国第一商务用酒。销量长远目标由目前的 6000 多吨恢复到以前接近 2 万吨的水平。

表 6：主要白酒企业人均收入、利润数据

2007 年	员工总数	人均收入	人均利润	销售毛利率	管理费用率	营业费用率
泸州老窖	1838	159.24	41.99	56.93	5.73	12.04
贵州茅台	7306	99.06	40.60	87.96	9.99	7.74
水井坊	1048	95.80	19.46	74.59	7.95	14.64
五粮液	15867	46.19	9.28	53.91	6.79	10.68
山西汾酒	4032	45.80	10.30	77.14	4.98	19.65
酒鬼酒	586	36.06	10.66	76.32	27.27	22.17
伊力特	1543	32.08	7.02	41.55	2.75	6.21
沱牌曲酒	4007	22.46	1.03	41.27	8.79	14.81
古井贡酒	6483	13.75	0.52	32.32	6.96	9.53
金种子酒	2065	9.64	1.28	19.05	2.45	4.47
皇台酒业	1367	6.83	-3.73	21.33	18.52	5.72

茅台：行业内受影响相对较小的企业

茅台是行业内最强势的白酒企业。8 月之前是业内真正存在供给缺口的白酒。宏观经济下滑改变了供需状况，以前终端经常缺货的现象少了。09 年的形式依旧难以乐观。研究员尝试从宏观经济对行业收入的影响角度预测茅台静态的业绩（见表 7）。结果显示 09、10 年茅台较差的情况是业绩分别下滑 14% 和 3%。但这是茅台不采取应对措施维持原有行业份额的静态结果。研究员认为茅台在 09 年实现增长的概率还是很大的。首先销售环节的利差在 180 元，是其他竞争对手的 2 倍。经销商有空间灵活把握价格来应对需求的下滑。其次，公司在 08 年新开 100 家专卖店。有利于消化 09 年 1000 吨的增量。另外，最新的调研数据显示，经过一段时间的消化，经销商的库存并不多，无库存和一个月库存的比例接近 50%，2 个月库存的占 26%。

表 7：09、10 年茅台收入静态预测

	GDP	白酒行业收入	白酒收入占 GDP 比例	GDP	茅台收入
1995	60794	395	0.65%	10.9	
1996	71177	463	0.65%	10	
1997	78973	508	0.64%	9.3	
1998	84402	476	0.56%	7.8	
1999	89677	515	0.57%	7.6	
2000	99215	510	0.51%	8.4	
2001	109655	493	0.45%	8.3	
2002	120333	488	0.41%	9.1	
2003	135823	545	0.40%	10	
2004	159878	612	0.38%	10.1	
2005	183217	722	0.39%	10.4	
2006	211924	971	0.46%	11.6	
2007	249530	1260	0.50%	11.9	72
2008	272986	1700	0.62%	9.4	101
2009	294825	1469	0.50%	8	87
2010	317821	1430	0.45%	7.8	85

资料来源：国元证券

二、啤酒：告别行业最困难的时期

2009 年啤酒行业主要发展趋势：成本下降、毛利率回升

在产品提价、自然灾害等因素共同作用下，上半年啤酒行业产量增速由 15% 大幅下滑到 6% 左右。近年来随着大宗商品和农产品价格的上涨，啤麦价格也大幅飚升。年初国际啤麦价格超过 500 美元/吨，涨幅达到 50%。啤酒花以出现了翻番式暴涨。拖累行业毛利率下滑 2 个百分点。行业累计利润增速由 21% 大幅下滑到 4.2%。

为应对成本的快速上升，我国啤酒企业一是直接提价 5%—10%。二是进行产品结构调整，推出麦芽浓度略低的清爽型啤酒。三是大幅降低进口啤麦的使用比例。由 2002 年的 64% 降低到 2007 年的 23%。主要用国产大麦来替代。一些企业通过改进生产工艺使用小麦麦芽代替部分大麦麦芽。从销售的情况看，替代的效果还是良好的。

