

[2009.02.18]

食品饮料行业公司 2008 年盘点

——食品饮料行业 2009 年 2 月份月报

胡春霞

021-38676186

huchunxia@gtjas.com

- 本报告导读：
- 盘点食品饮料行业、公司2008年表现和业绩预测；
 - 对2009年食品饮料行业稳定业绩防御性探讨

投资要点：

- 食品饮料消费春节火爆，维持对行业 09 年继续增长的预期，但是增速可能低于 08 年增速水平。
- **食品饮料行业的防御性的讨论：** 08 年行业指数跑赢上证指数 8 个百分点，今年 1 月跑输大盘指数 5 个点。认为今年表现较弱有两方面原因：未来行业销量增速、提价预期下降；在业绩增速下降预期下，相对大盘的 PE 仍较高。但长期看，食品饮料行业的防御性仍非常明显，关键在于 09 年可以预见相对较快的业绩增长，以及在合理范围内的 PE。历史数据显示，长期区间上食品饮料行业指数涨幅要远超过大盘。
- 从食品饮料行业经营情况看，在 08 年 10 月后国内消费大幅下降，以及对 09 年经济景气度不高的预期下，很多公司业绩可能要低于预期。推荐顺序维持：青岛啤酒、贵州茅台、泸州老窖、双汇发展、张裕 A。

青岛啤酒： 08 年销量增长 6.5%，09 年成本大幅降低，盈利上升，增持；

双汇发展： 08 年屠宰量下降，但是成本下降盈利能力回升；09 年预计生猪成本进一步下降，屠宰量增加，盈利上升。集团利润增长超过股份；

贵州茅台：“酒中王者”需求强劲，预计 09 年销量上升，提价可能性不大；

泸州老窖： 强大的销售能力支持特曲价值回归，09 年特曲可能继续提价；

五粮液： 业绩符合预期，但是资产注入方案比较令人失望；

张裕 A： 业绩稳定增长，竞争趋于激烈；

伊利股份： 艰难跋涉的中国乳制品企业，行业恢复阶段存在一定投资机会。

	收盘价	总市值	EPS			PE		投资评级
	090217	(亿)	2007	2008E	2009E	2008E	2009E	
青岛啤酒	21.10	276	0.43	0.54	0.80	39.1	26.4	增持
贵州茅台	121.36	1145	3.00	4.45	5.27	27.3	23.0	增持
泸州老窖	21.31	297	0.55	0.96	1.15	22.2	18.5	增持
燕京啤酒	13.31	161	0.37	0.45	0.55	29.6	24.2	增持
双汇发展	35.00	212	0.93	1.11	1.34	31.5	26.1	增持
张裕 A	47.65	251	1.21	1.72	2.08	27.7	22.9	增持
五粮液	16.11	612	0.39	0.48	0.71	33.6	22.7	谨慎增持
山西汾酒	13.72	59	0.83	0.61	0.7	22.5	19.6	谨慎增持
伊利股份	10.42	83	-0.04	-1.72	0.44		23.7	谨慎增持

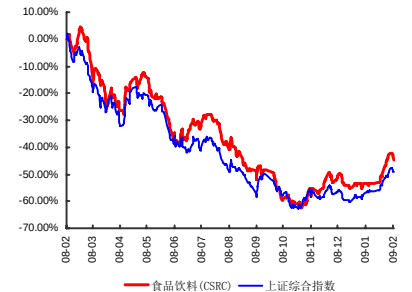
请务必阅读正文之后的免责条款部分

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
张裕 A	增持
双汇发展	增持
青岛啤酒	增持
燕京啤酒	增持
五粮液	谨慎增持
山西汾酒	谨慎增持
第一食品	谨慎增持
三全食品	谨慎增持
伊利股份	谨慎中性
国投中鲁	中性



相关报告

经济减速影响行业利润增长

(09.01.04)

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)

目录

1. 食品饮料行业增长最坏的时候？	3
1.1. 食品饮料消费 09 年春节仍然火爆，但对全年消费保持谨慎预期.....	3
1.2. 食品饮料行业的防御性特征是否仍在？	3
1.2.1 2008 年食品饮料指数仍跑赢行业.....	3
1.2.2 09 年以来弱于大盘的主要原因是相对估值高.....	4
1.2.3 防御：仍可预见的快速、稳定的业绩增长？是否有足够的估值吸引力？	4
2 重点公司 2008 年业绩盘点	7
2.2 青岛啤酒：度过成本压力最大的 08 年，销量增长 6.5%.....	7
2.3 双汇发展：盈利能力回升，业绩增长稳定.....	8
2.4 贵州茅台：“酒中王者”销量预期仍然强劲.....	10
2.5 泸州老窖：强大的销售能力支持漫漫价值回归之路.....	11
2.6 五粮液：众多白酒企业的目标，资产注入等待即将结束.....	11
2.7 张裕 A：业绩稳定增长，竞争趋于激烈.....	12
2.8 伊利股份：艰难跋涉的中国乳制品企业.....	13
图 1：食品饮料行业指数 2008 年跑赢行业	3
图 2：食品饮料行业 2009 年 1 月份弱于大盘.....	3
图 3：食品饮料行业相对、绝对市盈率	4
图 4：08 年、09 年 1 月主要食品饮料公司年度涨跌幅排行.....	4
图 5：2003-2008 年行业与大盘涨跌比较	5
图 6： 2003-2008 年行业与大盘涨跌比较	6
图 7：长期生猪价格波动（2001-2008，月）	9
图 8：鲜猪肉批发价格（周）	9
表 1：食品饮料子行业销售情况及预测	6
表 2：青岛啤酒业绩预测简表	8
表 3：双汇发展业绩预测简表	9
表 4：双汇集团收入、税收变化	9
表 5：贵州茅台业绩预测简表	10
表 6：泸州老窖业绩预测简表	11
表 7：五粮液业绩预测简表	12
表 8：张裕 A 业绩预测简表.....	13
表 9：伊利股份业绩预测简表	14
表 10：重点公司盈利预测表及投资评级	14

