

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

行业报告

食品饮料行业季报（2009Q1）——向上有补涨动力，向下有抗跌能力

2009年4月2日	文 献	CFA 食品饮料高级研究员	86-755-22627143	wenxian@pasc.com.cn
	高 利		86-755-22623263	gaoli@pasc.com.cn

乳品行业复苏速度超预期，Q1 行业盈利回升已成定局。09 年 1 月和 2 月，国内规模以上乳企液体乳产量增速远超此前预期，分别达到 3.8%和 14.9%。09 年以来生鲜乳收购价格逐步下探，乳品终端销售价格却相对坚挺。此消彼涨，乳制品生产企业前 2 个月税前利润率达到 6.9%的高位，09Q1 行业盈利回升已成定局。

09 年春季股价表现三月两负，防御特征明显胜过进攻。1 月和 3 月，平安食品饮料重点指数大幅度跑输了沪深 300，只有 2 月份录得 4.1%的相对正收益。我们认为，这种表现符合我们对食品饮料特点的判断，即估值处于市场中上游同时又具有良好抗周期性。在市场快速回升但又缺少明确基本面支持的背景下，此类股票显然不是投资者选择的重点。

向上有补涨动力，向下有抗跌能力。沪深 300 在 09 年 1 季度远远将食品饮料重点个股抛在了后面，食品饮料在市场中估值排名也明显回落。我们认为，一旦宏观经济出现明确转好迹象或流动性继续推高股市，则 1 季度表现落后的食品饮料将有补涨需求；另一方面，如果市场因经济或流动性原因下跌，在 1 季度释放了部分估值压力之后，具弱周期特点的食品饮料将有明显吸引力。无论哪种情况，我们认为食品饮料在 2 季度至少应该是标配。

食品零售渠道价格压力加大。09 年以来，食品 RPI 与食品制造 PPI 之差持续回落，2 月份降至负的 4.8%，表明零售价格下跌给渠道带来的盈利压力正在增大。饮料 RPI 与饮料制造 PPI 之差 09 年继续回升，2 月份回升至 1.1%，显示当期饮料零售渠道盈利空间仍在上升。

1—2 月食品饮料子行业规模以上企业财务数据小结：1—2 月绝大多数子行业营收增速同比出现大幅度下降，但除糖外，其余行业营收同比均有正增长，增速超过 10%的子行业有饲料加工、畜禽屠宰、肉制品及副产品加工、速冻食品、白酒和啤酒；当期乳制品的产量、毛利率和税前利润率同比均大幅上升，表明乳品行业复苏速度远快于市场此前预期；从毛利率和税前利润率判断，当期盈利能力明显提升的有速冻食品和白酒，盈利能力恶化明显的有制糖、啤酒、黄酒、果菜汁及饮料。

股票名称	股票代码	股票价格（元）	EPS（元/股）			PE（倍）			评级
		4月1日	08E	09E	10E	08E	09E	10E	
双汇发展	000895	32.20	1.15	1.78	1.85	27.92	18.11	17.42	强烈推荐
贵州茅台	600519	116.26	4.03	4.53	4.84	28.88	25.66	24.01	推荐
五粮液	000858	15.96	0.48	0.55	0.60	33.46	28.84	26.51	推荐
泸州老窖	000568	21.36	1.03	1.24	1.47	20.76	17.16	14.49	推荐
伊利股份	600887	12.32	(0.99)	0.44	0.49	(12.42)	28.16	24.94	中性

