

关注业绩增长明确公司

— 食品饮料行业二季度投资策略

2009年03月

国金证券研究所 陈钢
电话：(8621) 61038215
邮箱：cheng@gjzq.com.cn

- **2009年年度策略观点回顾**
- **最新观点**
- **各子行业判断及分析**
- **重点公司分析判断**

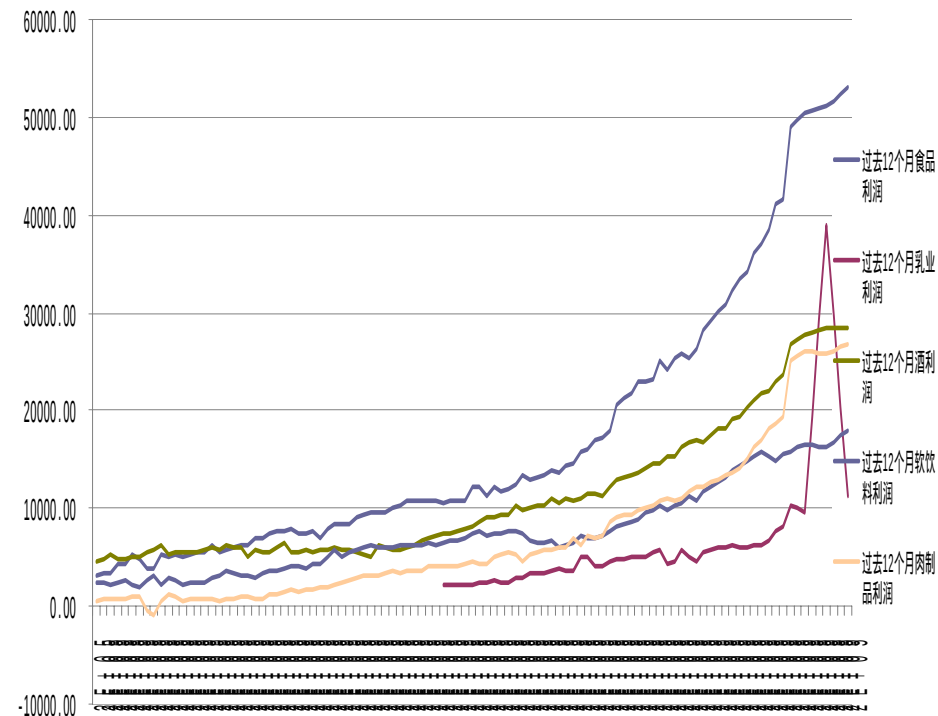
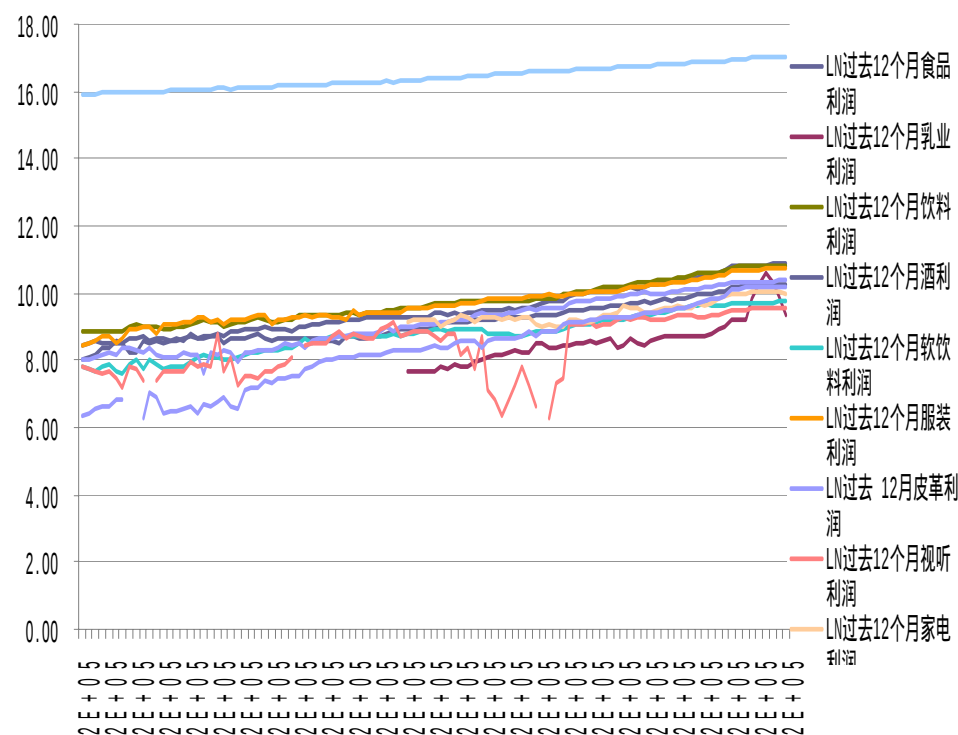
■ 2009年年度策略报告中的主要观点回顾：

- 食品饮料各子行业受经济减速影响由大至小依次是白酒、葡萄酒、啤酒、乳业、肉制品
- 两头机会：可选食品(高档白酒、葡萄酒)和大众食品均有投资机会
- 投资策略：建议先配置青岛啤酒和双汇发展，春节过后高档白酒和葡萄酒增长明确之后，我们建议再配置泸州老窖、贵州茅台和张裕等
- 投资者也可关注五粮液关联交易解决所带来的投资机会，包括安琪酵母、伊利股份、古越龙山以及酒鬼酒等公司存在的交易性机会

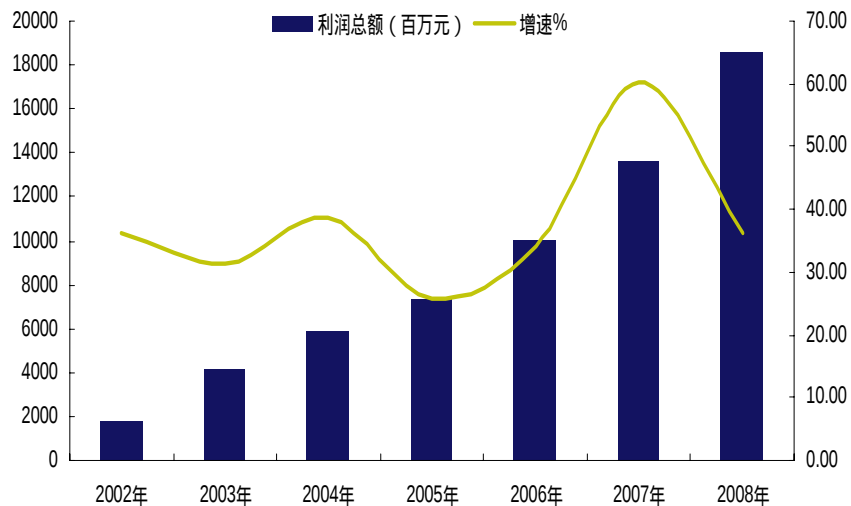
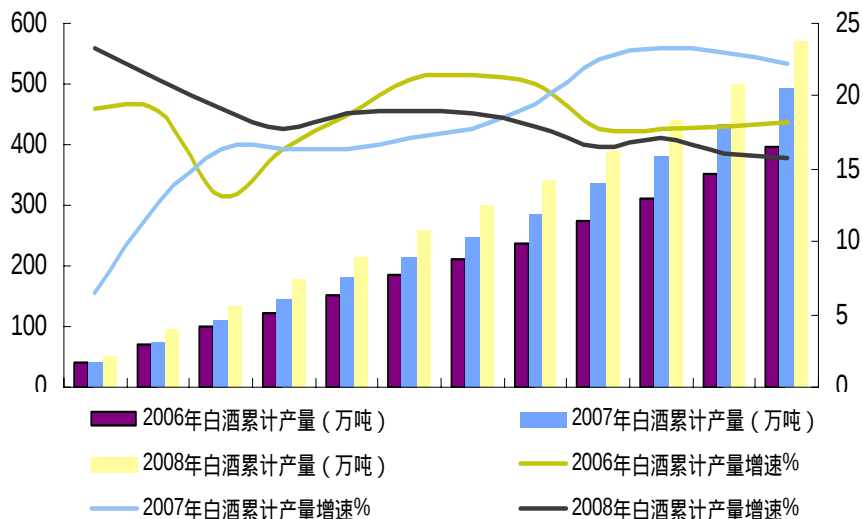
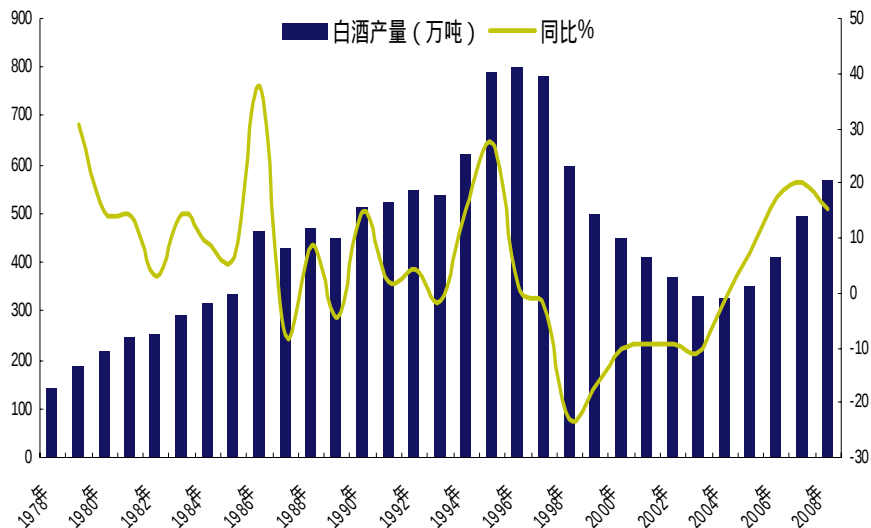
- **2009年二季度策略主要观点：**
 - 建议关注以大众食品为主的投资机会，业绩增长明确行业有乳制品、啤酒、肉制品。
 - 对于高档白酒我们认为近一两个月并没有变好态势，未来在七八月销售旺季来临之前会迎来去库化后的补货高峰，但是否为反转局面仍需跟踪。
 - 股票投资标的：我们建议投资大众食品中的伊利股份、双汇发展、青岛啤酒以及可选食品中的张裕、贵州茅台。
 - 关注存在交易性机会的个股：维维股份、酒鬼酒、安琪酵母等。

