

行业动态研究报告

食品饮料行业

2008 年 12 月月报

中性

(维持评级)

2009 年 02 月 03 日

食品饮料行业分析师：黄茂

中国人民银行研究生部金融学硕士，3 年行业研究经验。

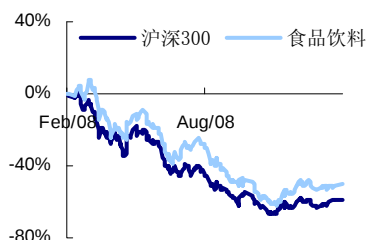
电话：0755-82130833-1861

0755-82133476

E-mail:Huangmao@guosen.com.cn

月度行业回顾

乳业恢复略超预期

近一年收益率比较


资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

08 年 4 季度报告《行业景气下滑加速》

2009 年 1 月

09 年年度策略报告《否极或有泰来》

2008 年 11 月

08 年 9 月月报《经济放缓的滞后效应逐步显现》

2008 年 10 月

08 年四季度策略报告《大众消费品的机遇悄然来临》

2008 年 8 月

08 年 5 月份行业统计数据点评《行业景气稳中有降》

2008 年 7 月

08 年中期策略报告《从“阳春白雪”到“下里巴人”》

2008 年 6 月

08 年投资策略报告《资产价格膨胀改变消费格局》

2007 年 12 月

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

白酒：提价趋于谨慎

瓶酒单价和产量增速在传统消费旺季均未出现大幅上涨情形，而白酒企业所采取的提价策略也趋于谨慎。在整体经济较为不利的环境下，高档白酒消费在上半年难有出色表现。

葡萄酒：产量增速继续回落

受国内经济大环境和餐饮消费的回落，国内葡萄酒产量 12 月份继续负增长，山东等地的下滑较为显著。境外的高档葡萄酒指数暴跌了 15%，国内的葡萄酒消费短期内定会受到冲击。

啤酒：主产区销量出现负增长

12 月份全国销量下滑 9%，其中北京、山东、广西、重庆等主产区回落幅度较大，主要原因可能是去年由于提价前经销商提前囤货导致基数较高。进口大麦价格从 11 月份开始显著下跌，但是进口量也严重萎缩，短期内对降低企业成本作用不大。

