

2009-03-30

食品、饮料与烟草

维持

增持

全国布局的啤酒企业更具吸引力

◆持续跑输大盘, 相对估值降低:

本周的大盘仍然延续了上周上涨的态势, 食品饮料板块则继续跑输大盘, 整个板块涨幅仅为 0.78%, 远低于上证综指的 4%。

随着连续跑输大盘, 板块的相对估值也继续下降, 目前板块相对大盘的市盈率在 1.6~1.8 倍, 而相对市净率也不足 2 倍。对于作为防御性的板块而言, 食品饮料的估值已经相对较低。其投资的吸引力随着绝对估值和相对估值的走低将逐步显现。我们建议关注本板块, 可以适当考虑其估值逐步走低所带来的投资机会。

目前市场上对宏观经济走势乐观情绪逐步高涨, 高端产品的需求也会受到积极影响, 前期跌幅已经较深的白酒和葡萄酒板块会产生交易性投资机会。

◆08 年青啤增长高于行业增长:

从 2006 年开始, 啤酒的产量增长率就从 15% 逐步下滑, 2008 年的增长率不足 5%。但一方面 2008 年有奥运、天气等因素影响, 使得增速大幅放缓, 所以考虑到 2009 年这些因素的消除, 啤酒产量增速有望小幅回升; 另一方面从各大企业来看, 还是能够发现亮点的。

行业中排名前十的企业啤酒产量涨跌互现, 从总体上来看有以下趋势: 1、行业集中度进一步加强; 2、具有全国布局的企业抵御经济不景气的能力更高。

总之, 市场占有率居前的优质企业、具有全国布局的企业在目前更具有安全性, 投资更有吸引力。

◆投资建议:

食品饮料板块持续跑输大盘也带动相对估值继续下降。虽然基本面并未有改善的迹象, 但可关注交易性投资机会。我们现在还是选择安全性较高的大众消费品, 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	
600519	贵州茅台	113.98	3.00	4.03	4.77	增持
000858	五粮液	15.69	0.39	0.48	0.61	增持
000568	泸州老窖	20.48	0.89	1.06	1.30	增持
600779	水井坊	13.84	0.41	0.64	0.72	增持
600519	青岛啤酒	20.53	0.43	0.54	0.72	增持
002216	三全食品	29.25	1.02	0.84	1.39	增持
000895	双汇发展	32.40	0.93	1.15	1.43	增持
600616	金枫酒业	12.14	0.45	0.59	0.59	中性

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。

分析师:

