

增持（维持）

2009 年 1 月 10 日

分析师

- Email: yfliuxf@chinans.com.cn

行业指数相对沪深 300 表现

-

相关研究

- 《增长相对稳定 弱市防御首选》，2009年11月28日

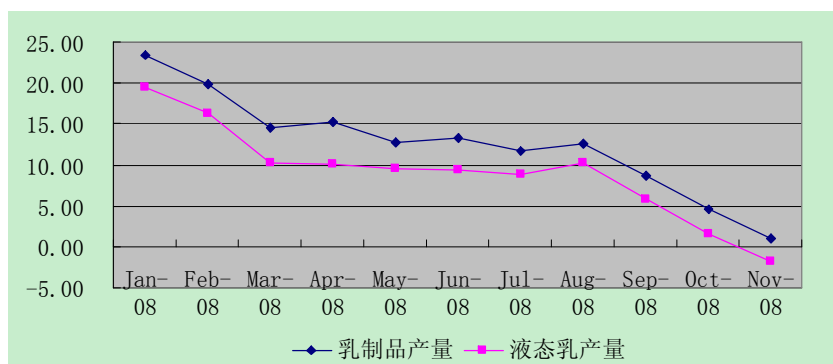
一、食品安全事故影响继续，便利性需求带动食品饮料行业规模扩张

（一）婴幼儿奶粉事件影响继续，乳业继续调整

1、乳品产量增速大幅下滑

统计数据显示，截止到 2008 年 11 月底，乳制品、液体乳累计产量 1674.07 万吨、1414.99 万吨，同比增速分别为 1.10%、-1.77%，已经进入零增长甚至负增长阶段；与 2007 年同期相比，增速分别下滑了 22.5 个和 20.56 个百分点。

图 1 2008 年乳制品和液态乳产量同比增速



数据来源：wind，民族证券

进入 2008 年以来，乳制品和液体乳产量增速持续下滑；9 月份三聚氰胺事件爆发，增速快速下滑，液体乳产量出现负增长。

2、各种乳制品市场恢复速度参差不齐，婴幼儿奶粉恢复较快

虽然部分乳制品生产企业的销售恢复到 80% 以上，但受替代产品多、需求刚性程度低的影响，液态乳制品恢复较慢。从终端来看，需求刚性程度高、替代性弱的婴幼儿奶粉基本保持稳定，但国内厂商的市场份额相对降低，国际婴幼儿奶粉生产厂商的产品供不应求，部分厂商通过调整配方、更换包装的方式来提高产品价格。

3、乳业调整还将继续，三元并购三鹿变数加大

伴随着国内最大的奶粉生产企业—三鹿集团的轰然倒塌，乳品行业（尤其是奶粉）出现了区域品牌与全国品牌冰火两重天的局面。众多区域地方性品牌趁机扩大市场份额，全国领先企业也加大了各种媒体广告的投放力度，争取早日恢复消费者信心。2009 年将是乳品行业大幅增加广告投入的一年，蒙牛、伊利、三元等企业均在央视和其他媒体中投放了巨额广告。

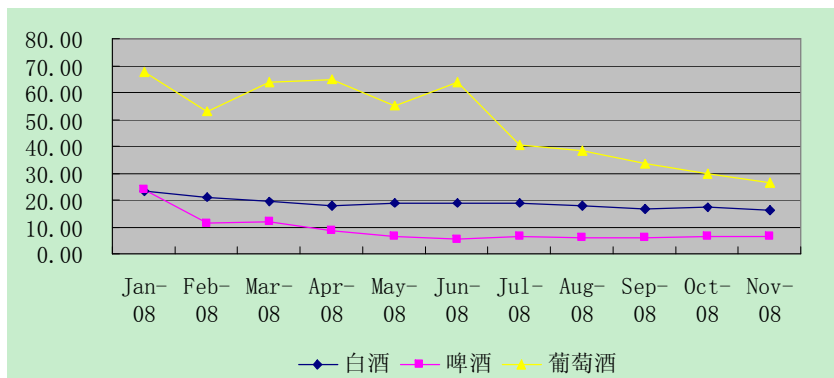
三鹿进入破产程序，其资产将会通过挂牌拍卖的方式进行处理，三元协议收购三鹿资产的计划难以实施，同时三鹿提出收购资产的同时要接收企业所有员工，这些都加大了三元并购的难度。