随着 2009 年的到来，啤酒行业将告别最困难的日子。全球通胀周期在 08 年 3 季度快速转换。09 年将步入通缩周期。原油、金属、农产品等大宗商品价格快速下降。国际啤麦价格将持续回落。近期已经下降到 2006 年的水平。预计 09 年进口啤麦价格将回落到约 160 美元/吨。有助于行业毛利率恢复到正常水平。

表 8：啤酒主要原料成本构成

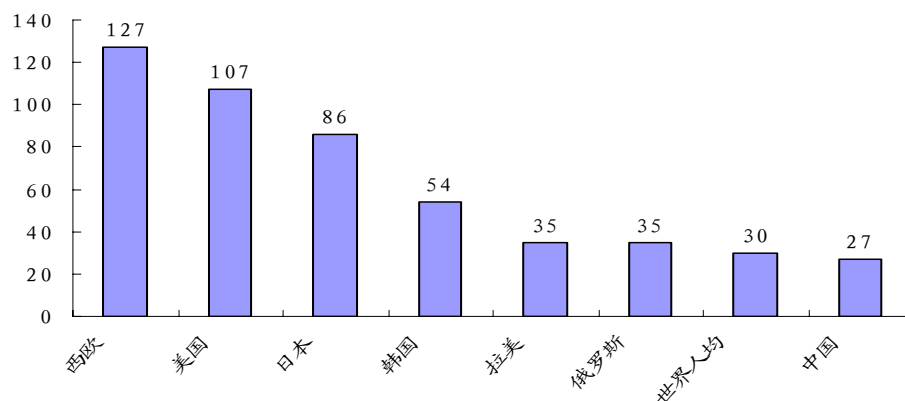
名称	单位	千升酒耗量	全年耗量（20 万千升）
麦芽	吨	0.091	18200
大米	吨	0.062	12400
酒花	吨	0.000417	83.4
瓶子	万个	0.1552	31040
水	立方米	5.6	1120000
电	KW.H	80	16000000
蒸汽	吨	0.6	120000

我国啤酒行业未来数年稳步增长

啤酒行业长期发展的驱动力在于：一是居民收入增长、城市化进程、消费习惯转变所带来的农村居民人均消费量提升、城镇居民消费结构的升级。二是行业集中度的提高。市场份额集中度提高后，竞争激烈程度缓解促使营销费用下降提升盈利水平。不过这需要是一个长期的过程。

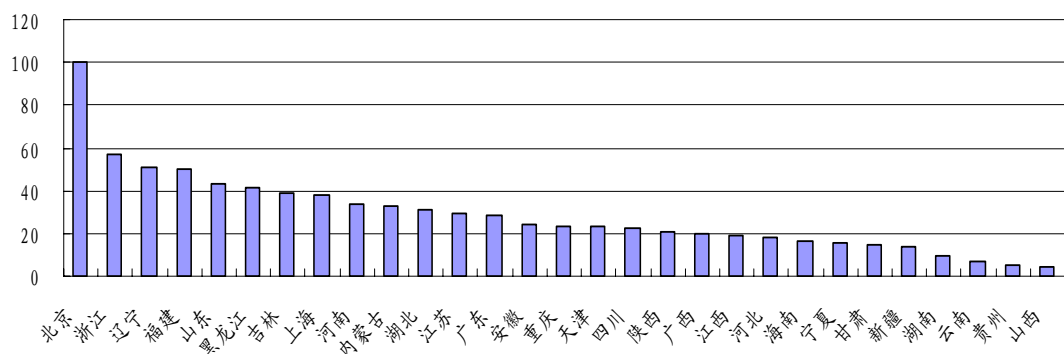
研究员预计未来数年我国啤酒消费总量复合增速约在 7% 左右。2007 年我国啤酒人均消费约 27 升。略低于世界平均水平。与东亚主要国家比较还有约一倍的差距。从目前我国啤酒消费区域情况看，存在着地区发展不均衡情况。经济发达地区啤酒人均消费量最高可以接近 100 升，如北京、浙江、福建的人均消费量远远超出全国人均 27 升的水平。中西部地区人均消费量较低，如贵州、云南、湖北、湖南、广西、海南、江西、四川等地。内陆省份及广大农村市场是未来销量增长的潜在区域。。