备注：双汇发展、贵州茅台、五粮液08年EPS为实际值。

资料来源：平安证券

目 录

一、	当期热点探讨——乳业复苏速度超市场预期	3
二、	市场回顾——09 年春季股价表现三月两负	4
三、	近期调研与业绩预测调整——下调贵州茅台评级至“推荐”	6
四、	投资策略与估值——向上有补涨动力，向下有抗跌能力	6
五、	行业运行数据跟踪分析	9
1.	行业价格观察——食品零售渠道价格压力加大	9
2.	固定资产投资观察——前 2 个月食品投资增速回升至 40%	9
3.	09 年 1—2 月子行业效益和产量数据跟踪分析	10
3.1	农副食品加工——1—2 月税前利润率环比升 1%至 3.9%	11
3.1.1.	饲料加工业——1—2 月毛利率同比升 1.6%至 12.2%	12
3.1.2.	制糖业——1—2 月产量同比增长 19.7%	13
3.1.3.	禽畜屠宰——1—2 月毛利率同比升 0.4%至 10%	14
3.1.4.	肉制品及副产品加工——1—2 月税前利润率同比升 0.1%至 4.3%	15
3.1.5.	水产品——1—2 月毛利率同比升 2.5%至 14.1%	16
3.2	食品制造——1—2 月税前利润率环比升 2.2%至 7%	17
3.2.1.	速冻食品——1—2 月税前利润率环比升 1.7%至 5.2%	18
3.2.2.	液体乳及乳制品——1—2 月税前利润率同比升 3.3%至 6.9%	19
3.3	饮料制造——1—2 月营收增速同比降 10.4%至 14.8%	20
3.3.1.	白酒——1—2 月毛利率同比升 2.9%至 38.5%	21
3.3.2.	啤酒——1—2 月毛利率同比降 2.2%至 26.9%	23
3.3.3.	黄酒——1—2 月毛利率同比降 2.4 至 30.7%	24
3.3.4.	葡萄酒——1—2 月毛利率同比降 7.3%至 33.8%	25
3.3.5.	果菜汁及饮料——1—2 月毛利率同比降 26.9%至-2.7%	26

图表 5 09 年前 2 月主要乳制品进出口情况 单位：吨

	2009 年 2 月	2008 年 2 月	变化幅度	2009 年 1 月	2008 年 1 月	变化幅度
奶粉						
出口	579	3,149	-82%	5,593	3,242	73%
进口	19,033	9,304	105%	22,478	11,313	99%
液态奶						
出口	1,404	3,171	-56%	1,571	3,941	-60%
进口	1,068	387	176%	1,617	625	159%

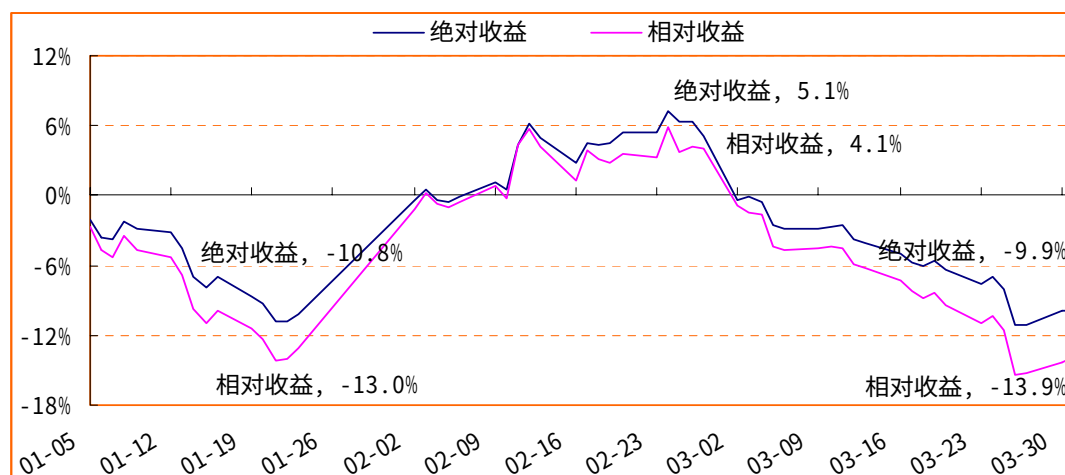
资料来源：平安证券

巴氏乳企欲推动液态奶市场结构调整。三聚氰胺事件后，巴氏奶销量增速明显加快，业内人士估计其占液态奶市场的份额上升了3%。受此刺激，3月22日，国内以巴氏奶产品生产为主的乳品企业齐聚成都，组织成立了中国鲜奶行业诚信联盟，并表示要合力推动巴氏奶消费。三聚氰胺事件客观上推动了国内消费者在产品辨识上投入更多精力，并可能改变牛奶消费习惯，这有利于巴氏乳企。我们认为，在商业渠道和人均收入水平支持的城市，巴氏乳市场比例可能进一步上升。

