

2009 年行业展望

## 消费有增长助食品行业渡过寒冬

一、2009 年居民收入增长将下降，消费支出趋于谨慎，食品行业也将过冬。但相对与其他消费品来说，食品消费受到的负面影响最小，消费量仍会有一定幅度增长。但消费结构会有变化，中低端产品销售量比重将加大。

二、2008 年食品行业主要应对的困难是低成本，因此我们提出“决胜高端”观点，即食品企业要通过提高产品档次从而提高产品价格，以确保收入和利润的增长。而 2009 年随着农产品价格大幅度回落，成本压力大为缓解，食品行业面临的新问题将是消费需求不旺。我们认为 07 和 08 年两年食品行业“量价齐升”模式将终结，代之以“降价+销量拉动收入”模式。所得税率下降因素消失后，对利润增长影响较大。整体上食品工业依然保持增长趋势，增长幅度有望保持 10% 左右。但业绩预测的准确性因为诸多不确定因素而下降。

三、在经济上升周期时，是“胜者为王”，以企业规模迅速扩张和业绩大幅度增长为特征，资本市场也遵循“高增长、高估值”。而在经济不景气时，企业首先考虑是生存问题，能够实现销售量增长，不断有现金流入是极为宝贵的，也就是说“剩者为王”。目前大量中小企业的倒闭绝大多数是资金链断裂引起。因此现金流有保障的公司特别值得珍惜。我们认为食品行业销售量受经济下滑影响较小，有销量就会有现金流，这会使食品工业在经济下滑中强于整体经济。此外为过冬，企业会更加注意节流，暂时减少拓展市场投入，降低人力、运输、管理和财务费用。一些经济发达的区域性优势企业处于更为有利的竞争地位。

整体行业投资策略维持增持评级。行业投资次序为：白酒行业、葡萄酒行业、啤酒行业、番茄加工行业、乳品行业和浓缩苹果汁。

重点关注三类公司，低估值公司（山西汾酒）、国际竞争力提高公司（新中基）、并购价值型公司（燕京啤酒），以及受益区域经济强势的公司（顺鑫农业）。

四、每一次经济周期都使行业完成一轮洗牌，特别是食品行业，产业集中度较低，危机中孕育着机会。在三鹿、太子奶、五谷道场等知名企业濒临倒闭之时，竞争格局也发生变化。强者恒强，也不排除奔出黑马。食品工业在经过了做大的第一阶段（外延式扩张）和做强的第二阶段（内涵式增长），即将进入做大与做强并举的新阶段。在这个过程中，食品行业加快与金融资本的融合，并购进入高发期，以实现跨越式的快速扩张。食品行业巨大发展空间也将吸引越来越多外来资本介入。上市食品公司总产值仅占食品工业总产值的 4.1%。对行业影响力还很低，会有更多食品公司进入资本市场完成资产和规模的迅速扩张。

## 食品与饮料制造

维持

增持

郑琦

zhengqi@csc.com.cn

85,130,985

分析日期：2008 年 12 月 5 日

### 股价表现



### 相关研究报告

|           |                        |
|-----------|------------------------|
| 2008.9.5  | 抵御成本上涨，受益税负降低，行业保持较好增长 |
| 2008.1.17 | 展望食品 2008-决胜高端         |
| 2008.7.4  | 食品饮料行业半年数据与运行分析        |
| 2008.3.13 | 2008 畜牧业恢复低于预期         |

## 2009 年食品行业也要过冬

我们先看一组央视组织《金融危机与紧缩开支》的调查问卷  
表 1：央视《金融危机与紧缩开支》调查结果

| 项目                     | 比例     | 票数   |
|------------------------|--------|------|
| 如果要减少开支，你首选哪项？         |        |      |
| 1、娱乐                   | 72.83% | 4891 |
| 2、在外就餐                 | 69.25% | 4651 |
| 3、旅行                   | 68%    | 4567 |
| 4、服饰                   | 52.01% | 3497 |
| 5、日常交通成本               | 19.65% | 1320 |
| 6、日用品                  | 10.23% | 687  |
| 你有没有听周围的人议论要减少开支       |        |      |
| 1、有                    | 81.4%  | 5469 |
| 2、没有                   | 18.6%  | 1250 |
| 认为未来物价会下降吗？            |        |      |
| 1、会                    | 64.13% | 4307 |
| 2、不会                   | 35.87% | 2409 |
| 大规模的商场促销，对你有用吗？        |        |      |
| 1、没有                   | 61.16% | 4098 |
| 2、有                    | 38.84% | 2603 |
| 你认为你的邻居或者朋友贷款购买以下什么项目？ |        |      |

|         |        |      |
|---------|--------|------|
| 1、房产    | 68.45% | 4256 |
| 2、生活必需品 | 30.86% | 1919 |
| 3、汽车    | 24.83% | 1544 |
| 4、家用电器  | 11.02% | 685  |
| 5、奢侈品   | 1.58%  | 98   |