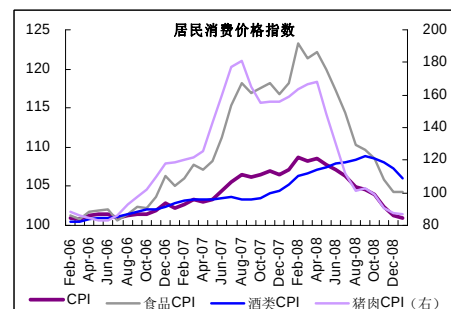
彭丹雪

021-22169126

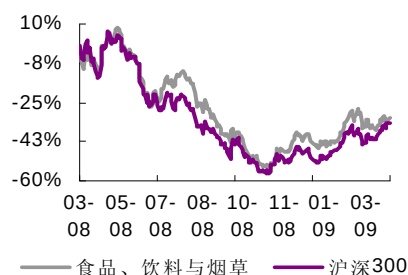
pengdx@ebscn.com

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

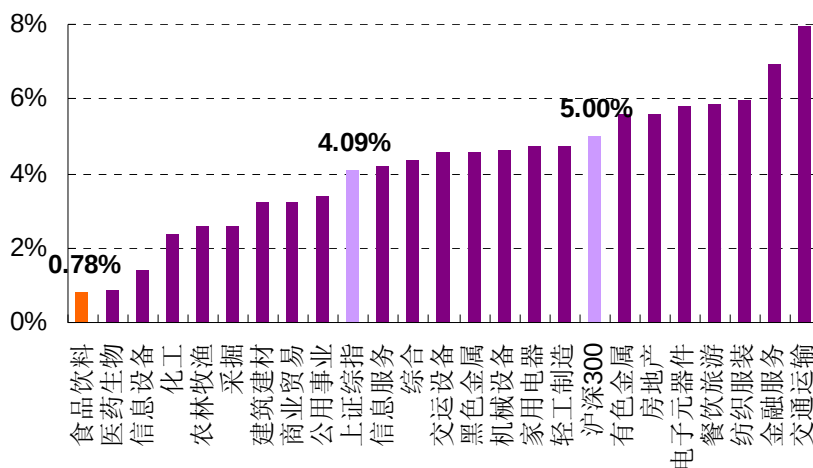


一、 本周大盘与板块走势

本周的大盘仍然延续了上周上涨的态势，而且大盘股的上涨明显要高于其他股票，这也促使沪深 300 指数有 5% 的涨幅。食品饮料板块则继续跑输大盘，整个板块涨幅仅为 0.78%，远低于上证综指的 4%。

这样的走势也进一步验证我们前期的观点。食品饮料板块作为防御性较强的板块，由于在前期下跌过程中被投资者强化了“防御性”的作用，板块的估值一直较高，也导致“防御性”边际效用递减。市场反弹过程中，食品饮料较高的估值使得其对投资者的吸引力也较小，因此最近一段时间，其涨幅也小于大盘和其他板块。

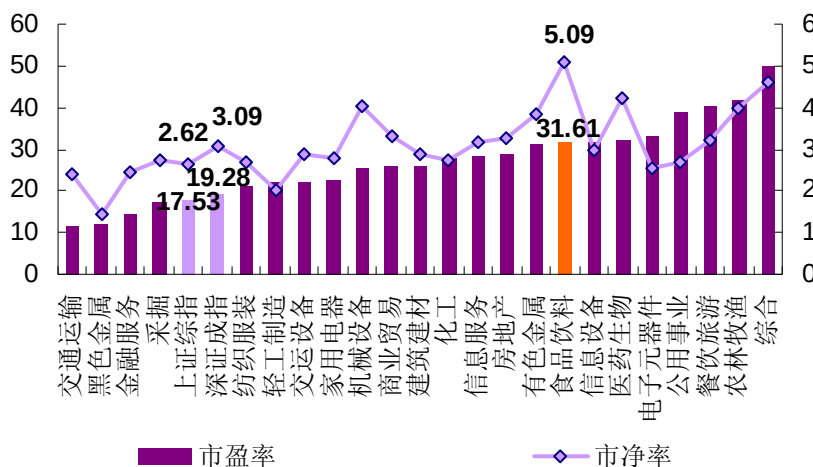
图表 1：本周各板块涨跌幅



资料来源：Wind

注：数据日期为 2009-3-23 至 2009-3-27

图表 2：各板块估值

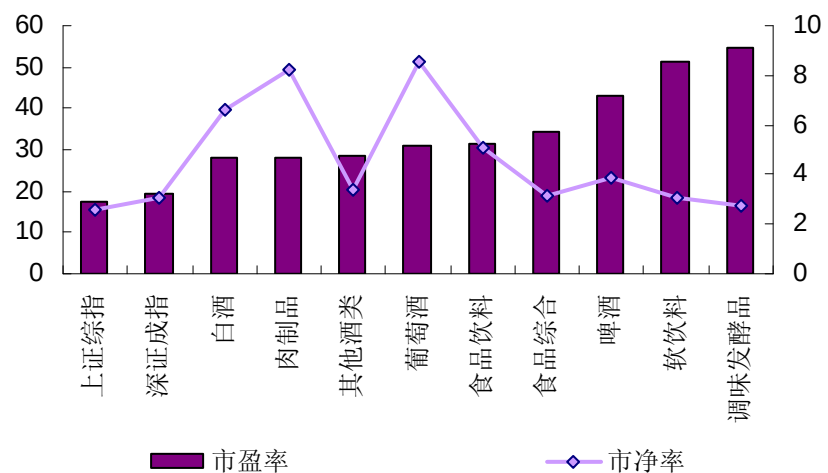


资料来源：Wind

注：取 2009-3-27 股价，盈利数据为前推 12 个月，净资产为最新报告中数据

随着连续数周食品饮料板块持续跑输大盘，板块的相对估值也继续下降，目前板块相对市盈率在 1.6~1.8 倍，而相对市净率也不足 2 倍。对于作为防御性的板块而言，食品饮料的估值已经相对较低。其投资的吸引力随着绝对估值和相对估值的走低将逐步显现。我们建议关注本板块，可以适当考虑其估值逐步走低所带来的投资机会。