二、 市场回顾——09年春季股价表现三月两负

09年春季股价表现三月两负，防御特征明显胜过进攻。08年4季度平安食品饮料重点指数每月都跑赢了沪深300，但09年一季度，这种情况有改变。1月和3月，平安食品饮料重点都大幅度跑输了沪深300，只有2月份录得4.1%的相对正收益。我们认为，这种表现符合我们对食品饮料特点的判断，即估值处于市场中上游同时又具有良好抗周期性。在市场快速回升但又缺少明确基本面支持的背景下，此类股票显然不是投资者选择的重点。展望未来，我们认为，两种情况将刺激食品饮料战胜大盘，一是经济回暖迹象明显，估值水平下降的食品饮料可能补涨；二是市场快速下跌时，其抗跌特点仍然会对投资者有较大吸引力。但总的来看，食品饮料防御特点仍明显强于进攻。

图表 6 09Q1 平安食品饮料跑输大盘



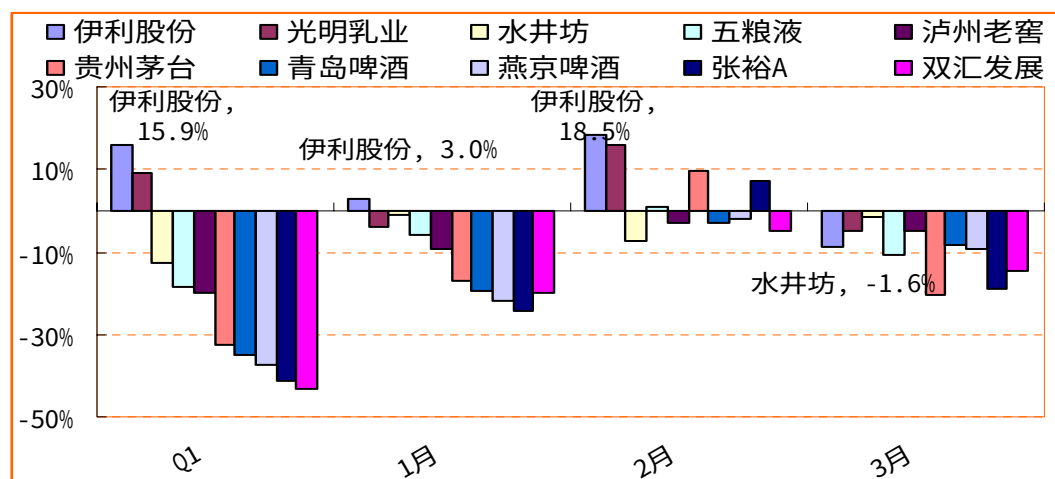
备注：以沪深300为标的指数计算相对收益，价格为当日收盘比上月收盘，区间从2009.1.1-2009.3.31。

资料来源：WIND资讯，平安证券

乳品行业复苏超预期带动相关上市公司。09年1季度，受益于此此前股价大幅下跌和行业复苏速度超预期，伊利和光明成为平安重点公司中唯一跑赢沪深300的品种。

双汇还值得“强烈推荐”吗？08年Q4表现最佳的双汇发展成为1季度最大的输家，跑输沪深300约43%。作为我们当前唯一给予“强烈推荐”评级的食品饮料重点公司，其季度表现令我们感到尴尬。分析原因可能来自三方面，一是市场难有常胜将军，08年Q4双汇跑赢沪深300指数44%，这显然给09年表现带来了压力，也是食品饮料重点公司共同的压力；第二，我们在08年Q4报告中提示，市场对食品饮料重点公司未来12个月的净利增速预期明显偏高，随着08年报陆续披露，真实业绩低于预期给股价带来了直接压力，典型如贵州茅台；第三，尽管当前基本面明显有利于双汇业务盈利的增长，但投资者对关联交易抑制股份公司业绩的担心仍很重，市场表现难以为继也容易理解。基于对09年市场可能表现出振荡特点和公司业务盈利能力持续提升的判断，我们认为双汇仍是09年最安全的品种。