图 7：各地区啤酒人均消费量比较（升/年）



资料来源：国元证券

图 8：中国各地区啤酒消费量比较



资料来源: wind

从行业竞争格局看, 目前国内啤酒产量 20 万吨以上的企业仅 18 家, 占全国啤酒总产量的 1/3 左右。超过百万吨的主要生产企业分别是华润雪花、青岛啤酒、燕京啤酒。还有其他一些区域性强势啤酒企业如重庆啤酒、河南金星、哈尔滨啤酒、珠江啤酒、金威啤酒等。英博收购 AB 公司之后已经成为世界上最大的啤酒企业占世界 25% 的市场份额。其在中国的权益产能约 600 万吨是外资在中国第一品牌。

长期看, 我国啤酒行业的集中度将会继续提升。目前我国啤酒行业的集中度还不是很高。前三大啤酒企业 (华润雪花、青岛、燕京) 合计市场占有率在 40% 左右。美国前三大啤酒企业所占市场份额达到 80% 左右。荷兰为 80%、英国为 65%、法国为 86%、巴西为 90%。韩国为 98%, 日本 CR4 为 93%。

表 9: 啤酒行业前十大企业产量及市场份额

生产企业	主要品牌	销量 (万千升)	市场份额
华润雪花啤酒	雪花、沈阳	694	15
青岛啤酒	青岛、汉斯、崂山、山水	508	13
燕京啤酒	燕京、惠泉、漓泉	402	10
重庆啤酒	山城、重庆、麦克王	173	5
金星啤酒	金星、蓝马	166	5
哈尔滨啤酒	哈尔滨	152	4
珠江啤酒	珠江、雪堡	133	4
英博啤酒	雪津	103	3
德州克代尔	克代尔	65	2
深圳金威啤酒	金威	65	2

资料来源: 国元证券研究中心

青岛啤酒:

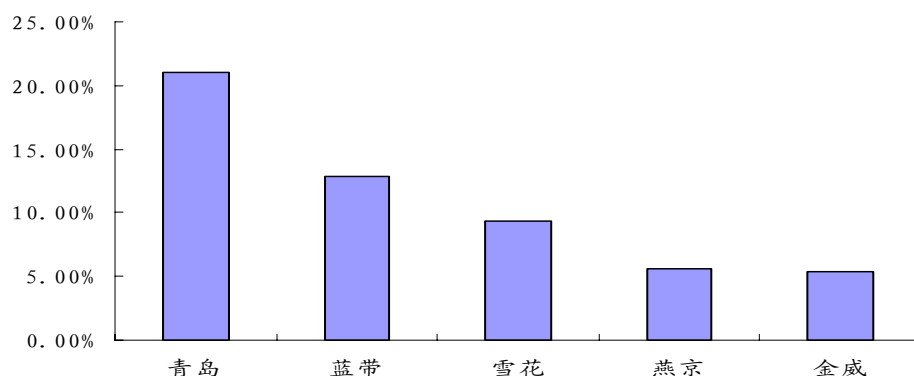
09 年公司的增长将得益于两方面的因素。第一是原料成本下滑, 利润率将有所恢复。最新的进口大麦已由年初的 500 美元/吨下降到 350 美元/吨。国内西北大麦的收购价格也下降了约 13%, 在 2200 元/吨的水平。根据财务报告的披露, 公司原料库存的量比较大。研究员预计成本的下滑要在 09 年二季度才能有体现。第二是 08 年影响需求的一些自然

因素和事件难以 09 年重现，有助于需求的恢复。

逐步提升山东的市场占有率。山东是经济发达地区和啤酒消费大省，但省内市场依然具有很大的发展空间。表现在青岛人均消费量在 150 升左右，济南人均消费量只有 38 升左右。山东其他地区平均 28 升左右。目前公司在山东的市场占有率在 40% 左右，08 年收购了烟台啤酒 39% 的股权，新增 8 万吨的权益产能。09 年在日照和平度分别有 20 万吨产能投产。