从上述问卷中，我们很直观地得出以下结论：

1、81%的人选择紧缩开支，这是调查中最高的比例；

2、相对来说，紧缩开支对食品消费的负面影响最小，但对餐饮业的影响很大；

3、降价对推动食品消费量的作用有限；

4、传统俗语“衣食住行”的消费重要性顺序在现代社会里已经变成“食、住、行和衣”，依然是“民以食为天”。

但还有一个信息就是中国的消费者信心指数是全球最高的。

### 一、2009 年收入预期下降会影响食品消费

我们预计全国居民食品消费支出增长幅度为 9.9%(而 2008 年前三季度居民收入增幅为 15%)。测算考虑因素包括：2009 年 GDP 假设为 8%，农民收入增长幅度 6.8%、城镇居民收入增长幅度 10%、城镇化率 1.19%与农村和城镇人口数量、恩格尔系数；同时考虑到中央财政将对社会保险体系加大投入，减少公共收费等因素。但人保部近期宣布的数据为我们的增幅预测也带来一定的不确定性。这包括：“暂停上调企业最低工资”、“城镇新增就业的增速是 8%，这也是最近几年来第一次出现了连续增长后的增速下降”，2008 年失业率将达到 4%以上，09 年失业率还将上升。特别是未来将农民工就业纳入统计范畴，失业率会明显增高。这为农民增收蒙上一层阴影。不排除居民收入增长低于我们预期的可能。

(但中央政府即将推出扩大居民收入、全面刺激国内消费的方案。2009 年要继续下大力气调整国民收入的分配格局，建立职工工资正常增长机制和支付保障机制。逐步使劳动者报酬占 GDP 的比例提升为 45%左右，并在今年年底前出台明年提高工资的细则方案，通过增加居民收入、提高低收入补贴等措施，改变消费者的收入现状和收入预期，为扩大消费创造条件。这些政策将对刺激消费产生积极影响。只是这些影响暂时无法量化。1000 亿元的铁路投资建设预计增加 600 万个工作岗位)

收入预期下降，食品消费同样会受到一定程度上的影响。全国农产品以及食品价格回落尽管会适当提高消费能力，食品消费量会继续维持一定幅度上升，但正如前面调查所揭示的那样，食品价格下降不会促进消费量大幅度增长。

我们预计 2009 年肉蛋消费、乳制品消费、方便与休闲食品消费以及饮料消费均维持 5 --10% 的增长幅度。这其中肉蛋类消费和乳制品以及食用油消费量增幅在 10% 左右，理由是中国中低收入人群对这类产品的消费价格敏感度较高，明年上半年这类产品价格一直处于低位，这将吸引中低收入人群消费量有所增长。中低端白酒消费量会有所上升，理由是白酒作为嗜好性食品，当收入情况不好时，会出现“减价不减量”的消费现象。白酒总消费量增幅维持在 10-15%。啤酒消费量已经开始出现颓势，估计 2009 年销量增幅不会超过 5%。葡萄酒的销售量 08 年前 10 个月增幅高达 29.66%，葡萄酒整体价格下移以及健康营养的饮食理念不断深入人心促进葡萄酒保持较高增长，2009 年销售增幅将有所下降，估计在 15% 左右。

## 二、食品工业“量价齐升”的增长模式终结，未来以“降价+ 销量拉动收入增长”为经营主流

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。因此我们认为 2009 年食品行业面临的新问题是消费不旺。

正如前面调查问卷所揭示的那样。食品消费较为刚性，受居民收支变化影响不大，但消费结构会有波动。收入预期高时，大家都想消费升级，于是高中档产品和非必需消费食品支出会较多。而当收入预期下降，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会上升。这将使食品出厂价位整体下移，那么销售收入增长就会受到影响。除非中低端产品销售量增长足够大，则收入增长才会得到保障。但这种可能性不大。因此我们认为 09 年食品工业增长的模式将以是“降价+ 销量拉动收入增长”为主要模式。

2008 年上市食品公司利润增长来自以下几方面：一是主业增长；二是非经常性收益（比如投资、政府补贴）；三是所得税率下调。后两项因素对食品制造业利润增厚的刺激作用大于饮料业（见图）。