（二）酒类产量增速稳中有降，葡萄酒独占鳌头

1、酒类产量增速前高后低，稳中有降

统计数据显示，截止到 2008 年 11 月，白酒、啤酒和葡萄酒累计产量分别达到 498.87 万吨、3885.31 万吨和 63.27 万吨，同比增速分别为 15.98%、6.41%和 26.31%，分别比去年同期下降了 7.02 个、6.59 个和 9.06 个百分点。

图 2 2008 年 1~11 月酒类产量同比增速变化



数据来源：wind，民族证券

2、葡萄酒增速变化明显

从增速来看，葡萄酒依旧保持着高速增长，白酒基本保持平稳，啤酒略有下滑；从增速变化来看，葡萄酒出现了与以往年份月度增长完全不同的态势。2006 年和 2007 年，葡萄酒的月度同比增速基本保持着四个季度基本稳定、二三季度略高的态势，2008 年却出现了增速持续下滑的局面。

宏观经济放缓、居民收入预期较差，是导致葡萄酒增长态势发生扭转的主要原因。

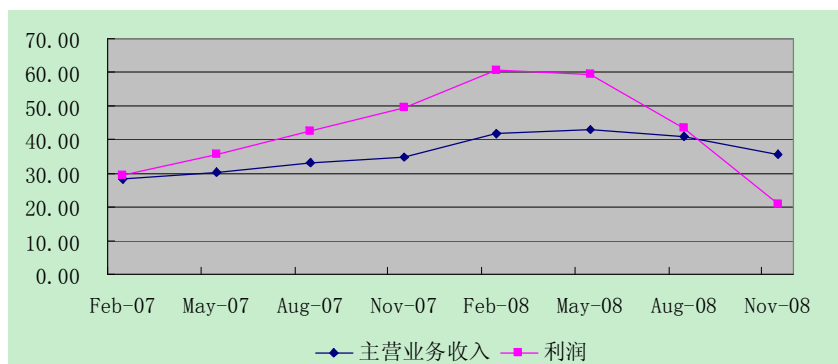
（三）便利性消费需求继续扩张，非必需品增长大幅放缓

1、农副食品加工业规模增速稳中有升，利润增速明显下滑

统计数据显示，截止到 2008 年 11 月，农副产品加工业完成销售收入 20437 亿元，实现利润 793.41 亿元，同比增速 35.70%、20.75%，增

速比去年同期分别增加了 0.76 个、-28.78 个百分点，销售收入与利润增速出现了相反方向的变化态势。

图 3 农副产品加工业的销售收入和利润同比增速



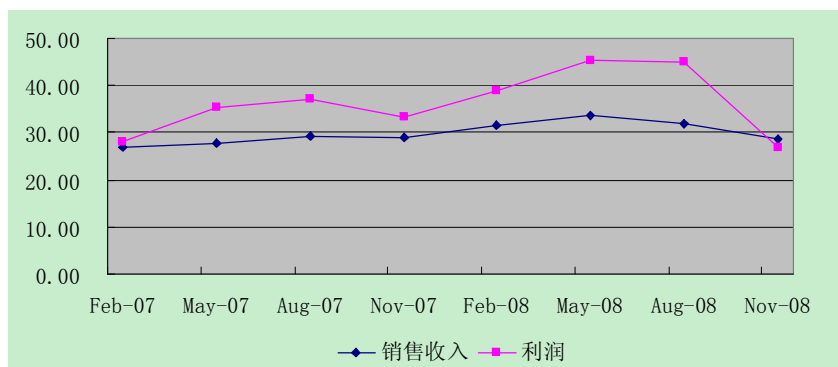
数据来源: wind, 民族证券

居民消费结构调整升级, 便利性需求继续增加, 支撑了农副产品加工业规模扩张速度上升。利润增速下降, 说明企业的管理运行效率需要进一步提高, 成本和费用控制能力相对较低。