公司的长期增长得益于品牌战略的持续推进和业务流程改进带来的营运效率提升。公司品牌战略调整逐步升级。实施从“1+3”品牌战略向“1+1”品牌战略转型。即每个区域销售青岛啤酒主品牌和“汉斯”、“崂山”、“山水”中的一个，公司计划未来几年里将用“山水”品牌替代掉除“青岛”外的子品牌，最终就形成一个高端品牌青岛啤酒和一个大众品牌山水。与主要的竞争对手相比。公司高端品牌“青岛”啤酒在全国市场的推广非常成功，领先优势明显。从 08 年前 3 季度看“青岛”主品牌实现了 25% 的销量增长，“汉斯”、“崂山”、“山水”合计销量增长 42%。“1+4”品牌已经占据了整体销量的 96%。产品结构升级效果显著。

图 9：国内啤酒品牌集中度



资料来源：糖酒快讯

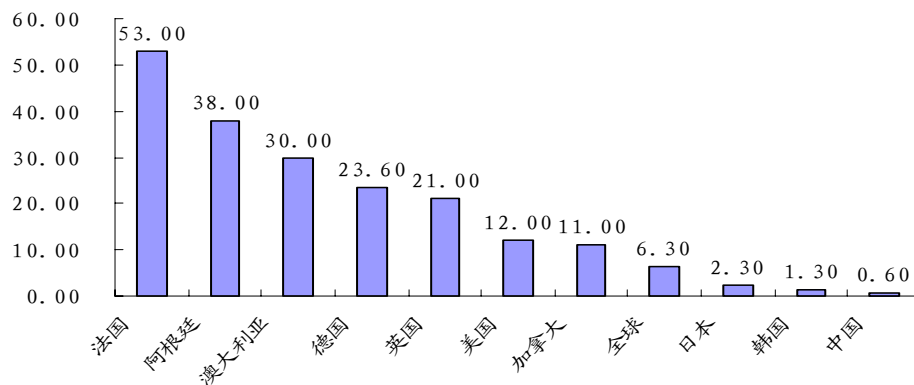
继续推进以优化价值链为主的组织变革和业务流程再造。将公司总部和七个区域营销公司调整为以营销、制造和投资三大中心的一体化运营的管理架构。实现资源一体化、分工专业化，以营销带动生产的市场导向经营策略。由生产导向型企业向市场导向型企业转变；由经营产品向经营品牌转变；由着力于规模扩大向着力于运营能力提高。

三、葡萄酒：09 年减速增长，长期前景依旧广阔

葡萄酒行业产量在今年 8 月环比同比均出现了快速下滑，由 45% 以上的增速下滑到 15%，10 月进一步下滑到 6%。研究员认为宏观经济调整对葡萄酒行业增长短期会有影响。预计 2009 年葡萄酒行业收入增速较 08 年减缓，约在 15% 左右。

我国的葡萄酒产业正处在快速成长初期。目前人均消费 0.6 升，城镇人均消费葡萄酒在 1 升左右。与世界人均 6 升多的消费量差距很大。从国内饮料酒的消费结构看，葡萄酒占酒类年消费总量的比例不到 2%。我国葡萄酒行业长期增长前景广阔。

图 10：主要国家人均葡萄酒消费量（升/人）



资料来源：国元证券整理

当前我国葡萄酒消费与传统葡萄酒国家的消费习惯存在很大差异。传统葡萄酒消费具有文化追求、讲究原产地特征。新兴消费市场则对此比较淡化，更多具备的是快速消费品的特征。中国属于后者，绝大部分消费者不了解葡萄酒，对葡萄酒质量的鉴别水平普遍不高。国内葡萄酒企业以工业化大规模生产方式经营，缺乏个性化、同质化竞争的特点明显。因此，行业现阶段的特点是葡萄酒品牌认知度和渠道控制力度决定企业市场份额。