酒类产品出厂价呈现季节性涨落，而食品出厂价走势紧随农产品原料价格（见图）。2009 年食品制造业随着原料价格回落毛利率回升；酒类产品中的中低端产品毛利率也有望提高。2009 年中低端产品销售量增长加上毛利率提高，主业利润率前景不必悲观。而非经常性收益和所得税对 2009 年增厚利润的利好因素消失或很微弱。这对净利润增长非常不利。

由于食品有保质期限限制，以销定产，库存比例不高，这使食品行业资金运转情况好于其他一些产业。

图1 2008年白酒和啤酒出厂价格指数

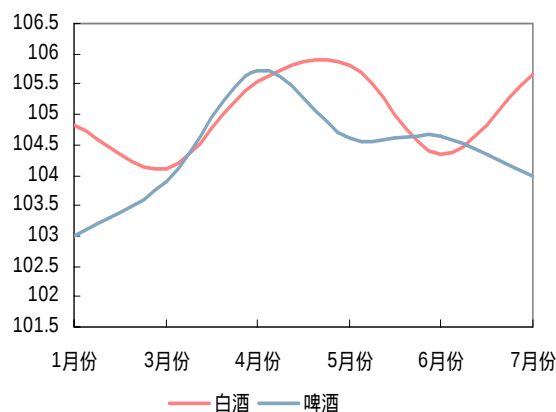
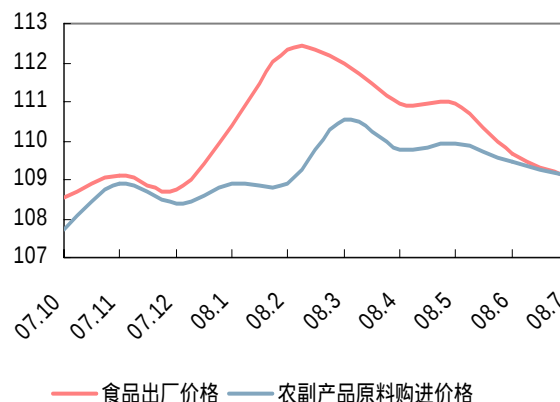


图2 2008年食品出厂价与农副产品原料购进价格指数



资料来源：国家统计局 中信建投证券研发部

图3：饮料行业盈利能力指标 07/08 中期对比

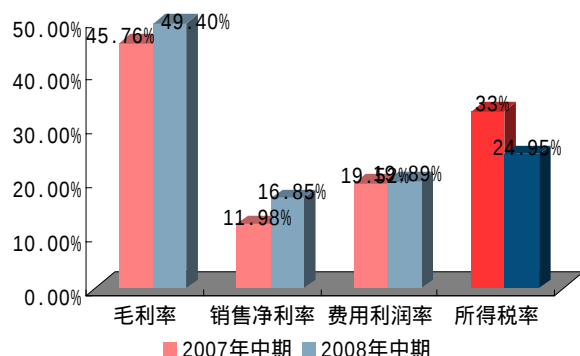
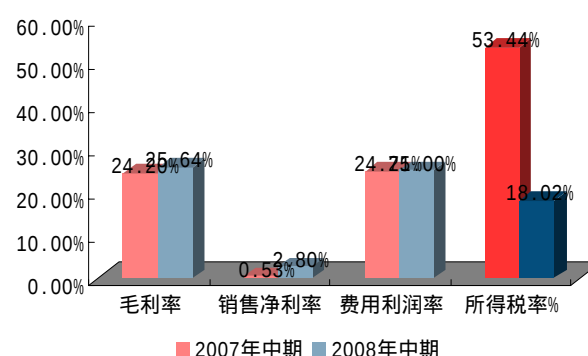


图4 食品制造行业盈利能力指标 07/08 中期对比



资料来源：聚源数据系统

## 2009 食品消费趋势

### 1、安全、完善的行业标准将成为创新基点

从康师傅矿物质水的“水源事件”直至三鹿婴幼儿奶粉的“三聚氰胺事件”，暴露出中国食品行业存在的规范和安全隐患。这些事件的出现将推动从政府到行业、生产商到终端消费者积极促成建立起科学、安全、完善的食品安全体系，以更为高标准、高要求的生产研发流程作为创新产品的立足之本。安全成为未来一段时间里消费的第一诉求。

### 2、健康、营养与便利依然是食品行业发展趋势

### 3、创新成为是食品工业增长的重要驱动力

不同领域的产品通过工艺创新和包装创新，进入其他领域，从而提高产品消费频率和消费习惯，扩大消费群体。典型事例就是熟肉制品小包装和休闲化，使原本用餐时消费的肉制品开展成休闲食品。棒棒手撕牛肉、