屠宰与肉制品：春节需求拉动市场

受益于春节需求拉动，12 月份猪肉出现量增价升的态势。但受到母猪存栏量大幅增加的影响，生猪价格在节后仍将会延续下跌的态势。

乳业：内蒙恢复超过九成

内蒙古产量恢复超过九成，必需品表现出了较强的消费惯性。但低价的进口奶粉依旧是国产奶粉的重要竞争者。“外忧内患”使得乳业的整体恢复还需时日。

维持“中性”的行业评级，关注乳业的景气恢复

我们对行业有两个判断：一、行业整体估值不便宜，若未来整体预期向好，食品饮料相对估值有下行空间；二、上半年行业标配，二三线公司或有一定交易性机会。

重点关注“伊利股份”的景气恢复。

近期行业内重点事情及点评

◆发改委等六部委联合发布《防止生猪价格过度下跌调控预案（暂行）》

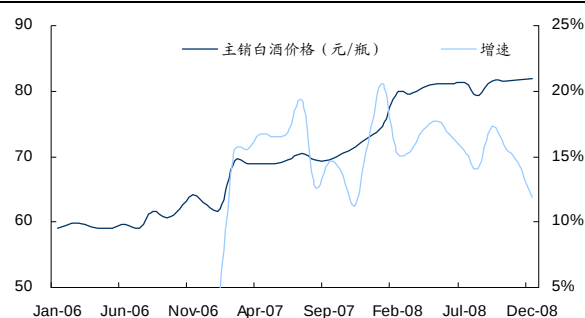
◆OIV 报告认为全球葡萄酒供求关系将趋紧张

◆百威英博宣布将青岛啤酒 19.9% 的股权转让给朝日啤酒

白酒：提价趋于谨慎

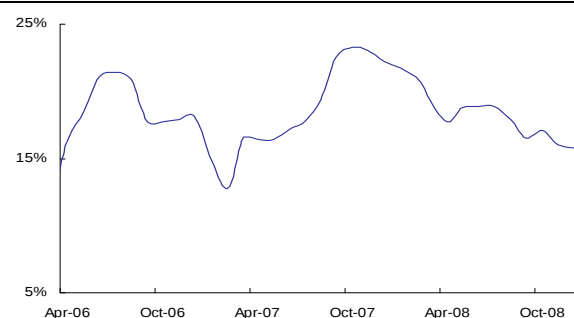
截至 08 年 12 月，瓶酒仍然未出现显著的上涨，这和去年下半年价格的不断攀升截然不同。从产量来看，1-12 月份累计产量同比增长 15.8%。与前 11 月份累计产量增速基本持平。白酒在传统的旺季，消费略显疲软。近期沿海市场高端白酒价格呈现回落态势。我们认为，高端白酒企业所采取的提价策略趋于谨慎，并且在整体经济较为不利的环境下，高端白酒消费短期难有起色。

图 1：主销白酒价格维持小幅增长



数据来源：国信证券经济研究所

图 2：白酒累计产量增速小幅下滑

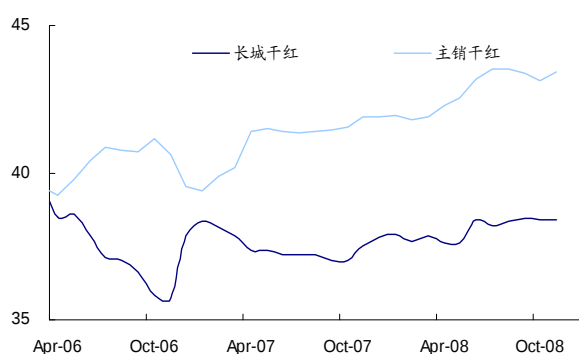


数据来源：国信证券经济研究所

葡萄酒：产量增速继续走低

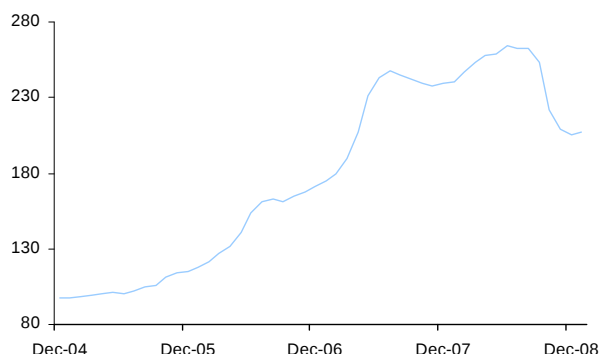
今年 12 月份主销干红瓶酒均价为 43.5 元，较去年同期增长 3.9%，我们可以看到，葡萄酒单价一直处于稳步增长的阶段。从国外高档葡萄酒指数我们可以看到，金融危机对高端葡萄酒的消费有显著影响。