1. 食品饮料行业增长最坏的时候？

1.1. 食品饮料消费 09 年春节仍然火爆，但对全年消费保持谨慎预期

据商务部监测，大年三十至正月初六，全国实现社会消费品零售总额 2900 亿元，比去年同期增长 13.8%，其中春节期间全国重点监测零售企业食品、饮料销售额同比分别增长 23%、17.5%。

这组数据看上去似乎食品饮料消费并未受到金融风暴的影响，不过，我们仍然对 09 年全年的食品饮料消费表示担忧，我们认为 09 年春节的消费更多的是延续了 08 年的消费，08 年工资性收入还没有出现大规模下降，失业也没有明显显示出来，因此春节期间的消费还异常火爆。

不过 2008 年 9 月份以后国内高档白酒的消费量和零售价格就出现了下降，成为第一波受影响的食品消费。如果 09 年出现工资下降、失业率上升的情况，那么 09 年下半年消费则更可能表现 09 年的收入增长和预期，增速应该会低于 08 年。

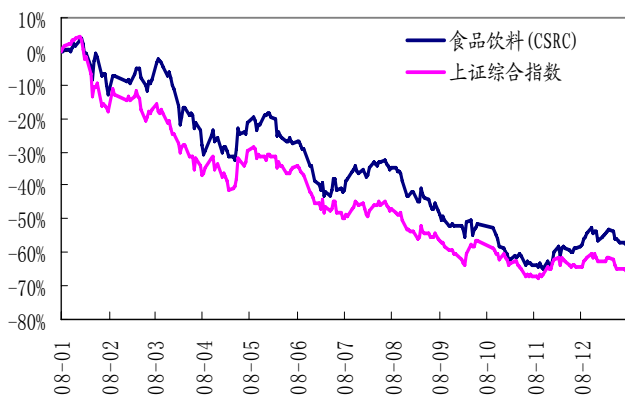
1.2. 食品饮料行业的防御性特征是否仍在？

食品饮料上市公司的防御型主要来自相对稳定、可预期性强的业绩增长，整体的业绩波动小。当然另一方面也要看公司的估值上是否具有一定的安全边际。以下我们希望探讨的是作为传统的防御性行业，食品饮料 09 年是否仍然具备防御型？

1.2.1 2008 年食品饮料指数仍跑赢大盘

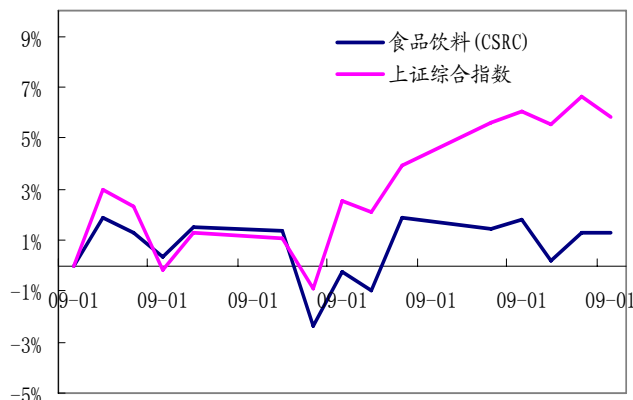
2008 年全年上证指数大幅下跌了 65%，食品饮料行业指数跑赢大盘 8 个百分点，在经济景气度明显下降、市场单边下跌的时候，食品饮料行业仍是初期的避风港，不过在经济的疲软完全显现出来的下半年，食品饮料行业也不能幸免。从未来的行业增速看，行业销量、收入、利润的增速都可能明显下降，从而引发市场忧虑。

图 1：食品饮料行业指数 2008 年跑赢行业



数据来源：Wind 数据，国泰君安证券研究所

图 2：食品饮料行业 2009 年 1 月份弱于大盘



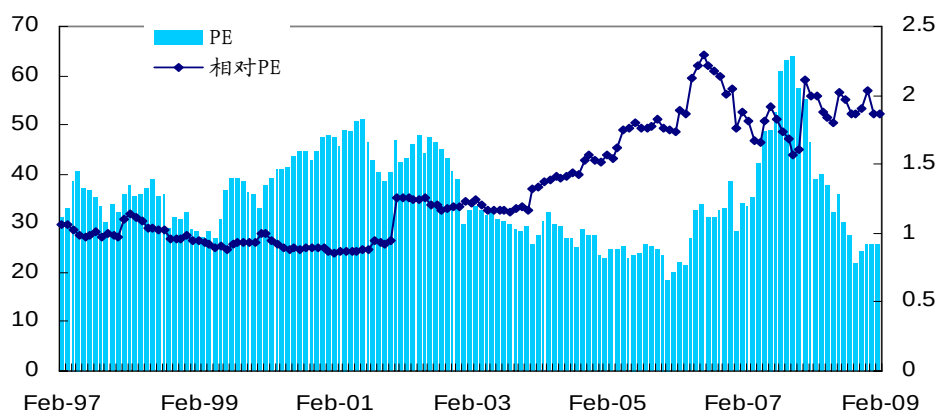
数据来源：Wind 数据，国泰君安证券研究所

1.2.2 09 年以来弱于大盘的主要原因是相对估值高

2009 年 1 月份行业明显跑输指数 5 个点。我们认为主要是来自两方面的因素：对未来食品饮料销量增长、提价（主要是白酒）的预期下降；在预计业绩增速下降的情况下，行业相对于大盘的 PE 仍然保持在较高的水平。

