

饮料可望升温 番茄酱与白酒仍有魅力

——东兴证券食品饮料行业 2009 年 3 月月报及 4 月策略

投资摘要:

● **上月月报和投资策略较为正确地预测了白酒和番茄酱子行业的增长，也得到资本市场的印证** 国家统计局发布的数据显示，白酒和调味品价格09年1、2月份连续两月上涨，与肉制品等子行业形成明显反差；我们调研发现，白酒行业一季度增长好于08年同期；番茄酱价格稳定在1000美元/吨左右，比较坚挺

● **3月出台的轻工业振兴规划之细则首批政策未涉及食品饮料，全行业没有刻意等待，正寻求营销突破** 近日公布的轻工业振兴规划细则仅限于4月1日起提高纺织品、服装、轻工、电子信息、钢铁、有色金属、石化等七大类商品的出口退税率。不过，食品饮料行业并没有消极等待，从我们对重点上市公司调研的情况看，一季度食品饮料行业中的主要行业如白酒等都实现了同比增长，特别是3月24-28日在成都举行的09年糖酒会上，食品饮料企业交易活跃，显示较强行业活力

● **饮料、番茄酱和白酒三个子行业可看好** 4月始入夏季，预计饮料消费会因气温升高而上升；番茄酱因欧美需求刚性供应减少而保持价格坚挺，可继续看好；部分白酒企业及其品种也会因为有了新的营销手段和新产品问世等原因，其消费不会很快进入淡季而大幅下降，仍有吸引力

● **投资策略与投资评级** 对于饮料、番茄酱和白酒行业中的强势企业，由于其市场转好、消费看涨、估值偏低、盈利能力较强等原因，具备较好投资机会，总体予以“增持”评级

食品饮料行业 2009 年 4 月重点上市公司分析与投资评级

简称	EPS (元)				PE (倍)			投资评级
	07	08E	09E	10E	08E	09E	10E	
国投中鲁	0.50	0.41A	0.53	0.69	18A	20	16	增持
承德露露	0.46	0.58A	0.73	0.91	27A	22	17	增持
新中基	0.23	0.28	0.41	0.54	19	17	13	增持
中粮屯河	0.31	0.36	0.46	0.60	25	27	21	中性
五粮液	0.39	0.477A	0.75	0.88	28	21	18	增持
泸州老窖	0.89	0.97	1.30	1.77	19	17	12	增持
水井坊	0.41	0.64A	0.81	1.02	17	17	14	增持

增持/维持

刘家伟

东兴证券研究所

010-66555275

liujw@dxzq.net.cn

北京市西城区金融大街 5 号

新盛大厦 B 座 12 层

邮编: 100140

食品饮料业指数走势图



相关研究报告

1. 地震撼不动国酒根基 扩产与提价共助成长 ——贵州茅台（600519）调研简报

2. 老白干酒（600559）：强化营销成长有方 河北为王走向全国——白酒行业上市公司调研报告系列之三

3. 泸州老窖（000568）：“营销无限”提价特曲寻新机——白酒行业调研报告系列之四

4. 高质量增长符合预期 预收款折合 EPS1.47 元——贵州茅台（600519）08 年报点评

5. 高价酒成本大涨业绩低于预期 09 年或有意外收获——五粮液（000858）2008 年年报点评

6. 1573 原酒封藏大典增魅力 “全员营销+创新”添活力——泸州老窖（000568）调研简报

目 录

1. 观点回顾：上月月报判断正确.....	4
1.1 与行业整体数据和子行业调研情况吻合	4
1.2 重点上市公司股价涨幅强于行业.....	4
2. 大事与政策解析：维护公平竞争秩序 建立长效发展机制.....	5
2.1 禁止可乐并购汇源重在强化良性竞争	5
2.2 乳业整顿将结束 有利于形成健康发展长效机制.....	5
3. 重点行业分析与展望：饮料将升温 番茄酱和白酒仍可看好.....	5
3.1 饮料及乳制品：产销量将继续恢复性增长	5
3.2 番茄酱：价格坚挺 收购凸显产能扩张与业绩增长.....	7
3.3 白酒：4月开始转入消费淡季 但营销强化的效果有待观察	8
3.4 葡萄酒：销售会好转但竞争会更加激烈 降价促销或成家常便饭.....	9
3.5 啤酒：旺季尚未到来.....	10
4. 投资逻辑：选择消费趋望和估值偏低的子行业.....	11
4.1 饮料等子行业消费特点相对明显	11
4.2 饮料等子行业市盈率具有相对优势.....	11
5. 重点上市公司分析与评级.....	12
5.1 国投中鲁（600962）：浓缩苹果汁龙头	12
5.2 承德露露（000848）：老牌绩优饮料企业	12
5.3 新中基（000972）：收购可扩大产量 50% 业绩增长将提速	13
5.4 中粮屯河（600737）：买地扩张业务 强化番茄产业龙头地位.....	14
5.5 五粮液（000858）：09年业绩增长看点较多	14
5.6 泸州老窖（000568）：全员营销 估值偏低	14
5.7 水井坊（600779）：白酒第一坊 增长有保障.....	15

图目录

图 1	2009 年 1-2 月CPI、白酒、调味品等涨价情况	4
图 2	1997-2008 年软饮料月度同比增速均值	6
图 3	2002-2008 年果汁月度同比增速均值	6
图 4	2002-2008 年碳酸饮料月度同比增速均值	6
图 5	1991-2008 年乳制品月度同比增速均值	7
图 6	1991-2008 年白酒产量月度同比增速均值	8
图 7	1991-2008 年我国白酒产量变动情况	8
图 8	2002-2009.02 我国葡萄酒月度产量及同比环比	9
图 9	2001-2008 年我国葡萄酒产量月度同比增速均值	10
图 10	1996-2008 年啤酒产量月度同比增速均值	10
图 11	1990-2008 年我国啤酒产量与增速变化情况	10
图 12	1996-2009.2.27 白酒与啤酒葡萄酒等市盈率比较	11