图 3：葡萄酒价格一直较为稳定



数据来源：国信证券经济研究所

图 4：Liv-ex 100 Fine Wine Index

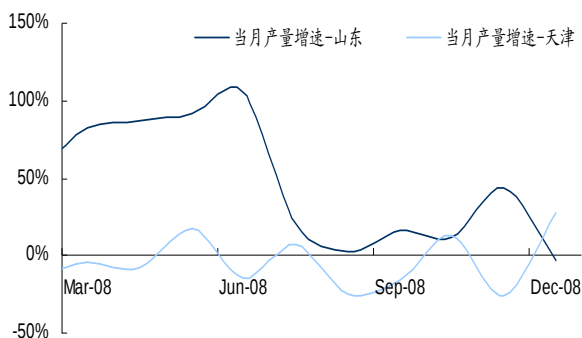


数据来源：国信证券经济研究所

就产量增速而言，当月同比增长-5.5%，较 11 月继续走低。从地域角度来

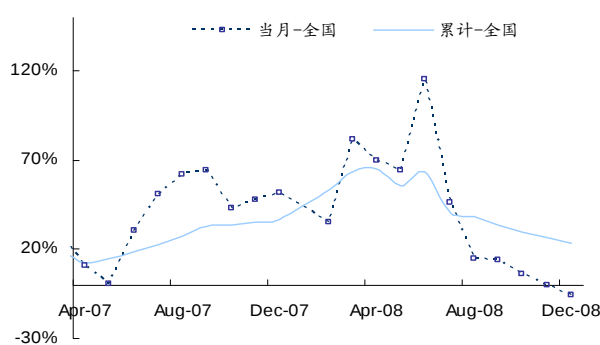
看，山东地区下滑较为明显，增速下滑近 3 个百分点。对于葡萄酒产量增速的下滑，我们认为除了统计口径的变化外，更重要的是由国内需求放缓和进口葡萄酒压力所导致的，这也就是我们前期对于进口葡萄酒价格下滑对国内市场会产生一定冲击的判断。

图 5: 山东地区产量下滑明显



数据来源：国信证券经济研究所

图 6: 12 月份产量同比出现负增长



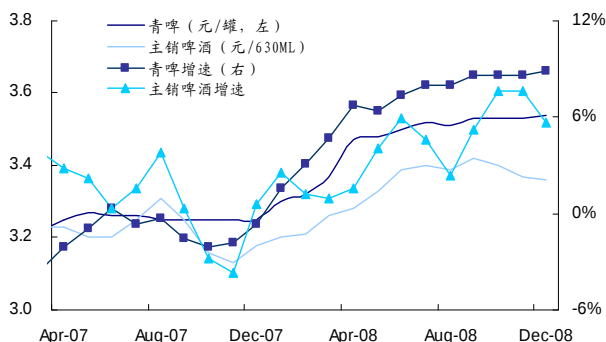
数据来源：国信证券经济研究所

啤酒：关注成本对行业的影响

整体来看，啤酒单价在经历了 08 年初大幅调整后，一直较为坚挺，尤其是青啤等，依靠自身品牌优势，其单价增速也高于行业整体情况。而 12 月份产量同比下滑 9.15%，超出市场预期。对于 12 月份啤酒销售平淡的原因，我们认为主要有两点：第一，由于金融危机而引起的经济不景气；第二，去年下半年啤酒厂商采取降价促销策略，产量基数较大，从而造成今年销售显得平淡。