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 2009-3-20 股价，盈利数据为前推 12 个月，净资产为最新报告中数据

本周的食品饮料板块中子板块的估值变化并不大，白酒、肉制品和葡萄酒的市盈率估值相差无几。根据我们近期从糖酒会了解到的信息，白酒尤其是高端白酒的下降幅度较大，而葡萄酒由于基数较低，受影响程度较小。

目前市场上对宏观经济走势乐观情绪逐步高涨，高端产品的需求也会受到积极影响，我们认为可以适当关注前期跌幅已经较深的白酒和葡萄酒行业。

我们仍然重点关注旺季逐步到来的啤酒和成本下降较大的肉制品与速冻。推荐股票仍然是青岛啤酒、双汇发展和三全食品。

二、国内各重点股票的估值

图表 4：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	-3.31%	4.03	4.77	28.28	23.90	增持
	000858	五粮液	2.62%	0.48	0.61	32.89	25.91	增持
	000568	泸州老窖	3.49%	1.06	1.30	19.32	15.75	增持
	600779	水井坊	3.98%	0.64	0.72	21.63	19.22	增持
	600809	山西汾酒	4.52%	0.65	0.85	25.60	19.58	增持
啤酒	000729	燕京啤酒	0.16%	0.44	0.56	29.08	22.55	增持
	600600	青岛啤酒	-0.68%	0.54	0.72	37.74	28.50	增持
黄酒	600059	古越龙山	2.36%	0.26	0.30	36.65	31.77	中性
	600616	金枫酒业	3.06%	0.59	0.59	20.58	20.58	中性
葡萄酒	000869	张裕 A	0.58%	1.72	2.08	26.22	21.68	增持
其他饮料	600962	国投中鲁	4.17%	0.32	0.30	33.59	35.83	中性
	000848	承德露露	-0.07%	0.58	0.70	25.98	21.53	中性
食品	000895	双汇发展	1.79%	1.15	1.43	28.09	22.59	增持
	002216	三全食品	0.27%	0.84	1.39	34.98	21.06	增持

资料来源：光大证券研究所

一直是食品饮料板块龙头的贵州茅台成为本周板块重点公司跌幅最大的股票。原因就在于公司公布的 2008 年年报远低于市场预期，公司 08 年实现 EPS4.03 元，同比增长 34%，低于此前市场预期的 4.5 左右的 EPS。

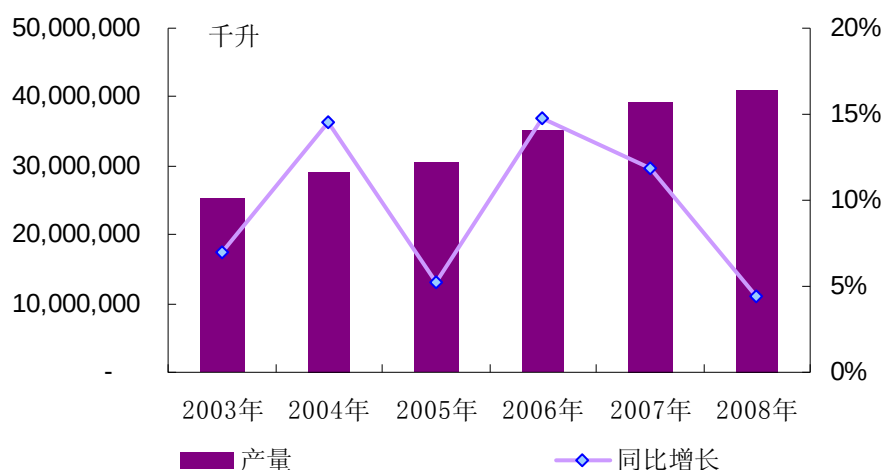
除贵州茅台之外的白酒企业在本周都有不同程度的上涨，虽然低于大盘的涨幅，但要好于食品饮料其他子行业的表现，这也符合我们上周的判断，即经过了过度下跌、估值已经较低的白酒板块有反弹的需要。我们依然看好进入消费旺季的啤酒行业，可以重点关注青岛啤酒和燕京啤酒。