2、食品制造业整体规模和利润增速同步下滑

截止到 2008 年 11 月, 食品制造业完成销售收入 6662.10 亿元, 实现利润 393.46 亿元, 同比分别增长 28.51% 和 26.88%, 比去年同期下降 0.58 个、6.48 个百分点。

图 4 食品制造业销售收入和利润同比增速



数据来源: wind, 民族证券

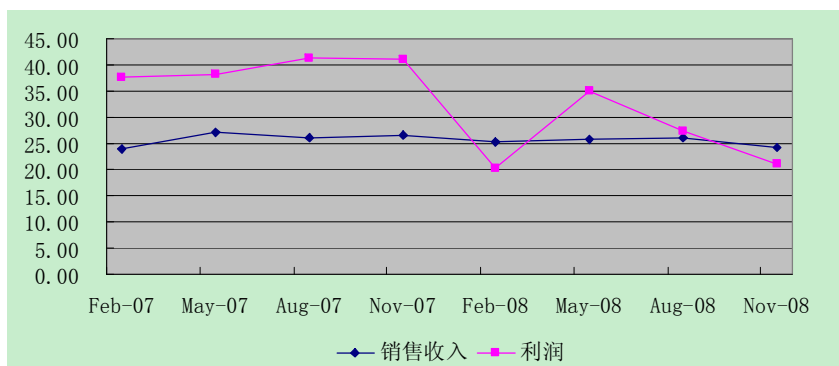
利润增速下滑快于销售收入下滑速度, 食品制造业盈利能力下降, 销售利润率从去年同期的 6.01% 下降到今年的 5.91%。

3、饮料制造业波动加剧

截止到 2008 年 11 月, 饮料制造业分别完成销售收入和利润 5541.98

亿元和 468.34 亿元，同比增长 24.12%和 21.15%，增速同比下降 2.36 个和 19.85 个百分点。

图 5 饮料制造业销售收入和利润同比增速



数据来源: wind, 民族证券

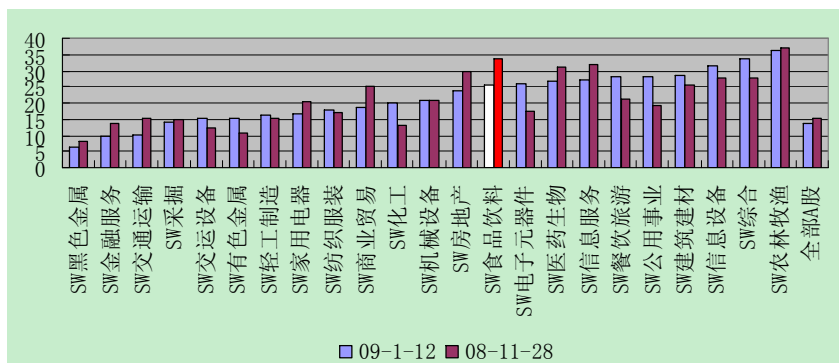
与 2007 年的稳定增长相比，2008 年的饮料制造业增长出现了大幅波动，经济危机的负面影响继续释放。

二、估值水平下降，投资机会显现

(一) 食品饮料行业市盈率及其排名明显下降

与 2008 年 11 月最后一个交易日相比，食品饮料行业 2008 年动态市盈率已经从 33.51 倍降低至 25.63 倍，降幅达 23.52%，全部 A 股 08 年动态市盈率从 15.11 倍降低至 13.45 倍，降幅 10.99%，食品饮料行业市盈率降幅远远高于全部 A 股，行业排名也从第二降低至第七位，投资机会逐步显现。