- **白酒行业2009年一季度销售较差**
 - 主要白酒企业均出现了销量下滑，经济减速对各自影响依次是水井坊、泸州老窖、五粮液和贵州茅台。
- **葡萄酒企业也开始受到经济减速的影响**
 - 从葡萄酒行业公开数据来看，主要企业销量减少约15%左右。
- **啤酒企业销量要好于去年同期**
 - 主要企业销量要好于同期水平，前两个销量同比增长约12.90%，以生产中低档酒为主的雪花前两个月销量同比增长了约29%。
- **乳业销量要好于去年同期**
 - 1-2月同比实现销量9.10%，二月份实现销量14.90%的增长，乳业的恢复在逐月好转。
- **肉制品主要企业受益于原料下降**
 - 主要企业将得益于成本下降，双汇发展将是主要受益公司。

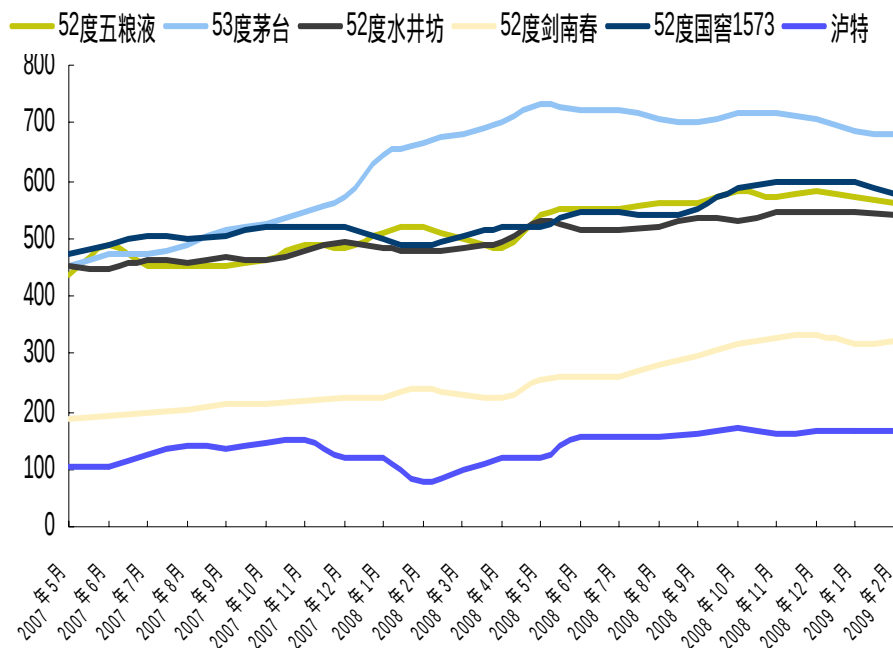
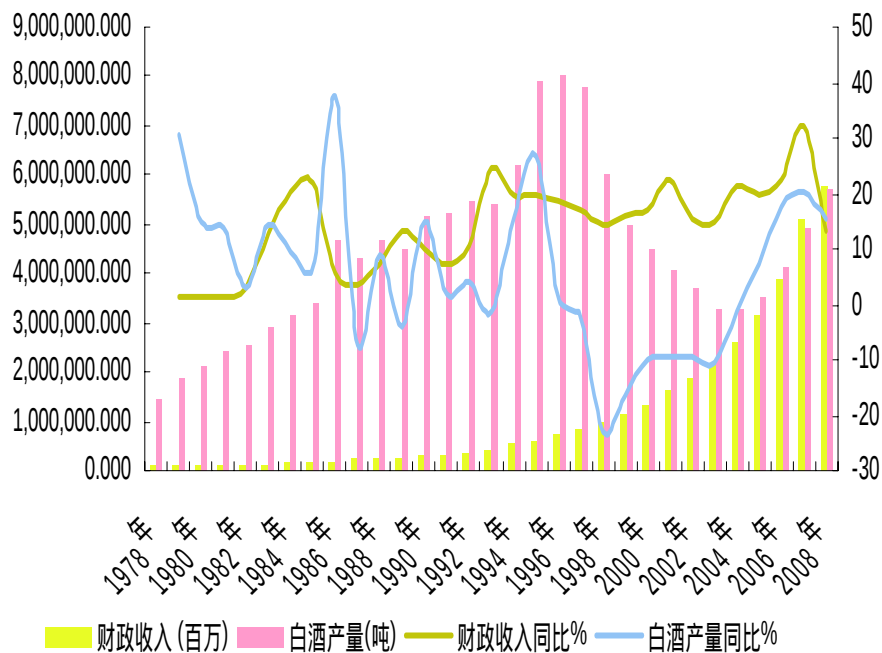
- 从我们跟踪过去12月食品饮料各子行业利润增长数据来分析，包括我们将其与GDP比较我们可以发现，各子行业与经济发展存在巨大相关性，在经济减速的背景下各子行业利润增速均将受到影响。
- 由于食品饮料消费与消费者的预期有着密切，因此其表现当经济减速其滞后于6-9个月，我们判断当经济形势好转主要行业利润增长也将慢于经济好转6-9个月。



