

2009-03-10

食品、饮料与烟草

维持

增持

防御性和高弹性的相机抉择

◆防御性的食品类与高弹性的酒类：

上周食品饮料板块虽然也在大盘的带动下有所起色，但总体比较下来，成为市场中涨幅最小的板块，仅上涨 4%，远未跑赢大盘。食品饮料相对大盘的 PE 和 PB 都约为 2 倍，在估值方面并不具有优势，这成为反弹行情中跑赢大盘的障碍。

我们通过对美国数据的分析，酒类的弹性要明显大于食品。在经济下行过程中，一是酒类的个人消费支出要略滞后于 GDP 的下降，二是下降的幅度要远大于 GDP 的下降幅度；但在经济复苏阶段，酒类的个人消费支出会快速反弹，而且反弹幅度也远大于 GDP 的反弹幅度。

这些数据的变化也进一步支持了我们对于目前经济情形下推荐食品类股票作为防御性的论断。不过若经济有所好转，我们则建议应该立即转向更高弹性的酒类股票，以分享经济的快速增长所带来的收益。

◆解析 AB-Inbev2008 年报：

2008 年，AB-Inbev 在亚太地区的销量持平，而收入和毛利率都有所下降，盈利表现较差，主要原因在于销售单价下降、毛利率下滑和销售、管理费用的提高。这从侧面说明近两年中国啤酒行业的激烈竞争仍未有实质性的改善，啤酒企业的生存环境仍然比较恶劣。啤酒企业在这种情况下若要有尚佳表现就需要依靠严格的成本费用管理、先进的技艺和高超的营销手段来提高企业的竞争力。

◆投资建议：

我们目前仍然坚持年度策略中的观点，即在经济下行过程中重点关注稳定增长，防御性较好的食品类公司，推荐收益成本下降的啤酒、肉制品和速冻子行业。推荐股票次序为青岛啤酒、燕京啤酒、双汇发展、三全食品。

证券 代码	公司 名称	股价	EPS(元)			投资评级
			07A	08E	09E	
600600	青岛啤酒	19.48	0.43	0.54	0.72	增持
002216	三全食品	28.31	0.77	0.84	1.39	增持
000895	双汇发展	31.65	0.93	1.11	1.40	增持
600779	水井坊	12.20	0.41	0.75	1.04	增持
600616	金枫酒业	11.23	0.45	0.59	0.69	增持
600519	贵州茅台	114.90	3.00	4.57	5.77	增持
000858	五粮液	14.75	0.39	0.48	0.61	增持
000568	泸州老窖	19.09	0.55	1.06	1.30	增持