三、行业内主要事项以及点评

1、2008 年啤酒产量排行，华润仍居首位

2008 年的我国啤酒产量达到了 41,030,882 千升，同比增幅为 4.37%。从 2006 年开始，啤酒的产量增长率就从 15%逐步下滑，目前不足 5%的增幅确实让人信心不足。但一方面 2008 年有奥运、天气等因素影响，使得增速大幅放缓，所以考虑到 2009 年这些因素的消除，啤酒产量增速有望小幅回升；另一方面从各大企业来看，还是能够发现亮点的。

图表 5：历年啤酒产量及同比增长



资料来源：光大证券研究所

行业中排名前十的企业啤酒产量涨跌互现，从总体上来看有以下趋势：

(一) 行业集中度进一步加强。行业排名前五的企业在 2008 年的产量增长上都超越了行业增长。表现在市场占有率上也进一步加强。CR3 的集中度达到了 43.3%，CR5 的集中度达到了 58.09%。

(二) 具有全国布局的企业抵御经济不景气的能力更高。从产量同比增长可以看出，华润、青岛等在全国范围内布局的企业受经济大环境影响程度更小，他们的增长率基本保持与行业同步或超越行业；而产销地集中于一隅的企业，如重啤、珠江等（尤其是受经济深刻影响的沿海地区）的产量下降幅度较大。换句话说，区域性的企业弹性要大于全国性的企业。在经济下滑过程中，全国性企业安全性较高，而在经济复苏时期，区域性企业的反弹要更大。

图表 6：2008 年啤酒前十名产量 单位：千升

企业	产量	同比增长	市场占有率
华润雪花啤酒[中国]有限公司	7,313,132	4.40%	17.82%
青岛啤酒集团股份有限公司	5,432,294	7.44%	13.24%
百威英博啤酒投资[中国]有限公司	5,023,912		12.24%
北京燕京啤酒集团有限公司	4,223,125	5.35%	10.29%
金星啤酒集团有限公司	1,852,258	5.08%	4.50%
重庆啤酒集团有限公司	1,766,304	-1.96%	4.30%
广州珠江啤酒集团有限公司	1,189,120	-13.06%	2.90%
深圳金威啤酒集团有限公司	633,047	-13.31%	1.54%
三得利啤酒[中国]投资有限公司	621,399	-3.51%	1.54%
江苏大富豪啤酒有限公司	492,626	8.17%	1.20%
合计	28,547,217		69.57%

资料来源：中国国际啤酒网

注：因为英博与 AB 的合并，百威英博的数据不具有同比的可比性。

从以上因素来看，市场占有率居前、具有全国布局的优质企业在目前更具有安全性，投资更有吸引力。从青啤的数据来看，08 年的增长率不仅超越了行业增长，而且增长率居前，其市场占有率也在进一步提高。青岛啤酒的市场空间广阔，长期成长性较好。

2、拉菲堡在中国设立酒庄（资料来源：糖酒快讯）

波尔多顶级酒庄拉菲堡（Chateau Lafite）与中信集团（CITIC）携手首次在中国开辟葡萄园。其开发的葡萄园位于山东蓬莱，占地 25 公顷。

点评：（1）拉菲酒无论在世界还是中国都享有极高的声誉，其在中国设立酒庄，说明其对中国葡萄酒市场的前景极为看好；（2）设立的酒庄属于顶级的精品酒庄，这也证明葡萄酒的发展仍然是趋于高端；（3）拉菲介入中国，势必要挑起高档市场的竞争，而且有可能会引领中国葡萄酒高档产品的价格上升，对国内品牌既有竞争也有促进。