长期看进口葡萄酒将会影响行业的竞争格局。70 年代以来西欧等传统葡萄酒消费国人均消费量持续下降，全球葡萄酒供给过剩已经持续了数十年。07 年我国葡萄酒进口关税进一步下降到 12%，同时美元持续大幅贬值。这使得从智利、阿根廷、澳大利亚、意大利、保加利亚等国进口葡萄原酒的价格逐步下降，目前价格在 6000—7000 元/千升左右的水平。价廉物美的进口葡萄酒已占到国内约 22% 的市场份额。进口到中国市场的葡萄酒主要有原装进口瓶装酒、在中国国内灌装的国外瓶装葡萄酒（国外酒、国外品牌、中国分装）和国内葡萄酒企业进口原酒调配灌装然后加贴自有品牌（国外酒与国内酒调配、中国品牌）。前者从细分的高端市场和高端人群方面寻找切入口，并已经形成较强的品牌忠诚度；后两者则在中低端市场与本土产品展开竞争。由于优质酿酒葡萄原料的规模限制，本土葡萄酒在性价比方面不具备优势。随着消费者的逐步理性，当前行业高毛利率状态有改变的趋势。近年吨酒价格已经逐步下滑。

张裕

拥有体制优势。通过集团改制，公司管理团队成为企业的实际控制人。在充分竞争的消费品行业，这样机制使企业更具竞争力。形成了快速的市场反应能力和积极的创新意识。引入外资战略股东、产品结构升级、开发酒庄酒、推行三级营销模式，张裕都走在了行业前面。

对渠道的掌控力强。张裕 2002 年开始全面推行三级营销网络，销售网络遍布 29 省。在全国设 26 家分公司，500 多个经销处，1500 多名销售人员和近 3000 家经销商，管理更为扁平，与经销商的沟通比较及时，对当地市场的了解也更为深入。打破以前大的地区

经销商对终端的控制，成立地区代表处深入到各主要销售地区，将渠道掌握到自己手中，把经销商小型化，削弱经销商的力量。解决了原来强势代理商所引起的收入增长缓慢和坏帐较多的问题。

实施以中高端酒品为主的产品策略。公司以解百纳和普通干红为主干，重点发展酒庄酒。对于白兰地、保健酒、香槟、代理进口干红等品种维持现有发展态势，实现较宽的产品线，为未来市场的细分发展做准备。2003 年—2006 年，中高档酒的销售收入占总量比由 33% 增长到 66%。坚决执行以中高端酒品为主的发展战略使公司过去数年的盈利复合增长达到 40% 快于收入的增长。

目前“解百纳”商标之争的形势对张裕有利。据中国酿酒协会统计，2007 年我国葡萄酒销售规模约 150 亿元，其中“解百纳”市场份额高达 30 亿元。根据中国食品工业协会统计数据，中国葡萄酒总量在 50 万-60 万千升之间，解百纳产品在产销量约 15 万千升，占目前国内葡萄酒总量的 20%-25%。张裕解百纳产销量在 1.5 万-2 万千升，占行业 1/8，而王朝解百纳系列约占自身总产量 10%，长城解百纳则占自身产品线 15%。竞争对手一旦被禁用“解百纳”商标，空出来的市场空间会让张裕获益匪浅。

四、肉制品：集中度提升是长期趋势

中国是世界上最大的猪肉产品消费国。2006 年我国猪肉的生产和消费达 5197 万吨，占世界总产量的 50.1%。是欧盟的 3 倍、美国的 5 倍。近年来生猪及猪肉产量年均增长率平均保持在 4% 左右，高于世界平均 3.3% 的增长率水平。农村人口向城镇转移、收入逐步提高是推动肉类消费的主要动力。据中国肉协预测，“十一五”中国肉类增长年均 3-5%。

从肉制品看，我国肉制品产量占肉类总产量的比重大概在 10% 左右，远低于发达国家 50% 左右的比重。随着国民消费方式的改变，国内熟肉制品比重将继续上升。预计高温肉制品能维持每年 10% 左右的增长速度。低温肉制品将成为高温肉制品升级的替代品，年销量增大约维持在 30% 左右。