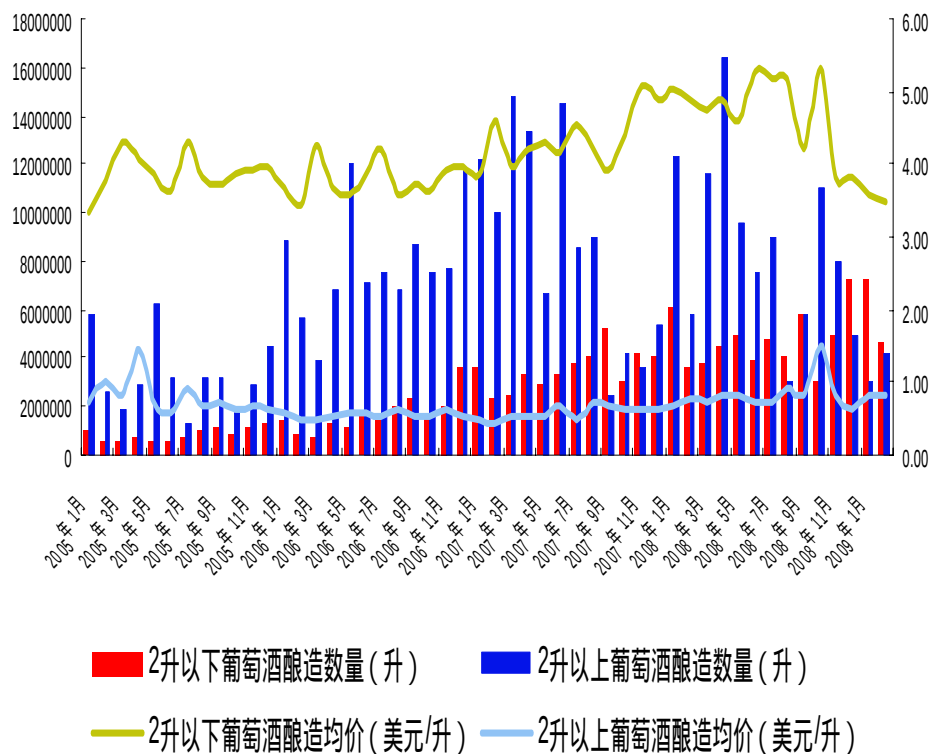
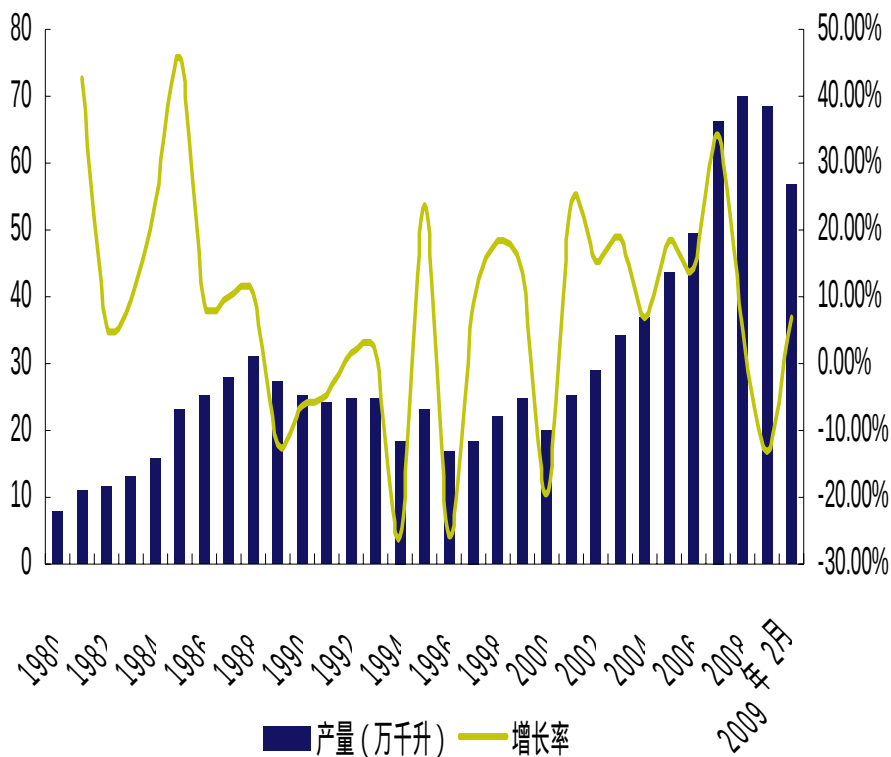
- 从目前白酒销量以及利润等指标来分析，行业景气度开始呈现下降趋势。
- 我们认为短期内白酒主要企业将有一去库存化的过程。



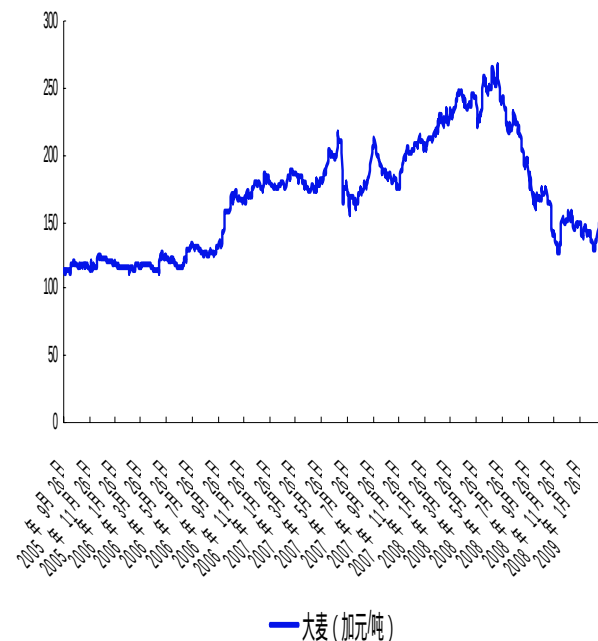
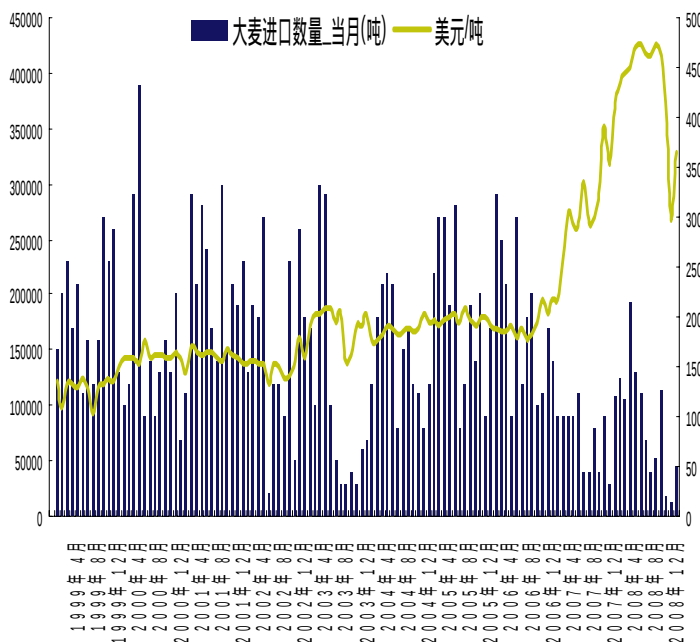
- 从我们跟踪历年白酒产量与财政收入的数据来分析，白酒与财政收入有着密切相关性。从全国主要城市的终端价格来看，均出现一定程度下降，相比终端价格一批价下降幅度更大。
- 综合我们各方面所了解的信息，经销商目前进货较谨慎，同时厂家也在尽量控货以实现价格坚挺以保住高端品牌定位。
- 我们认为进两三个月内高档白酒消费疲软的局面仍将继续，我们不排除在7、8月份旺季来临之前由于补库存所带来行业景气度的复苏,同时加之经济形势好转所导致白酒行业反转的可能性。



- 葡萄酒前两个月销量同比下降5.20%，葡萄酒消费群体较特殊，受经济冲击要较高档白酒要小。
- 张裕公司一二月份销量较同期有15%的下降，三月份同比数据要销售好些，若剔除去年公司提价所带来经销商大量囤货因素，公司前二月仍完成自身计划销量,张裕公司仍有信心实现全年20%的销售增长。