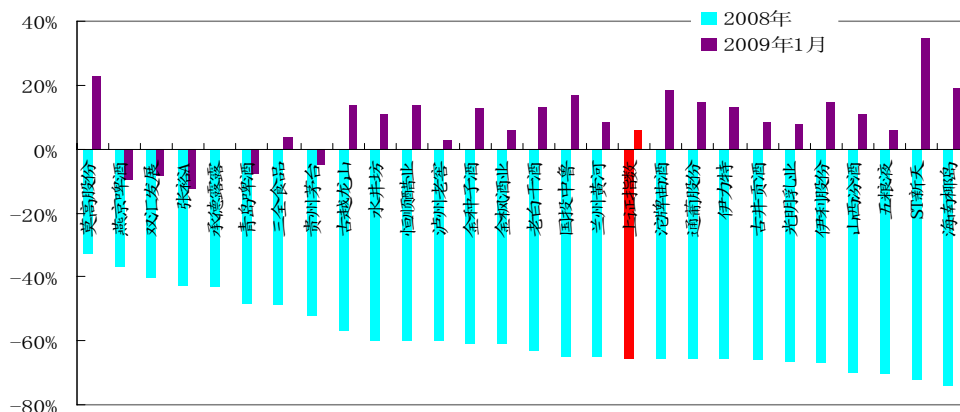
从食品饮料行业单个公司来看，08 年跌幅较少的公司相对来说 09 年 1 月份表现比较一般：双汇发展、燕京啤酒、青岛啤酒、张裕、贵州茅台等。

图 3：食品饮料行业相对、绝对市盈率



数据来源：Wind 数据，国泰君安证券研究所

图 4：08 年、09 年 1 月主要食品饮料公司年度涨跌幅排行



数据来源：Wind 数据，国泰君安证券研究所

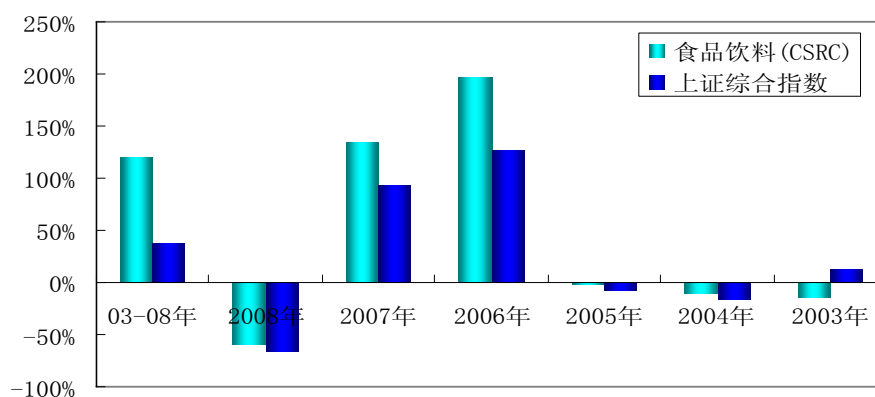
1.2.3 防御：仍可预见的快速、稳定的业绩增长？是否有足够的估值吸引力？

食品饮料行业长期投资的防御性明显，目前仍具有相对防御性，指数长期跑赢大盘。我们 1 月初跟很多投资机构交流时就有很多人质疑，食品饮料这么高的估值是否还具有防御性？客观的说，短期相对市场过高的 PE 的确很难看到吸引力，不过，如果从更长期的角度看，经济下滑的阶段，就以 2009、2010 年来说，放大了看 2010 年的动态 PE 食品饮料的相对估值可能就会大幅下降。因此，我们认为食品饮料长期的防御性还是非常明显的。关键在于 09 年可以预见相对较快的业绩

持续增长，以及在合理范围内的 PE（至少目前白酒 20 倍左右的 PE 就在合理范围之内）。

我们在年度报告中对过去几年食品饮料的走势做了统计,数据表明 2004 以来年每年的食品饮料行业都是跑赢大盘的，不过这个似乎与我们对食品饮料行业直观的认知存在一定差异。如果统计以 12 月初为起点的年度涨幅的话，2007 年 12 月 1 日至 2008 年 11 月 30 日食品饮料行业指数则是弱于大盘,我们分析主要原因可能是在经济异常高速增长，市场疯狂大涨的时候食品饮料的业绩增速赶不上大多数周期性行业。但是从长期的区间上看，我们可以很清晰的看到食品饮料行业指数要远超过大盘，因此从长期投资看食品饮料不仅仅是防御型的行业，也是非常值得投资的行业。

图 5：2003-2008 年行业与大盘涨跌比较



数据来源：Wind 数据，国泰君安证券研究所

防御主要来自相对稳定的业绩。在经济景气度下滑、周期性行业业绩出现明显回落的情况下，食品饮料行业不下降或仅略有下降的业绩就表现出相对优势，尤其是部分子行业还能表现出比较稳定的业绩增长，09 年行业动态 PE 将有所下降。

从几个子行业看，我们更看好大众消费品的啤酒、屠宰及肉制品加工、乳制品。啤酒、屠宰及肉制品行业受益于行业成本的大幅下降，产品盈利能力提升，同时产品价格整体可能略有下降，09 年销量增长，行业开工率也将增加，销售净利率有望提升。不过其中乳制品受到 08 年 9 月以来的三聚氰胺的影响，4 季度销量同比大幅度下降影响了 08 年全年的消费，我们预期 09 年乳制品消费会逐渐恢复，年底前有望恢复到正常水平。

白酒，尤其是高档白酒的销量可能会持平或者略有下降，加上我们预期其基本不会提价，行业、公司的销售收入、利润的增速同比将大幅度下降。当然，我们也不排除部分中低价位酒由于其销售势头好，或者公司的战略原因而继续提高出厂价格，如泸州老窖特曲等，但是这并不能改变白酒产品整体不提价的大趋势。