分析师：

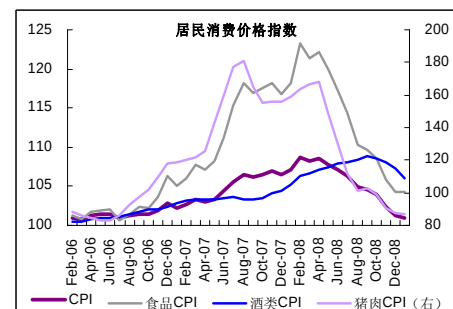
彭丹雪

021-22169126

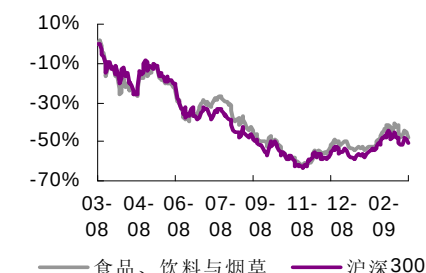
pengdx@ebcn.com

名称	价格	涨跌幅%
CPI	101	-0.2%
食品 CPI	104	0.0%
酒类 CPI	106	-1.2%

行业主要数据图



行业与上证指数对比图



光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

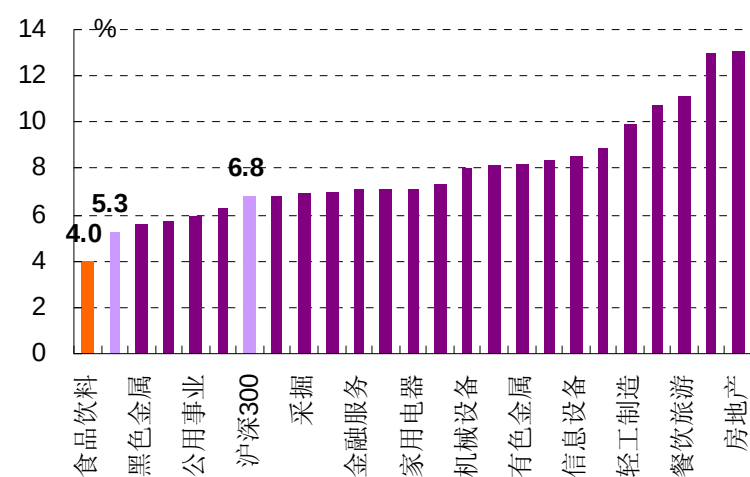
敬请参阅最后一页之重要声明。

一、 上周大盘与板块走势

上周食品饮料板块虽然也在大盘的带动下有所起色，但总体比较下来，成为市场中涨幅最小的板块，仅上涨 4%，远未跑赢大盘。这也符合我们在 09 年度策略中所作的判断。在经济下行的过程中，食品饮料板块由于较稳定的增长成为许多资金的避险首选，但这也导致整个板块较高的估值，因此板块防御性的边际效应在递减。当市场出现快速反弹时，其较高的估值反而成为逾越大盘的障碍。

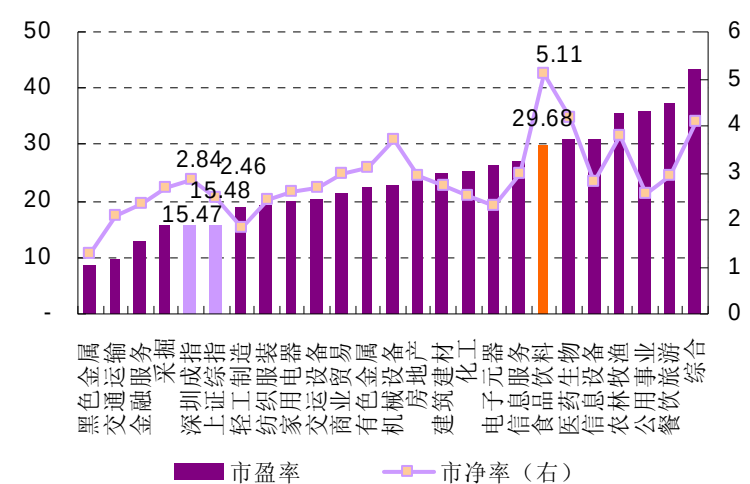
不过板块中的分化也比较明显，相较而言，食品类的弹性要小于饮料类（主要是酒类）的弹性。所以在经济下行的过程中，仍然要以食品类股票作为防御性的选择；但当大盘出现反弹，甚至经济出现转机，弹性较大的酒类股票则成为不二的选择。此结论我们在下文会进行论述。