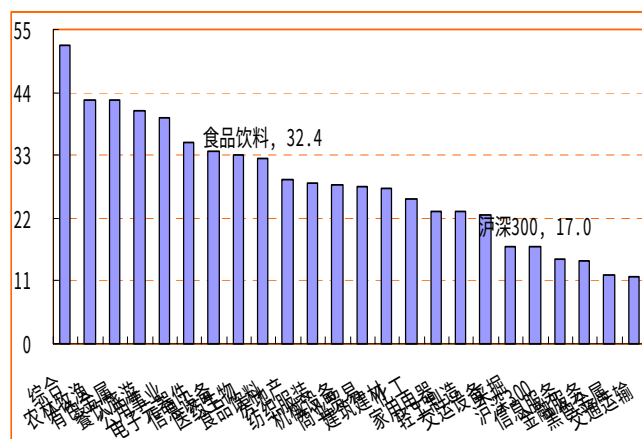
图表 7 09Q1 乳品公司一枝独秀



备注：以沪深300为标的指数计算相对收益，计算取当日收盘/上月收盘，Q4区间为09.1.1-09.3.31日。

资料来源：WIND资讯，平安证券

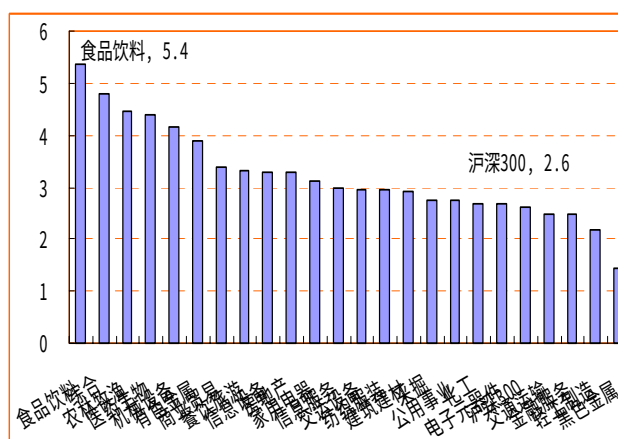
图表 8 食品饮料行业 PE 为 32.4 倍



备注：PE是前推12个月计算（TTM），股价取4月1日收盘价

资料来源：WIND资讯

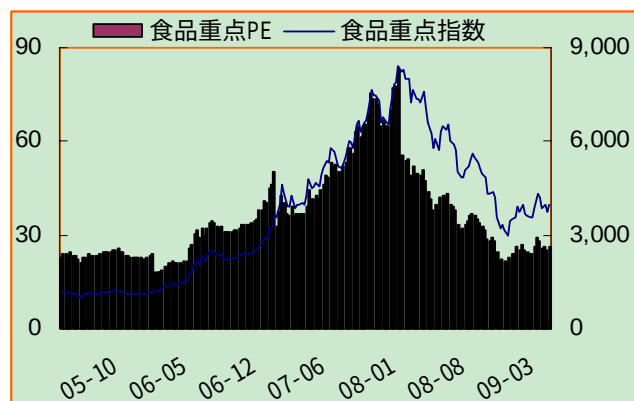
图表 9 食品饮料行业 PB 为 5.4 倍



备注：PB用整体法（剔除负值），B取最近一期报表

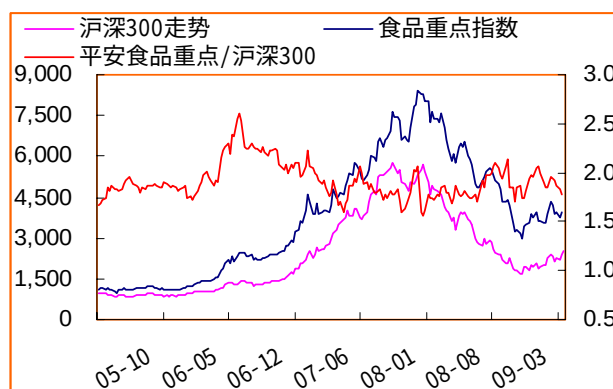
资料来源：WIND资讯

图表 10 食品饮料重点公司 PE 接近 05 年



资料来源：WIND资讯，平安证券

图表 11 重点公司与市场 PE 比降至 1.8 倍



资料来源：WIND资讯，平安证券

三、 近期调研与业绩预测调整——下调贵州茅台评级至“推荐”