果汁及果汁饮料行业虽然在国内没有投资标的，但是我们提出行业数据来希望能借此分析国内高档的饮料消费的情况，根据国际历史经验，人均年收入超过 5000

美元，果汁行业将得到快速发展，也就是说，在居民收入足够高的时候果汁消费量会增加很快，在现阶段，果汁的销量对居民收入及其预期的敏感性比较高。而从 07、08 年的销量增速来看，08 年销量增速大幅下降。国内苹果浓缩果汁的价格也从最高的 1800 美元/吨下降至 600 多美元/吨，海外需求严重下降。

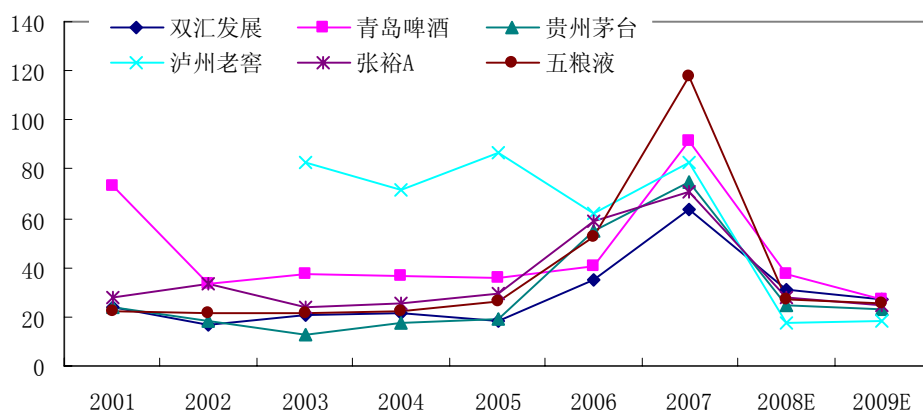
表 1: 食品饮料子行业销售情况及预测

	销量增长			销售价格		成本	
	2007 年	2008 年	2009 年 E	2008 年	2009 年 E	2008 年	2009 年 E
白酒	22.20%	15.79%，高档白酒销量略降	白酒销量略增，高档白酒不增长	07、08 年持续提价	基本不提价	上升，但对高档产品影响有限	
葡萄酒	37.05%	23.83%	10-15%	提价	不提价	上升	葡萄收购价上升，成本增加
啤酒	13.80%	5.46%	6-8%	提价 5-10%	不提价	大幅上升	大幅下降
乳制品	17.83%	-3.63%	5%左右				
屠宰及肉制品	下降	略有增长	较快增长	前高后低，平均上升	下降	07 年大幅上升，08 年前高后低，平均上升	下降
果汁及果汁饮料	21.33%	12.23%	10%	下降	下降	下降	略降

数据来源：CEI，国泰君安证券研究所

近期个股的估值吸引力开始出现。投资最终还是要选择在估值上具有一定优势的公司，食品饮料行业指数的相对估值目前仍然不低，不过从几个重点公司看却是已经到了历史的相对估值低点，09 年 20 倍左右的贵州茅台、泸州老窖无论是历史纵向对比，还是目前与其它公司的 PE 比较，都不算贵。尤其是在近期很多股票大幅上涨以后，涨幅较小的食品饮料的龙头公司估值就显得比较容易接受了。部分公司虽然目前的 PE 仍然不低，但是考虑到公司未来的增长前景以及 09、10 年仍然能维持比较好的增长，PEG 在 1 左右也是可以接受的水平。

图 6: 2003-2008 年行业与大盘涨跌比较



数据来源：国泰君安证券研究所

注：09 年采用 2 月 12 日收盘价

2 重点公司 2008 年业绩盘点

从目前食品饮料行业的经营情况看，我们不得不承认在 2008 年 10 月以后国内消费大幅下降，以及对 09 年国内经济景气程度不高的预期下，很多公司的业绩可能要低于预期。但是绝大多数公司 08 年的业绩仍然有不小的增长，并且预期 09 年部分食品饮料公司业绩仍有望保持一定增长，这主要集中在大宗消费食品行业，如肉制品、啤酒等，高档白酒销售疲软可能还将持续一段时间。

2.2 青岛啤酒：度过成本压力最大的 08 年，销量增长 6.5%

啤酒行业在中国整合的故事的确是已经讲了好几年了，虽然之前青岛啤酒等的业绩和股价上的表现不如白酒等，但是对此故事我们仍深表认同，问题在于什么时点才能顺利的说好这个故事？主角的业绩是否能支持？

- **啤酒行业整合是大趋势，未来集中度持续上升。**目前行业主要的新增产能集中在青岛啤酒、华润雪花、燕京啤酒等大型企业，国内每年超过 4000 万千升销量，按照 7% 左右增速算，有 280 万千升增量，目前新增产能预计有 70-80% 属于三大啤酒企业，那么 CR3 基本能以每年 2.5 个百分点的速度上升。
- **销售净利率的爆发式增长还有待时日，不过并不妨碍龙头企业的业绩增长。**最近几年三大啤酒公司的销售净利率持续缓慢的上升，主要来自优势区域净利率的提升。随着各公司优势区域的巩固，利润增长有了一定保障，不过要大幅度提升至 ABI 的 13% 净利率水平，还是要等待行业整合的进一步深化。
- **08 年公司经营回顾：**08 年公司共销售啤酒 638 万千升，比预期的略低，主要是受到气温偏低和奥运会没有达到预期销量增长的影响；值得称道的是公司的主品牌“青岛”销量增长超过 20%，前四大品牌的占比继续上升，产品结构调整速度加快，公司品牌替换对销量的增速也有一定负面影响；产品价格平均提升 10% 左右，预计其中 4-5% 来自产品结构的调整，这块的价格提升在 2009 年还将继续存在；08 年底，公司受让了烟台啤酒 39% 的股权；40 多家工厂经过技术改造开始生产青岛啤酒，未来的运输费用可能因此大幅降低；公司销售体制改革 08 年如火如荼的经行，基本上已经尘埃落定，不过 08 年人员变化对山东地区的销量也有些负面影响，预期此次换将的影响在 09 年也将弱化；08 年所得税率下降提升公司净利率。总体上我们认为在 08 年外部环境不好的情况下，公司销售量增速高出行业 1 个多点，这是比较不错的成绩，不考虑销售减值准备的净利率增长达到 20% 左右，如果大幅计提减值准备超过 1.6 亿元，则预计全年 EPS 为 0.54-0.55 元。
- **09 年业绩预测：**09 年 1 月公司销量增长 11%，主产品增速超过 25%，尽管存在春节因素，我们仍认为此增速非常不错。预期 09 年行业销量增长 6-8%，公司销量预计能增长 8-10%；由于产品结构调整，公司整体销售价格 09 年可能仍然略升 2-3%；成本下降，主要是大麦成本大幅下降，不过因为去年总销量低于公司计划销量，因此 08 年初高价大麦的采购量略高于全年需求，有少量大麦库存需今年 1 季度消化，目前大麦采购成本仅 250 美元/吨，远低于 08 年 410 美元/吨的成本，此外包装等物品的价格应该也会略有下降，保守预期吨酒成本下降 2-3%；成本下降可能导致行业促销增加，预计销售费用率提高 1.2 个百分点，预计 09 年 EPS 能达到 0.8 元。