目录

表 1	国务院食品添加剂等专项整治工作分三个阶段进行	5
表 2	食品饮料行业 3 月重大政策与事件及点评	16

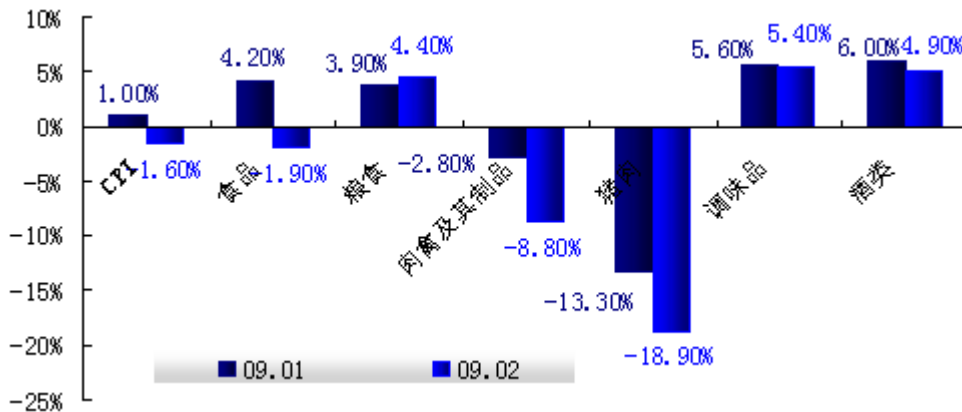
1. 观点回顾：上月月报判断正确

我们在 2 月月报及策略报告中指出，3 月份应该是食品饮料行业步入复苏甚至走向转折的启动月份，白酒和番茄酱等子行业可重点投资。这一判断为近期行业整体信息数据及相关调研情况和资本市场走势所印证。

1.1 与行业整体数据和子行业调研情况吻合

据国家统计局数据，在 1、2 月份全国 CPI 分别上涨 1%和下降 1.6%、肉制品、猪肉等价格连续大幅下降情况下，酒类价格连续两月上涨达 6%和 4.9%，调味品价格同样连续两月上涨达 5.6%和 5.4%，这与我们看好白酒和番茄酱（分属调味品行业）的判断是吻合的。

图 1 2009 年 1-2 月 CPI、白酒、调味品等涨价情况



资料来源：国家统计局

中国人民银行等部门最近通过调研分析认为，我国经济存在局部恢复趋势，如全社会消费品零售总额增长处于 16 年来最高水平、企业消化存货的过程已经基本接近结束、中国制造业采购经理人指数在去年触底之后已连续三个月上升、体现企业生产活跃度的用电量指标在东部沿海地区部分省市已开始上升，以及我国月度新增人民币贷款连续放量增长，四个月新增量接近过去几年的年度增量等。另外，四万亿的投资会对经济存在较强的拉动作用。因此，09 年经济增速将是前低后高。

就我们最近对白酒、番茄酱以及部分食品企业进行的调研情况看，由于 2008 年基数较低、2009 年春节比 2008 年提前、企业营销体制和策略调整等因素，09 年一季度产销量和销售收入都有不同程度的增长，符合我们此前的预测。

1.2 重点上市公司股价涨幅强于行业

从 3 月 2 日至 3 月 30 日，白酒和番茄酱重点上市公司股价平均涨幅最高为 15.67%和 10.65%，分别比同期食品饮料行业指数最高涨幅 7.91%高出 7.76 个百分点或 98%，和 2.74 个百分点或 35%。说明白酒和番茄酱在食品饮料行业中得到资本市场的充分认可。

2. 大事与政策解析：维护公平竞争秩序 建立长效发展机制

近日公布的轻工业振兴规划细则仅限于 4 月 1 日起提高纺织品、服装、轻工、电子信息、钢铁、有色金属、石化等七大类商品的出口退税率。食品饮料行业预期的政策利好落空，但仍有一些政策对行业发展有利。

2.1 禁止可乐并购汇源重在强化良性竞争

2009 年 3 月 18 日，商务部宣布禁止可口可乐收购位于北京的果汁饮料巨头汇源公司，主要理由是并购完成或会形成较大范围的垄断竞争。这被认为是反垄断法自 08 年 8 月 1 日实施以来首个未获通过的案例，此举引发各方面的热议。我们认为，这发出了维护中国食品饮料行业良性竞争秩序，促进行业健康发展的政策信号，有积极意义。

2.2 乳业整顿将结束 有利于形成健康发展长效机制

国务院部署，我国 2008 年 12 月 10 日至 2009 年 4 月 10 日期间，分三个阶段在全国范围内启动打击违法添加非食用物质和滥用食品添加剂的专项整治行动，目前处于第三阶段，重在建立长效机制。结合即将于 6 月 1 日实施我国首部《食品安全法》，加上卫生部等部门连续公布了两批食品中可能违法添加的非食用物质名单，以及消费者逐渐淡忘有毒和问题奶粉的影响分析，我国乳业整顿工作将基本结束，此后将会逐步走势恢复之路。

表 1 国务院食品添加剂等专项整治工作分三个阶段进行

	起止日期	主要任务
第一阶段	2008.12.10-2009.1.10	组织食品行业自查自纠，立即停止在食品中添加非食用物质和违规使用食品添加剂
第二阶段	2009.1.11-2009.3.10	全面清理整顿。重点突击检查，追溯源头，依法严厉查
第三阶段	2009.3.11-2009.4.10	巩固成果，健全长效机制。清除加工销售黑窝点，依法从重处理仍在违法添加和滥用及制售者

资料来源：东兴证券研究所根据新华社等报道整理

3. 重点行业分析与展望：饮料将升温 番茄酱和白酒仍可看好

3.1 饮料及乳制品：产销量将继续恢复性增长

(1) 历年 4 月份饮料总体增速较高 今年可望继续恢复性增长

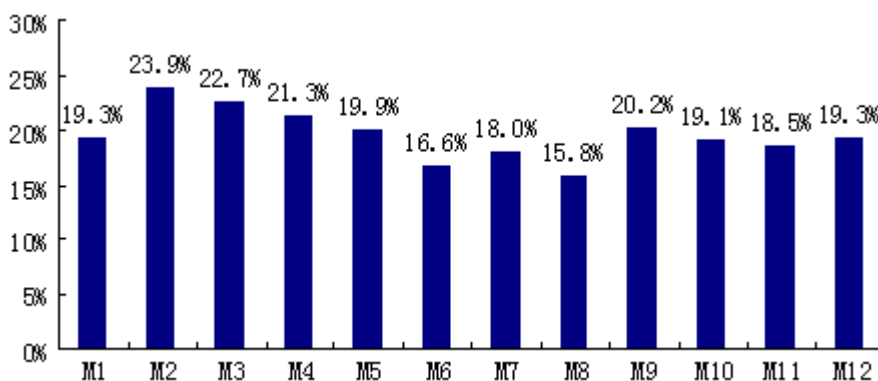
国家统计局发布的数据显示，2009 年 1、2 月，软饮料产量同比增速为 0.04% 和 17.27%，而我们计算的 1997-2008 年 1、2 月平均增速高达 19.3% 和 23.9%，两者差距非常明显，说明饮料行业也遭遇危机冲击，还没有恢复到此前的平均水平，但 2 月份的增速明显高于 1 月份。