高档酒销售下滑明显，竞争激烈度上升恐难避免。3月24—28日的春季糖酒交易会期间，各方面反馈信息印证了此前普遍预期，即高档酒销售真的出现了下滑，且幅度不小。代表公司中，五粮液由于此前欠货严重，销售压力相对较小；茅台强大的品牌为投资者提供了信心，但随着供给持续增长和需求突然萎缩，09年初，茅台在部分市场感受到了销售下滑的压力，公司08年年报远低于市场预期更是将这种压力直接传给了投资者；对市场运作依赖度更高的国窖和水井坊而言，红红火火的行业大环境已一去不返，在寒冬中，家底是否丰厚成为投资者关注的重点。随着整个市场需求萎缩，企业间的火药味也越来越浓。如浓香巨子五粮液就打算在酱香高端产品上分得一瓢羹，而泸州老窖也意图在全国建专营店网络。可以预计，高端白酒市场竞争激烈程度提高恐怕已经难以避免。

中档酒市场群雄并起。连续快速提价促成了一批高端产品，但中等价位市场也一时有人去楼空之感。随着高端市场寒意显现，众多大佬也纷纷盯住了中档酒市场。如五粮液推出六和液、泸州老窖对特曲连续提价且09年是主推品种等。随着进入该市场厂商和产品增加，中档酒市场风起云涌指日可待。

下调贵州茅台评级至“推荐”。09年1季度，我们调整了多家重点公司的业绩预测。其中，考虑高档白酒行业景气度下行，且08年报远低于预期，我们将贵州茅台评级下调至“推荐”，预计09年EPS为4.53元。另外，我们预计金枫酒业09年业绩将大幅低于市场此前普遍预期，预计09年EPS为0.49元。更多最新业绩预测请参见第四部分中国主要食品公司估值对比表。

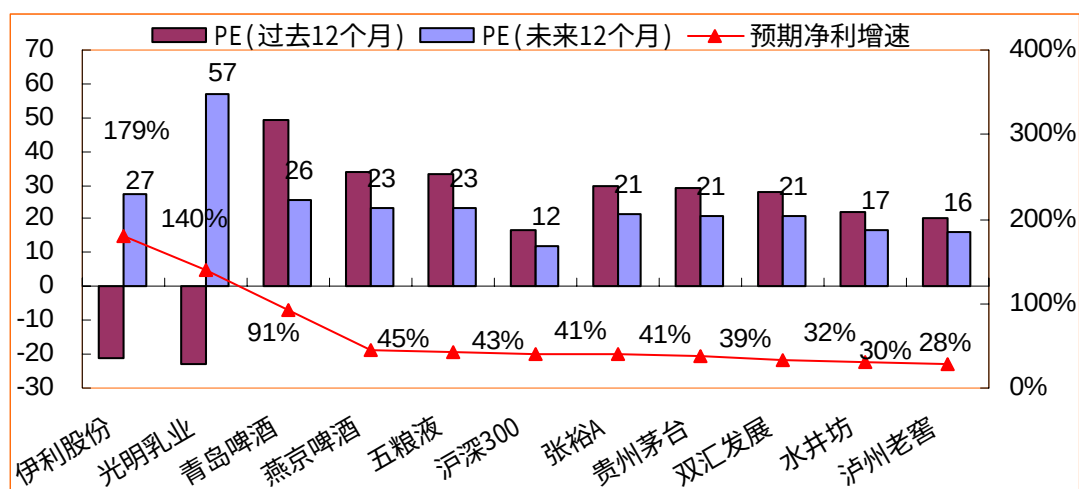
四、 投资策略与估值——向上有补涨动力，向下有抗跌能力

向上有补涨动力，向下有抗跌能力。沪深300在09年1季度远远将食品饮料重点个股抛在了后面，后者在市场中的估值排名也明显回落。我们认为，一旦宏观经济出现明确转好迹象或者流动性继续推高股市，则1季度表现落后的食品饮料将有补涨的需求。另一方面，如果市场因经济或流动性原因下跌，则在1季度释放了部分估值压力之后，具有弱周期特点的食品饮料将有明显吸引力。因此，无论哪种情况，我们认为食品饮料在2季度都应该至少是标配。