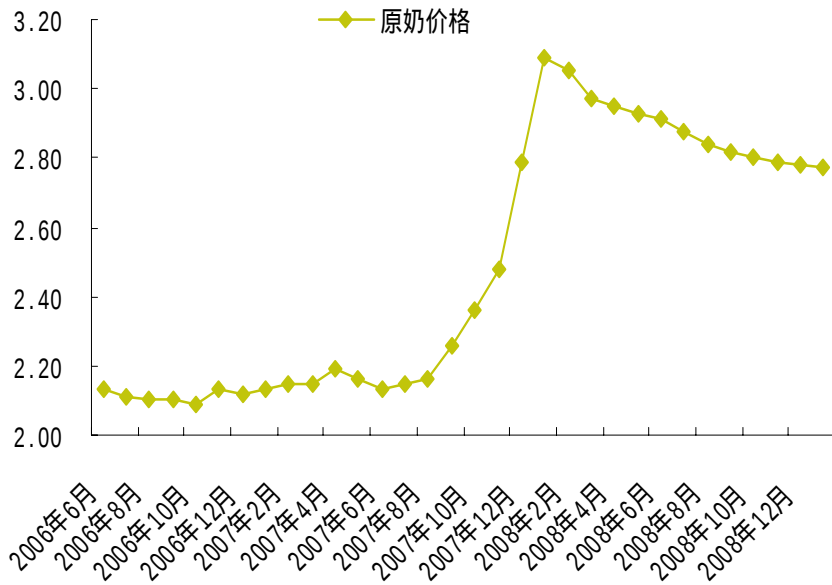
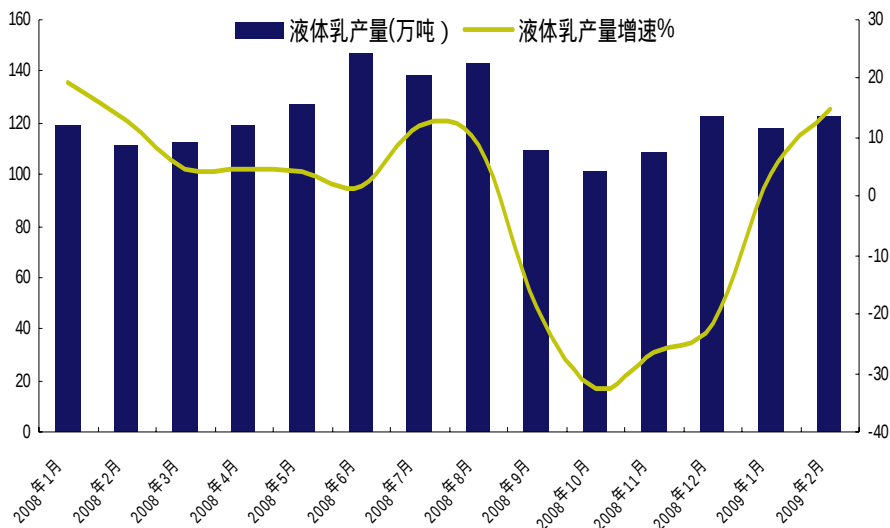
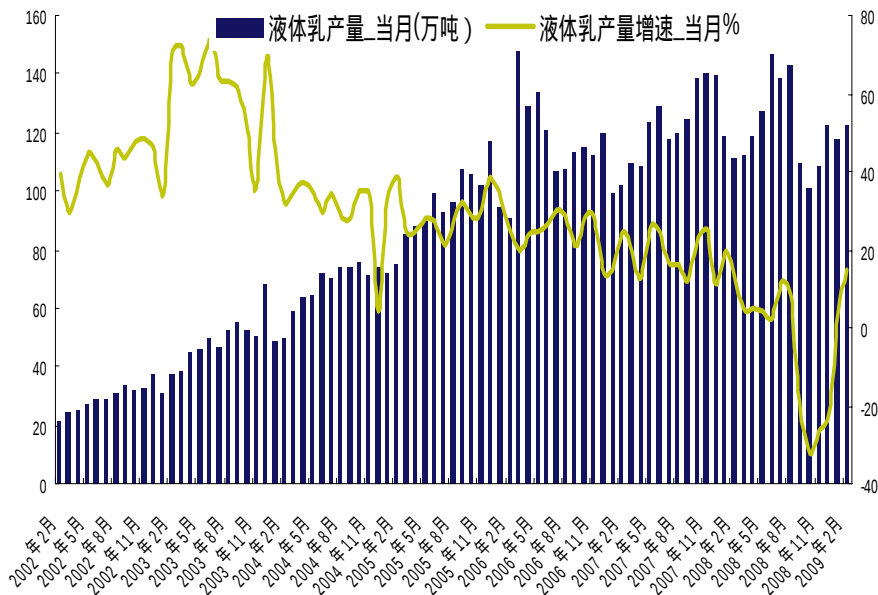


- 分析近几年中国啤酒行业大麦消耗情况，我们可以清楚地发现国产大麦已经成为影响行业成本关键要素。
- 国产大麦产量升价跌使得厂商成本压力今年四月份开始减轻。
- 主要厂商将受益于成本下降。

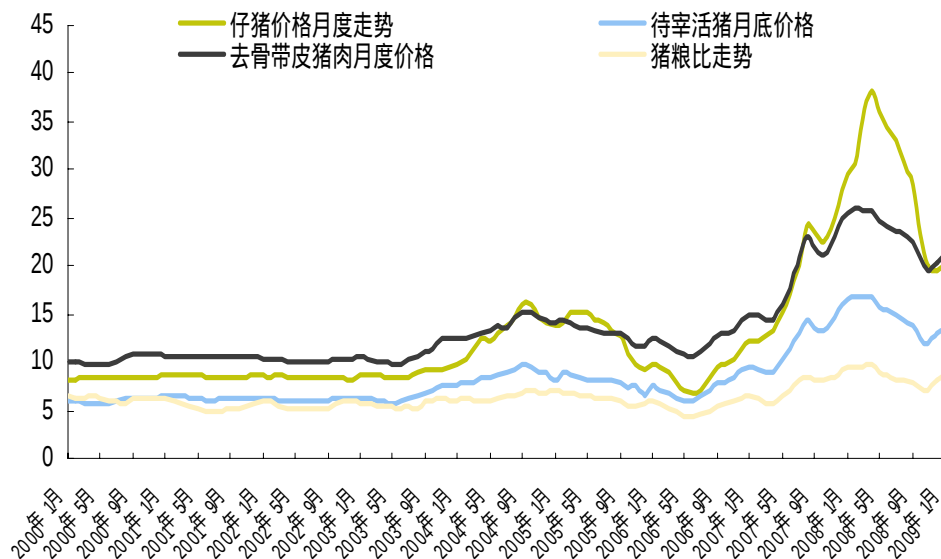
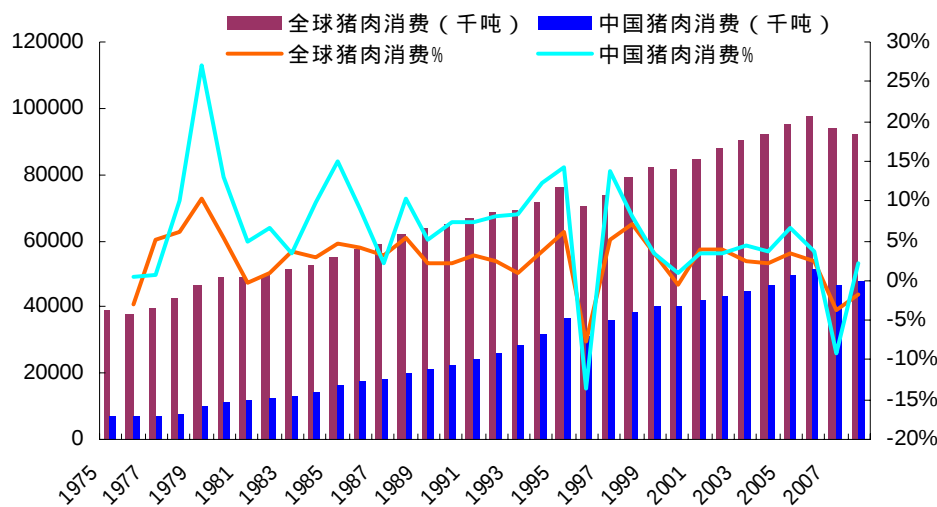
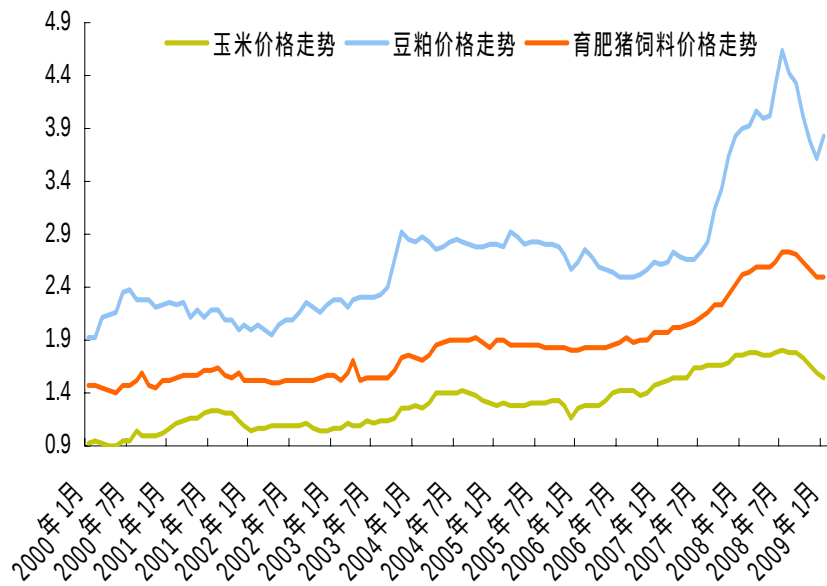