(有朋友表示只有在销售收入大幅增长的情况下，销售费用率的下降才能看得见，深以为然，不过如果青岛啤酒的促销送酒直接体现在吨酒价格上，即增量不在销售费用中体现，不计入销售收入却在成本中体现，可能在分析上看得更加清晰。)

- 继续看好青岛啤酒的发展，维持“增持”评级。预计青岛啤酒 08、09 年 EPS 分别为 0.54、0.80 元，尽管前几年公司销量增长不是很快，但是 06 年后增速明显上升，资本支出也大幅增加，都显示了公司做大的意图，如果 09 年公司的分离式权证行权，那么未来公司应该会加大兼并收购的力度，利润增速有望提升。公司目前总市值不高，仅 286 亿元人民币，存在很大的上升空间。

表 2：青岛啤酒业绩预测简表

主要财务数据	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入（百万）	11,677	13,709	16,035	17,646	19,956
同比%	16.5%	17.4%	17.0%	10.0%	13.1%
经营利润（百万）	714	880	1,027	1,558	1,969
同比%	16.3%	23.3%	16.7%	51.7%	26.4%
净利润（百万）	435	598	745	1,095	1,392
同比%	28.2%	37.4%	24.7%	46.9%	27.1%
每股净收益（元）	0.33	0.43	0.54	0.80	1.02
每股股利（元）	0.22	0.22	0.26	0.40	0.51

数据来源：国泰君安证券研究所

2.3 双汇发展：盈利能力回升，业绩增长稳定

双汇集团 2008 年实现销售收入 350 亿元，利税 32 亿元，分别比上年同期增长 15.5%、23.1%。销售收入的增加一方面是因为产品的平均价格高于 2007 年，另一方面是来自低温肉制品的销量增长。利税大幅增长基本能体现集团利润的增速。不过双汇发展的增速看上去赶不上集团的增长（后附：集团最近今年的收入、利润增速），预计未来几年仍然能保持 20% 的净利润增速。关注传言的集团资产注入的事情目前似乎没有什么进展，而且我们预期今年上半年也很难有实质性的突破，不过对资产注入的期待仍是市场能接受公司较高估值的原因之一。预计公司 2008、2009 年 EPS 分别为 1.11、1.34 元，维持“增持”评级。

- **双汇发展的长期推荐逻辑仍然不变：**国内屠宰及肉制品加工的工业化程度现在还很低，未来提升的空间非常大；屠宰的市场集中度也非常低，CR3 还不到 5%，未来集中度的提升也给公司预留出很大的增长空间。
- **短期的刺激因素：生猪价格回落，生猪供应增加，盈利能力上升。**公司 2008 年上半年生猪收购价格曾经一度高达 17 元/公斤，尽管 5 月份以后生猪价格回落，但是全年生猪收购的平均价格仍然高达 14.8 元/公斤。而目前生猪收购价格仅仅在 12 元/公斤左右，并且预期从春节至夏季结束，生猪价格将呈现持续回落的格局。
- **2008 年经营情况回顾：**08 年屠宰量下降 16% 左右，主要是因为生猪价格较高、供给不足，这致使公司开工率持续下降；高温肉制品受到消费增长减缓、相对价格下降较小以及产品结构调整的影响，总销量略有下将；低温肉制品

是销量增长中的亮点，尽管销售均价高于 2007 年，但那是销量仍然有 20% 以上的增速，未来的低温肉制品是公司发展的主要方向之一，我们期待在接下来的几年中，公司低温肉制品仍然保持较高的增速。

- **2009 年预测：**09 年随着生猪价格的回落和供给的增加，预计公司屠宰量能有较快的恢复，当然目前由于元月份春节原因工作日比较少，单月数据还看不出来增长，但我们对 1 季度的数据持乐观的预期；高温肉制品预计销量不会有有多大增长；低温肉制品产销量估计还能保持较好的增速，并且随着新产品的增加和成本的下降，估计盈利能力能有较大的提升。
- 双汇发展稳定可以预期的业绩增长是弱市中优选的品种，预计公司 2008、2009 年 EPS 分别为 1.11、1.34 元，维持长期“增持”的评级。

表 3：双汇发展业绩预测简表

主要财务数据	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入（百万）	15,131	21,845	25,724	29,140	34,211
同比%	12%	44%	18%	13%	17%
经营利润（百万）	716	755	998	1,163	1,402
同比%	2%	6%	32%	17%	20%
净利润（百万）	457	559	674	809	973
同比%	21%	22%	21%	20%	20%
每股净收益（元）	0.89	0.92	1.11	1.34	1.61
每股股利（元）	0.80	0.80	0.89	1.07	1.28