我们计算了 1997-2008 年软饮料的增速、以及 2002-2008 年果汁与碳酸饮料各个月度的产量增长情况后，发现 4 月份是饮料增速较高的月份，特别是果汁饮料在 4 月份的产量增速成为全年第三高月份；其中，碳酸饮料以 4 月为全年增速最低，但

随后逐月快速提升。

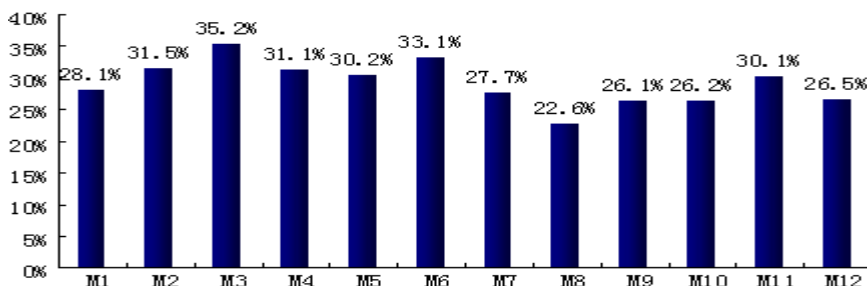
由于饮料一般不属于高端消费品，甚至属于相当一部分人群的日常消费品，因此，其消费具有一定的刚性，可以预计随着国家投资拉动、国家对低收入人群补贴等的提高，3月份饮料消费增速也应该高于1月份和1、2月份累计增速，4月份因天气转热，产销均会继续保持快速增长。

图2 1997-2008年软饮料月度同比增速均值



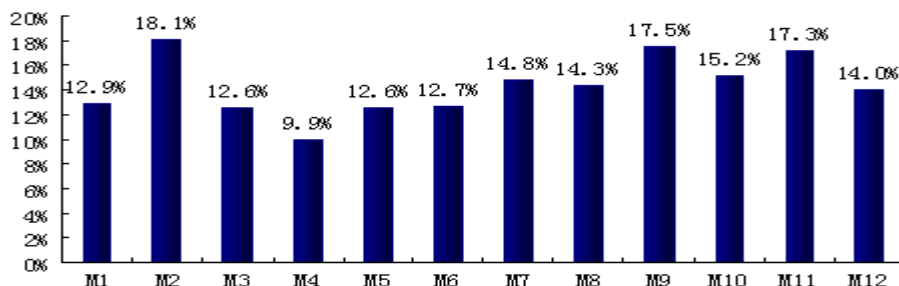
资料来源：国家统计局，Wind，东兴证券研究所

图3 2002-2008年果汁月度同比增速均值



资料来源：国家统计局，Wind，东兴证券研究所

图4 2002-2008年碳酸饮料月度同比增速均值



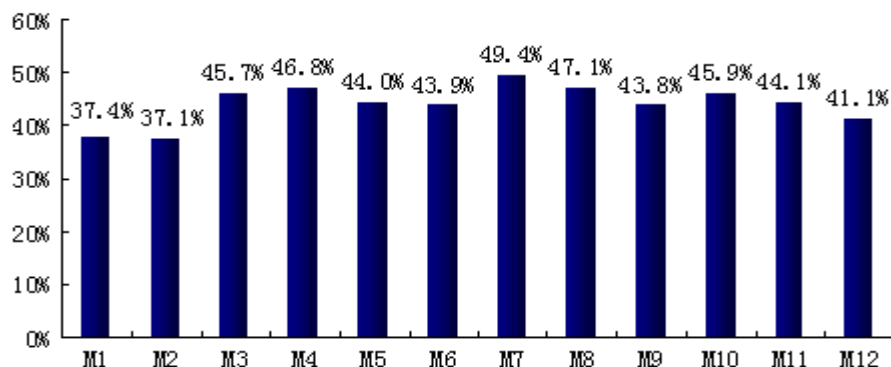
资料来源：国家统计局，Wind，东兴证券研究所

（2）与冷饮有关的乳制品行业可继续增长

我们计算了1991-2008年共计18年间，我国乳制品行业的月度同比增速情况发现，第1、2月份为全年最低，3月开始趋升，4月成为全年次高点，7月为最高点。我们估计与夏季冷饮热销有关，因为夏天的酸奶、优酸乳、雪糕、牛奶等制品都会

成为畅销大众消费品，从而带动乳制品行业的产销两旺。所以，2009 年 1、2 月份乳制品产量只有 139.76 万吨和 145.10 万吨，同比增速仅为-3.29%和 5.6%，是可以理解的。况且，还有三鹿奶粉事件、蒙牛 OMP 特仑苏事件等对消费者的影响还在发挥作用，产生一定的消费阻碍。我们预计，随着国家对乳制品行业治理整顿工作到 4 月 10 日结束、诸多行业性事件对消费者的影响开始减轻，以及企稳上升、盛夏随即到来等多种因素，冷饮乳制品会从 4 月份起，逐渐进入产销量持续恢复期。

图 5 1991-2008 年乳制品月度同比增速均值



资料来源：维赛特，东兴证券研究所

3.2 番茄酱：价格坚挺 收购凸显产能扩张与业绩增长

（1）价格坚挺的若干理由

一是消费支撑。番茄酱乃欧美人士的消费必需品，具有消费刚性，危机加深难以使其销量大幅缩减；二是欧盟补贴政策变化减少番茄以及番茄酱供给。欧盟改变番茄种植补贴方式，成本增加，种植热情大降，原材料价格攀升。欧盟农场主原本享受每吨番茄补贴 34.5 欧元，2008 年后补贴逐步与产量脱钩，改按农场面积发放。2008 年实际产量补贴 16 欧元/吨，同比下降 54%。而面积补贴为固定收入，农户番茄种植收入下降，必然提高番茄售价；三是 2009/2010 制酱季全球总体形势是量增价跌，欧美产区出现疲态，主要驱动力将是中国产量和价格变化。番茄酱的主要生产国是中国，中国出口番茄酱的数量占到国际市场交易量的 40%~50%，预计中国 2009 年番茄产量可能有较大提升，并带动价格下降。可以说在一般情况下，在世界范围内，番茄酱的定价权基本上掌握在中国手里。中国出口的番茄酱每吨价格由 2000 年的 700 元涨至 2008 年年末的 900 美元以上，最高达到 1300 美元，据调研，当前中国出口番茄酱价格（FOB）为 1000 美元/吨，仍具有竞争优势；四是由于目前美国番茄酱存货几乎没有，只有中国比较多，而消费又呈刚性。