	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 E	备注
中国啤酒产量 (万千升)	2358.5	2505.4	2910.1	3189	3515	3865	4075	
大麦芽总需求量 (万吨)	226.42	217.97	244.45	277.44	326.9	320.8	338	
大麦芽 (进口) 使用量 (万吨)	144.91	133.34	132	166.46	163.45	73.79	74.36	
国产大麦芽使用量 (万吨)	81.51	104.63	112.45	110.98	163.45	247.01	263.64	含小麦芽
进口大麦芽使用比例	0.64	0.52	0.54	0.6	0.5	0.23	0.22	
国产大麦芽使用比例	0.36	0.48	0.46	0.4	0.5	0.77	0.78	含小麦芽

- 我们看好乳业恢复。
- 我们实地调研情况要好于预期，主要表现：一是销量恢复情况；二是政府重视程度；三是产业链的稳定性
- 未来超预期：一是成本下降，二是政府相关拉动消费的措施
- 建议买入伊利股份，目标价格15-16元



- 从未来几个月趋势来判断，生猪价格仍将继续回落，这将进一步增加下游肉制品企业的盈利能力。
- 总消费量仍然会仍将会延续前几年4%左右的增长速度，但产品消费结构会发生巨大的变化，这主要表现为冷鲜肉和肉制品的替代性增长。
- 风险：上游产业链太发散。



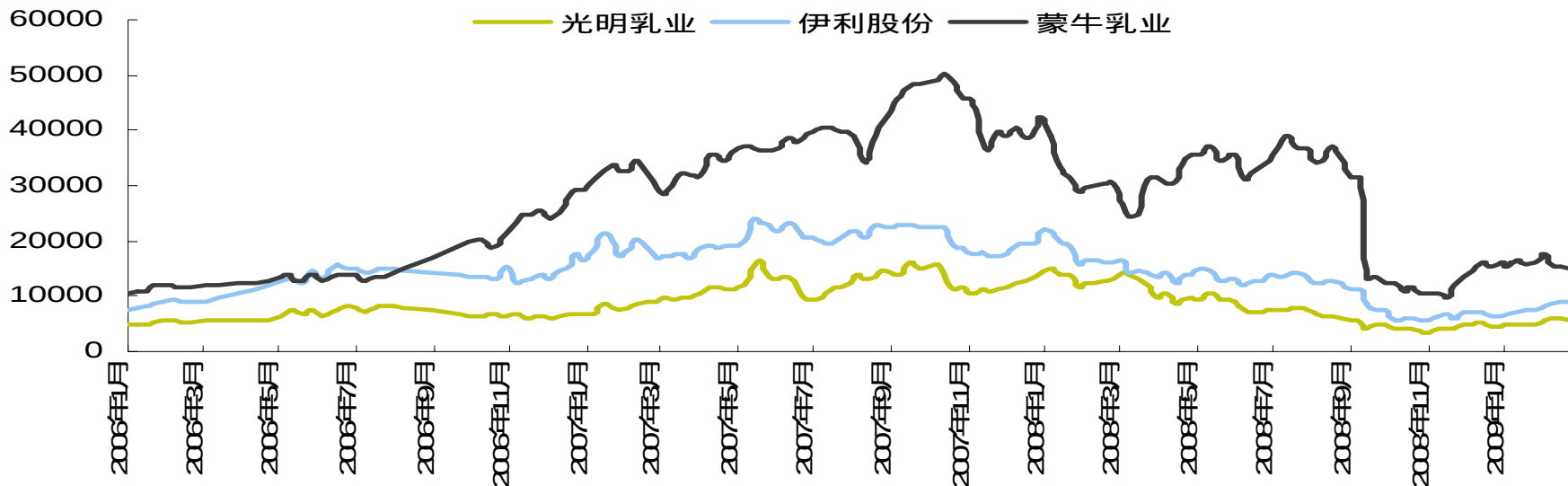
- 2009年二季度策略主要观点：
 - 建议关注以大众食品为主的投资机会，业绩增长明确行业有乳制品、啤酒、肉制品。
 - 对于高档白酒我们认为近一两个月并没有变好态势，未来在七八月销售旺季来临之前会迎来去库化后的补货高峰，但是否为反转局面仍需跟踪。
 - 股票投资标的：我们建议投资大众食品中的伊利股份、双汇发展、青岛啤酒以及可选食品中的张裕、贵州茅台。
 - 关注存在交易性机会的个股：维维股份、酒鬼酒、安琪酵母等。

关注业绩增长较为明确行业及公司

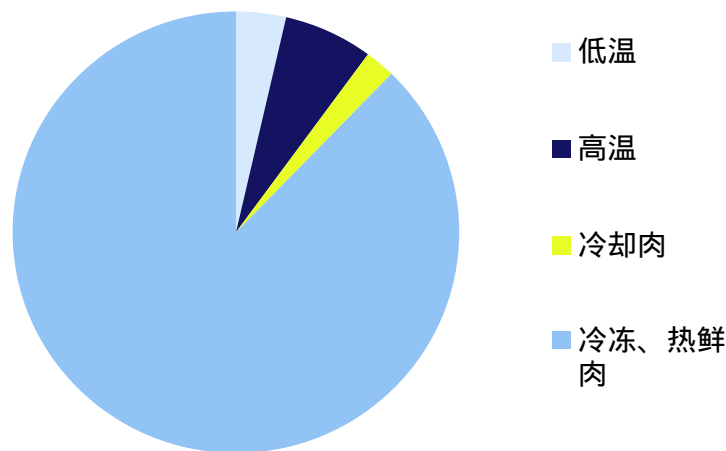
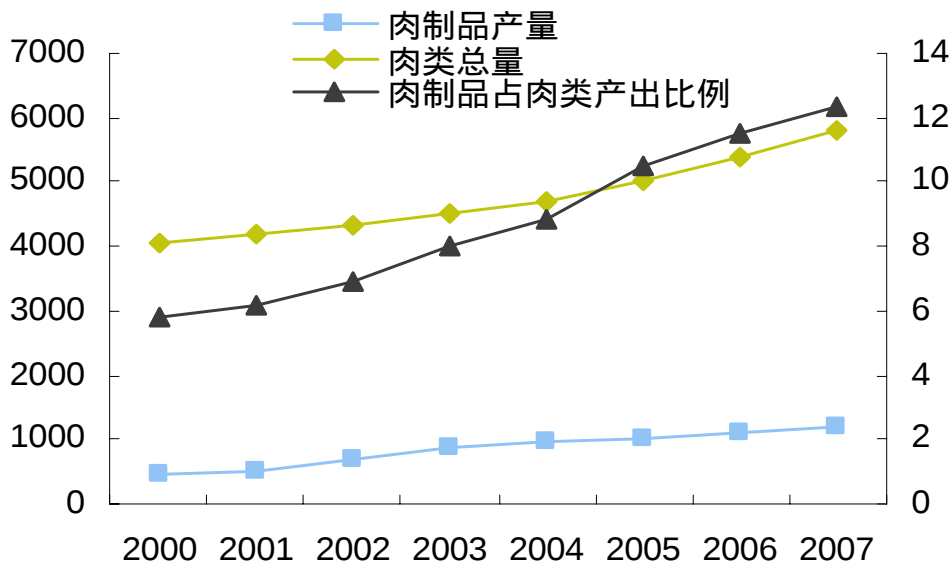
- 建议关注以大众食品为主的投资机会，业绩增长明确行业有乳制品、啤酒、肉制品。
- 我们建议投资大众食品中的伊利股份、双汇发展、青岛啤酒以及可选食品中的张裕、贵州茅台。