3、贵州茅台年报低于预期，预收账款可解释原因

贵州茅台 2008 年实现 EPS4.03 元，同比增长 34.33%，远低于市场预期，也低于我们的预期 4.5 元。公司 08 年业绩差强人意的主要原因在于收入同比增长仅为 13.9%，如果考虑到 08 年提价因素，那么销量基本没有增长，甚至是负增长。不过这个负面因素被销售费用的小幅下降（-5%）和实际所得税率的下降（由 34%降为 26%）所抵消，最终贵州茅台实现净利润同比增长 34.2%。

图表 7：08 年单季度主要指标变化

指标	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
收入	1,993.50	2,626.22	1,866.80	1,755.17
同比增长	25.6%	152.1%	2.1%	-36.8%
毛利率	89.9%	90.8%	90.7%	89.5%
营业利润	1,221.99	1,922.14	1,267.22	979.03
同比增长	40.0%	295.6%	10.5%	-51.5%
利润总额	1,222.56	1,912.97	1,268.37	981.41
同比增长	39.9%	292.9%	10.6%	-51.3%
净利润（归属母公司）	917.05	1,434.89	952.26	696.56
同比增长	62.9%	335.6%	22.2%	-47.2%

资料来源：Wind，光大证券研究所

我们判断贵州茅台 08 年业绩远低于预期原因有二。一是经济环境影响。从 08 年单季度的业绩变化也可以看出自从 08 年下半年以来，茅台的业绩增长在逐步减少，而且在白酒销售旺季的第四季度，公司少有地出现了收入、利润的同步下降。这和经济大环境的恶化同步。

二是与茅台实行的策略有关。公司在 09 年的一季度大幅放量，鉴于此，公司有可能在 08 年的四季度有所控货，从而导致收入、利润同比负增长的现象。我们从公司的预收账款上可以明显看出。07 年公司账面上的预收款项已经在逐步减少，07 年同比下降 47%，但 08 年却又猛增 161%，达到 29.36%亿元，而且仅第四季度就增加了 20 亿元！这明显是公司为一季度的放量所作的准备。公司货币资金一项也反映了这一现象，08 年货币资金同比增长 71%，而第四季度增加货币资金 15 亿元。

不过，从安全性的角度考虑，公司账面上 80 亿元的现金是最好的保障，毕竟公司的负债率较低，流动负债仅有 42.5 亿元，而其中还包含 29 亿元的预收账款。这对公司应对经济的恶劣环境提供了较好保障。

总体而言，贵州茅台仍然是白酒企业中安全性较高的公司，公司的实际情况也不像年报中表现的那么差，而且若经济有所好转，其弹性也会较大。我们调整公司 09-10 年 EPS 预测为 4.77 元和 6.05 元，净利润增速分别为 18.7%和 26.9%。对公司的投资评级为“增持”。

4、雨润 08 年报显示低温肉仍快速增长

本周雨润公布了 2008 年年报。我们将其与双汇发展进行比较，其收入和利润增速要高于双汇。主要原因在于雨润的低温肉的增速要远高于双汇发展，而且低温肉的毛利率也更高。

图表 8：2008 年雨润和双汇的盈利数据比较

项目	雨润食品	双汇发展
收入增长率	50.8%	19.1%
低温肉收入增长率	50.9%	38.3%
冷鲜冷冻肉收入增长率	48.5%	13.9%
毛利率	13.0%	8.9%
低温肉毛利率	28.0%	8.0%
冷鲜冷冻肉毛利率	8.2%	4.8%
销售和管理费用率	6.6%	5.1%
实际税率	8.2%	21.5%
归属于母公司净利润增长率	32.2%	24.4%
净利率	8.7%	2.7%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

注：雨润食品的高温肉比例低，与双汇比较意义不大，在此仅作低温肉和冷鲜冷冻肉比较。

通过对比可以看到，二者都大力发展低温肉制品，保持了较大的增幅，这也是促使二者 08 年业绩增长的主要因素；雨润的低温肉增长和毛利率水平仍然领先于双汇发展，雨润在低温肉方面还是占有比较大的优势的。