所以，番茄酱的价格一直比较坚挺。我们预计，国际番茄酱价格甚至会随着欧美经济下滑趋势得到遏制、对经济预期转好而有所上涨。

（2）产能扩张带来业绩增长预期

国内番茄酱行业的最大生产商和出口商是中粮屯河和新中基，两者都在最近实施了大手笔的规模扩张行为。屯河准备新设立日加工鲜番茄 10000 吨的番茄制品公

司，以及投资约 7.95 亿元新设立适配种植的农业公司；新中基 3 月 26 日召开股东大会通过收购其下属番茄酱生产企业，使得产能增加 50%左右，从不到 20 万吨增至 30 万吨。因此，我们预计 09 年番茄酱产能会大幅增长，价格会有所下降，但不会导致行业亏损，从而确保盈利增长。

3.3 白酒：4月开始转入消费淡季 但营销强化的效果有待观察

做出上述判断基于主要以下理由：

◆历史数据显示，4 月份开始连续三个月白酒增速均较低，4 月份是全年最低。如 1991-2008 这 18 年间，我国白酒尽管产量增速最高的有 2004 年 3 月的 39.18%，最低的 1998 年 7 月份的下跌 40.3%。月增速平均最高为 8 月，达 3.55%，次高为 9 月 3.1%，最低为 4 月 1.1%，次低为 5 月 1.23%

◆期待中的白酒税收减免等优惠政策并未出台，对于白酒行业的消费刺激政策预期落空，也在一定程度上降低了对白酒行业的 4 月消费增速预期。但 4 月份会不会出台，还是可以等待的

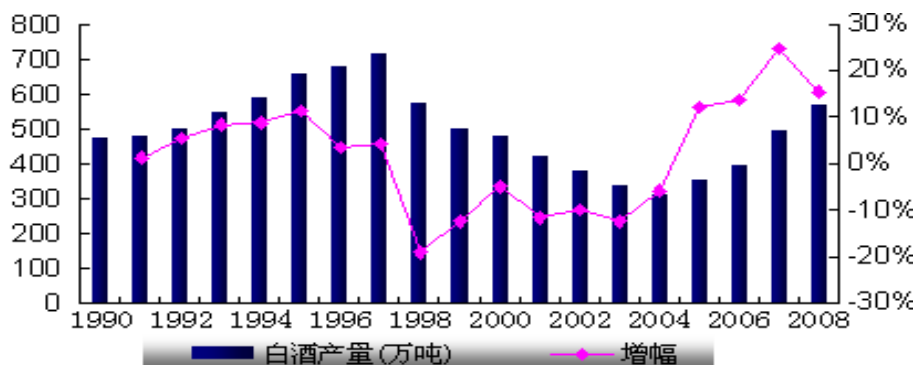
◆今年因为金融危机影响，4 月份白酒销量增速放缓的现象可能会明显超过往年或多年均值。不过，最近白酒企业在强化营销，推出新品等，给行业注入新的活力，因此，今年 4 月份是否再次出现难得的产销增长现象，值得期待。

图 6 1991-2008 年白酒产量月度同比增速均值



资料来源：维赛特资讯，东兴证券研究所计算整理

图 7 1991-2008 年我国白酒产量变动情况



资料来源：维赛特资讯，东兴证券研究所计算整理

3.4 葡萄酒：销售会好转但竞争会更加激烈 降价促销或成家常便饭

我们曾预计，3 月份中低端葡萄酒销售转好但比白酒逊色，高端葡萄酒继续遭遇冲击。国家统计局发布的数据显示，2008 年 12 月、2009 年 1-2 月，我国葡萄酒产量为 6.66 万吨、6.83 万吨和 5.68 万吨，以此计算的同比增速为 5.10%、2.55%和 -16.84%，属于逐月走低；环比增速为 -28.13%、15.25%和 -26.50%，2 月同比和环比“双双大降”。调研发现，国内高端和中低端葡萄酒 3 月份销售有所好转，但没有大的变化。

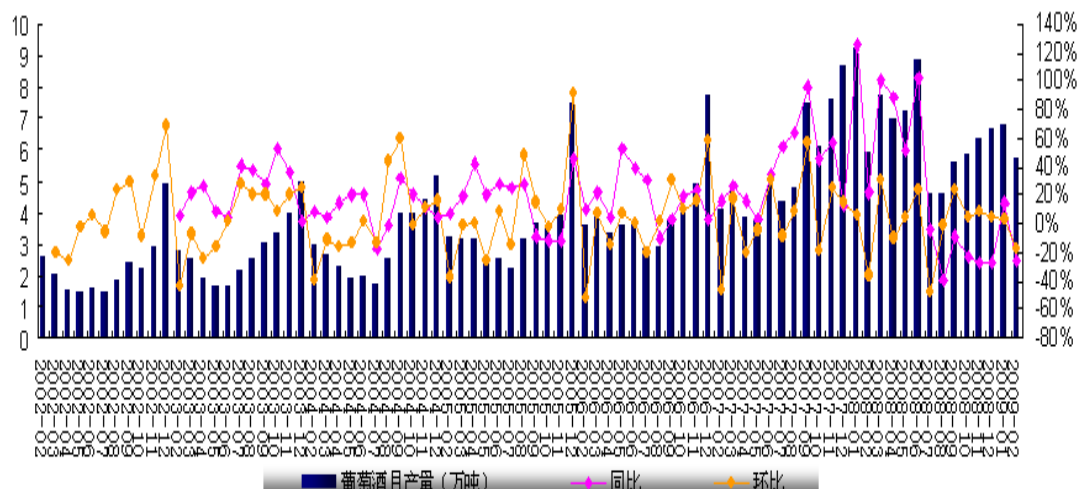
4 月份及以后葡萄酒消费会好转，但却会面临更加激烈的竞争，而且可能面对洋酒的低价倾销，行业利润率降低或优惠促销可能成为家常便饭。主要理由是：