图表 1：上周各板块涨跌幅



资料来源：Wind 注：数据日期为 2009-3-2 至 2009-3-6

图表 2：各板块估值

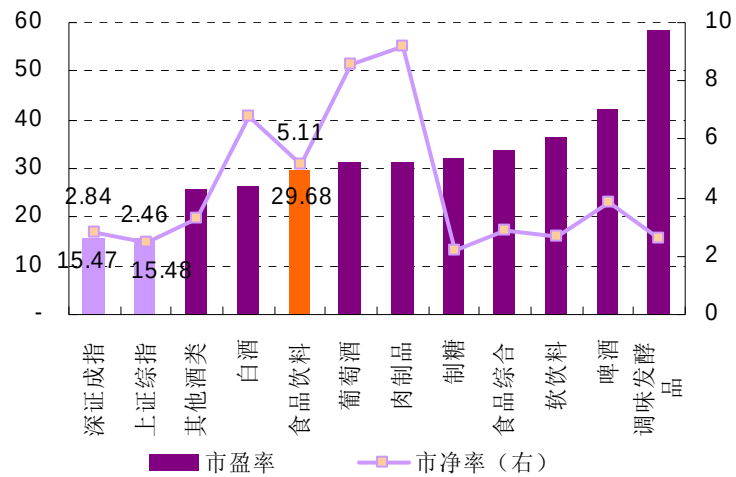


资料来源：Wind

注：取 2009-3-6 股价，盈利数据为前推 12 个月，净资产为最新报告中数据

食品饮料的相对 PE 和相对 PB 都约为 2 倍，在估值方面并不具有优势，这成为反弹行情中跑赢大盘的障碍。

图表 3：食品饮料子行业市盈率和市净率估值



资料来源：Wind

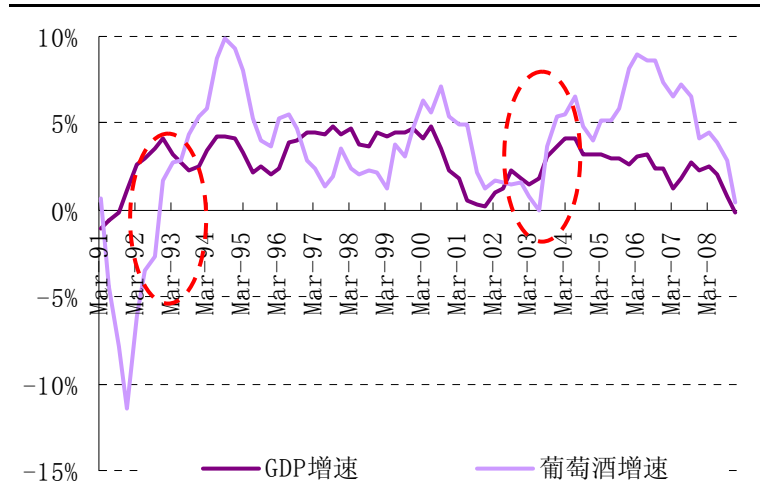
注：取 2009-3-6 股价，盈利数据为前推 12 个月，净资产为最新报告中数据

在食品饮料的子行业中，以前倍受瞩目的白酒类估值已经低于其他子板块，但由于高档白酒的增速在经济下滑过程中有可能加速回落，所以目前并不做推荐。我们仍然推荐增速较为稳定的啤酒和肉制品作为防御的首选。

防御性与高弹性的相机抉择

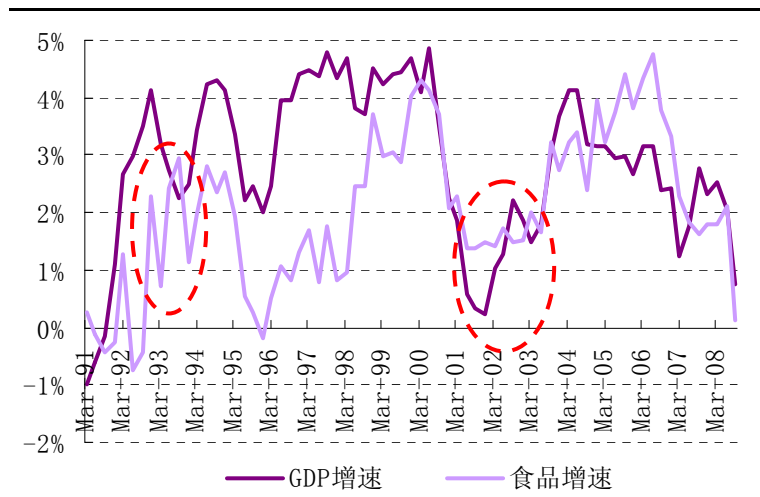
我们试着分析美国较长时间的数据来研究食品和酒类的增长率在经济不同阶段的表现。可以看出，酒类的弹性要明显大于食品。在经济下行过程中，一是酒类的个人消费支出要略滞后于 GDP 的下降，二是下降的幅度要远大于 GDP 的下降幅度；但在经济复苏阶段，酒类的个人消费支出会快速反弹，而且反弹幅度也远大于 GDP 的反弹幅度。