雨润活力棒以及飘香卤蛋等小包装肉蛋类产品出现，极大丰富了肉类产品品种。特别是消费需求不旺时，小包装产品会走俏。

#### 4、传统中式食品成为新一轮创新的热点

继王老吉凉茶销售爆发增长后，中式食品成为消费热点。特别是休闲食品，地方性名优食品特产通过新型改装大大延长了保质期和货架期，以往散装即时消费的中式糕点等都通过小型化和密封包装而销售到更远的地方。

## 2009 年食品工业各子行业分析

### 一、农副产品加工业（蕃茄加工业---迎来发展的良好机遇；浓缩苹果汁行业 --- 价跌量减，前景不乐观）

2008 年 1-6 月份，我国蕃茄酱出口量 38.15 万吨，比去年同期的 38.3749 万吨基本持平，蕃茄酱平均单价 780 美元/吨，比去年同期上涨 30.85%。价格上涨是企业业绩增长主要原因。

2008 年世界主要蕃茄生产国产量普遍下降。美国蕃茄产量预计下降 2%甚至更多，而欧盟从 2008 年开始实施的共同农业政策（CPA）改革将给中国蕃茄种植和蕃茄酱加工带来重大发展机遇。中国蕃茄种植面积将增加，蕃茄酱出口量也将逐年增加。而共同农业政策也将促使中国蕃茄产业更加重视食品安全、环境保护和发展生态农业；中国将加快改进国内蕃茄制品当前小规模种植的模式。中国蕃茄产业在世界范围的影响力将越来越大，成为推动世界蕃茄产业发展的重要部分。2008/09 年新榨季，全球加工蕃茄产量有望达到 3578.6 万公吨，但中国加工蕃茄产量基本与去年持平。

表 2 2008 年 1-6 月份 蕃茄酱出口情况

|       | 1-6 月份出口量  | 去年同期出口量    | 同比增长   | 累计平均单价     | 去年同期累计单价   | 单价同比增长 |
|-------|------------|------------|--------|------------|------------|--------|
| 蕃茄酱罐头 | 38.1555 万吨 | 38.3749 万吨 | -0.57% | 0.78 美元/KG | 0.60 美元/KG | 30.85% |

中国蕃茄产业也面临着产能急剧扩张的风险。特别是在新疆，新增产能超过 15 万吨，全疆蕃茄总生产能力突破 100 万吨，产能利用率只由 55%。在蕃茄收获季节，原料争夺十分激烈。08 年新榨季新疆蕃茄产量下降，质量低于往年，但收购价格却达到 400 元/吨，同比上涨 50%。这使蕃茄加工成本骤然提高，潜在质量风险因素加大。中国蕃茄酱出口地是欧洲，欧洲经济衰退势必影响到蕃茄酱的销售量，09 年蕃茄加工业存在着终端价格下降与成本上升的双重压力利润空间将被压缩。但相对于另一个重要出口产品浓缩苹果汁来说，蕃茄加工产业的前景因为没有替代品，因为欧盟共同农业政策的变化而更加光明。

#### 浓缩苹果汁产业可能面临着正相反的处境

2007 年由于欧洲波兰等主要苹果生产国减产，加上美洲地区橙汁价格大幅上涨，苹果汁作为替代品国际市场价格大幅上升，这种涨势延续到 2008 年上半年，吨苹果汁价格已经达到 1200 美元/吨。但随着新榨季开始，波兰等国苹果丰收，价格已经下降到 700 美元左右。考虑关税、运费等因素，中国苹果汁价格只能维持在 700 美元以下，价格变动幅度还是非常大的。加上目前梨价格便宜，作为替代品的优势尽显。因此上半年开始，国际市场浓缩苹果汁价格迅速回落，需求迅速减少。估计中国生产商为此积压的存货达到 20 万吨，达到全年产量

1/3。这为后续价格形成巨大压力。何况这些库存苹果汁在上一个榨季里原料价格非常高。

今年中国苹果产量丰收，原料苹果价格也出现大幅度下降。这有助力缓解新榨季原料成本压力。但我们认为在全球经济下滑，价格下降同样不能成为大幅度促进消费的动力，苹果汁行业已经寒意袭袭。2009 年销售量和价格双双不理想，业绩增长难度非常大。

## 二、食品制造业（乳制品---高速增长期结束，进入白银时代，发展速度与 GDP 同步，年均 6-10%）

2008 年前三个季度里，乳制品行业收入继续增长，但产量增幅和利润增幅同比下降。特别是 10 月份受三聚氰胺奶粉事件影响，液态奶销售量同比下降 32.49%，这影响 1-10 月份液态奶产量 1306 万吨，同比仅增长 1.58%。比去年同期增幅下降 15.86 个百分点。预计全年原奶产量有望超过 4000 万吨，全年乳品收入增长幅度为 18%左右，利润总额增长下降到 10%左右。2009 年液态奶销售量的恢复和价格的恢复将延迟到明年下半年。2009 年乳品行业仍将低迷。