证券简称	收盘价	2007EPS	2008EPS	2009EPS	2010EPS	2007PE	2008PE	2009PE	2010PE
承德露露	15.62	0.46	0.58	0.80	0.95	52.28	26.93	19.51	16.41
燕京啤酒	12.76	0.37	0.42	0.54	0.64	49.96	30.66	23.64	19.99
安琪酵母	13.87	0.33	0.39	0.55	0.70	44.36	36.03	25.11	19.90
水井坊	13.79	0.41	0.64	0.80	0.95	69.43	21.55	17.35	14.51
五粮液	15.61	0.39	0.48	0.71	0.92	60.52	32.73	21.99	16.97
双汇发展	32.27	0.93	1.15	1.44	1.80	42.98	27.98	22.41	17.94
泸州老窖	20.78	0.89	0.90	1.15	1.45	69.05	23.08	18.07	14.33
古越龙山	9.68	0.38	0.26	0.35	0.41	84.24	37.23	27.64	23.52
张裕A	47.4	1.21	1.69	2.06	2.48	65.20	28.00	22.96	19.10
金枫酒业	12.16	0.45	0.57	0.62	0.72	37.31	21.33	19.70	16.82
光明乳业	6.24	0.20	-0.26	0.09	0.17	43.71	-24.13	69.72	35.70
青岛啤酒	20.53	0.43	0.57	0.78	0.97	63.76	36.08	26.48	21.22
贵州茅台	114.06	3.00	4.03	5.33	6.41	57.34	28.30	21.39	17.80
伊利股份	12.11	-0.03	-1.40	0.40	0.64	-627.07	-8.63	30.16	18.79
山西汾酒	16.41	0.83	0.64	0.80	0.96	20.33	25.51	20.63	17.05
							21.73	25.80	19.50

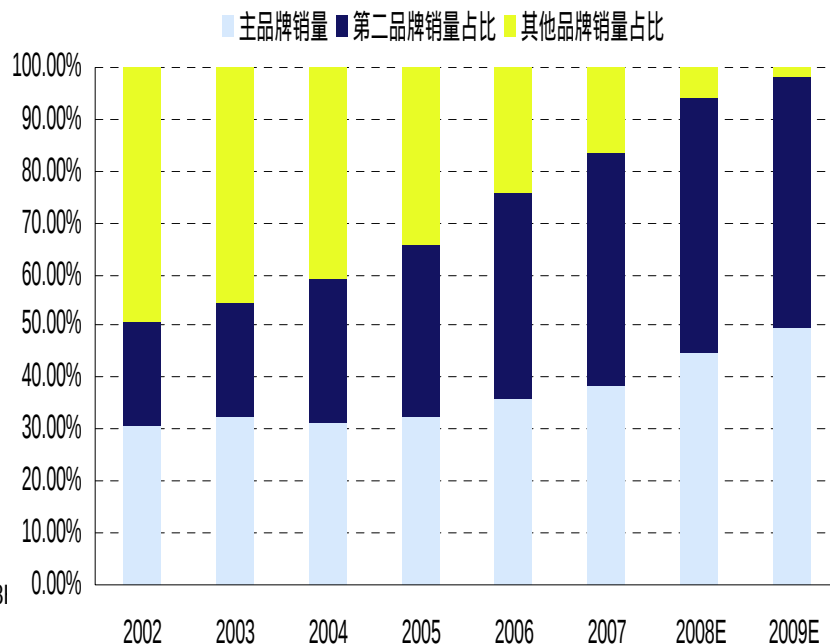
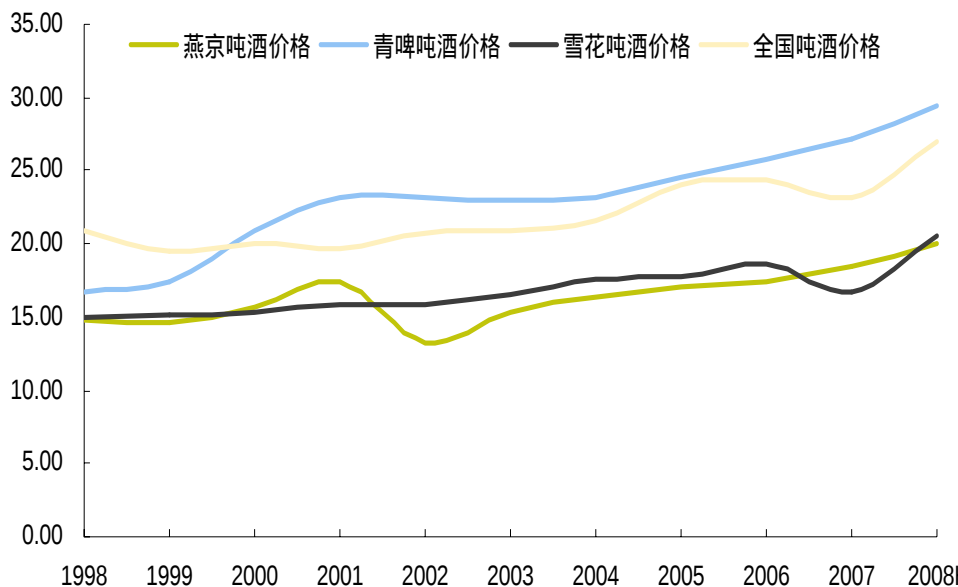
- 伊利将成为乳业恢复的受益者
 - 根据我们深入奶农家实地调研的情况，产业链不仅没有受到太大破坏，反而因为三聚氰胺事件得以修复和提升。
 - 大品牌占据主导地位没有变化。
 - 我们判断公司将恢复正常销售，同时市场也将给予公司合理估值，公司目前按 P S 估值较便宜。
- 我们判断如果公司高管基本放弃行权的话，公司业绩调整的动机就不存在，如果公司高管真的全部行权，行权的成本差不多将在14-15元。
- 我们预计公司09-10 年EPS 分别为0.40元、0.64元对应的市盈率为30.16、18.79。我们建议投资者买入伊利股份，目标价为15-16元。
- 风险提示:公司将被 S T，将对消费者消费高端产品带来一定负面影响。



- 我们看好双汇的营销、品牌和规模优势及其作为龙头公司在肉制品市场的巨大整合空间，外资的介入也将会把公司带入新的发展阶段。
- 我们判断成本下降以及公司品牌及渠道优势保证公司业绩稳步增长。公司业绩增长依然来自毛利率的稳定提高，包括低温肉制品销量增长。
- 根据与养殖户沟通以及目前生猪补栏数据分析，我们认为随着生猪供给的高峰将出现在2009年4、5月份，将会使得生猪价格进一步下跌，这将进一步带来肉制品企业成本下降。随着年中猪肉消费淡季的到来，生猪价格将在09年中期达到本轮生猪生产周期的价格低位，并将逐步回到上涨周期。
- 经济减速以及食品安全使得公司1-2月生猪屠宰量、高温肉制品产量同比下降约10%左右，我们认为未来几个月形势将好转。我们预计公司09-10 年EPS 分别为1.44元、1.80 元对应的市盈率为22.41、17.94。