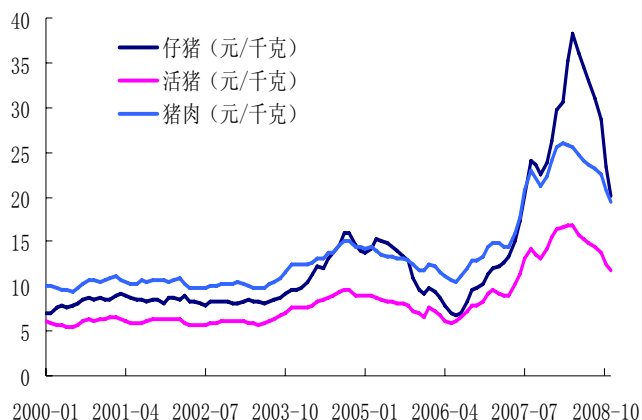
数据来源：国泰君安证券研究所

表 4：双汇集团收入、税收变化

	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
销售收入（亿元）	160.2	201	230	303	350
同比%		25%	14%	32%	16%
利税（亿元）	12	18	20	26	32
同比%		50%	9%	32%	23%

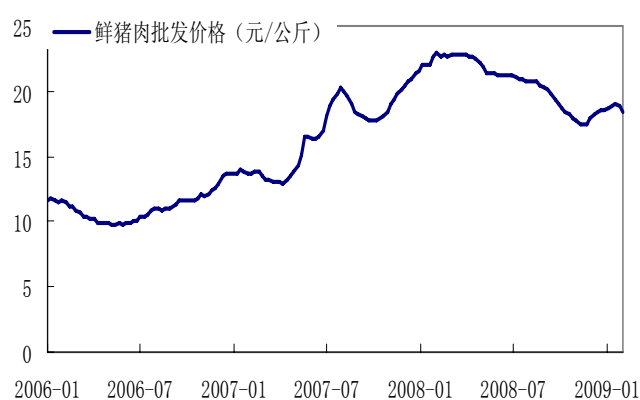
数据来源：公司网站，国泰君安证券研究所

图 7：长期生猪价格波动（2001-2008，月）



数据来源：农业部，国泰君安证券研究所

图 8：鲜猪肉批发价格（周）



数据来源：商务部，国泰君安证券研究所

2.4 贵州茅台：“酒中王者”销量预期仍然强劲

虽然我们对高档白酒 2009 年的总体销量保持相对谨慎的预期，但是对销售强势、出厂零售价差大的贵州茅台的销量我们还是相对乐观。

- **高档白酒受到经济周期影响，预计 09 年整体销量持平或者略有下滑，提价可能性小。**08 年 3 季度以后高档白酒销售出现大幅下滑，不过在随后的 12 月份和春节期间，白酒的销量却略好于预期。我们也调整了对高档白酒销售下滑幅度的预期。但是也要看到高档白酒的零售价格并不如去年春节强劲的表现出节节攀升的局势，销售缺口并不明显。预计 09 年销量仍然可能略有下滑，零售价格在秋季前可能表现出持续回落，提价的可能性不大，行业利润增速放缓。
- **贵州茅台 08 年经营回顾：**08 年初茅台平均大幅提价 20%，其中 53 度茅台出厂价格从 358 元/瓶提高至 439 元/瓶，大幅的提价为利润增长打下了基础，不过公司整体销量并没有太大的增长。12 月公司经销商大会后，因为预期明供货量增加，一批价格迅速的跌破了公司的指导价格 600 元，最低的已经低于 550 元。不过整体看，公司的经销商利润仍然丰厚，以 550 元/瓶的批发价格为例，每瓶仍有 111 元的毛利。公司 08 年加大了系列酒的宣传和推广，不过在整体的利润总占比仍然有限。08 年 1-3 季度预收款变化非常大，这使得公司对预收款的政策来回摇摆，难以形成一致预期，也给我们的业绩预测带来很大的难度，预计 08 年 EPS4.45 元，不过最终还会受到预收款变化的影响。
- **09 年预测：**考虑到贵州茅台产量的扩大，08 年年底对经销商出货量的增加，市场上茅台产品的出厂家、批发价格、零售价格仍然存在较大的价差以及由此显示的供需缺口的存在，预计茅台 2009 年销量仍有所增加；出厂价格预计不会提高，如果希望通过年份酒销量的增加而提升整体的销售价格，我们也认为在经济下不景气的阶段可能性不大，但是存在 08 年提价并非全年而引致的价格时点变化带来的全年平均出厂价格的略升。我们保守预计公司 09 年 EPS5.27 元。
- **高档白酒中需求缺口最大的公司，维持贵州茅台“增持”评级。**尽管我们对公司 2009、2010 年的利润增长不乐观，但是不能否认公司在中国白酒中的强势低位和群众基础，以目前 20 倍左右的估值来看，公司并不贵。

表 5：贵州茅台业绩预测简表

主要财务数据	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入（百万）	4,896	7,237	9,145	10,600	12,166
同比%	25%	48%	26%	16%	15%
经营利润（百万）	2,459	4,478	5,783	6,817	7,954
同比%	30%	82%	29%	18%	17%
净利润（百万）	1,504	2,830	4,202	4,973	5,818
同比%	34%	88%	48%	18%	17%
每股净收益（元）	1.59	3.00	4.45	5.27	6.16
每股股利（元）	0.99	0.84	1.78	2.11	2.47

数据来源：国泰君安证券研究所

2.5 泸州老窖：强大的销售能力支持漫漫价值回归之路

对白酒行业的整体判断，我们已经在上一小节贵州茅台的分析中进行了详细的阐述，在次不在赘述，总体保持比较谨慎的观点。对于泸州老窖，我们想说的是公司最近几年的销售增长、品牌的复苏都非常明显，现任公司管理层也许能带领公司走得更远。