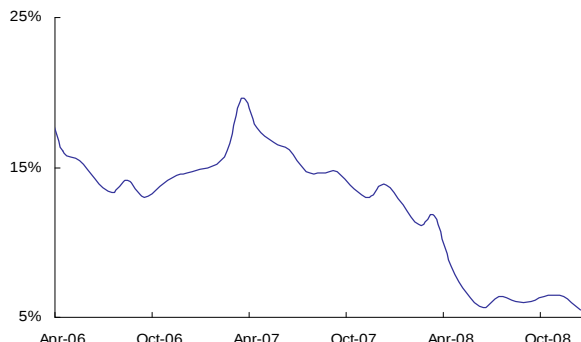
从区域上看，北京、山东、广西、重庆等地增速显著回落。

图 7: 啤酒价格坚挺依旧



数据来源：国信证券经济研究所

图 8: 啤酒累计产量增速持续下滑

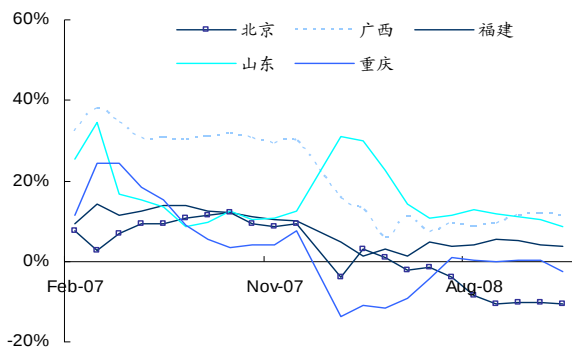


数据来源：国信证券经济研究所

从成本上看，进口大麦价格在 12 月份继续保持 10 月份以来的下降趋势，

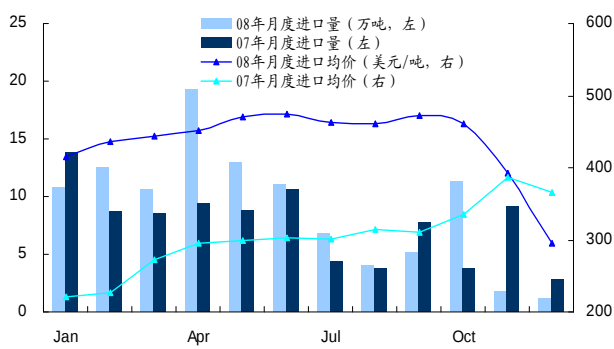
环比下滑 25%，下降幅度高于预期，但进口量依然较小。正如我们以前所说的，由于企业前期原材料库存较多而且相当部分进口合同都是在高价位时所签订，原材料成本的显著下降可能要到 09 年中期才能得以体现。

图 9: 主要省市啤酒销量增速显著回落



数据来源: 国信证券经济研究所

图 10: 进口大麦价跌量缩

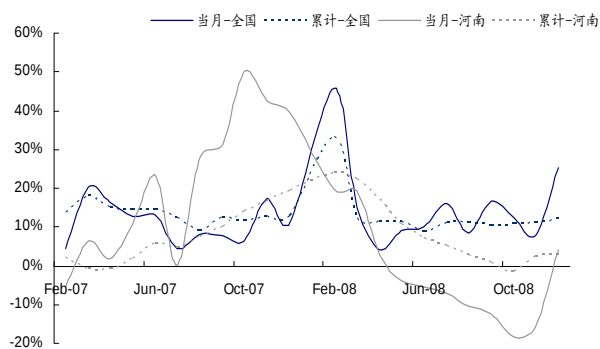


数据来源: 国信证券经济研究所

屠宰与肉制品: 春节需求拉动市场

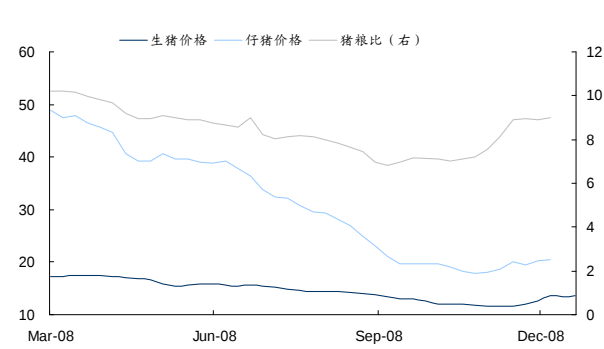
今年 12 月份, 冷冻鲜肉产量呈现大幅提升, 当月全国产量同比增速达到 25.3%, 但河南省产量增速仅为 4%。从成本来看, 生猪价格在 12 月份出现小幅回升。冷冻鲜肉产量大幅提升主要得益于春节需求拉动, 我们认为随着春节的结束, 猪肉价格将会继续回落。生猪价格的拐点可能需要等到今年中期之后。

图 11: 冷冻鲜肉 12 月份产量显著提升 (单位: 吨)



数据来源: 国信证券经济研究所

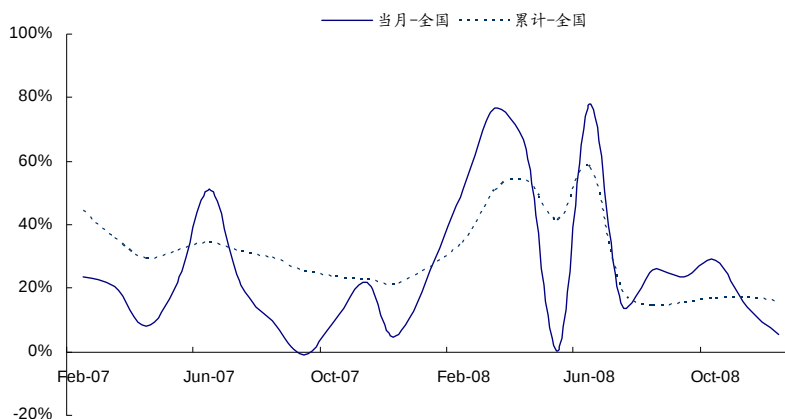
图 12: 生猪价格 12 月份小幅抬升 (单位: 元/千克)