◆天气转暖，烈性酒会更多地被低度酒取代，葡萄酒逐渐成为一种消费时尚，会获得较多市场份额

◆历史上 4 月份我国葡萄酒产量增速均高于 2、3 月份，我们计算了 2001-2008 年间各个月份葡萄酒产量及其增速发现，4、5、6 三个月份位居全年增速第三、第二和第一位，似乎显示一个规律：夏天是葡萄酒的消费旺季。今年是否如此，有待观察，但应该不会有太大的疑问

◆据 3 月 12 日在上海召开的国际葡萄酒博览会传出的信息，此次博览会汇聚 200 多家参展外商，1000 多个品种，欧美外企占了出展企业约 7 成，上海市酒类专卖局局长卢荣华说，进口葡萄酒进入沪市零售已有 10 多年，关税从 43%降至 14%。以往欧洲产葡萄酒一直是市场主力，如今美国、加拿大、智利等地生产的美洲葡萄酒已放量入市。今年洋葡萄酒薄利多销成趋势，预计入市量至少将比去年增加 3 成。据中国酿酒协会的信息，由于 2008 年全球葡萄酒企业十强平均负增长 4.6%，法国、西班牙等国一些酒企更是面临困境，纷纷寻求来华拓展业务甚至寻找买家。

图 8 2002-2009.02 我国葡萄酒月度产量及同比环比



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图9 2001-2008年我国葡萄酒产量月度同比增速均值



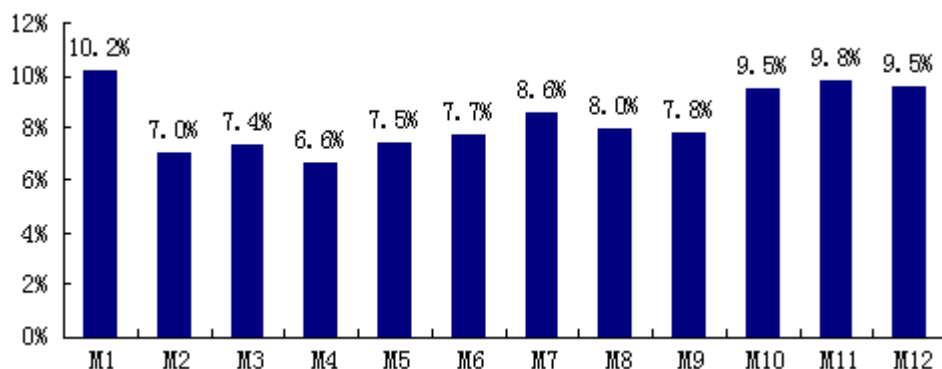
资料来源：维赛特资讯，东兴证券研究所计算整理

3.5 啤酒：旺季尚未到来

据国家统计局发布数据，09年1、2月啤酒产量为234.32万吨和262.76万吨，同比增长2.03%和24.84%，属于大落大起。

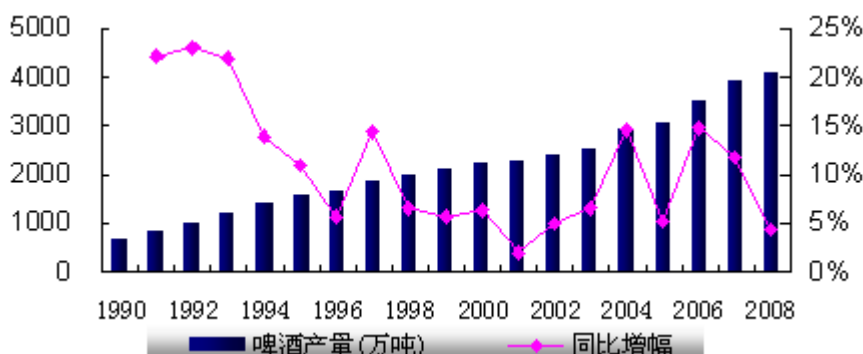
我们计算的1990-2008年各月度啤酒产量增速情况是：4月份为全年最低，此后逐月上升，1月份为全年最高。预计随着天气转热，啤酒销量会上升，逐月走好。

图10 1996-2008年啤酒产量月度同比增速均值



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图11 1990-2008年我国啤酒产量与增速变化情况



资料来源：东兴证券研究所根据国家统计局数据整理

4. 投资逻辑：选择消费趋望和估值偏低的子行业

4.1 饮料等子行业消费特点相对明显

冷饮消费当然以气温自然升高为攀升基础，4 月份全国大部分地区气温都会快速升高，随后进入全年最高温度的夏季，冷饮消费随之转旺。

番茄酱营养和药用价值都很高，医学研究发现，番茄红素对于一些类型的癌有预防效果，对乳癌、肺癌、子宫内膜癌具有抑制作用，亦可对抗肺癌和结肠癌。因此，番茄酱是欧美人士的必需品，当前价格维持在 1000 美元/吨左右，相当坚挺。在国外番茄酱价格看好、企业产能规模扩张等情况下，业绩增长比较有保障。

白酒到 4 月份应该是进入淡季的开始，但其中的强势企业和强势品种也许并不会随大流，特别是那些强化营销创新、产品创新的企业还有相当的魅力。

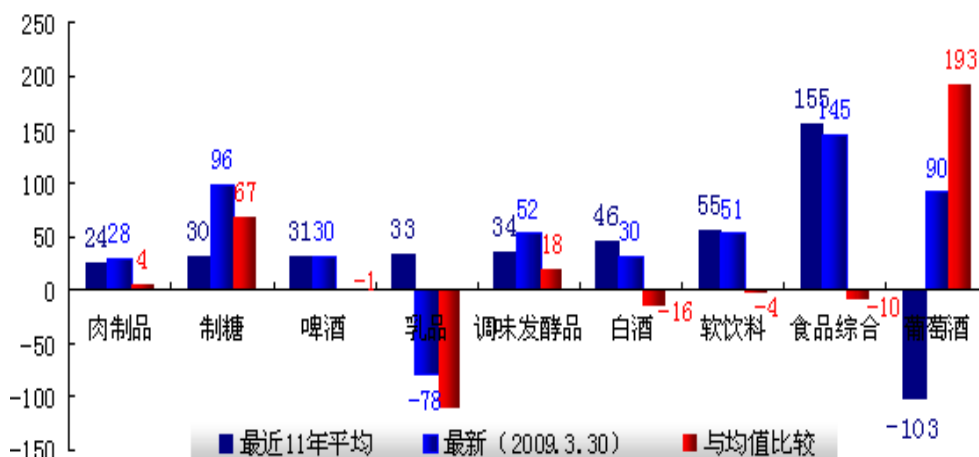
4.2 饮料等子行业市盈率具有相对优势

单从市盈率看，食品饮料行业各子行业按照整体法、不剔除负值、与当年年报相匹配计算的市盈率，在 1998-2008 年 11 年间各年度的 4 月 30 日这一天，其平均值从低到高的排序为肉制品、制糖、啤酒、乳品、调味发酵品、白酒、软饮料、食品综合与葡萄酒。