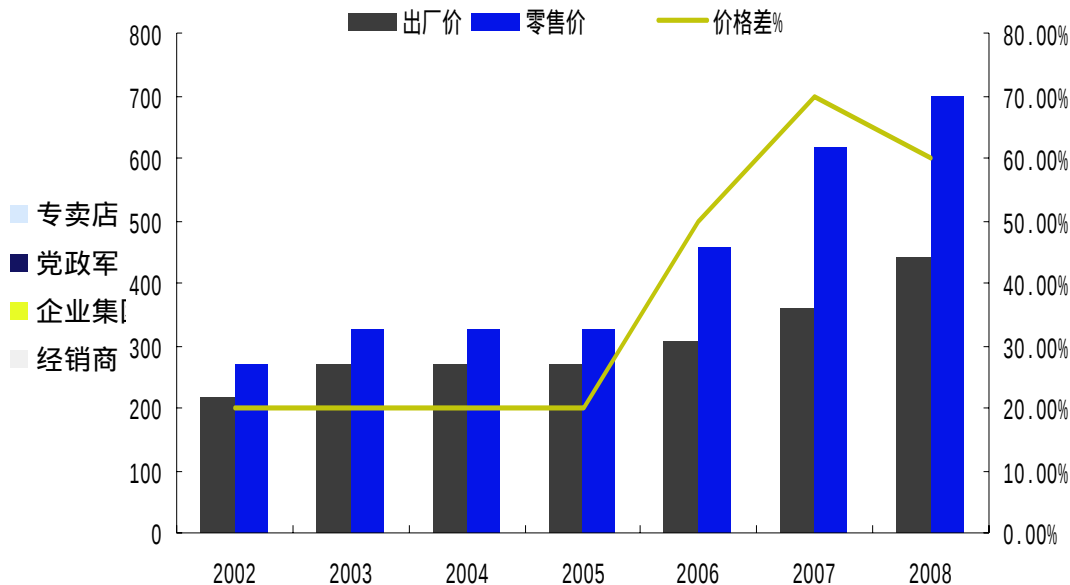
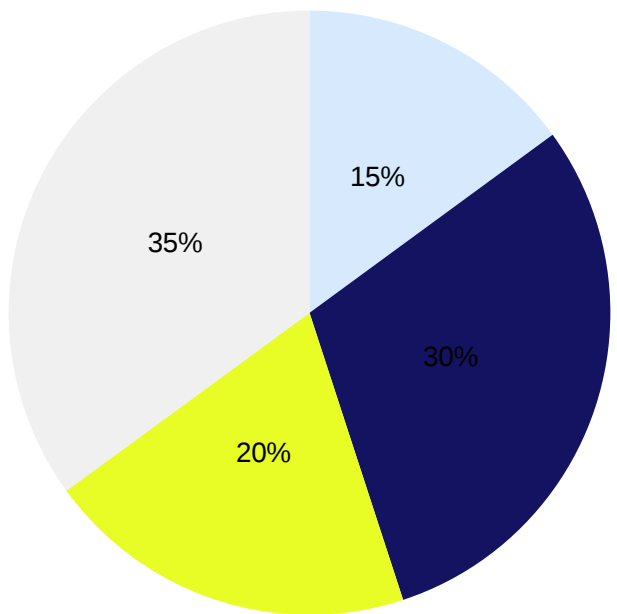
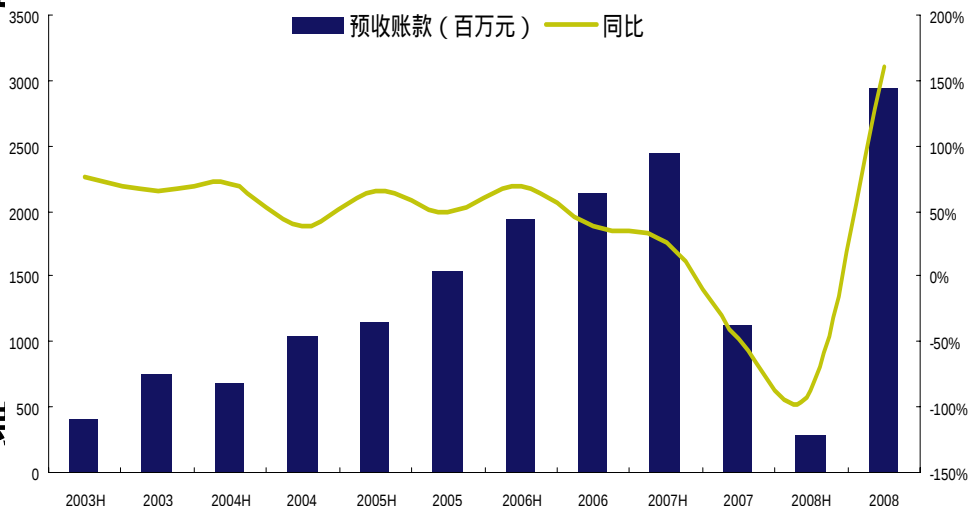
- 公司一直致力于通过持续深化组织变革，公司“1+3”的品牌发展战略实施，使得品牌结构和产品结构得到持续优化，公司目前最新吨酒价格为2877元/吨较2007年年报的吨酒价格2679元/吨，提高了7.39%。
- 公司继续保持了利润增长大于销售收入增长，销售收入增长大于销量增长的良好发展态势。
- 我们估计公司09年1-2月份销量同比增长12%左右，其中主品牌青岛啤酒销量同比增长约20%，2009年公司啤酒总销量有望实现同比增长9%，达到588万千升。
- 我们预测公司2008、2009、2010年EPS为0.57、0.78、0.97元对应的市盈率为36.08、26.48、21.22。



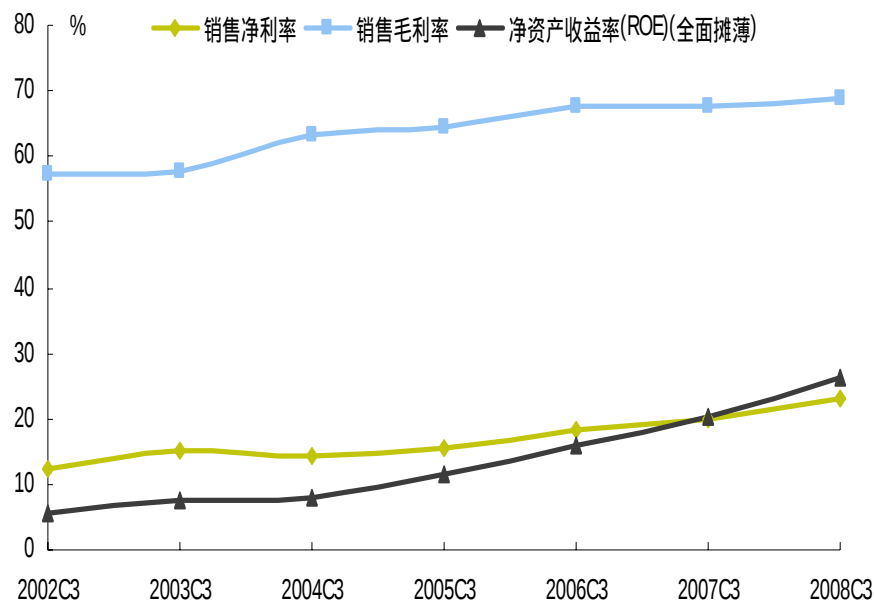
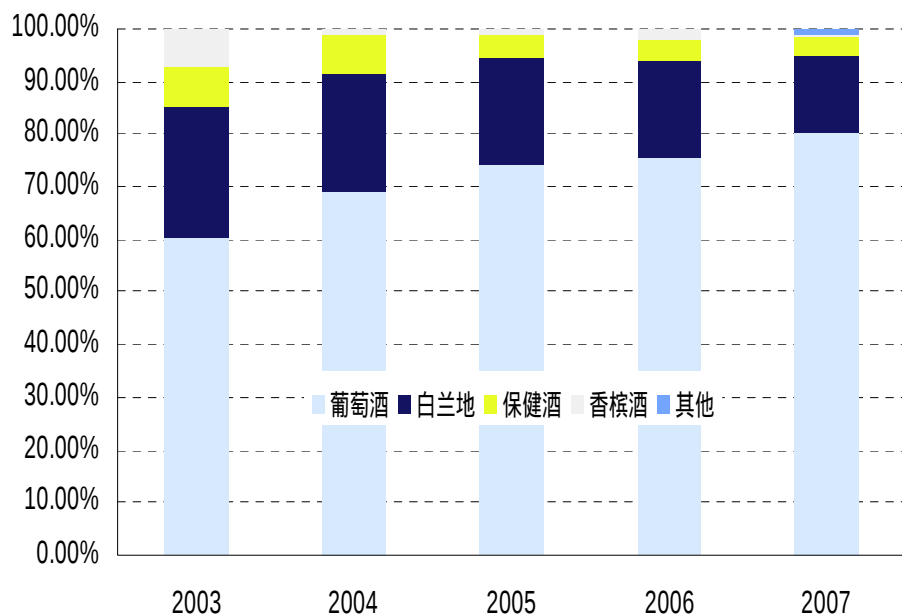
▪由于公司品牌积淀以及生产工艺所决定的优势，使得公司在生产经营、财务等指标方面，均领先于同行业公司。公司审时度势采取牢抓目标消费群体，用团购等手段有效地培养起一大批消费者。