由于低温肉的毛利率较高，而高温肉以及冷鲜的毛利率较低，这也导致

了雨润的利润率和净利率都远高于双汇发展。所以二者相比较，雨润更倾向归类于高毛利的企业，而双汇更倾向归类于高周转高收入的企业。

另外，通过两家公司在年报中的管理层论述的对比也可以看出公司的发展方向：

- (一) 中高端产品成为发展重点。这就意味着未来低温肉制品市场成为发展方向和公司的重心所在。二者必然进一步加大对低温肉品种和市场的开发。
- (二) 规模化养殖和屠宰成为趋势，行业集中度加强不可避免。因此，未来企业将通过收购兼并、重组新建等方式加快发展。这对于资本有了更高的要求。
- (三) 重视品牌与渠道。雨润以低温肉为主，所以倡导“直销为主，分销为辅”的销售模式，而双汇的产品普及面更广，其渠道建设就更为重要。

我们认同双汇发展在董事会报告中所阐述的对未来行业趋势的看法。“我国肉类行业已经进入资本角逐下的新竞争时代，竞争模式由过去的价格战、规模战全面向资本战、基地战、品牌战和渠道战转变，主要的竞争手段和市场的供给水平将在敬重中快速升级、行业发展趋势将向着规模化养殖、集中化加工、行业纵向协同和市场集中度提高转变。”

四、 国际比较

图表 9：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	14.0	2.0	1.9	2.0	471.7	1.8%	1.8%
	泰森食品	1,405.7	0.8	136.0	-0.1	-	-3.3%	-4.3%
	日本火腿	46.7	0.8	-	44.9	-	/	-656.3%
	雨润食品	11.4	2.4	0.5	0.8	1,140.2	-2.1%	-2.5%
	龟甲万	21.8	1.0	-	55.3	-	-645.2%	-647.6%
烈性酒	帝亚吉欧	11.4	5.4	1.1	0.7	-	/	-0.2%
	保乐利加	8.6	1.3	0.7	4.0	-	-1.7%	-1.6%
	Remy Cointreau	10.7	0.9	4.0	2.0	162.1	0.1%	-2.3%
	宝控株式会社	23.6	1.1	-	28.3	-	/	/
	Marnier Group	12.6	1.5	-	173.4	-	/	/
	Compania	19.5	2.1	-	0.9	-	/	/
	Radico Khaitan	25.3	2.5	5.1	3.7	-	-12.0%	-31.4%
啤酒	朝日啤酒	11.6	1.0	7.8	105.9	-	-63.1%	-226.8%
	喜力啤酒	7.2	1.7	-	1.9	-	/	36.0%
	嘉士伯啤酒	10.0	0.6	0.9	22.5	-	/	-42.1%
	AB-Inbev	12.4	1.6	0.9	1.3	3,832.0	-1.2%	2.9%

SAB	10.8	1.2	1.0	1.7	3,766.0	/	-0.7%
麒麟啤酒	18.3	1.0	2.9	137.3	-	/	-83.9%

资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

注: 数据日期为 2009-3-27

从本周的国际公司数据来看, 对主要公司的盈利预测调低仍成为主流。而且调低幅度较大, 这也反映了国际上食品饮料企业也受到经济不景气的影响。若分类来看, 烈性酒和肉制品类的调整幅度相对较小, 调味品和啤酒类幅度较大。从估值来看, 啤酒类的总体 PE 和 PB 仍比较稳定, 分别处于 12 倍和 1.2 倍左右。