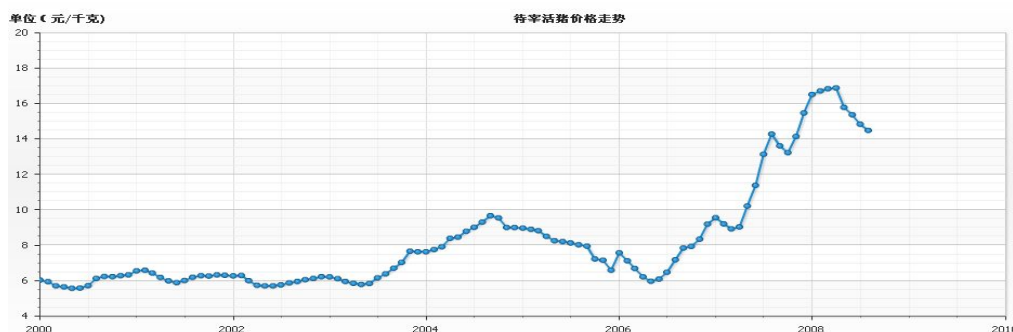
双汇

2009 年双汇的增长来源于毛利率的恢复、屠宰量与销售量的上升。

研究员预计 09 年国内生猪供给增加，生猪价格会下跌到 10 元/公斤左右。公司成本将显著下降，毛利率逐步恢复。2008 年上半年，全国生猪存栏 4.71 亿头，同比增长 9.4%，其中能繁母猪存栏 5175 万头，同比增长 22.5%，生猪出栏 2.88 亿头，同比增长 2.1%。8 月份生猪存栏同比增长 10.6%，出栏同比增长 16.4%。由于数量增长，能繁母猪占存栏猪的比例已达到 11%，超过 7%-8% 的稳定发展水平。预示着 09 年生猪供给将大大增加。同时目前出栏的生猪超过 100 公斤，表明养殖户在惜售等待价格回升而不是生猪供给不足。随

着后续生猪出栏不断增加，惜售将变为恐慌性抛售。公司 10 月最新的收购价格在 11.5—12.5 元之间。若生猪价格低于 10 元/公斤，公司将加大收购力度，大量储备猪肉。成本下降的同时，力争加大促销的力度，减缓产品价格下降的幅度。产品价格的适当下调有利于产品销量的提升。

图 11：进口大麦价格走势



资料来源：国元证券

长期看双汇将是肉制品行业的寡头。

双汇的核心竞争力在于：拥有强势的品牌、完整均衡的产品结构、遍布全国的网点、出众的供应链管理能力和专业的管理层。国内庞大的猪肉消费市场、肉制品消费比例的提升、行业集中度的提高给双汇发展提供广阔的发展空间。

第 4 部分 成本下降、需求稳定是 2009 年的投资主题

目前食品饮料行业的估值水平是市场的 2 倍左右。同时行业未来 1—2 年只有 15% 的稳定增长。研究员认为在 2009 年的调整行情中食品饮料行业能获取超额收益，但在反弹行情中，难以明显跑赢市场。给予行业“中性”评级，建议低配。配置遵循成本下降、需求稳定、分红率高的原则，推荐双汇发展、青岛啤酒、张裕 A。白酒行业中，泸州老窖和贵州茅台的最佳投资机会最早要到 09 年的 3 季度。

表 10：主要公司业绩预测及评级

证券简称	评级	2007EPS	2008EPS	2009EPS	2008PE	2008PE	分红率
双汇发展	一般推荐	0.93	1.16	1.45	27	22	50%
青岛啤酒	一般推荐	0.43	0.55	0.7	36	28	70%
张裕 A	一般推荐	1.21	1.77	2.12	26	22	65%
张裕 B	一般推荐	1.21	1.77	2.12	15	13	65%

泸州老窖	一般推荐	0.89	1.04	1.21	21	18	70%
贵州茅台	一般推荐	3	4.87	5.52	24	21	30%

资料来源：国元证券

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 15%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 10-15%” 以上	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅与上证指数持平在正负 10%” 以内	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 10%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn