

[2008.12.31]

经济减速影响行业利润增长

——1-11 月行业经济数据分析

胡春霞

021-38676186

huchunxia@gtjas.com

洪婷

021-38676550

hongtin@gtjas.com

本报告导读：

- 经济减速影响行业利润增速，除葡萄酒外1-11月各子行业的利润增速均下降。
- 考虑到成本下降和大众消费品的防御性，维持对青啤和双汇的推荐。

投资要点：

- 数据整体印象：经济减速影响食品饮料各子行业的收入和利润的增速。**受成本上升和经济增速下降影响，各子行业除葡萄酒之外，利润增速均出现下降。白酒受10、11月销量不佳的影响，行业的收入和利润增速均下降；啤酒受成本高企拖累，利润出现负增长；屠宰及肉制品利润增速略有下降，但毛利率上升；乳制品受三聚氰胺事件的负面影响明显，利润下降28.12%。
- 经济减速开始抑制高档白酒的销量增长和提价。**1-11月白酒的收入和利润增速分别较去年同期下降。一方面近期部分高档白酒的销售情况弱于去年同期，另一方面部分高档白酒的出厂价的提高未能有效传达到终端，提价受到抑制。
- 成本高企导致啤酒行业利润出现负增长，期待明年成本下降。**1-11月啤酒收入增速上升，但利润同比下降2.9%，主要原因是下半年企业生产所用的大麦大部分仍是08年上半年啤麦价格较高时购买的，成本压力使得公司利润下降。但我们预计09年啤麦的价格将会有一定的下降，成本压力缓解将帮助行业走出困境，09年利润稳定上升可期。
- 葡萄酒继续保持较快增长。**葡萄酒是食品饮料各子行业中惟一实现利润增速提高的，但从销量和利润的增速环比下降看，经济短期减速也开始影响葡萄酒消费增长，但基于葡萄酒国内市场的潜力，我们长期仍看好行业在国内的发展。
- 生猪价格回落，屠宰及肉制品行业毛利率上升。**今年下半年以来生猪价格从高位回落，而深加工肉制品价格未有较大变化，屠宰及肉制品行业的毛利率上升。我们预计明年生猪价格将保持稳定，再难回到历史高位，行业盈利能力将获得稳定提高，维持增持评级。
- 三聚氰胺事件影响导致行业利润同比下降28.12%。**三聚氰胺事件对行业的影响在1-11月的数据中反映出来，问题奶粉的回收销毁及销售的受阻导致部分企业今年出现亏损，虽然11月行业销量有所回升，但08年行业负增长已成定局，我们预计行业于2010年恢复到正常水平。
- 行业观点：**虽然经济减速影响行业的增速，但作为非周期性行业，食品饮料行业受经济减速的影响相对其他行业来说较小，其防御性的特征明显，基于对明年经济形势不乐观的预测，**维持对行业增持评级。**
- 投资建议：**我们首推受到经济影响最小的大众消费品：啤酒、屠宰及肉制品加工；其次葡萄酒行业；高档白酒行业受到经济影响较大，但是贵州茅台等龙头企业在经济好转时仍有较大机会，目前的投资机会在于市场悲观导致估值过低的机会。乳制品维持中性评级。**我们维持对青岛啤酒、泸州老窖、贵州茅台、双汇发展、张裕的推荐。**

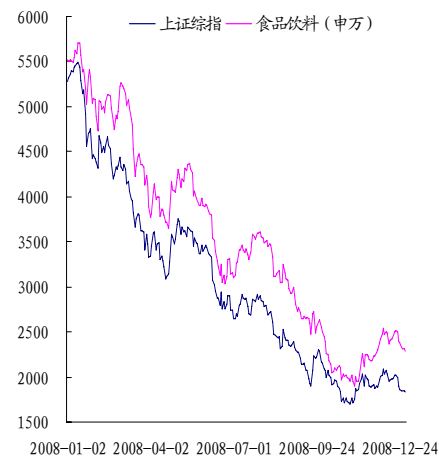
请务必阅读正文之后的免责条款部分

细分行业评级

白酒制造业	增持
葡萄酒制品业	增持
啤酒制造业	增持
屠宰及肉类加工业	增持
乳制品制造业	中性
黄酒制造业	中性

重点公司评级

贵州茅台	增持
泸州老窖	增持
五粮液	谨慎增持
山西汾酒	谨慎增持
金枫酒业	谨慎增持
张裕 A	增持
双汇发展	增持
青岛啤酒	增持
燕京啤酒	增持
三全食品	谨慎增持
伊利股份	中性



相关报告

- 白酒增速保持稳定 乳制品略有回升 (08.12.16)
- 食品饮料行业：冬天最厚的那件“棉袄” (08.12.01)
- 白酒、啤酒产量增速回升，液体乳产量下降 (08.11.17)

国家统计局公布了 1-11 月份食品饮料行业经济数据，我们谨以此公开数据作为主要参考，结合我们对企业的理解分析食品饮料各个子行业数据。根据我们长期对统计局的数据跟踪分析，有部分数据前后连贯性差，存在统计数据或者统计口径上的误差，我们也在文中提出质疑，但是总体上看统计局数据作为可以观测到的行业数据仍然具备很大的参考意义。

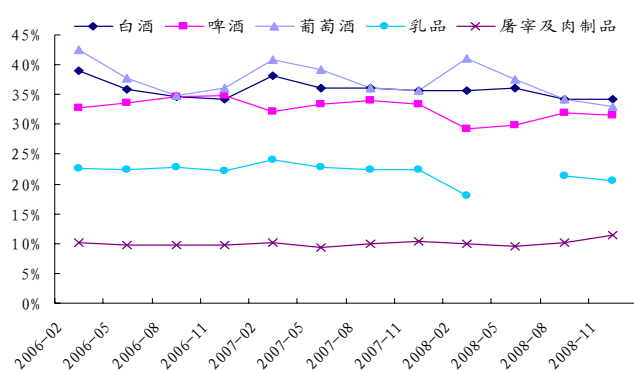
1. 经济减速影响行业增速

经济减速的影响对食品饮料行业的影响已经较为明显的反映在 1—11 月的行业经济效益数据中：

各类产品中仅葡萄酒的收入和利润增速出现增长，白酒的收入和利润增速均出现下降；啤酒的收入增速上升，但税前利润同比下降；屠宰及肉制品的收入增速上升，利润增速下降；液体乳及乳制品的收入增速下降，税前利润同比下降。

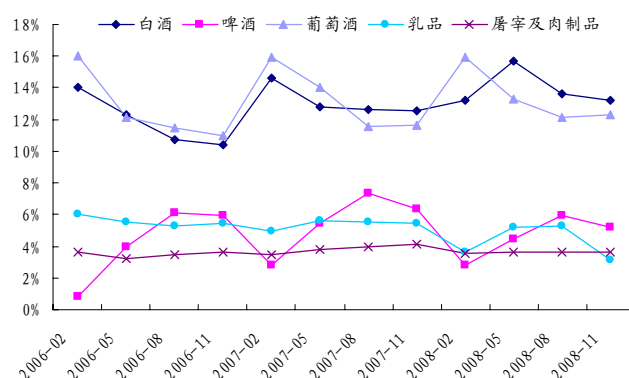
白酒和啤酒的毛利率与 8 月的水平基本保持一致，虽然国际大麦的售价相较于今年上半年已有较大幅度下降，但由于目前大部分公司还未开始新麦采购，仍使用 08 年初采购的大麦，所以啤酒的毛利率仍未有明显好转，但我们认为随着库存大麦的逐步消化和新大麦的采购，09 年啤酒行业的毛利率将会有一定的回升。屠宰及肉制品的毛利率和净利润率都略有回升，生猪价格的回落及时地传导到行业的毛利率，我们预计由于国内生猪存栏量增长，明年生猪价格上涨的可能性较小，行业成本压力下降，毛利率将继续保持平稳。葡萄酒行业由于经济减速和外国葡萄酒的冲击，毛利率和税前净利润水平逐步下降。

图 1：各子行业的毛利率变化



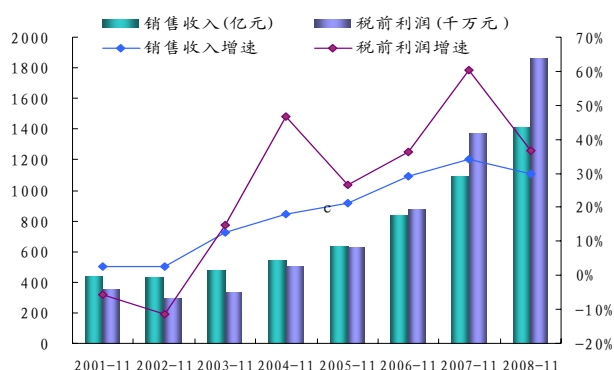
数据来源：CEI, 国泰君安研究所

图 2：各子行业的税前利润率变化



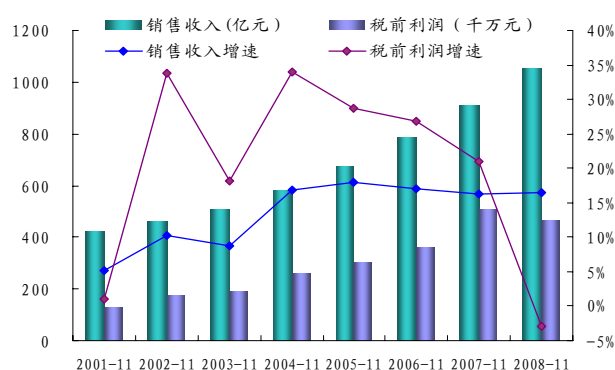
数据来源：CEI, 国泰君安研究所

图 3: 11 月份白酒收入、利润及增速比较



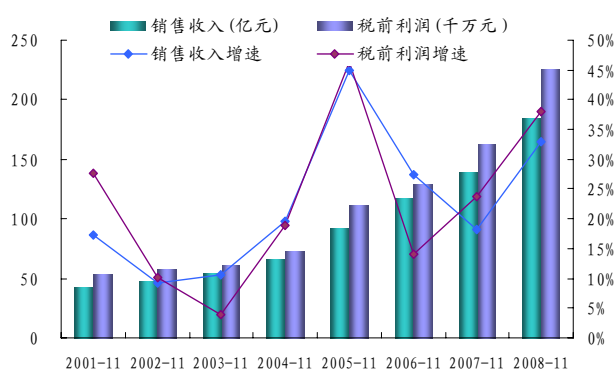
数据来源: CEI, 国泰君安研究所

图 4: 11 月份啤酒收入、利润及增速比较



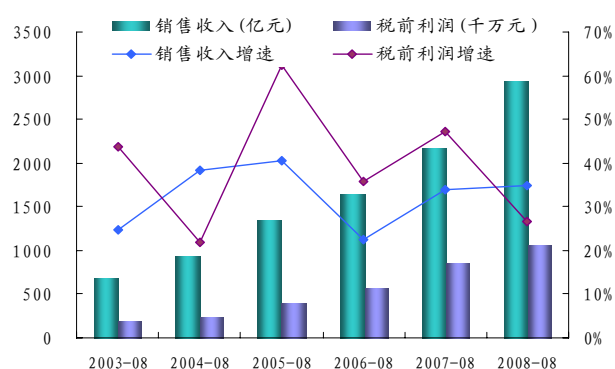
数据来源: CEI, 国泰君安研究所

图 5: 11 月份葡萄酒收入、利润及增速比较



数据来源: CEI, 国泰君安研究所

图 6: 11 月份屠宰及肉制品收入、利润及增速比较



数据来源: CEI, 国泰君安研究所

1.1. 白酒: 受经济减速影响, 收入和利润增速出现下降

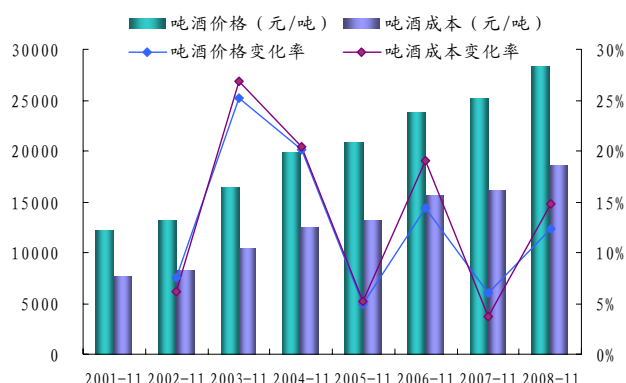
经济减速对白酒销售的影响在 10-11 月开始明显起来, 1-11 月的销售收入增速为 29.94%, 比去年同期下降了 4.09 个百分点; 销售利润增速为 36.79%, 比去年同期下降 23.47 个百分点。

数据表明, 白酒的行业景气度随着经济周期的变化而变化, 今年下半年以来国际金融危机爆发, 国内经济进一步恶化, 据我们了解, 经济减速对白酒行业的影响主要表现在以下几点:

(1) 10 月正值白酒销售的旺季, 但却出现旺季不旺的局面, 10 月单月的白酒行业总销量增速比去年同期下滑 15.85 个百分点, 虽然 11 月白酒销售有所回暖, 但增速仍低于去年同期;

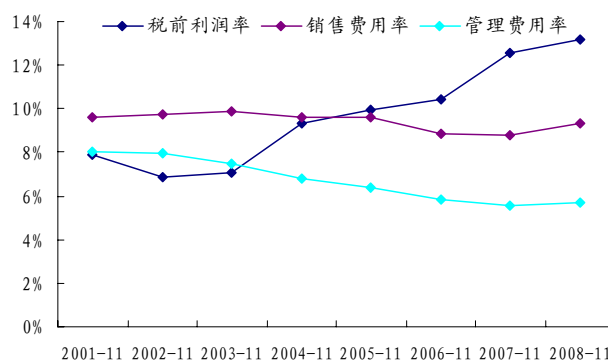
(2) 经销商及终端白酒价格提升乏力。虽然今年 8 月五粮液、泸州老窖纷纷提高了出厂价格, 但是由于市场需求不旺, 目前五粮液的一批价维持在 460 元左右, 低于提高之后的出厂价 469 元, 提价的传导受到阻碍。其它白酒一批价格也有松动, 部分地区一批价格回落, 出现一些的促销行为: 国窖 1573 买一瓶返 20 元现金消费券; 水井坊买大瓶送小瓶等。如果市场消费再难回暖, 春节后部分白酒的终端价格也可能会出现下降, 这也是我们最担心的一点。

图 7: 1-11 月白酒吨酒价格及吨酒成本及其变化率



数据来源: CEI, 国泰君安研究所

图 8: 1-11 月白酒税前利润率及费用率比较



数据来源: CEI, 国泰君安研究所

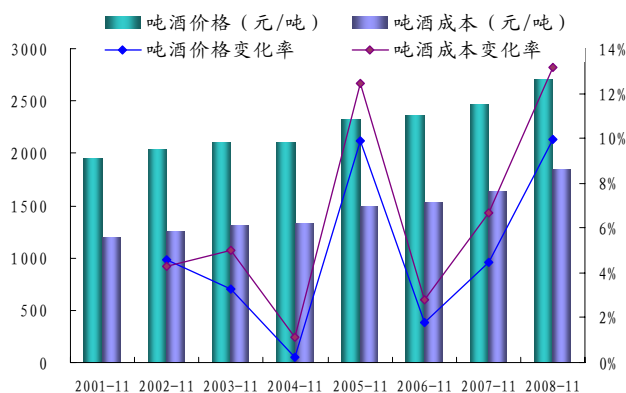
1.2. 啤酒: 成本上涨导致利润负增长 期待明年成本下降

1-11 月啤酒行业的收入同比增长 16.43%，比去年同期的 16.3% 的增速略有上升。但利润却比去年同期下降了 2.90%。

今年啤麦价格高企对啤酒企业的利润形成较大的压力，虽然下半年以来国外市场上啤麦的现货收购价格有一定幅度的下降，但由于啤酒企业还未开始新一轮的采购，企业下半年生产所需的大麦基本上是今年上半年啤麦价格高位时购进的，这导致行业的毛利率比去年同期和今年 1-8 月的水平都略有上升。另一方面由于凉夏和奥运因素影响，今年啤酒行业的销售费用支出也较大，销售费用率较去年同期上升近 2 个百分点。毛利率的下降和费用率的上升使得行业的税前利润出现负增长。

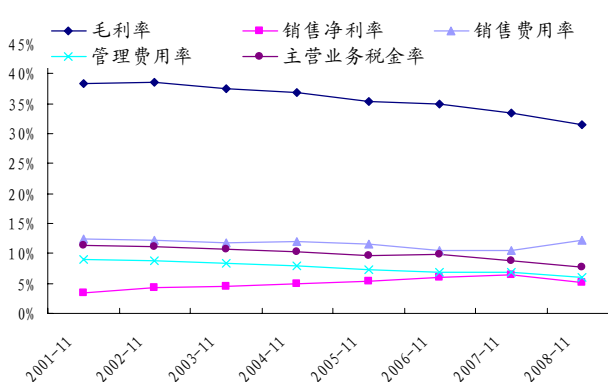
目前澳麦的收购价格已经下降到 200 美元以下，比高位下降了近 50%。随着库存原材料的逐步消化和新大麦的采购，明年行业的成本压力将会获得一定的缓解，行业利润将保持稳定。

图 9: 1-11 月啤酒吨酒价格及吨酒成本及其变化率



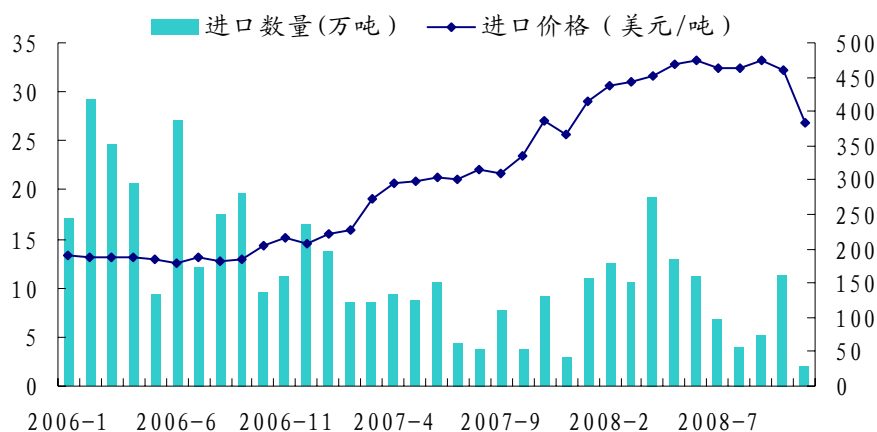
数据来源: CEI, 国泰君安研究所

图 10: 啤酒税前利润率及费用率比较



数据来源: CEI, 国泰君安研究所

图 11: 进口啤酒价格的量价变化



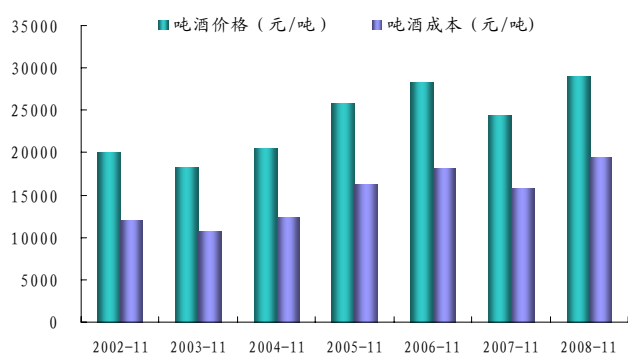
数据来源: CEI, 国泰君安研究所

1.3. 葡萄酒: 收入、利润保持较快增长

从数据看经济减速对葡萄酒行业的影响相对较小, 1-11 月行业收入增长 32.88%, 利润同比增长 37.92%, 较去年同期的增速都有较大的提高。

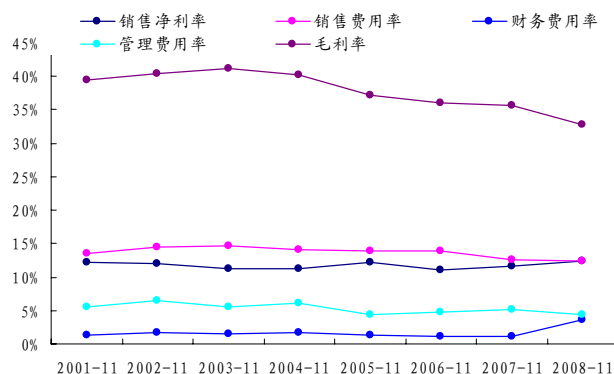
作为一个新兴的行业, 葡萄酒市场在国内还有很大的增长空间, 这也是在经济减速下, 行业依然能够保持较为稳定的增长的原因。但从下半年以来葡萄酒的产销量增速的不断下降也说明经济减速仍对葡萄酒行业产生影响, 但由于其在国内仍有广阔的市场潜力将有可能减弱经济减速的影响, 我们仍然对行业持长期看好的观点。

图 12: 1-11 月葡萄酒吨酒价格及吨酒成本变化



数据来源: CEI, 国泰君安研究所

图 13: 1-11 月葡萄酒的销售净利率和三项费用率



数据来源: CEI, 国泰君安研究所

1.4. 屠宰及肉类加工: 生猪价格回落, 毛利率上升

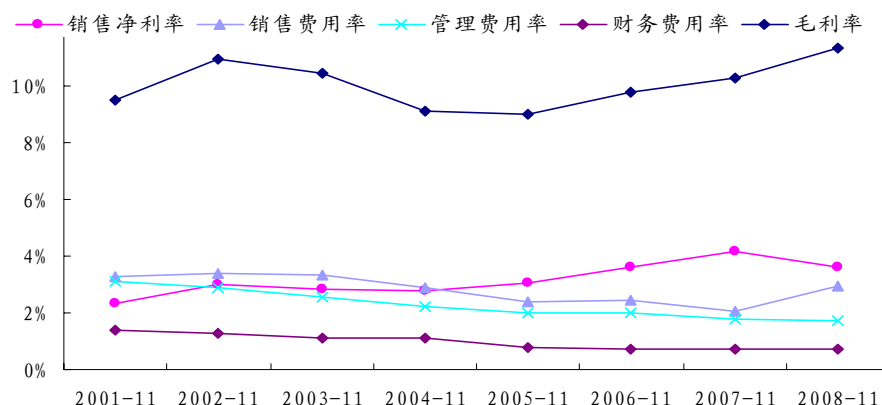
1-11 月屠宰及肉制品的收入同比增长 32.94%, 利润同比增长 20.15%, 与去年同期相比均略有下降, 这主要是由于今年上半年生猪及猪肉价格的高企影响了肉制品销量和利润。

但我们也看到下半年以来行业的毛利率和销售净利率都逐渐上升, 主要原因是下半年以来由于生猪存栏量增加, 仔猪和生猪的价格都较为迅速回落, 10 月仔猪的

价格为 23.44 元/千克，生猪价格为 12.5 元/千克，分别从上半年的高位回落 63% 和 35%。最近鲜猪肉价格的小幅回升，我们认为主要临近年底猪肉进入销售旺季。

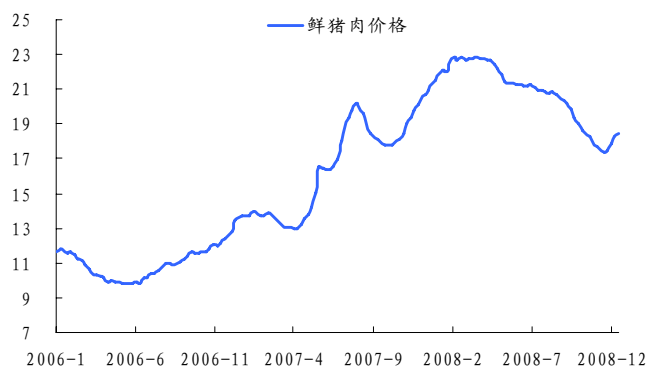
生猪价格较快回落使得行业的毛利率上升。我们预计明年生猪价格将继续略降，虽然行业猪肉产品的价格可能随着生猪的价格而逐步回落，但需求会有所增加，行业开工率有望上升，我们预期明年行业的收入和利润可以获得稳定的增长。

图 14: 屠宰及肉制品行业的毛利率，净利率及费用率变化



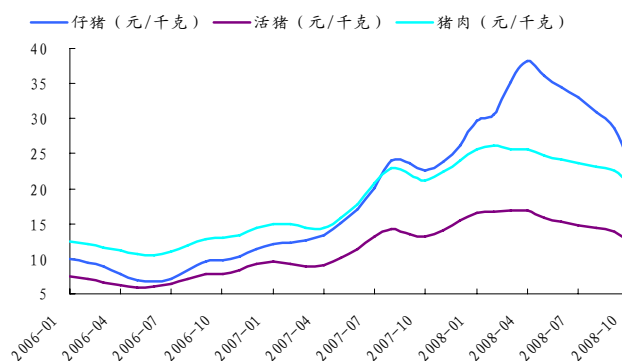
数据来源: CEI, 国泰君安研究所

图 15: 商务部鲜猪肉价格



数据来源: 商务部网站, 国泰君安研究所

图 16: 农业部公布的生猪和猪肉的价格



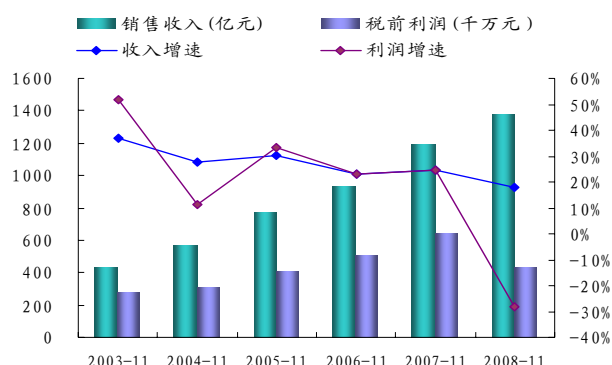
数据来源: 农业部网站, 国泰君安研究所

1.5. 液体乳及乳制品: 今年利润负增长

9 月的三聚氰胺事件对行业的影响较为直接的体现在 1-11 月乳制品行业的经济数据中，行业收入同比增长 17.94%，利润同比下降 28.12%。三聚氰胺事件使得企业召回并销毁大量不合格产品，产品积压无法销售，大部分企业三季度出现亏损。

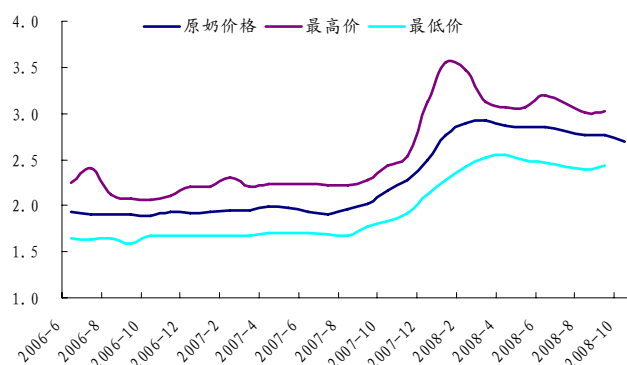
虽然在公司和政府的努力下，乳制品的销售有所回升，但今年乳制品行业负增长已成定局，我们预计随着三聚氰胺事件影响的逐渐消除，国内乳制品行业将于明年下半年或 2010 年恢复正常水平。

图 17: 11 月份液体乳及乳制品收入、利润及增速比较



数据来源: CEI, 国泰君安研究所

图 18: 原奶收购价格变化 (元/公斤)



数据来源: 农业部网站, 国泰君安研究所

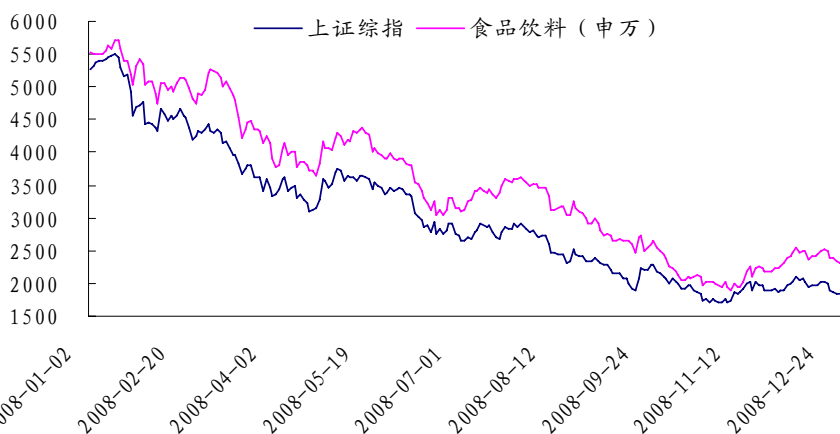
2. 重点公司分析与投资建议

2.1. 行业指数随大盘反弹

11 月以来受政府政策利好连续出台的推动, 大盘走出了新一轮的反弹行情。而作为典型非周期性行业的食品饮料行业, 由于其在经济减速期仍能获得稳定的收益而获得投资者的青睐, 行业指数随同大盘一起上涨。

行业 08 年的平均市盈率也达到 24 倍左右, 较 11 月之前有所恢复。对于 09 年来说, 由于经济减速的局面短时间内无法改变, 我们预计作为在减速周期中具有稳定收益和防御性的食品饮料行业将获得较其他行业更高的市盈率, 行业指数将跑赢大盘。

图 19: 行业指数与上证综指的比较



数据来源: WIND, 国泰君安研究所

2.2. 重点公司分析和投资建议

经济减速对食品饮料各子行业的收入和利润的增长都造成一定的影响, 但相对于周期性行业, 食品饮料行业可以预计的相对稳定的业绩, 或者说部分公司相对稳定的业绩增速, 都使得行业的投资的风险相对较小。基于对明年经济仍然不太乐观的基本判断前提, 我们维持对食品饮料行业“增持”的投资评级。

从子行业推荐看，我们仍然维持之前的观点：首推受到经济影响最小的大众消费品：啤酒、屠宰及肉制品加工；其次葡萄酒行业，高档白酒行业受到经济影响较大，但是贵州茅台等龙头企业在经济好转是仍有较大机会，目前的投资机会在于市场悲观导致估值过低的机会。乳制品维持中性评级。我们维持对青岛啤酒、泸州老窖、贵州茅台、双汇发展、张裕的推荐。

白酒：今年 10 月，白酒特别是部分高档白酒的销售量受到经济减速的影响而出现下降，11 月略有回升。据我们了解近期五粮液的销量和终端价格都有所下降，另一方面公司的重组方案并无太大变化，对上市公司的业绩增长的推动并不明显，我们仍然维持谨慎增持评级。而贵州茅台是目前市场上终端价格和出厂价相差最大的公司，是销售缺口最大的高档白酒，经济减速对其收入和利润增长的影响都较小，维持增持推荐。

啤酒：啤酒行业 2008 年高企的成本压力将在 2009 年开始缓解，但是竞争可能会比今年激烈。今年青岛啤酒积极的提升产品结构，主品牌青岛啤酒的占比已经达到 40%以上，同时我们预期 2009 年公司生产成本下降，产品结构继续优化，为公司明年业绩上升提供了动力，虽然经过这一轮的上涨，公司 PE 已经达到行业内相对较高水平，但考虑到 2009 年业绩的快速增长，我们仍然保持对公司增持的评级。

葡萄酒：虽然也受经济减速影响，葡萄酒行业的收入和利润的增速仍保持了相对较快的增长。主要原因是葡萄酒在国内的消费还处于升级阶段，行业仍处于增长期。预计行业龙头企业张裕仍将获得较为稳定的增长，维持对公司增持的评级。

屠宰及肉制品：生猪价格的较快回落缓解了屠宰及肉制品行业的成本压力，提高了毛利率。同时作为大众必需的消费品，屠宰及肉制品行业在经济减速的环境中所受的影响应该较小，我们维持对行业和其龙头企业双汇发展的增持评级。

液体乳及乳制品：11 月以来乳制品行业的销售进入逐步恢复阶段，但是由于存在我们有理由相信应该完全计提减值的大量库存，今年行业内绝大部分企业将面临亏损。预计伊利股份、蒙牛乳业受三聚氰胺事件的影响 2008 年将出现大额亏损，维持其中性的评级。

表 1：重点公司业绩预测与估值比较

证券简称	收盘 (12-30)	总市值	EPS			PE			投资评级
			2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E	
贵州茅台	108.64	1025.34	3.00	4.45	5.27	36.2	24.4	20.6	增持
泸州老窖	18.2	253.75	0.55	1.05	1.25	32.8	17.3	14.6	增持
五粮液	13.75	521.95	0.39	0.49	0.69	35.3	28.1	19.9	谨慎增持
水井坊	11.54	56.32	0.41	0.71	0.81	28.1	16.3	14.2	谨慎增持
山西汾酒	11.17	48.36	0.83	0.61	0.70	13.5	18.3	16.0	谨慎增持
青岛啤酒	19.9	260.34	0.43	0.59	0.83	46.3	33.7	24.0	增持
燕京啤酒	13.2	159.72	0.37	0.45	0.57	35.5	29.3	23.2	增持
双汇发展	34	206.04	0.93	1.15	1.40	36.7	29.6	24.3	增持
张裕 A	48.03	253.25	1.21	1.73	2.12	39.7	27.8	22.7	增持

金枫酒业	10.67	39.01	0.45	0.56	0.64	23.7	19.1	16.7	谨慎增持
三全食品	27.3	25.53	0.77	0.95	1.17	35.5	28.7	23.3	谨慎增持
承德露露	16.3	30.97	0.46	0.65	0.80	35.4	25.1	20.4	谨慎增持
伊利股份	7.96	63.63	(0.04)	(0.28)	0.14	-	-	56.9	中性
国投中鲁	7.75	15.66	0.45	0.53	0.65	17.2	14.6	11.9	中性

数据来源：国泰君安研究所

表 2：国际食品饮料公司估值比较

	货币单位	股价	总市值	EPS			PE			PB
		(20081230)	(亿元)	2007	2008	2009	2007	2008	2009	
烈性酒										
帝亚吉欧	GBP	949.5	237	0.59	0.60	0.68	16	14	13	7.66
保乐利加	EYR	52.84	116	3.92	0.60	0.68	14	12	10	1.8
人头马	EUR	29.43	14	2.12	0.60	0.68	13	15	14	1.5
葡萄酒										
Dynasty Wines	HKD	1.08	13	0.10	0.12	0.14	9	9	8	0.77
星座公司	USD	15.59	34	-2.83	1.69	1.88	9	9	8	1.27
啤酒										
INBEV	EUR	15.88	254	2.25	1.98	1.69	7	8	9	1.25
SAB Miller	GBP	1191	180	1.35	1.35	1.47	10	13	12	1.54
Heineken NV	EUR	21.46	105	1.65	2.32	2.43	12	9	9	1.9
Kirin Breweries	JPY	1176	11578	69.86	105.60	85.30	9	11	19	1.02
Asahi Breweries	JPY	1539	7442	94.94	102.40	102.40	15	14	14	1.41
Carlsberg	DKK	171.3	268	24.30	25.40	28.93	9	7	6	0.42
华润创业	HKD	13.18	315	2.09	0.95	0.89	12	14	15	1.27
金威啤酒	HKD	0.71	12	-0.02	-0.03	0.00			178	
软饮料										
KO US	USD	44.93	1039	2.59	3.12	3.28	15	14	14	4.37
PEP US	USD	54.88	852	3.48	3.66	3.90	15	15	14	5.34
Brown Forman	USD	50.65	76	2.87	3.00	3.07	17	17	16	4.22
United Spirits	INR	893.9	895	31.57	43.91	59.44	28	20	15	3.81
海升果汁	HKD	0.49	6	0.13	0.22	0.25	2	2	2	0.55
安德利果汁	HKD	0.3	13	0.05	0.07	0.07	4	4	4	
汇源果汁	HKD	9.73	143	0.47	0.24	0.27	19	36	32	2.59
屠宰及肉制品										
Smith Field Foods	USD	13.42	19	0.96	-0.18	1.45	58		9	0.65
Hormel Foods CP	USD	30.98	42	2.11	2.20	2.41	15	14	13	2.08
雨润食品	HKD	9	138	0.58	0.73	0.86	12	12	10	2.79
乳制品										
蒙牛乳业	HKD	10	156	0.66	0.10	0.41	12	87	22	2.28
雀巢	CHF	41.6	1593	2.78	2.98	3.26	14	14	13	3.45
达能	EUR	43.44	223	8.77	2.77	3.05	21	16	14	2.25
dean food	USD	18	28	1.01	1.23	1.45	16	15	12	4.48

资料来源：彭博

作者简介:

胡春霞: 武汉大学金融学硕士, 国泰君安证券食品饮料行业研究员, 从业五年。2008 年新财富食品饮料行业最佳分析师。

洪婷: 浙江大学金融学硕士, 2007 年 7 月加入国泰君安研究所, 目前从事食品饮料与有色金属行业的研究工作。

免责声明

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com