图表 4：美国 GDP 增速与葡萄酒的个人消费支出增速比较



资料来源：CEIC，光大证券研究所

图表 5：美国 GDP 增速与食品的个人消费支出增速比较



资料来源：CEIC，光大证券研究所

食品类的情况则与酒类的相反。在经济下降过程中，食品类个人消费支出的下降幅度要小于 GDP 的降幅，并还能保持较平稳的增长；但在经济回升阶段，它的回升速度也要小于 GDP 的反弹速度。

由于我国在经济统计中并未有关于食品、酒类支出的详细数据，所以未能进行同类对比。但美国的数据可以从侧面反映出酒类的弹性要大于食品类。这些数据的变化也进一步支持了我们对于目前经济情形下推荐食品类股票作为防御性的论断。不过若经济有所好转，我们则建议应该立即转向更高弹性的酒类股票，以分享经济的快速增长所带来的收益。

二、国内各重点股票的估值

图表 6：重点公司主要指标

	代码	公司	一周 涨跌	EPS		PE		投资 评级
				08E	09E	08E	09E	
白酒	600519	贵州茅台	-0.2%	4.57	5.77	25.9	20.5	增持
	000858	五粮液	3.1%	0.48	0.61	32.4	25.5	增持
	000568	泸州老窖	5.3%	1.06	1.30	19.0	15.5	增持
	600779	水井坊	7.5%	0.75	1.04	17.4	12.6	增持
	600809	山西汾酒	9.5%	0.65	0.85	26.0	19.9	增持
啤酒	000729	燕京啤酒	1.5%	0.44	0.56	28.7	22.2	增持
	600600	青岛啤酒	5.3%	0.54	0.72	36.6	27.6	增持
黄酒	600059	古越龙山	10.5%	0.26	0.30	34.5	29.9	中性
	600616	金枫酒业	5.7%	0.59	0.69	19.9	17.0	中性
葡萄酒	000869	张裕 A	-4.0%	1.72	2.08	26.6	22.0	增持
其他饮料	600962	国投中鲁	8.0%	0.32	0.30	32.2	34.3	中性
	000848	承德露露	1.8%	0.64	0.85	24.0	18.1	中性
食品	000895	双汇发展	3.1%	1.11	1.40	29.5	23.4	增持
	002216	三全食品	0.1%	0.84	1.39	33.9	20.4	增持

资料来源：光大证券研究所

总体来看，上周食品饮料板块中的公司也有补涨的要求，原来涨幅较少的股票，如国投中鲁、泸州老窖等有了超越板块的涨幅，而已经积累较大涨幅的股票如贵州茅台，却表现平平。

从估值来看，食品类的双汇发展和三全食品仍居前列。而酒类板块中的五粮液由于有较强的资产注入预期而估值较高。

三、国内行业主要事项以及点评

上周召开的两会成为焦点。一些企业领导也参与两会，并发表了自己对行业以及企业的观点。主要有以下内容：

包括茅台集团董事长季克良、五粮液集团副董事长唐桥、燕京啤酒董事长李福成、张裕葡萄酒董事长孙利强在内的酒类行业人大代表达成一致共识，纷纷在金志国提交的《关于加快<中华人民共和国酒法>立法》的议案上署名，联名呼吁尽快建立《酒法》。

点评：《酒法》的主要内容集中在食品安全和打击假冒伪劣等方面，也是各大名酒企业近几年集中呼吁的事项。如果能够通过，对酒企的品牌保障有了具体的法律措施，则可以相应减轻企业自己负担打假的费用。