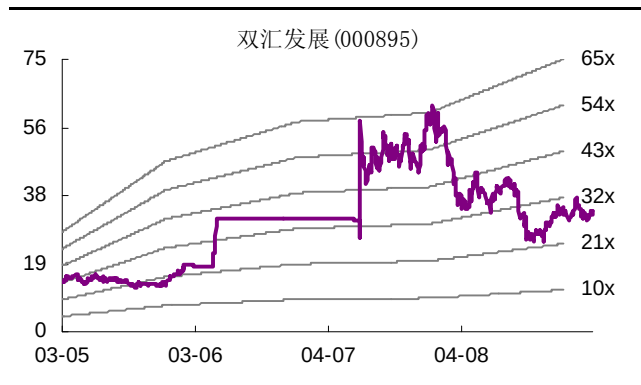
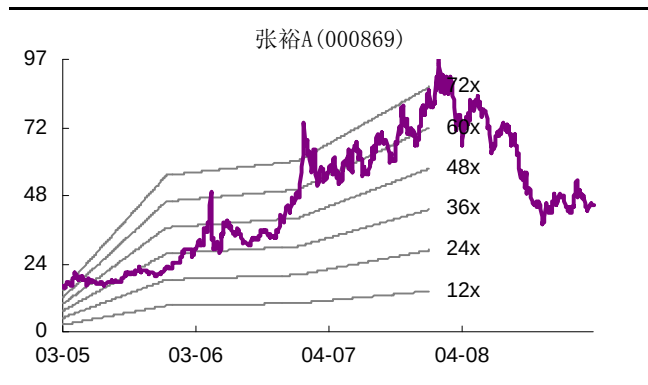
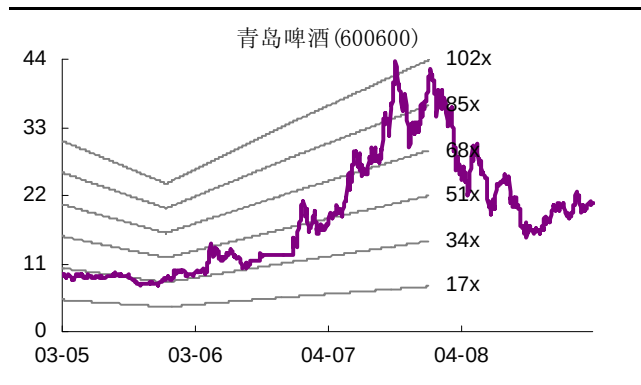
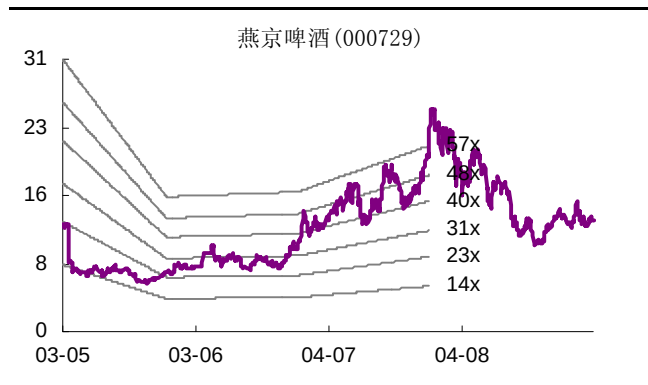
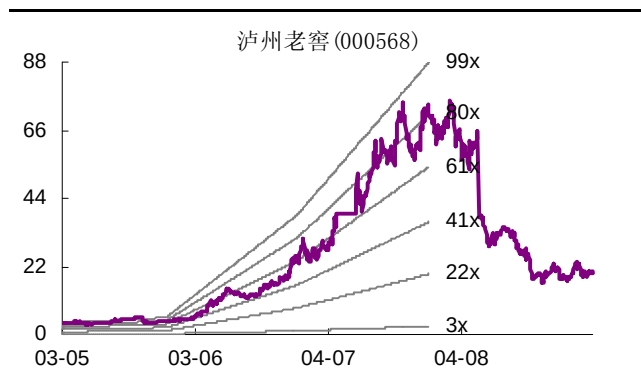
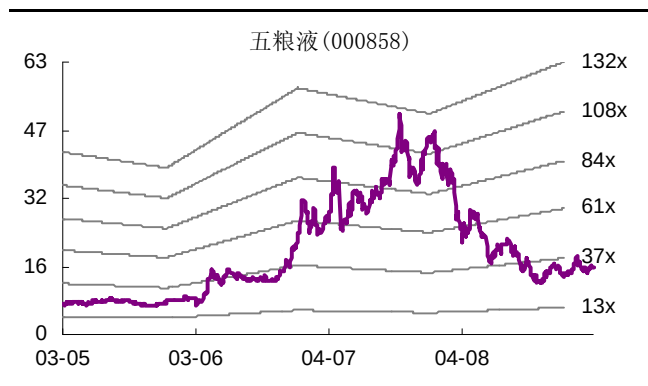
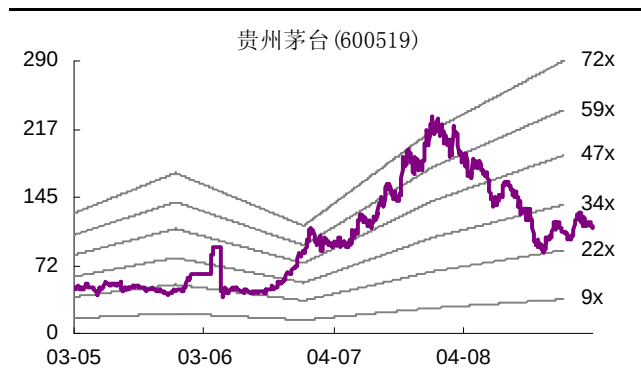
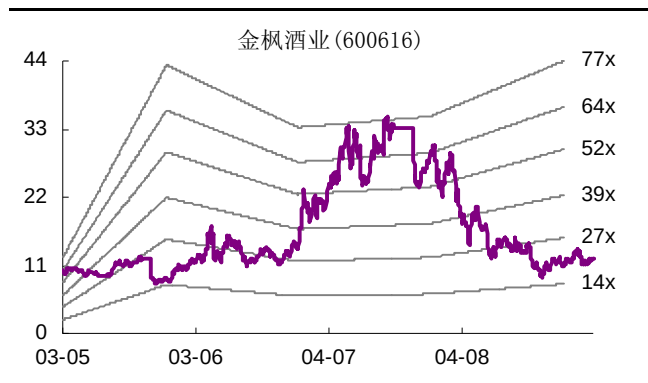
五、 下周重点关注事项