数据来源: 国信证券经济研究所

速冻食品产量增速 08 年 7 月份见顶, 12 月份产量增速为 5.5%, 出现小幅下滑。

图 13: 速冻食品 12 月份产量增速小幅下滑

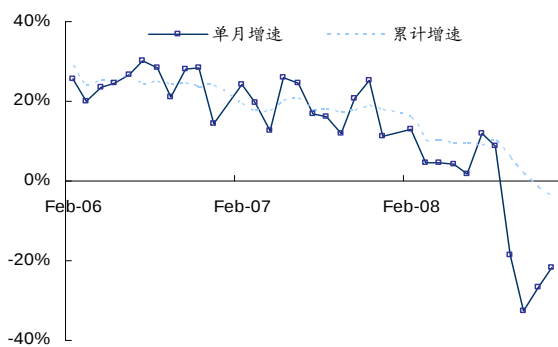


数据来源: 国信证券经济研究所

乳制品: 恢复尚需时日

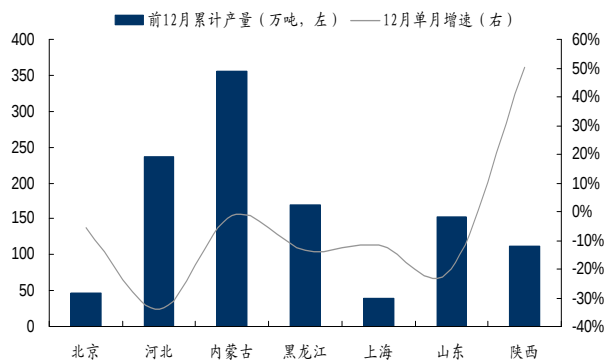
从产量来看, 12 月份内蒙古乳业当月同比下滑不到 5%, 超过市场预期, 北京、上海地区恢复性一般。全国乳制品产量增速或于 08 年 10 月份见底, 11-12 月份已进入恢复通道。

图 14: 液体乳有景气复苏迹象



数据来源: 国信证券经济研究所

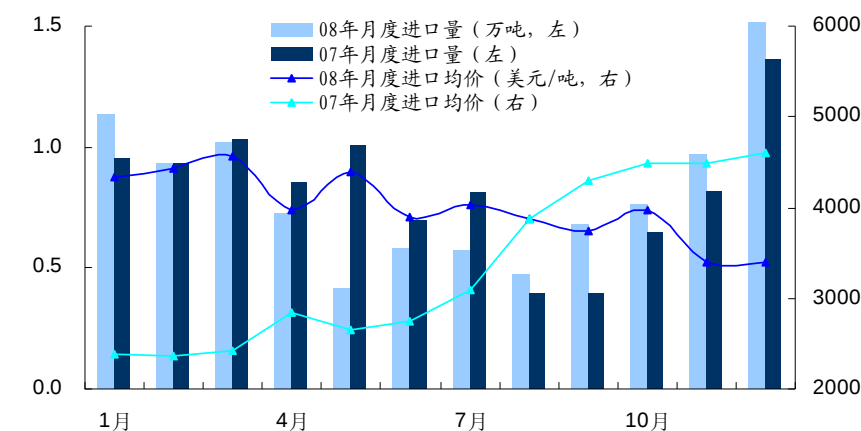
图 15: 内蒙古产量下滑幅度低于预期



数据来源: 国信证券经济研究所

对于进口奶粉, 自 08 年 8 月份以来, 一直保持增长势头。同时, 进口奶粉的单价也在 12 月份出现小幅回升, 一改 10 月份以来单价大幅下跌局面。由于进口奶粉价格已低于国产奶粉, 我们认为这对伊利等奶粉产量较大而成本基本固定的国内企业来说依旧有较大压力。