表 3 2008 年 1-8 月规模以上企业乳制品产量及增长情况

|      | 产量（万吨）  | 增长率（%） | 去年同期增长率（%） |
|------|---------|--------|------------|
| 乳制品  | 1295.65 | 12.55% | 21.72%     |
| 液体乳  | 1105.22 | 10.29% | 17.79%     |
| 干乳制品 | 190.43  | 27.76% | 41.97%     |

表 4 2008 年 1-8 月规模以上乳品企业

|      | 金额（亿元）  | 增长率（%） | 去年同期增长率（%） |
|------|---------|--------|------------|
| 销售额  | 1053.66 | 29.19  | 23.51      |
| 销售成本 | 828.35  | 30.67  | 24.26      |
| 销售费用 | 137.50  | 26.63  | 24.47      |
| 资产总计 | 951.69  | 19.41  | 14.23      |
| 利润总额 | 55.49   | 24.78  | 28.29      |

乳制品行业因 2008 年 9 月份三鹿婴幼儿配方奶粉三聚氰胺超标，导致多名婴儿患病事件而即将发生重大转折；

首先，行业面临洗牌，竞争格局有所改变。三鹿解体，其资产由三元以及完达山瓜分。太子奶由于资金链断裂濒临破产。乳业以伊利、蒙牛为第一军团，三鹿和光明为第二军团的格局将以三元和完达山位次上升而改变。一些没有产品安全问题的地方性乳品公司再次获得生机，上市公司中的新希望以及准备上市的完达山。伊利和蒙牛继续扩大市场，巩固市场地位进程被推迟。但由于与第二军团在规模和销售收入上差异巨大，暂时还看不到位次下滑到第二军团的迹象。

其次，乳品行业产品调整，产业升级的进程被迫放缓。知名企业好不容易争夺来的中高端婴幼儿配方奶粉部分市场再次失去。竞争者因为对手的失误而得分。企业不得不回到产品安全的基本低层次定位上。

第三，催生《乳制品加工业准入条件》、《乳制品工业产业政策》两个具有历史意义的文件诞生。这两个文

件基本上涵盖了行业的方方面面，其中距离、规模、原料、建设主体等四项条件是属于刚性指标，新建和扩建企业必须不折不扣的贯彻执行。乳制品行业将进入一个良性和理性发展时期，无序竞争的状态将变成在政府宏观调控政策指导下的有序有限和谐的竞争。未来乳品行业增幅放缓到 10%以内。从国情出发，行业协会不提倡乳品高档化，乳品继续向多样化方向发展。奶酪可能成为下一个开发和引导消费的热点。

### 三、饮料制造业（酒精饮料 ---- 全面进入盘整期）

#### A、白酒行业---发展更为理性，中低端白酒销售比重上升。

目前，中国白酒市场处于瓶颈期，受整体经济环境影响，生产者和销售商信心指数下降，市场整体供需不足。白酒市场结构进入稳定期和成熟期；即市场壁垒已经形成，进入门槛越来越高。在需求低迷和市场稳定情况下，白酒新产品推出变得非常谨慎。白酒生产者更加关注消费者的感受和消费诉求，与经销商关系趋于和谐。白酒发展更为理性。但新产品开发速度会放缓，市场营销力度有所减弱。

高档白酒：将进入盘整期，增幅下降，但品牌集中度会更集中，开发不久处于市场开拓期的地方性品牌高档酒面临非常大的风险。高档酒的销售重点将放在团购上，未来 100 元—300 元/500 克价格区间白酒的市场机会更好。

产品概念和规格：继续打健康牌，以及不同规格包装上实现差异化来争取市场。未来小包装酒会逐渐流行。就像拆分股份以活跃交易一样。

主流产品档次：常规商务用酒将以 150—200 元为主要竞争区。

#### B、黄酒行业--- 刚有起色，偏遇寒流。革命尚未成功，市场依然局促

过往两年，黄酒都保持每年 15-20%的增长速度，黄酒文化也有很大起色。但营销水平和能力相对其他酒类来说很薄弱。大张旗鼓的宣传后市场刚刚得到一些拓展，但经济形势不好，给市场继续拓展蒙上阴影。

#### C、啤酒行业--- 成本下降成最大亮点，行业竞争格局变数带来投资机会

2008 年下半年以来，大麦、酒花、玉米淀粉以及大米价格全面下降，而 10 月份单月啤酒销量增幅回到 10%，比前 10 个月累计销量 5.6%高出不少。这都给啤酒行业增添亮色。我们预计 2009 年啤酒销售量增长大约在 5%。而原料价格低迷会维持到明年中期，因此对啤酒行业 09 年谨慎看好。

啤酒行业面临的最大问题是国内市场完全国际化竞争，英博收购百威使行业竞争格局再次面临着变数。资本说话在啤酒行业体现得淋漓尽致。华润雪花凭借外资资本优势，不断收购兼并，全面已经超过老牌青岛啤酒和燕京啤酒。燕京努力保持民族品牌时，越来越不敌外资的压力，因为收购话题可能再次被提起，从而影响股价。青岛啤酒经过做大与做强，做强于做大的不同阶段，目前到了做大做强并举的新阶段。

#### D、葡萄酒行业--08 年葡萄略有减产，原料价格平稳，葡萄酒质量预计较好。09 年葡萄酒行业依然保持 15% 以上增长

2008 年葡萄酒收获季节，沙城、东北产区、武威产区以及新疆产区均出现不同程度减产，葡萄质量普遍好于往年，甚至有些产区出现 2000 年以来最好的葡萄质量。因此 2008 年会出产非常优质的年份葡萄酒。葡萄减

产没有带来葡萄价格的上涨，价格稳定在 1.2-1.7 元/斤，基本与去年持平。价格稳定和质量上乘，对酿造企业来说非常有利。

2007 年国产葡萄酒的产量达到了 67 万千升，工业出厂值达到了 147 亿元人民币，分别比 2006 年增长了 37% 和 22%。进口葡萄酒达到 14.73 万千升，其中散装酒 10.5 万千升，增长 11%；瓶装酒 4.23 万千升，增长 111.5%。进口额达到 24463 万美元，其中散装酒为 6050 万美元，增长 15%；瓶装酒 18413 万美元，增长 138%。2008 年前 10 个月，葡萄酒以销售量 29.66% 高居所有酒类榜首，预计全年消费量将达到 72 万吨。

葡萄酒消费量快速增长与“喝葡萄酒更健康的观念被广泛接受”有关，与进口葡萄酒价格下降以及不断成熟的营销也有很大关系。进口葡萄酒在中国市场正进入一个鱼龙混杂的高速膨胀期，一时间带来消费的高速扩张期，进口葡萄酒由高贵向平民化发展，价位走低是促进消费的重要因素之一。而据国际葡萄酒展览组织 Vinexpo 的一项调查结果：“至二零一零年，中国将以百分之三十五点九一的增长幅度位全球葡萄酒消费增长国家首位”。中国葡萄酒对葡萄酒的需求人群主要还是集中在白领以上阶层，2009 年经济下滑居民收入增长下降，白领阶层受到的影响会小于其他阶层，因此葡萄酒消费依然会有一定保障，预计全年消费增长 15%，好于其他行业。

相关公司：张裕 A—解百纳商标归属在一片哗然中落户张裕，张裕以解百纳为主推品种的产品战略将更有作为。2009 年张裕依然值得期待。

食品行业投资策略维持增持评级。行业投资次序为：白酒行业、葡萄酒行业、啤酒行业、番茄加工行业、乳品行业和浓缩苹果汁。

表 5 2008 年 1-10 月份三大酒类产量与增幅

| 产品项目 | 产量（万吨）  | 同比增增长（%） | 去年同期增长率（%） |
|------|---------|----------|------------|
| 白酒   | 441.21  | 17.07%   | 23.3%      |
| 啤酒   | 3645.44 | 6.43%    | 13.55%     |
| 葡萄酒  | 56.94   | 29.66%   | 33.32%     |

表 6 2008 年 10 月份单月三大酒类产量与增幅

| 产品项目 | 产量（万吨） | 同比增增长（%） | 环比增幅（%） | 去年同期增长率（%） |
|------|--------|----------|---------|------------|
| 白酒   | 51.29  | 12.95%   | 0.35%   | 41.67%     |
| 啤酒   | 308.58 | 10.27%   | 4.27%   | 1.75%      |
| 葡萄酒  | 5.85   | 5.88%    | -8.46%  | 42.73%     |