与此对照，2009 年 3 月 30 日（匹配最新年报，有的是 2008 年年报，有的是 2009 年年报，其余指标和方法相同）市盈率高于均值的有肉制品、制糖、调味发酵品和葡萄酒，低于均值以下的有啤酒、乳品、白酒和软饮料以及食品综合。

考虑到食品综合市盈率绝对水平过高、肉制品消费高峰季节即将过去、糖的消费呈逐逐下降趋势、葡萄酒竞争激烈、白酒淡季即将到来等因素，我们选择了调味品、软饮料和乳品予以推荐，认为这三个子行业的市盈率均低于均值，产品消费时令正浓，估值会有提升空间。

图 12 1996-2009. 2. 27 白酒与啤酒葡萄酒等市盈率比较



资料来源：Wind，东兴证券研究所

5. 重点上市公司分析与评级

5.1 国投中鲁（600962）：浓缩苹果汁龙头

（1）公司是目前该行业龙头，年加工果料能力约为 60 万吨，是目前国内该行业生产规模最大的浓缩苹果汁加工生产企业之一，生产规模亚洲第一、世界第三的浓缩苹果汁加工生产企业，与三菱、雀巢等世界著名公司为伴，拥有良好品牌信誉。

（2）公司于 2009 年 3 月 27 日发布 2008 年业绩快报，实现主营收入 108919.59 万元，同比增 10.99% 净利润 5989.01 万元，同比减-14.58%，主要原因是 08 年新税法实施后，使公司原享受的企业所得税减免的税收优惠政策尚不能执行，除部分子公司已办理完成企业所得税减免审批外，其他公司均是按 25%或 15%的税率计提所得税，使公司所得税同比大幅度增长；每股收益 0.41 元，比 07 年降低 18%，原因是 2008 年 7 月公司完成定向增发工作，使公司的股本扩大到 20,170 万股，与 07 年总股本 1.65 亿股相比扩张了 22.24%。

（3）未来业绩增长点在于：其一，原材料有保证其规模扩大。公司继续加大原料苹果基地建设，目前基地建设已经探索出适应市场的“公司+基地+农户”的操作方式，并在山东、陕西和山西等地已经形成一定规模，在山西最终建成 52000 亩的高酸苹果种植基地，高酸度浓缩苹果汁因欧美市场需求更大，售价高于低酸度产品 30%以上，高酸度浓缩苹果汁将成为公司新的利润增长点。公司规划近 3-5 年内通过收购兼并行业内其他公司，实现产能每年 10%左右的增长；其二，公司主导产品浓缩苹果汁是生产饮料的基础原料，可用于生产苹果原汁，还可以添加到蔬菜汁、果蔬汁、果味牛奶、果味啤酒中。公司产品主要出口到美国、日本、欧洲、加拿大、澳大利亚、俄罗斯等国。

（4）业绩预测与投资评级：预计未来三年公司净利润复合增长率将达到 30%左右，2009-2011 年每股收益约为 0.53 元、0.69 元和 0.90 元，与当前最新股价 10.85 元对于的市盈率约为 20 倍、16 倍和 12 倍，考虑到公司的品牌、规模、市场份额以及成长性等综合因素，予以“增持”评级。

5.2 承德露露（000848）：老牌绩优饮料企业

（1）公司是 1997 年上市的国内最大 10 家饮料企业之一，前身成立于 1950 年的热河省蛋品有限公司；1979 年 3 月变更为承德市罐头食品总厂，1993 年 8 月变更为河北露露企业集团公司；主要生产销售露露系列天然饮料，2008 年杏仁露占主营收入 99.32%，主业的专一性和专业性十分突出。

（2）公司 2008 年主要经营业绩指标均有提高，实现营业收入 15.06 亿元，同比增长 8.80%；净利润 1.098 亿元，同比增长 25.82%，每股收益达到 0.58 元，2005-2007 年每股收益为 0.14 元、0.28 元和 0.46 元，呈现稳步发展态势，也成为名副其实的绩优公司。另外值得肯定的是，公司 2008 年由于成本上升，毛利率下降了 1.58 个百分点，销售费用增长率高于营收增长率 2.12 个百分点，但销售费用占比基本稳定，

经营管理核心人才和普通员工的薪酬有所增长，董事、监事和高层管理人员的总薪酬却大幅下降。

(3) 从分配角度看，公司将以 2008 年底总股本 19008.6 万股为基数，向全体股东分派现金红利，每 10 股派发 4.00 元（含税），与 2007 年相同，2006 年为 10 派元（含税），实现连续三年分红。

(4) 业绩预测与投资评级：公司总体而言抗经济危机能力较强，预计 2009-2011 年公司净利润复合增长率达到 25% 以上，每股收益为 0.73 元、0.91 元和 1.13 元，按 2009 年 3 月 31 日收盘价 15.80 元计算，对应市盈率为 22 倍、17 倍和 14 倍，具有一定提升空间，予以“增持”评级。

5.3 新中基（000972）：收购可扩大产量 50% 业绩增长将提速

(1) 公司所属的番茄酱行业属朝阳产业呈现加速增长态势。2001 年至 2007 年，我国番茄酱消费以每年 18% 的速度递增；全球番茄酱市场也处于供不应求的状态，生产基地正在向中国转移。目前欧洲番茄酱价格维持在 1000 美元/吨，公司面临较好的市场环境。

(2) 公司是新疆生产建设兵团重点扶持发展的以番茄制品深加工为主营业务，集番茄种植、生产、加工、贸易、科研开发为一体的农业产业化国家重点龙头企业，番茄制品综合生产能力位居世界同行业及国内前茅，现有番茄酱制品综合生产能力达 60 万吨/年，2008 年其生产的大桶蕃茄酱欧洲市场占比 20% 以上，小包装番茄制品占非洲市场 45% 份额；