燕京啤酒董事长李福成：燕京啤酒 2008 年实现销售收入 112 亿元，同比

增长 10.4%；利润总额 64221 万元，同比增长 13.5%。2009 年，确立了今年的任务目标，全年完成啤酒产销量 460 万千升，收入、利润等主要经济指标力争实现 10% 以上的增长。

点评：在啤麦价格下降促进毛利率提高，以及销量增加提升收入等因素的影响下，制定 2009 年 10% 以上的增长对于燕京啤酒来说是比较容易达到的目标。

五粮液总经理唐桥：建议政府提高白酒生产企业的门槛，确保白酒安全。在全球性的金融危机面前，五粮液在确保五粮液高端白酒市场地位的同时，全面启动“1+9+8”战略，进一步打造 9 个全国性和 8 个区域性中端产品品牌。五粮液去年白酒销售收入 79.3 亿元，今年白酒销售收入计划突破 100 亿元。

点评：“1+9+8”是最近几年五粮液战略的延续，但目前可以确定仍只有“五粮液”这个“1”。唐董事长提到了“全面启动”，不知和以往相比是否会有所改变，我们拭目以待。

青岛啤酒董事长金志国：防止“贫血”——严格控制资本性支出，既不能在投资管理上把许多现金变成固定资产，也不能在运营管理上把许多现金变成存货；设法“输血”——探索研究低成本融资方式；积极“造血”——全力以赴开拓市场，把营销创意放到开拓市场的第一位置；主动“止血”——主旨是强化内控监督、防范风险。

点评：在经济危机面前，青啤重视现金流是明智的做法，而且青啤的财务和运营管理与其他啤酒企业相比还是有优势的，这从青啤的吨酒价格和吨酒费用上都可看出端倪。

四、 国际比较

图表 7：国际同类公司主要指标比较

公司	09PE	09PB	PEG	前推 12 个月 EPS	09EPS	一周预测 EPS 变化	4 周预测 EPS 变化
食品	何美尔	13.6	1.9	1.7	2.0	2.2	/
	泰森食品	159.6	0.6	15.4	-0.1	0.1	/
	日本火腿	41.9	0.7	-	44.9	22.6	-6.5%
	雨润食品	13.3	3.1	0.6	0.8	0.7	/
	龟甲万	15.9	0.8	-	55.3	44.7	-2.7%
烈性酒	帝亚吉欧	11.2	5.2	1.0	0.7	0.7	/
	保乐利加	9.1	1.3	0.7	4.0	4.6	0.1%
	Remy Cointreau	9.4	0.8	3.5	2.0	1.7	/
	宝控株式会社	18.9	0.8	-	28.3	21.3	/
	Marnier Group	11.8	1.4	-	173.4	229.5	/
	Compania	19.5	-	-	0.9	0.8	/
	Radico Khaitan	20.1	1.4	4.0	3.7	2.8	-0.2%

啤酒	朝日啤酒	10.8	0.9	2.0	105.9	105.9	/	-2.5%
	喜力啤酒	7.6	1.2	1.5	1.9	2.2	/	/
	嘉士伯啤酒	8.3	0.5	0.7	20.1	23.3	/	-3.0%
	AB-Inbev	12.0	1.5	0.9	1.3	1.6	/	/
	SAB	9.7	1.1	0.9	1.7	1.3	/	/
	麒麟啤酒	15.3	0.9	2.4	137.3	59.2	/	/