## 重点关注几类公司与投资要点

### 一、低估值公司：山西汾酒

山西汾酒发展路径颇不顺利，经历了 2006 年业绩高增长，到 2007 年下滑，在 2008 年第三季度的迅速回升如同坐过山车一样的走势。这与汾酒营销策略的变化以及人事的更迭有很大关系。目前汾酒的调整集中在：一是产品层面，二是销售模式和销售渠道。产品方面是继续压缩产品数量，特别是压缩销售量少的工商联合开发品牌的数量。整顿产品价格体系，汾酒对工商联合开发品牌采取了分步骤提价，以带动汾酒自有品牌的价格体系调整。在销售方面，建立了地级市为单位的产品代理制度，统一价格、统一管理、集中运作。为此设立了山西、东北、西北、华南等 9 大营销大区，并设立了省内外 14 个产品中心库，有公司配送和实施到岸价格。这些

措施都展示汾酒的工作重点转移到品牌管理上。汾酒在河南销售量下滑后，在华北市场特别是北京市的拓展很有起色。有三季度的快速增长，08 年全年预计 EPS 为 0.72 元/股。09 年预计增长 20%。11 月 24 日收盘价为 11.80 元/股，08 年动态 PE16.38。在白酒公司中估值最低。

## 二、国际竞争力提高的公司：新中基

作为番茄酱产业的领军企业，在未来中国番茄加工产业发展中将继续扮演重要角色。公司已经拥有优质番茄生产基地 50 万亩，番茄制品综合生产能力达 60.5 万吨，位居世界同行业第二位。产业布局遍及新疆、甘肃、天津、法国。特别是小包装番茄酱开发较早，也已形成一定的品牌影响力。近期新中基与中国包装产业龙头奥瑞金制罐签署战略合作协议。奥瑞金是中国最大的马口铁三片罐制造企业之一，年生产制罐能力达到 30 亿套。根据协议，将整合双方在番茄制品金属包装制造的现有资源，建立以奥瑞金制罐为主的统一的金属包装生产管理和供应体系，以保障新中基番茄制品不断发展的需求。08 年业绩预测为 EPS0.20 元/股；11 月 24 日股价 4.99 元/股，动态 PE24.95 倍。09 年新中基业绩前景不明朗，但鉴于该产业良好的发展空间以及新中基的竞争实力，建议投资者给与关注，适当做战略性投资。

## 三、并购价值型公司：燕京啤酒

燕京啤酒 2008 年预计啤酒总产量将达到 360 万吨，是全国第三大啤酒生产商，也是三家啤酒龙头中唯一没有外资股份的纯粹的民族品牌公司。在当前啤酒龙头企业绝大多数均吸收了国际啤酒巨头资本，并购市场目光被聚焦到燕京身上。每次的并购案发生，燕京的股价都要波动一回。2008 年英博收购百威不仅造就了全球啤酒行业最大一宗并购案，也使中国啤酒竞争格局再次面临着变数，燕京的地位也因为前两家青岛和华润成为一家而变得微妙。2009 年燕京与外资的故事还会继续讲下去。燕京除产能扩张、成本下降促进业绩增长以及潜在并购对象而受到市场关注。预计 08 年燕京 EPS0.42 元/股，动态 PE28 倍。