(3) 公司在 08 年底通过控股子公司中基番茄制品有限公司，以蕃茄酱生产线的实物资产，投资 6 亿元与兵团农六师合资设立五家渠中基番茄制品有限公司。公司目前持有五家渠公司 57.51% 的股权。2 月 12 日董事会决定收购农六师持有的五家渠公司 42.49% 股权，3 月 26 日股东大会已经通过。这意味着公司番茄酱 09 年产量增加 50% 或 10 万吨，达到 30 万吨，未来随着农垦六师提供的番茄资源扩张，公司的规模优势更加突出；

(4) 新中基和中粮屯河加起来占有了国内番茄酱 90% 以上的市场份额，而新中基在专业化、对原料的控制能力、在终端产品的开发等方面已处于领先地位。比较中粮屯河，新中基优势在于：其一，原材料、土地和种植农户的控制，以及价格的优势，新疆地区 80% 左右的原料由兵团所属的农场供应（前新中基与兵团的合同基地约有 40 万亩），而新中基本身就是新疆建设兵团的下属企业；其二，新疆地区的生产线基本上分布在团场的附近，这样大大节约了番茄的运输成本，这也是新中基大桶番茄酱的毛利率达 35% 左右的主要原因之一。

(5) 业绩预测与投资评级：公司收购法国普洛斯旺后由于成本过高，陆续开始裁员、搬迁设备至国内、压缩开支之中，未来几年减亏幅度会加大，天津的小包装业务的盈利贡献相对变大，有利于提升业绩预期。预计 2008-2010 年净利润增长率约

为 20%、50%和 50%，EPS 达到 0.27 元、0.41 元和 0.54 元，对应 PE 为 26 倍、17 倍和 13 倍，鉴于其高增长态势基本明朗，目前估值偏低，但 2009 年 PE 大幅下降，予以“增持”评级。

5.4 中粮屯河（600737）：买地扩张业务 强化番茄产业龙头地位

公司为亚洲最大、世界第二大的番茄酱及番茄制品制造商，也是中国最大的甜菜糖生产商；最近在宁夏等买地，扩大番茄种植业务，扩张番茄酱产量；国外番茄酱价格坚挺，美国缺货，价格看涨，盈利能力可望保持，而成长性将会很高；最近国家临时收购 80 万吨白糖，国内糖价上涨，加上全球减产及需求增加，供过于求的格局会有改善，有利于公司减亏或盈利。

业绩预测与投资评级：08-10 年的盈利预测为 0.36 元、0.46 元和 0.60 元，最新股价 12.71 元，对应 PE 为 36 倍、27 倍和 21 倍。由于公司近期收到证监会关于公司治理的整改通知，存在一些不确定因素，故予以“中性”评级。

5.5 五粮液（000858）：09年业绩增长看点较多

（1）品牌美誉度和影响力仅次于茅台，产量则居于行业之首。在国内白酒业，五粮液几乎与茅台齐名，不仅仅是因为两大品牌的高端产品价格接近，而且在于消费者的认知和公信力。2007 年中国最有价值品牌评估中，“五粮液”品牌价值突破 400 亿元，连续 13 年蝉联食品业榜首。目前，五粮液的商品酒生产能力已达到 45 万吨/年，成为世界上最大的酿酒生产基地；

（2）采购和销售环节资源整合后，公司利润将会大幅增长。根据公司规模，公司与集团协商，逐步将集团公司中与上市公司酒类生产相关度较高的资产收购到上市公司中来，公司公告所用资金 38 亿元，09 年第二季度可以直接纳入报表，仅需股东大会通过和有关部门批准。最令人鼓舞的是公司此前一直被人诟病的与进出口公司过低的结算价可能会大幅度提升，从而给公司带来极大的业绩提振。

（3）2009 年主要增长点：一是收购酒类资产产生的净利润可达 3 亿元以上；二是五粮液等产品销售增长产生利润，新增 2 亿元以上；三是进出口结算价带来的额外新增利润达到 5 亿元以上；四是推出“酱香型”新产品、重点打造中高端产品 1618 和“六和液”等，形成更加完善的产品价格体系，创造新的利润。

（4）业绩预测与投资评级：预计未来三年公司的成长性要高于贵州茅台，年复合增长率达到 40%以上，2009-2010 年每股收益可达到 0.75 元和 0.88 元，与目前 15.92 元左右股价对应市盈率为 33 倍、21 倍和 18 倍，估值明显偏低，予以“增持”评级。

5.6 泸州老窖（000568）：全员营销 估值偏低

（1）公司经营质量高于行业平均水平 与行业相比，从 2005 年开始进入“企业景气高于行业景气”的快速发展期，目前这种态势尚未改变。

（2）“双国宝”优势造就两大拳头产品，“双品牌战略”既有高端优势，也可发

力中端，在通胀与通缩之间游刃有余。泸州老窖被誉为浓香型鼻祖，其传统酿造技艺作为国家非物质文化遗产，与 1573 国宝窖池并称为“双国宝”；国窖 1573 酒作为中国白酒鉴赏标准级酒品，成功挤进国内白酒行业高端品牌第一阵营，成为公司业绩飞速增长第一引擎；第二品牌“老窖特曲”正成为公司在经济增速放缓情况下推动业绩增长的第二引擎。

(3) 优异外部环境和“全员式营销”彰显公司治理优势与经营优势，近期 1573 封藏大典仪式开启全员营销新思路。公司的经营班子在公司内部享有“史上最强管理团队”的赞誉，随时与外界增强沟通与理解、扩大消费群体、培养亲和关系，处处体现出“营销无限”的经营思想。09 年 3 月 20 日，公司在其总部泸州市的国窖 1573 广场成功举办来自社会各界以及全国主要经销商参与的“2009 年国窖 1573 原酒封藏大典”，宣布 1573 订制酒每坛从 08 年的 3 万元涨至 4 万元，且到 2010 年涨至 5 万元，公司继续免费为客户提供三年洞藏费用，三年后公司将根据客户意愿按照当时的价格回收。这种营销新思路给高端客户吃了定心丸。公司预计 09 年的 1573 订制酒将达到 1000 坛，较 2008 年增长 20% 左右。

(4) 控股华西证券 34.8%，打造第二主业——券商业务，为公司增加了另一个利润来源。公司 08 年华西证券可能贡献 1.2 亿元的净利润，2009 年预计不会低于这个水平，这实际上是为公司提供了新的利润平台。

(5) 业绩预测与投资评级：预计 2008-2010 年含华西证券投资收益在内的 EPS 为 0.97 元、1.30 元和 1.77 元，现价 21.48 元，对应市盈率为 22 倍、17 倍和 12 倍，估值明显偏低，予以“增持”评级。