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

注：数据日期为 2009-3-6

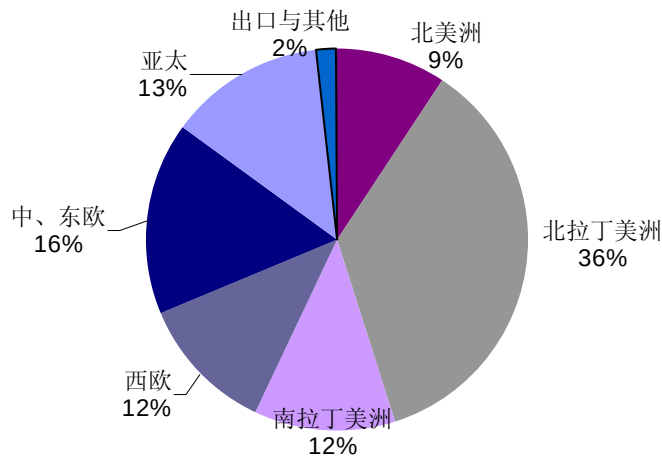
我们从选取的国际主要食品饮料公司的一些指标可以看出：

- 1、上周食品类公司的调降幅度较大，而烈性酒的公司几乎无调降；
- 2、国际上的食品类股票的估值高于酒类股票，显示了资金的避险倾向，也说明食品类股票有较好的防御性；
- 3、啤酒类股票的估值比较趋同，刚完成收购的 AB-Inbev 具有同类企业较高的 PE 和 PB 估值，分别达到了 12 倍和 1.5 倍。

五、 国际行业主要事项以及点评

英博在 2008 年 11 月 16 日正式收购 AB，收购后公司改名为 AB-Inbev。合并后的 AB-Inbev 成为世界最大啤酒供应商，以及排名前五的消费品生产商。公司在 2009 年 3 月 5 日发布了合并后的第一份年报。我们对此年报进行简单解读，主要是借此来观察中国啤酒市场的变化。

图表 8：各大区销量占比



资料来源：AB-Inbev2008 年报

注：包括 AB 公司 2008-11-16 至 2008-12-31 的产量；青啤销量未包含其中。

北拉丁美洲占据公司最大的销量份额，而增长最快的地区分别是南拉丁美洲和北美洲，增速分别为 10.4%和 3.1%。下降幅度最大的是中、东欧，

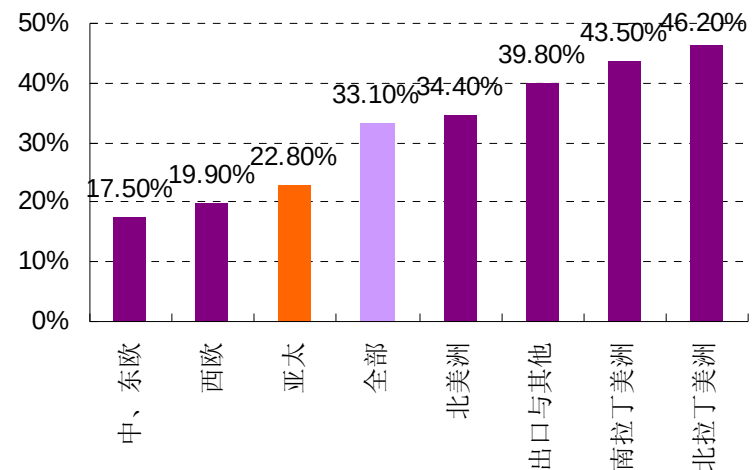
降幅为 6.1%。

我们重点关注 AB-Inbev 在亚太地区的表现。公司在亚太地区的销量主要来自中国和韩国，而中国的销量占据亚太销量的 90%（包括青啤）。从 AB-Inbev 所报告的数据也可以看出 2008 年中国啤酒业的态势。

1、2008 年公司在亚太地区的销量与 07 年基本持平。虽然有韩国的快速增长，但被在中国地区销量下降所抵消，公司在中国销量下降了 1.2%（哈啤表现不错，销量增长 4.7%，但占据公司 80%销量、原本强势的浙江、福建和江西的市场占有率都略有下降）

2、公司在年报中着重提出了中国地区高昂的营销费用成为亚太地区 EBITDA 增速较低的主要原因。亚太地区 22.8%的 EBITDA margin 也远低于公司的 33.1%。