图 16: 奶粉进口量持续增长

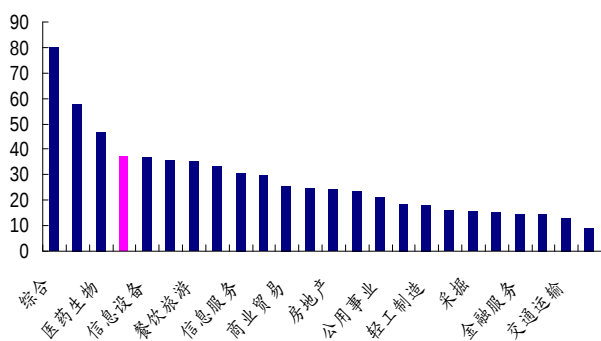


数据来源：国信证券经济研究所

维持“中性”的行业评级，重点关注：伊利的景气恢复

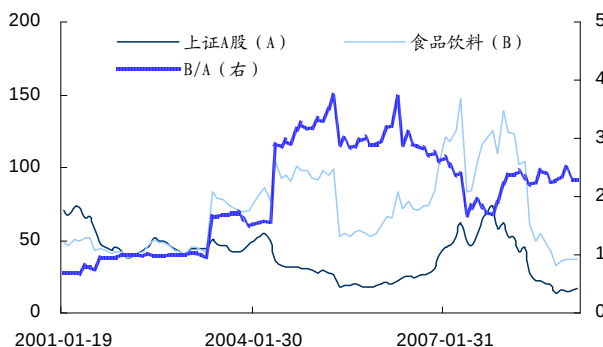
这里我们依然维持对食品饮料行业的“中性”评级，投资策略是关注中档白酒和伊利这些景气稳中有升的公司。

图 17: 食品饮料相对估值仍高于市场平均水平



数据来源：WIND

图 18: 食品饮料相对估值水平是逆周期的



数据来源：WIND，国信证券研究所

对行业我们维持两个判断：第一、消费行业滞后于整体经济。由于消费信心较为低迷，节日偏早，这对 09 年一季度行业表现会造成推动不足，行业利润或将偏低，制约股价表现；第二、高端消费品业绩预期下调风险有一定释放，但是拐点未现，大众消费品成本回落对利润的影响或低于预期，业绩也有下调风险。

表 1: A 股重点关注食品饮料公司盈利预测与估值水平

上市公司	投资评级	最近股价 (2月2日收盘)	EPS			PE		
			08 年	09 年	10 年	08 年	09 年	10 年
贵州茅台	谨慎推荐	101.32	4.64	5.57	6.16	22	18	16
泸州老窖	谨慎推荐	18.55	1.03	1.22	1.53	18	15	12
水井坊	谨慎推荐	12.57	0.79	1.02	1.33	16	12	9
五粮液	谨慎推荐	14.24	0.50	0.70	0.82	28	20	17
张裕 A	谨慎推荐	42.88	1.64	1.88	2.31	26	23	19
燕京啤酒	推荐	12.06	0.38	0.57	0.68	32	21	18
青岛啤酒	谨慎推荐	19.05	0.55	0.73	0.95	35	26	20
重庆啤酒	中性	14.01	0.39	0.47	0.59	36	30	24
双汇发展	推荐	32.25	1.10	1.39	1.73	29	23	19
三全食品	谨慎推荐	29.30	0.89	1.14	1.38	33	26	21
伊利股份	谨慎推荐	9.61	-2.31	0.42	0.77	N/A	23	12

数据来源：国信证券经济研究所

近期行业内重要事件点评

1、发改委等六部委联合发布《防止生猪价格过度下跌调控预案（暂行）》

发改委等六部委于 1 月 9 日联合发布了《防止生猪价格过度下跌调控预案（暂行）》。国家将对生猪价格采取综合调控措施，促使猪粮比价不低于 5.5:1；辅助目标是仔猪与白条肉价格之比不低于 0.7:1；生猪存栏不低于 4.1 亿头；能繁母猪存栏不低于 4100 万头。

《预案》根据猪粮比的不同阶段，分别设计了：发布生猪市场预警信息；增加必要的中央和地方冻肉储备；通过财政贴息的形式鼓励大型猪肉加工企业增加商业储备和猪肉深加工规模；按照每头种猪 100 元的标准，一次性增加发放临时饲养补贴；适当限制猪肉进口，鼓励猪肉及其制品出口等不同等级的措施。