图 6 申银万国各行业市盈率变化



数据来源: wind, 民族证券

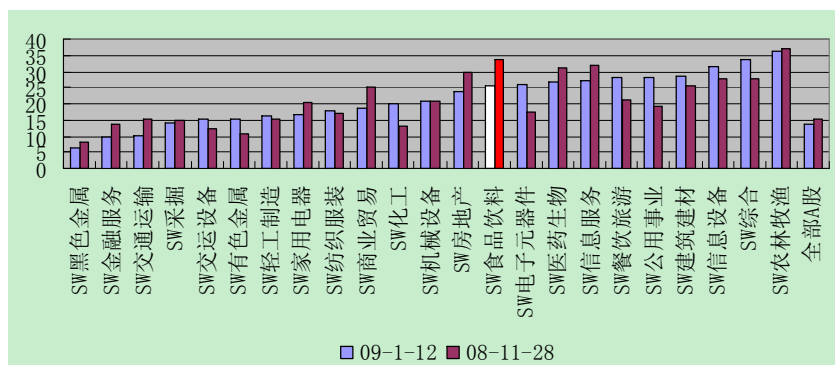
从 2006 年和 2007 年的数据来看，食品饮料行业季度利润呈现前高后低的态势。随着经济危机的影响逐渐显现，食品饮料行业 2008 年四

季度的利润增速要低于 2007 年，但随着春节等传统节日的来临，一季度利润将会出现明显的反弹，阶段性的投资机会将会进一步增加。

（二）饮料制造业的投资机会增加

与 2008 年 11 月份最后一个交易日（11 月 28 日）相比，食品加工工业、饮料制造业市盈率分别从 31.43 倍、34.64 倍下降至 29.88 倍、24.82 倍，食品制造业从 24.20 倍上升至 58.97 倍。饮料制造业的降幅居前，一方面反映了投资者对宏观经济下滑的忧虑，另一方面也表明市场投资机会逐步显现，其主要原因是消费结构调整升级可以部分对冲宏观经济下滑带来的负面影响。食品制造业市盈率上升的原因是乳品行业的回暖。

图 7 三大子行业市盈率变化



数据来源：wind，民族证券

三、重点上市公司点评和投资评级

（一）投资评级

从已经公布的 2008 年 11 月数据分析可以看出，虽然宏观经济处于下行周期，食品饮料行业的增速也出现了下滑，但刚性需求的持续增长支撑了行业的快速增长。国家 4 万亿投资引发了市场资金向建材等基础设施相关行业的同时，也降低了食品饮料行业的整体市盈率水平，投资机会逐步显现。因此，维持行业的“谨慎推荐”评级。

（二）重点上市公司点评

推荐贵州茅台（600519）、五粮液（000858）、张裕 A（000869）和青岛啤酒（600600），保持对上述公司的评级不变。

表 1 重点上市公司业绩预测

代 码	简 称	总股本 (万股)	每股收益 (EPS)				评级
			07	08E	09E	10E	
600519	贵州茅台	94,380	3.00	4.25	5.20	6.58	买入
000858	五粮液	379,597	0.39	0.48	0.63	0.81	增持
600600	青岛啤酒	130,822	0.43	0.60	0.72	0.93	买入
000869	张裕 A	52,728	1.21	1.65	1.98	2.49	增持
600887	伊利股份	79,932	-0.03	0.03	0.40	0.68	减持
002216	三全食品	9,350	1.02	0.90	1.14	1.45	买入
000729	燕京啤酒	110,027	0.37	0.43	0.52	0.65	买入
000848	承德露露	19,909	0.46	0.65	0.83	1.05	增持

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	推荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数10%以上
	谨慎推荐	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
	回避	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	推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	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
	回避	未来6个月内股价相对沪深300指数跌幅介于5%——10%之间
	严重回避	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