第 12 周		重点事项
星期日	3 月 29 日	
星期一	3 月 30 日	
星期二	3 月 31 日	古井贡酒公布年报
星期三	4 月 01 日	
星期四	4 月 02 日	金枫酒业股东大会
星期五	4 月 03 日	五粮液股东大会 通葡股份股东大会
星期六	4 月 04 日	

六、 投资评价和建议

食品饮料板块在本周处于吊车尾的位置, 其持续跑输大盘也带动相对估值继续下降。目前较低的动态估值使得白酒等板块有反弹的需求, 但总体而言, 其基本面并未有改善的迹象。我们现在还是选择安全性较高的大众消费品, 其稳定的增长成为我们看好他们的理由。一季度的啤酒和肉制品的增长势头良好, 而且啤酒马上进入消费旺季。我们建议关注稳定增长, 防御性较好的公司, 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。

上市公司图



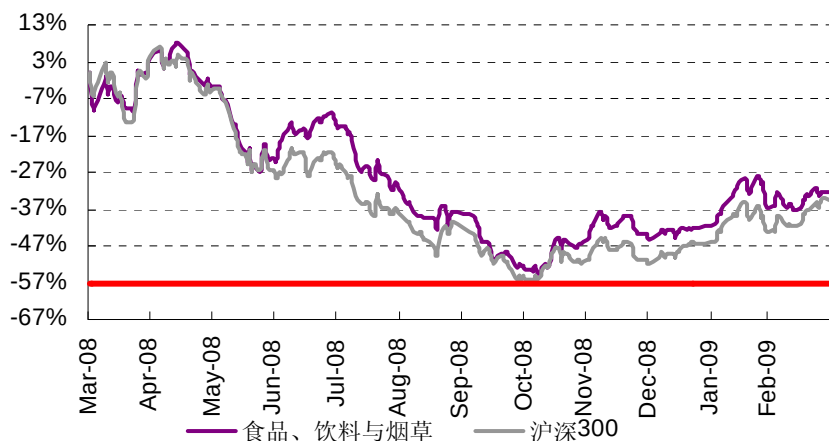
分析师声明

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
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。