另外《预案》还规定，当猪粮比价高于 9:1 时，将适时投放政府冻肉储备，必要时向城乡低保对象和家庭经济困难的大中专院校学生发放临时补贴。

依据国家统计局的数据，截至 08 年三季度末国生猪存栏量为 4.56 亿头，能繁母猪存栏量为 4696 万头。而且目前的猪粮比仍然超过 9（按照农业部畜牧业司司长王智才的解释，粮价指的是玉米的价格）。依据《预案》对目前的生猪价格可能还会有一定的向下干预可能。而按照目前的玉米现货价格（1.46 元/千克）计算，5.5:1 的生猪价格干预线是 8 元/千克左右，远低于目前 13 元左右的市场价格。

我们认为，由于政府对养殖户利益的保护，一方面可以保证整个生猪产业链的健康可持续发展，在肉价下跌的同时，屠宰企业还可以获得政府补贴；另外一方面也通过政府直接干预的形式限制了猪肉价格的下跌空间，并且可能会通过改变，对下游屠宰和肉制品企业的短期业绩是一个负面因素。总的来说，我们认为通过给与养殖户一定的安全保障，可以提高他们的积极性，保持较高的生猪存栏量，使得猪肉价格可以维持在 5.5-7:1 的较低价格区间内，从而有利于恢复的消费量，这样下游企业就可以获得一个合理的利润空间和理想的销量。

2、OIV 报告认为全球葡萄酒供求关系将趋紧张

据 OIV（国际葡萄及葡萄酒组织）1 月 28 日发布报告，认为 2008 年全年全球葡萄酒供求关系总体平衡，渐趋紧张。该报告分析了在 2008 年里呈现的几大变化，包括新的葡萄酒生产国家继续扩大产量，例如斯洛文尼亚共和国 08 年产量比 07 年增长了 27%，捷克共和国也增长了 27%，与此同时欧洲传统葡萄酒生产国家产量却大幅下滑，法国减少了 24%，西班牙减产了 19%，欧盟区内的拔除葡萄树计划仍然继续，起码再维持 2 年，势必再导致欧洲传统葡萄酒生产国产量的下降。

另一方面，2008 年全球葡萄酒的消费量在新兴葡萄酒消费国家的带动下（特别是中国、泰国和俄罗斯），得到大幅增长，大胆估计可达 246.9 亿升。所以，OIV 的主席 Federico Castellucci 说“2008 年理论上剩余的葡萄酒将比以往减少，供求关系将比以前紧张。”

另外，08 年全球葡萄酒产量会在 260.4 和 273.4 亿升之间，和 07 年基本持平。

虽然我们认为，葡萄酒供应趋紧，可能会对国际葡萄酒价格带来一定的支持。

（该信息来自网络，真伪未能证实，特请注意。）

3、百威英博宣布将青岛啤酒 19.9%的股权转给朝日啤酒

世界最大的啤酒公司百威英博（Anheuser-Busch InBev，或者 ABI）1 月 23 日公告将青岛啤酒 19.9%的股权转给朝日啤酒，作价 6.67 亿美元，并用以偿还收购 AB 所承担的借款。本次股权转让全部为 H 股，作价每股 19.78 港元，约合 17.4 元人民币，比宣布日港股溢价 38%，比 A 股折价 5.4%。剩余的约 7% 无投票权的股份，百威英博尚未有计划出售。本次转让之后，百威英博将撤出在青啤的两名非执行董事，改由朝日派驻。市场之前对百威英博出售青啤股权以获得融资已有一定的预期。

07 年百威英博在中国的啤酒总产量高达 628 万千升，权益产量达 476 万千升（均不含青岛啤酒部分权益），超过青岛啤酒 506 万千升的总产量，成为中国第二大啤酒集团。在百威英博在中国的势力甚至略胜过青啤的情况下，双方的合作又无法进一步深入，反而成为彼此的束缚，分手是一个必然的选择。**我们认为，分手后百威英博将会走到台前，进入中国啤酒市场的寡头竞争之中。**而青啤也可以独立的规划自己的全球战略，而不再是英博在中国的影子。