▪公司其目前所建立起来的白酒龙头地位，在短期无人所能撼动，同时得益于品牌力以及渠道利润的丰厚为公司业绩增长提供可靠的基础。

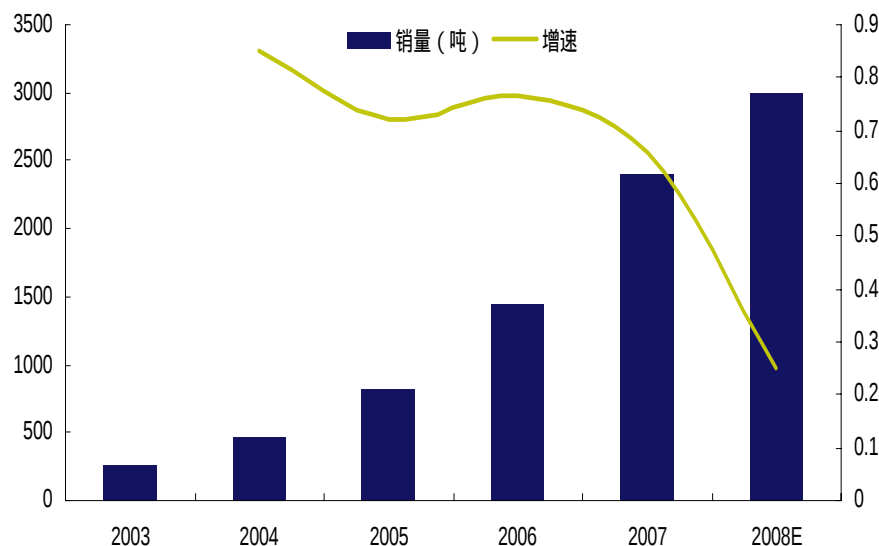
▪我们对于公司开发系列酒的前景并不持乐观态度。



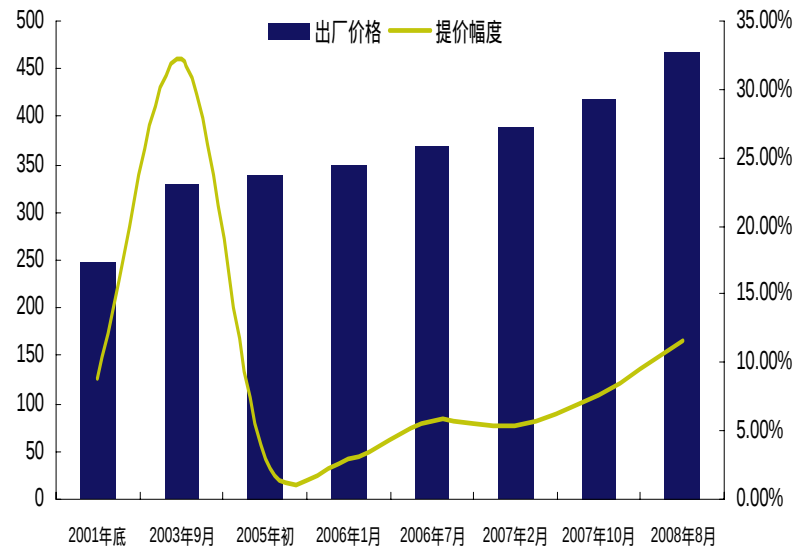
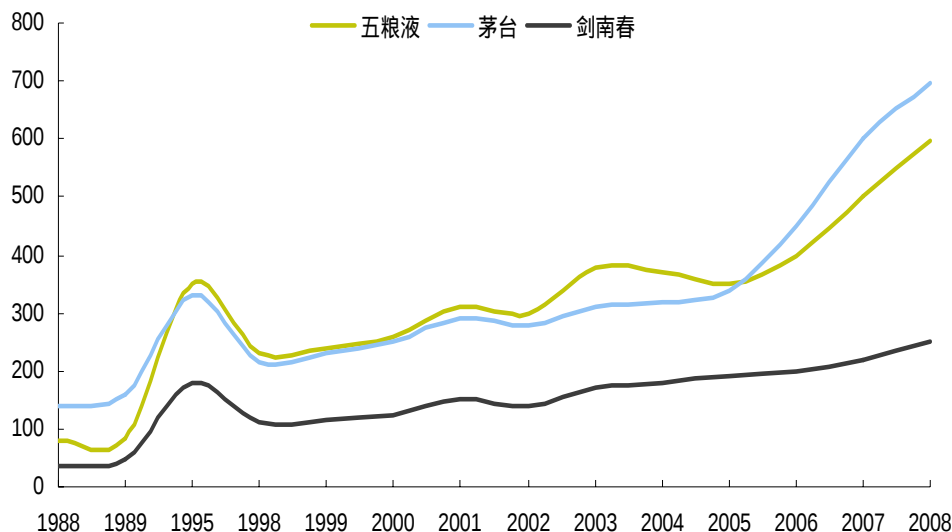
- 公司近几年来一直在完善销售网络管理的有关制度，加强对销售人员队伍建设，加大品牌宣传力度以及优化产品结构，这些工作的实施使得公司这一两年销售收入增长高于销量增长，净利润要高于销售收入的增长。
- 公司产品中超市占比要超过餐饮渠道，同时葡萄酒行业在中国所处仍为起步阶段，我们认为公司抵御经济增长变缓的能力要好于食品饮料板块中其它公司。
- 我们判断分析，目前行业竞争格局非常有利于张裕，这主要是因为公司在国内的主要竞争对手，目前都或多或少有这样那样问题，对公司快速增长没有构成实质威胁，而且，公司近几年所潜心打造的三级营销体系的确非一朝一夕之功所能学会。
- 我们看好公司长期发展，我们预测公司2008、2009、2010年EPS为1.69元、2.06、2.48元,对应市盈率为28.00、22.96、19.10。



- 我们认为泸州老窖的核心竞争优势在于悠久文化底蕴以及由成熟的终端营销系统和能够攻城拔寨的销售团队所构成的终端营销能力。前者是二线品牌所不具备，后者是行业领袖茅台和五粮液所不具备的。这种独特的竞争优势，在未来较长时间内不会改变。
- 公司认为国窖1573 在整个高档白酒的占比还非常小，品牌还处于成长期，国窖1573 在达到3000 吨之后就要依靠产品结构调整提升盈利能力，公司可通过加大60 度1573的推广力度，并加大推广定制酒等特殊渠道的高档酒，这些高档酒销量的增长会减少普通国窖1573 的销售压力，有利于整体1573 产品价格的上升。特曲的打造也为丰富公司品牌体系奠定坚实基础。
- 我们判断目前为公司最难的时期，如果这段时间挺过去，公司将迎来大发展。我们预测公司2008年、2009年、2010年业绩分别为0.90、1.15、1.45元/股，对应市盈率为23.08、18.07、14.33。



- 我们认为市场对于五粮液公司有一定分歧，这与公司历史所遗留问题有着密切关系。五粮液品牌影响力及在消费者心目中的地位，使得我们不应轻易否认其价值。
- 公司09年确定工作目标有：加大团购力度并进一步扩大五粮液老酒和1618在高价酒销量中所占比重、巩固并提升以五粮春和五粮醇为代表的优势中价酒品牌销量，推出六和液（零售定价398元/瓶）以填补300-500元/瓶出厂价区间内的产品空白，针对专卖店主销五粮液1995，公司还将新推出生产酱香型酒。力争实现一是高价酒销量保万吨，二是总体销售收入同比增长20%。
- 我们认为目前市场仍然将公司关注点放在进出口公司，如果因这一因素低于市场预期而使得股价下跌，将带来投资机会。
- 我们预测公司2009、2010年每股收益分别为0.71、0.92元对应市盈率为21.99、16.97。



敬请雅正 欢迎交流

国金证券研究所 陈钢
电话：(8621) 61038215
邮箱：cheng@gjzq.com.cn
2009年3月