图表 9：公司各大区的 EBITDA margin 比较



资料来源：AB-Inbev2008 年报，光大证券研究所

3、从销售单价中可以看出，亚太地区的单价是最低的，仅为公司全部单价的一半而已。

图表 10：公司各大区的销售单价

	销量（十万升）	收入（百万欧元）	销售单价（欧元/百升）
北美洲	26,605	2,715	102.05
北拉丁美洲	101,519	5,182	51.04
南拉丁美洲	33,698	1,254	37.21
西欧	33,753	3,217	95.31
中、东欧	46,142	2,209	47.87
亚太	38,337	1,019	26.58
出口与其他	4,666	505	108.23
全部	285,644	15,576	54.53

资料来源：AB-Inbev2008 年报，光大证券研究所

以上这些数据一方面反映出 2008 年中国啤酒业增长态势确实较弱，另一方面也折射出中国啤酒行业的激烈竞争是有增无减。

图表 11：公司在亚太地区的主要损益数据（除注明外，货币单位为百万欧元）

亚太地区	2007 年	合并影响	汇率影响	实际增加	2008 年	实际增长
销量（十万升）	38,299	-	-	38	38,337	0.1%
收入	1,034	-	-99	84	1,019	8.1%
销售单价（欧元/百升）	27.00				26.58	
成本	-526	1	35	-64	-555	-12.2%
毛利	508	1	-64	19	464	3.8%
毛利率	49.1%				46.9%	
营业费用	-68	-	9	-8	-67	-12.2%
营业费用率	6.6%				6.6%	
销售费用	-218	-	17	-27	-227	-12.3%
销售费用率	21.1%				22.3%	
管理费用	-62	-2	2	-6	-68	-9.6%
管理费用率	6.0%				6.7%	
其他业务收入	2	-	-2	17	18	
EBIT	162	-2	-37	-4	119	-2.7%
EBIT margin	15.7%				11.7%	
EBITDA	265	-2	-42	11	232	4.3%
EBITDA margin	25.6%				22.8%	

资料来源：AB-Inbev2008 年报

注：公司已经将 2007 年数据进行处理，使得同期可比

公司在亚太地区的盈利表现较差，主要归因于以下原因：

1. 产品销售单价的下降，下降幅度约为 1.6%；
2. 成本快速上升所导致的销售毛利率迅速下滑 2.2 个百分点；
3. 销售费用率和管理费用率增加了 1.9 个百分点；

总体来说，AB-Inbev 在亚太地区（中国占其亚太地区销量 90%）的一系列数据都表明了中国啤酒行业的激烈竞争所导致的低单价、高费用，从而压缩了企业的利润，而这还是 AB-Inbev 在中国大力推广高档酒“百威”的前提下发生的。这从侧面说明近两年中国啤酒行业的激烈竞争仍未有实质性的改善，啤酒企业的生存环境仍然比较恶劣。啤酒企业在这种情况下若要有尚佳表现就需要依靠严格的成本费用管理、先进的技艺和高超的营销手段来提高企业的竞争力。

六、 下周重点关注事项

- 1、3月10日，金枫酒业公布2008年报；
- 2、3月12日，重庆啤酒公布2008年报；
- 3、3月13日，通葡股份公布2008年报；
- 4、3月13日，维维股份召开股东大会。

七、 投资评价和建议

我们目前仍然坚持年度策略中的观点，即在经济下行过程中重点关注稳定增长，防御性较好的食品类公司，推荐收益成本下降的啤酒、肉制品和速冻子行业。推荐股票次序为青岛啤酒、燕京啤酒、双汇发展、三全食品。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

食品、饮料与烟草

分析师：彭丹雪



日期	行业评级
2008-01-04	增持
2008-01-10	增持
2008-01-16	增持
2008-11-05	增持
2009-01-07	增持

买入 — 增持 — 中性 — 减持 — 卖出

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入——未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持——未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性——未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持——未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出——未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海				
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
	李松	021-22169999-9090	15821882803	lisong@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
深圳				
	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebsecn.com
	高峥	021-22169999-9085	13585940280	gaozheng@ebsecn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebsecn.com
专题				
QFII				
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。