由于朝日在中国啤酒行业投资的规模过小，缺乏规模效应，因此一直在亏损。我们认为朝日未来将旗下企业卖给青啤可以实现双赢。青啤和朝日在中国市场上规模的巨大差距，使得双方利益冲突更少互补性更多，但是总体对青啤的帮助也会比较有限。

按照 2007 年的统计数据，雪花、百威英博、青岛、燕京 4 家啤酒集团的合计销量为 2234 万千升，占全国总产量的 57%。如果加上金星、重啤、嘉士伯和金威这四个第二阵营的企业，则市场占有率将会超过 70%。由于目前第一阵营内部的差距尚不大，争做行业龙头的冲动强烈，百威英博的加入必然会进一步加

剧第一阵营内的争斗。对于青啤而言,百威可能会在中高档市场带来一定的压力。
总的来说,百威英博与青啤的分手必然会降低市场集中度,加剧市场竞争。

国信证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责条款:

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所

经济研究所所长 传播与文化、社会服务业首席分析师 廖绪发	副所长 姚鸿斌	副所长、石油化工行业首席分析师 李 晨
副所长、首席金融工程分析师 葛新元	首席策略分析师 汤小生	首席经济顾问 杨建龙
钢铁有色金属行业首席分析师 郑 东	IT 行业首席分析师 肖利娟	交通运输行业首席分析师 唐建华
造纸行业首席分析师 李世新	房地产行业首席分析师 方 焱	汽车与汽配行业首席分析师 赵雪桂
电力设备行业首席分析师 彭继忠	批发和零售贸易行业首席分析师 胡鸿轲	纺织品与服装行业首席分析师 高芳敏
化工行业首席分析师 邱 伟	医药行业首席分析师 贺平鸽	家电行业首席分析师 王念春
通信行业首席分析师 严 平	电力行业首席分析师 徐颖真	建筑与建材行业高级分析师 杨 昕
有色金属行业资深分析师 黄安乐	医药行业资深分析师 丁 丹	机械行业资深分析师 余爱斌
固定收益资深分析师 皮 敏	交通运输行业资深分析师 孙菲菲	社会服务行业资深分析师 李 君
宏观经济资深分析师 林松立	金融衍生品资深分析师 董艺婷	金融工程分析师 黄志文
银行业分析师 黄 飙	银行业分析师 谈 煊	保险行业分析师 武建刚
房地产行业分析师 陈 林	金融工程分析师 王军清	宏观经济分析师 任泽平
证券信托行业分析师 王一峰	IT 行业分析师 王俊峰	食品饮料行业分析师 黄 茂
策略分析师 崔 嵘	纺织品与服装行业分析师 方军平	有色金属行业分析师 李洪冀
批发和零售贸易行业分析师 吴美玉	房地产行业分析师 区瑞明	航空运输行业分析师 黄金香
农业行业分析师 张 如	基金分析师 杨 涛	传播与文化行业分析师 陈财茂

国信证券经济研究所机构销售部

机构销售部总经理 盛建平 shengjp@guosen.com.cn (021) 68864592	机构销售部副总经理 万成水 wancs@guosen.com.cn (0755) 82133147	机构销售部销售副总监 王晓健 wangxj@guosen.com.cn (010) 82252615
机构销售部销售副总监 刘宇华 liuyh@guosen.com.cn (0755) 82130818	机构销售部销售副总监 王立法 wanglf@guosen.com.cn (010) 82252236	机构销售部高级销售经理 黄胜蓝 huangsl@guosen.com.cn (021) 68866011
机构销售部高级销售经理 马小丹 maxd@guosen.com.cn (021) 68866025	机构销售部高级销售经理 谭春元 tancy@guosen.com.cn (010) 82259782	机构销售部销售经理 郑 毅 zhengyi@guosen.com.cn (021) 68866205
机构销售部销售经理 邵燕芳 shaoyf@guosen.com.cn (0755) 82133148	机构销售部销售经理 刘 塑 liusu@guosen.com.cn (021) 68866236	机构销售部销售经理 祝 彬 zhubin@guosen.com.cn (0755) 82133456