向上看高档，向下看大众。由于此前估值高，且直接受到宏观冲击影响，食品饮料中高档白酒在08年Q4和09年Q1的表现均不好。如果基本面转好迹象明显，或者流动性继续推高股市，高档白酒更值得关注，如贵州茅台、泸州老窖。如果市场向下回落，则抗周期性特点更明显的大众品公司更有吸引力，其中，盈利前景向好而09年1季度表现最差的双汇最有吸引力。

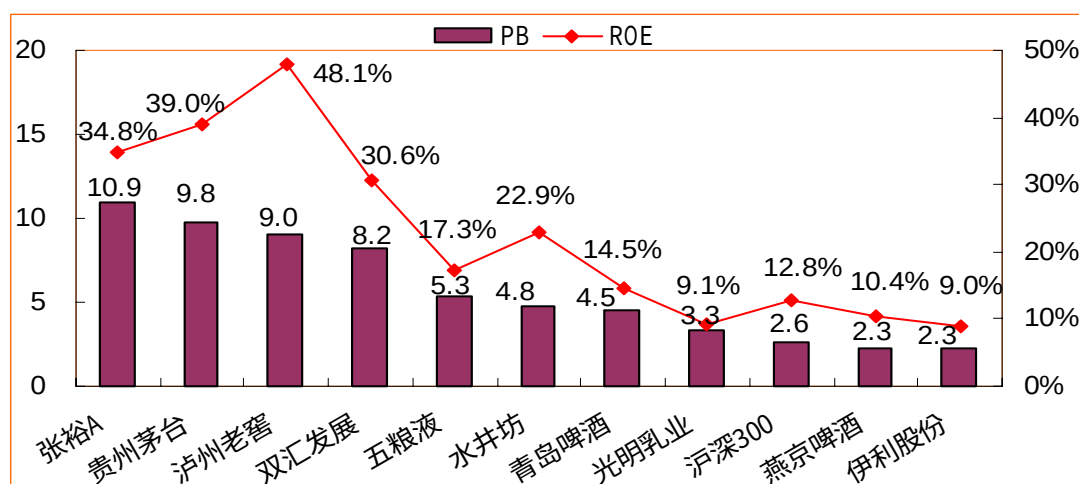
盈利增速预期仍明显偏高。市场一致预期显示，食品饮料重点公司中，未来12个月盈利增速最低的泸州老窖也达到了28%。在预计经济可能持续下行的环境下，公司实际盈利增速低于预期可能性较大，果真如此，重点公司股价仍将面临较大压力。

图表 12 市场对重点个股未来 12 个月盈利增速预期仍偏高



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表 13 啤酒与乳业 PB 仍较低



备注：价格取4月1日收盘价，净资产取最新一期报告数据，ROE取最新一期报告数据（08年前3季则取年化值），光明乳业和伊利乳业ROE取07年数据，其中计算伊利ROE时将股权激励费用扣税后当作净利润。