- **08 年经营回顾：**08 年泸州老窖特曲继续提价，含保证金的出厂价格提高 20 元至 128 元/瓶，国窖 1573 则提价 40 元至 468 元/瓶，不过提价时机似乎不是很好，在白酒销量增速下降的背景下提价对销量增长的负面的影响显而易见。不过这两个主打品种在 2008 年仍然实现了销量的增长，尤其国窖 1573，预计实际销量已经达到 3000 吨左右。公司的低档酒销售更多的采用与经销商合作开发的模式，并且在 08 年已经取得了明显的成效，如泸州老酒坊等，这很大程度上解决了浓香型白酒的中低档酒伴生的问题。
- **09 年预测：**09 年春节公司高档酒销量同比基本没有增长，预计全年国窖 1573 和老窖特曲系列酒 2009 年可能会持平或者略有增长。尽管我们对白酒行业的整体提价不乐观，但是泸州老窖特曲 2009 年仍然存在提价的可能，这主要是因为公司对特曲的策略仍维持“2010 年达到 200 元”的目标，当然，如果经济持续不景气，不顾销量情况持续提价至 200 元似乎难度很大。华西证券 2009 年对 EPS 的贡献预计还将下降，预计可能在 0.06 元左右，全年账面业绩预计能增长 20% 左右达到在 1.15 元。
- 逐步回升的品牌，与公司利益一致的被证明有水平的管理层是我们看好公司的主要理由。考虑到公司目前白酒 09 年估值仅 20 倍，维持“增持”评级。

表 6：泸州老窖业绩预测简表

主要财务数据	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入（百万）	1,869	2,927	4,031	4,811	5,559
同比%	28%	57%	38%	19%	16%
经营利润（百万）	497	918	1,601	2,003	2,438
同比%	185%	85%	74%	25%	22%
净利润（百万）	337	773	1,334	1,597	1,932
同比%	629%	130%	73%	20%	21%
每股净收益（元）	0.40	0.89	0.96	1.15	1.39
每股股利（元）	0.35	0.56	0.57	0.69	0.83

数据来源：国泰君安证券研究所

2.6 五粮液：众多白酒企业的目标，资产注入等待即将结束

五粮液作为白酒行业的龙头之一是众多企业的目标，不过“目标”在 2009 年也许会有不同的诠释，其的市场正成为各大白酒企业虎视眈眈。白酒行业两大超级巨头贵州茅台、五粮液，相比之下“五粮液”在高端市场曾经的老大低位正在被茅台取代，未来几年是五粮液关键的几年。

- **08 年业绩回顾：**08 年对五粮液销售系列酒 7.58 万吨，同比减少 22.5%，主营业务收入 79.33 亿元，同比增长 8.25%；净利润 18.30 亿元，比上年同期增长 24.23%，每股收益 0.48 元。对其高档酒销量市场争议颇大，主要是因为来自市场的销售状况与公司表示的销量没有下降存在较大的差异，我们总体的分析认为公司五粮液酒销量应该是略有下降，不过考虑到公司发展团购、增加了经销商数目等，总体销量降幅不大。中档酒销量增长较快，特供酒的销售有所上升。低价位酒销售进一步下滑，给浏阳河、金六福的商品酒供给进一步下降。08 年 8 月公司提高五粮液出厂价格至 469 元/瓶，这提升了公司 4 季度出厂价格。
- **资产注入方案与 7 月份公布的基本一致，可能不令市场满意。**总体看本次资产注入应该是预期之内的，不过相比很多投资者希望的解决部分进出口公司关联交易问题还是有段距离。不过本次资产估价上只有 38 亿元，低于之前预期。预计本次资产注入方案 09 年上半年能完成，结束市场长久的等待。
- **09 年预期：**最受关注的是公司资产注入，可能有望在近期实施，如果能在 1 季度完成则非常有利于公司业绩，新注入的包装资产预计将带来 0.1 元左右的 EPS 增加。关于进出口公司，我们认为短期被注入上市公司的可能性非常小，不过与上市公司的销售结算价格是可能会提高 40-50 元/瓶，这也将带来 0.1 元左右的 EPS 增加。但是出厂价格提高的可能性不大，销量预计也不会上升。09 年主推产品五粮液“1618”、“老酒”可能将提升整体的销售均价，中档酒“六和液”、“1995”如果销量不错也能带动公司中低档基酒的消化，并带来利润增长。预计 09 年 EPS0.70 元左右。
- 资产注入题材预热了公司股票，但是 09 年销售情况还有待进一步观察，毕竟五粮液的销售 08 年看上去比较一般。我们认为目前的价格已经反应了资产注入预期，维持“谨慎增持”评级。

表 7：五粮液业绩预测简表

主要财务数据	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入（百万）	7,386	7,329	7,933	8,974	10,162
同比%	15%	-1%	8%	13%	13%
经营利润（百万）	1,739	2,088	2,269	2,958	3,461
同比%	48%	20%	9%	30%	17%
净利润（百万）	1,170	1,469	1,811	2,667	3,112
同比%	48%	26%	23%	47%	17%
每股净收益（元）	0.43	0.39	0.48	0.70	0.82
每股股利（元）	0.06	-	0.05	0.07	0.09

数据来源：国泰君安证券研究所

2.7 张裕 A：业绩稳定增长，竞争趋于激烈

- **继续看好国内葡萄酒销量增长，这足以容纳进口葡萄酒的增长，但是产品价格预计难以继续提升。**葡萄酒销量最近几年在我国都维持了较快的增长，对未来的几年的销量增长我们也并不怀疑，应该说国内销量基数很小、并处于消费升级阶段葡萄酒在各类酒精饮料中的销量增速仍然可能是最快的。不过随着进口葡萄酒品种和数量的增加，竞争也更加激烈，而且进口葡萄酒的价