5.7 水井坊（600779）：白酒第一坊 增长有保障

(1) 水井坊作为“中国白酒第一坊”，始于元朝，为历史上最古老的白酒作坊，其史学价值堪与“秦始皇兵马俑”相媲美。公司酒业产销量居全国同行业前茅，名优品牌商誉突出，主导产品均多次荣获国家质量金奖。

(2) 销售值得称道。水井坊 2008 年成为“国家体育总局训练局中国体育军团指定庆功酒”，公司为此特别定制了该“庆功酒”，而且还制作了相应的特制纪念小酒版以供珍藏。此外，水井坊还发行了“水井坊 2008 纪念套装”等。

(3) 外资增持概念。08 年 7 月公司第二大股东，也是全球第一大烈性酒商集团帝亚吉欧高地控股有限公司（Diageo）再度增持全兴集团 6% 股权，转让后 Diageo 持有全兴集团比例从 43% 上升至 49%，显示了对公司良好发展前景的信心，转让后双方合作将更为紧密，水井坊品牌将借助 Diageo 的全球渠道进入国际市场，Diageo 的产品可通过水井坊渠道进入国内市场，双方合作的想象空间非常大。

(4) 理念值得称道。2008 年 11 月追随泸州老窖对产品进行提价，“逆势而为”，走在许多同行前面。

(5) 业绩预测与投资评级：公司预计 08 年净利润增长 50%-60%，据测算，2008-2010 年 EPS 可望达到 0.65、0.81 元和 1.02 元，目前股价为 14.08 元，对应市

盈率为 22 倍、17 倍和 14 倍，价值低估，予以“增持”评级。

表 2 食品饮料行业 3 月重大政策与事件及点评

日期	政策与事件	简评
1	国家环保部颁发《清洁生产标准 葡萄酒制造业》于 2009 年 3 月 1 日起实施	标准规定了葡萄酒制造企业在达到国家和地方污染物排放标准的基础上，根据当前的行业技术、装备水平和管理现状进行清洁生产
3	3 月启动“价格调查应急机制”，国家统计局对大中城市主要食品价格和主要农产品价格都将被监测，并及时向社会公布	这一举措将及时、准确反映我国主要农产品价格、主要工业品出厂价格和主要食品价格变动情况
6	可口可乐亚洲最大的创新与技术中心在上海正式开幕，斥资 9000 万美元	此举将加快可口可乐在中国的发展
6	三元集团与石家庄三鹿集团股份有限公司管理人签署《资产转让协议》	三元集团获得原三鹿集团的土地使用权、房屋建筑物、机器设备等可持续经营的有效资产，以及三鹿集团持有的新乡市林鹤乳业有限公司 98.8% 的投资权益
9	王朝葡萄酒与法国吉赛福酒业集团签订独家销售代理协议。吉赛福集团将积极推广王朝公司产品，提高王朝公司在全球的知名度；王朝公司也获得了吉赛福集团部分品牌葡萄酒的独家经营权，将法国优质葡萄酒引进国内市场	加速王朝公司国际化进程，双方强强联合，实现销售共赢
10	五粮液计划在今年上半年推出第一款酱香酒，抢占茅台的一定份额	可丰富五粮液的产品结构，在高端白酒中增添新品种，也有可能改变酱香型高端白酒的竞争格局
19	财政部通知：国家对原料奶收购贷款财政贴息政策延长至 09 年 3 月底。自 08 年 10 月 1 日至 2009 年 3 月 31 日，借款人新增的用于原料奶收购的贷款，按贴息期内实际贷款期限据实贴息	此举帮助乳制品企业解决资金短缺问题，切实保护了奶农利益
18	商务部否决可口可乐并购汇源果汁案，因其未通过反垄断法	有利于保护行业公平竞争和市场秩序，优化企业发展的制度环境
24	统一 3 亿资金到账，健力宝欲借亚运会东山再起	饮料行业仍然充满活力，其中的大品牌企业总是充满期待
24	全国奶粉积压约 30 万吨，多部委紧急摸底降库存	乳制品的滞销应该比较正常，解铃须用系铃人
24	2009 年春季（第 80 届）糖酒会在成都举办，成为汶川大地震后第一届食品饮料博览会，交投十分活跃	预计经济社会效益超以往，这是行业盛会，充分展现行业活力
25	汇源再次出售计划将采取参股或合资等方式引入合作伙伴，统一有望再度入股	汇源出售饮料产品业务是铁了心了。公司可能要进军果树种植行业但缺乏资金支撑
25	三鹿第三批资产 4 月 9 日拍卖，包括三鹿集团（山东）乳业有限公司 95% 的股权；唐山三鹿乳业有限公司 70% 的股权；“三鹿”牌及相关保护性商标的最终流向成关注焦点	三鹿的经营性资产仍然值钱但可能被低价卖掉，具有立马扩张产能的优势，谁得谁受益
25	三鹿第二批资产 4 月 7 日将被拍卖，包括君乐宝、河北贝兰德中三鹿所持股份，“三鹿”品牌及相关保护性商标 169 个	此次拍卖对竞拍人门槛大为降低，不排除有合资公司自行回购
25	国家高价托市收购，进口油菜籽价格倒挂，数量猛增	对于国内食用油价提供支撑，主要是保护油菜籽及食用油生产行业的利益
26	广州连环检测，中间环节有漏洞，瘦肉精检出率上升	食品行业的非法添加问题还未得到根治，需要更深入的整治
26	第十三届“全国市场销量领先品牌信息发布会”：乳业平稳回暖，格局未产生较大变动	乳业诸多损害消费者事件的影响正在变淡
26	春节后市场需求疲软，为保价格茅台主动减少供应量	保价策略是正确的选择，对维护整个行业有利
26	首例清真食品地方标准——《宁夏回族自治区清真食品认证通则》正式出台	保证了清真食品安全管理符合国际通用的“从农田到餐桌”的整体过程控制理念。保障清真食品出入境安全、实现世界穆斯林国家和地区的相互认可

资料来源：东兴证券研究所根据新华社等报道整理

研究员简介:

刘家伟, 经济学博士, 农林牧渔及食品饮料行业研究员, 2007年加盟东兴证券研究所, 曾长期涉及三农问题研究, 1993年进入证券行业。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 研究报告中所引用信息均来自公开资料, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考, 不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有, 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。如引用发布, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

行业及公司投资评级的量化标准

买入: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

增持: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。