资料来源：WIND，平安证券研究所

图表 14 中国主要食品饮料公司估值对比

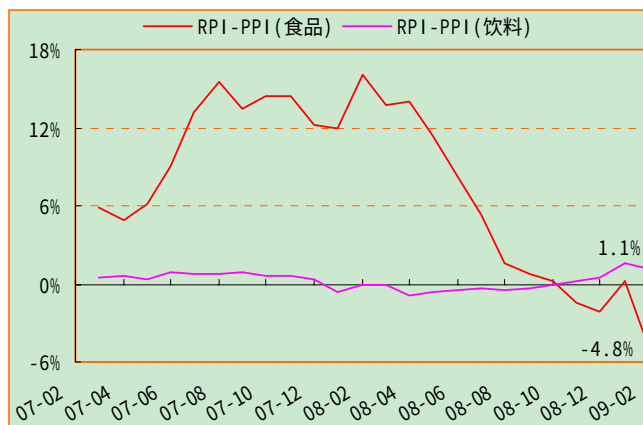
A 股简称	投资评级	股价 (元)	市值	每股收益			市盈率			净利增 速	PEG	PB	股 息 率 (%)	EV/EBITDA	ROE(%)
		4月1 日	¥ mn	08E	09E	10E	08E	09E	10E	08E-10E	07PE	08-9	07	07	07
贵州茅台	推荐	116.26	109,726	4.03	4.53	4.84	28.9	25.7	24.0	17%	2.2	10.4	0.72	0.0	34.4
五粮液	推荐	15.96	60,584	0.48	0.55	0.60	33.5	28.8	26.5	16%	2.6	5.4	0.00	0.0	15.4
泸州老窖	推荐	21.36	29,781	1.03	1.24	1.47	20.8	17.2	14.5	38%	1.0	9.0	2.62	25.4	28.6
水井坊	暂无评级	14.10	6,888	0.64	0.83	0.94	22.0	17.0	15.0	32%	1.1	5.1	2.70	14.5	15.5
均值				1.54	1.79	1.96	26.3	22.2	20.0	26%	1.7	7.5	1.51	10.0	23.4
青岛啤酒	推荐	21.13	27,643	0.55	0.75	0.75	38.4	28.2	28.2	21%	2.4	4.5	1.04	10.2	10.1
青岛 H	暂无评级	15.70	24,084	0.54	0.65	0.78	29.1	24.2	20.1	24%	1.6	3.2	0.90	15.6	10.0
燕京啤酒	中性	13.20	15,976	0.40	0.52	0.52	32.9	25.4	25.4	30%	1.9	2.8	1.14	14.2	7.4
均值				0.50	0.64	0.68	33.5	25.9	24.6	25%	2.0	3.5	1.03	13.3	9.2
张裕 A	推荐	46.35	24,439	1.70	2.06	2.06	27.2	22.5	22.5	20%	2.0	10.9	2.4	0.0	28.5
张裕 B	暂无评级	24.26	12,819	1.70	2.06	2.06	14.3	11.8	11.8	20%	1.0	5.7	4.5	0.0	28.5
王朝酒业	暂无评级	1.10	1,372	0.11	0.11	0.11	10.0	10.0	10.0	3%	3.4	1.0	1.55	2.9	8.5
中国食品	暂无评级	2.65	7,385	0.15	0.19	0.23	17.7	13.9	11.5	-6%	-1.5	2.1	0.8	11.7	11.1
均值				0.92	1.11	1.12	17.3	14.5	13.9	9%	1.2	4.9	2.3	3.6	19.2
双汇发展	强烈推荐	32.20	19,513	1.15	1.78	1.85	27.9	18.1	17.4	26%	1.3	9.0	2.48	17.3	25.8
高金食品	暂无评级	9.16	1,470	0.07	0.34	0.41	130.9	26.9	22.5	13%	2.5	3.2	1.09	17.7	10.0
中国雨润	暂无评级	8.82	13,502	0.66	0.73	0.85	13.4	12.1	10.4	14%	1.1	4.0	-	20.0	-
大众食品	暂无评级	2.16	2,436	0.57	0.67	0.73	3.8	3.2	3.0	19%	0.3	0.8	2.38	3.2	11.6
三全食品	暂无评级	30.05	2,810	0.89	1.07	1.29	33.9	28.2	23.3	19%	2.1	3.3	0.00	22.2	24.4
康师傅	暂无评级	7.68	42,911	0.28	0.39	0.46	27.4	19.7	16.7	19%	1.5	6.4	1.00	15.9	20.1
均值				0.60	0.83	0.93	39.5	18.0	15.5	18%	1.5	4.4	1.39	16.1	18.4
伊利股份	中性	12.32	9,848	(0.99)	0.44	0.49	(12.4)	28.2	24.9	177%	-2.7	2.3	0.00	15.7	(0.5)
光明乳业	暂无评级	6.30	6,564	(0.29)	0.11	0.11	(21.9)	58.6	58.6	14%	2.2	3.1	1.75	11.2	9.0
三元股份	暂无评级	7.21	4,578	0.06	0.10	0.14	112.3	71.9	51.5	60%	3.5	5.6	0.00	56.6	2.8
蒙牛	暂无评级	9.61	15,011	(0.38)	0.34	0.53	(25.3)	28.3	18.1	-7%	-2.1	5.0	0.49	8.4	23.1
圣元国际	暂无评级	56.72	3,063	4.98	(10.19)	10.73	11.4	(5.6)	5.3	50%	0.4	6.3	0.00	-	62.5
均值				(0.40)	0.25	0.32	-	46.7	38.3	61%	0.2	4.0	0.56	22.9	8.6