格不高，普通中档产品价格维持在 80-200 元/瓶，这对国内葡萄酒提价形成了很大的压力。

- **08 年业绩回顾:** 在 07 年产品销量强劲增长后,08 年初公司产品平均提价 10%, 上半年解百纳、卡斯特酒庄酒的销量增长仍然非常快, 9 月份后销量增速放缓, 不过全年看仍能维持较快增长。新建的北京爱斐堡酒庄、冰酒酒庄还处于培育期, 维持 08 年 EPS1.72 的业绩预测, 但是公司表示分红率比以往可能会略有下降。
- **09 年预期:** 08 年公司解百纳、卡斯特酒庄酒的销量已经不小, 预计往后的销量增速将有所放缓, 09 年 1 月份销量同比仍略有增长, 北京爱斐堡酒庄、冰酒酒庄 2009 年预计销量继续大幅增加, 带来部分利润增长, 不过今年产品提价的可能性应该比较小。预计业绩增长 20% 左右, 09 年 EPS2.08 元,
- 我们对行业和公司管理层都是非常认可的, 因此维持长期“增持”评级, 此波上涨后公司的估值短期已经不便宜, 存在估值压力仍需时间化解。

表 8: 张裕 A 业绩预测简表

主要财务数据	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入 (百万)	2,163	2,730	3,407	3,886	4,399
同比%	19.9%	26.2%	24.8%	14.1%	13.2%
经营利润 (百万)	613	925	1,189	1,426	1,706
同比%	45.0%	50.8%	28.6%	19.9%	19.6%
净利润 (百万)	444	636	905	1,095	1,309
同比%	42.1%	43.2%	42.4%	20.9%	19.5%
每股净收益 (元)	0.84	1.21	1.72	2.08	2.48
每股股利 (元)	0.80	1.10	1.46	1.66	1.99

数据来源: 国泰君安证券研究所

2.8 伊利股份: 艰难跋涉的中国乳制品企业

- **乳制品行业经受严峻考验, 09 年将是行业恢复时期。** 考虑到 06、07 年国内乳制品销量增速持续下降, 我们对乳制品行业维持中性评级。08 年 9 月份三聚氰胺事件给乳制品行业巨大的打击, 销量急剧下降, 不过从目前情况看环比已经略回升。最近蒙牛特伦苏 OMP 事件对行业的复苏进程应该是有负面影响的, 预计 09 年底行业能恢复到正常经营状况。
- **08 年业绩回顾:** 08 年 9、10 月份, 公司奶粉、液态奶等销售大幅下降, 按照公司年均 10 次左右的存货周转率, 三聚氰胺事件公司库存约 20 亿, 其中原料、库存商品等能占到 40% 以上, 考虑到此后一段时间的损失, 预计三聚氰胺事件带来的直接损失在 15 亿元左右, 公司 08 年将大幅计提减值准备。加上 2.74 亿元的股权激励费用, 预计公司 08 年 EPS 为 -1.72 元, 变数更多的看公司的计提政策。
- **09 年预期:** 09 年乳制品行业将逐渐复苏, 有望在年底恢复到正常的消费水平, 不过 08 年因为产能大幅扩张而有望给公司带来利润增长的奶粉复苏的速度可能要慢于液态奶。此外, 为了弥补三聚氰胺事件对公司形象的负面影响以及推动销量的回升, 预计 09 年销售费用率会高于 2007 年。此外, 预计 2009、2010 年先弥补 08 年利润亏损, 不征收所得税, 因此 2010 年利润增长会出现

阶段性高点，预计 EPS 能达到 0.68 元。

- 行业最近两年存在复苏性的投资机会，调整伊利股份评级至谨慎增持，不过要提醒投资者注意年报后变成 ST 公司的风险。

表 9：伊利股份业绩预测简表

主要财务数据	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入（百万）	16,580	19,360	21,296	20,646	23,750
同比%	36.2%	16.8%	10.0%	-3.1%	15.0%
经营利润（百万）	555	85	-1,630	307	530
同比%	15%	-85%	-2024%	119%	73%
净利润（百万）	325	-21	-1,377	374	543
同比%	11%	-106%	-6582%	127%	45%
每股净收益（元）	0.41	-0.03	-1.72	0.47	0.68
每股股利（元）	0.10	-	-	0.05	0.10

数据来源：国泰君安证券研究所

表 10：重点公司盈利预测表及投资评级

	收盘价 20090217	总市值	EPS				PE			投资评级
			2007	2008E	2009E	CAGR	2007	2008E	2009E	
贵州茅台	121.36	1145	3.00	4.45	5.27	33%	40.5	27.3	23.0	增持
泸州老窖	21.31	297	0.55	0.96	1.15	45%	38.7	22.2	18.5	增持
五粮液	16.11	612	0.39	0.48	0.71	35%	41.3	33.6	22.7	谨慎增持
水井坊	14.18	69	0.41	0.64	0.87	46%	34.6	22.2	16.3	谨慎增持
山西汾酒	13.72	59	0.83	0.61	0.70	-8%	16.5	22.5	19.6	谨慎增持
青岛啤酒	21.10	276	0.43	0.54	0.80	36%	49.1	39.1	26.4	增持
燕京啤酒	13.31	161	0.37	0.45	0.55	22%	36.0	29.6	24.2	增持
双汇发展	35.00	212	0.93	1.11	1.34	20%	37.6	31.5	26.1	增持
张裕 A	47.65	251	1.21	1.72	2.08	31%	39.4	27.7	22.9	增持
伊利股份	10.42	83	-0.04	-1.72	0.44				23.7	谨慎增持
金枫酒业	12.71	46	0.40	0.56	0.64	26%	31.8	22.7	19.9	谨慎增持
三全食品	30.61	29	0.77	0.95	1.17	23%	39.8	32.2	26.2	谨慎增持
承德露露	16.62	32	0.46	0.65	0.80	32%	36.1	25.6	20.8	谨慎增持
国投中鲁	10.07	20	0.45	0.53	0.41	-5%	22.4	19.0	24.6	中性

数据来源：国泰君安证券研究所

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。

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