## 四、受益区域经济强势的公司：顺鑫农业

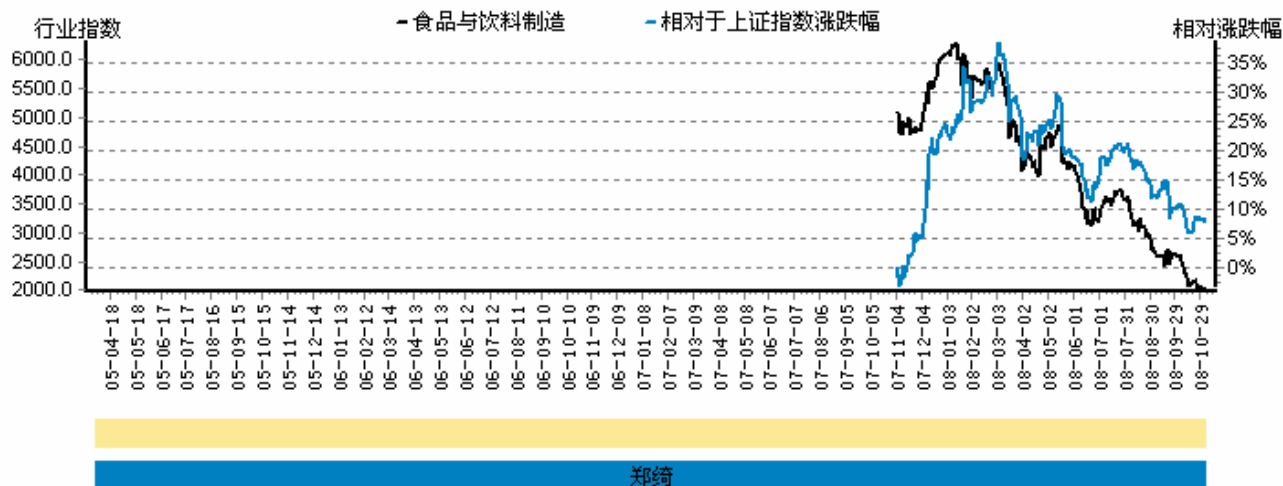
2008 年前三个季度，顺鑫农业实现 EPS0.41 元/股，预计全年达到 0.48 元/股，动态 PE21.97。公司围绕北京为主要产品市场，北京地区较高的经济发展水平和居民消费能力为顺鑫发展提供很多机会。2008 年公司几大主营业务：白酒系列、猪肉系列、种猪系列、建筑工程业务均取得非常快增长，其中白酒系列、种猪系列和建筑工程业务销售收入半年就达到 07 年全年水平。我们继续看好公司几大业务在 2009 年的增长。一是以牛栏山二锅头在北京销售猛增，在消费有所萎缩情况下，中低档的二锅头销售量会继续增长；二是猪肉和种猪系列产品，拥有较为完整产业链，较单一产业链来看，抗市场风险能力很强，09 年种猪销售会受影响，但猪肉系列则以为生猪价格下降而受益。三是建筑工程业务，公司拥有一级建筑资质，未来相当长时间里，国家加大农业基础设施投入，该项业务大有可为。特别是北京地区消费能力在全国属于较高水平，受宏观经济放缓的影响较小，占据地理之便，顺鑫农业 09 年预计 EPS 增长 20%。

顺鑫农业潜在风险在于房地产业务可能会占用资金，周期长，08 年公司净现金流量表现很差。资金紧张问题可能较为突出。

表 7 白酒板块公司 2008 年业绩预测与估值

|      | 2008 年预<br>测 EPS | 每股净资<br>产 | 每股未分配<br>利润 | 每股经营现<br>金流 | 11.24 日股价 | 2008 年动<br>态 PE | 每股经营现金流与每<br>股收益溢价 |
|------|------------------|-----------|-------------|-------------|-----------|-----------------|--------------------|
| 贵州茅台 | 4.69             | 10.26     | 6.74        | 1.58        | 99.63     | 21.24           | 0.47               |
| 五粮液  | 0.48             | 2.86      | 1.17        | 0.315       | 14.4      | 30.00           | 0.75               |
| 泸州老窖 | 1.1              | 2.12      | 0.5879      | 0.32        | 19.22     | 17.47           | 0.41               |
| 水井坊  | 0.55             | 2.56      | 0.31        | 0.32        | 11.04     | 20.07           | 0.68               |
| 山西汾酒 | 0.72             | 2.96      | 1.28        | 0.48        | 11.8      | 16.39           | 1.04               |
| 老白干  | 0.15             | 2.49      | 0.173       | -0.036      | 7.56      | 50.40           | -0.18              |
| 伊利特  | 0.27             | 2.08      | 0.3279      | 0.24        | 4.92      | 18.22           | 1.04               |
| 顺鑫农业 | 0.4              | 4.97      | 0.8997      | -2.36       | 10.55     | 26.38           | -5.76              |
| 酒鬼酒  | 0.03             | 1.92      | -2.25       | -0.227      | 4.92      | 164.00          | 5.68               |
| 古井贡  | 0.16             | 3.7       | 0.208       | 0.52        | 7.79      | 48.69           | 5.20               |
| 沱牌曲酒 | 0.13             | 5.2       | 1.3216      | 0.01        | 5.59      | 43.00           | 0.08               |

附:



## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 12 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 12 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 12 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 12 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 12 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 中信建投精神

### 我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉  
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界  
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断  
注重研究、沟通、推介能力的全面发展  
发扬敬业精神，发扬团队精神

## 关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构  
第一家与保险公司签约的证券研究机构  
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构  
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构  
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名  
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名  
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点  
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点  
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点  
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

## 作者简介

郑绮 食品饮料行业首席分析师，从事该行业研究 6 年，获得两届日用消费品行业最佳分析师称号。

## 地址

| 北京 中信建投证券研究发展部      | 上海 中信建投证券研究发展部         |
|---------------------|------------------------|
| 中国 北京 100010        | 中国 上海 200120           |
| 朝内大街 188 号 4 楼      | 世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室 |
| 电话：(8610) 8513-0588 | 电话：(8621) 6880-5588    |
| 传真：(8610) 6518-0322 | 传真：(8621) 6880-5010    |