资料来源：Wind资讯，Bloomberg，平安证券研究所，贵州茅台、水井坊、五粮液、双汇发展、光明乳业08年EPS为实际值。

五、 行业运行数据跟踪分析

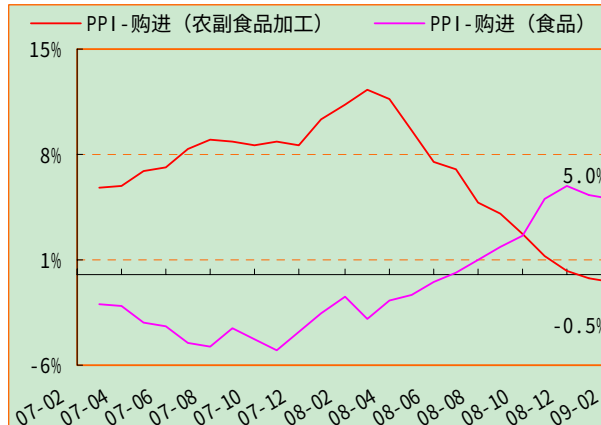
1. 行业价格观察—食品零售渠道价格压力加大

图表 15 前 2 月食品终端价格压力明显加大



资料来源：WIND资讯

图表 16 农副产品价格指数回落利好食品制造



资料来源：WIND资讯

前2月食品零售渠道价格压力继续增加。进入09年，食品RPI与食品制造PPI之差幅度继续扩大，2月份降至负的4.8%，表明渠道的盈利空间正迅速变小，上游企业出厂价面临调整压力。饮料RPI与饮料制造PPI之差前2个月继续回升至1.1%，当期饮料零售渠道盈利空间有所上升。

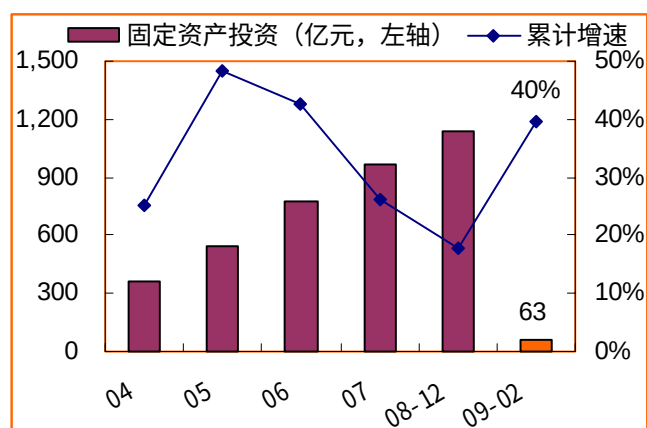
农副产品购进价格指数下降继续利好食品制造业。09年2月份农副产品购进价格指数降至97.75，比食品制造PPI指数102.77低5个百分点。从这个角度来看，食品制造部门的盈利空间仍在持续改善。同时，农副食品加工业PPI回落后已略低于农副产品购进价格指数，盈利空间有所缩窄。

零售渠道盈利压力必将向食品制造业传导。上游农副产品价格在09年继续回落，与此同时，与之相比，零售终端的价格压力在前2个月向上游传导的速度明显要慢，显然，这将直接提升食品制造企业盈利能力。随着RPI与PPI之差持续扩大，食品零售渠道盈利能力正持续恶化，我们有理由相信，其向上游传导的动机正不断增强。我们仍认为，食品制造企业盈利能力提升的情况是难以持久的，RPI的压力必将向PPI传导。我们坚持此前观点，即市场竞争状况将决定食品制造企业盈利能力提升的时间和幅度。在竞争激烈的产品市场上，上游农副产品价格下降带来的好处将迅速向终端消费者传导；在竞争相对缓和的产品市场上，企业定价能力更强，也更可能在长时段内享受上游农副产品价格下降的好处。我们建议关注产品定价权较强的企业，如双汇。

2. 固定资产投资观察——前 2 个月食品投资增速回升至 40%

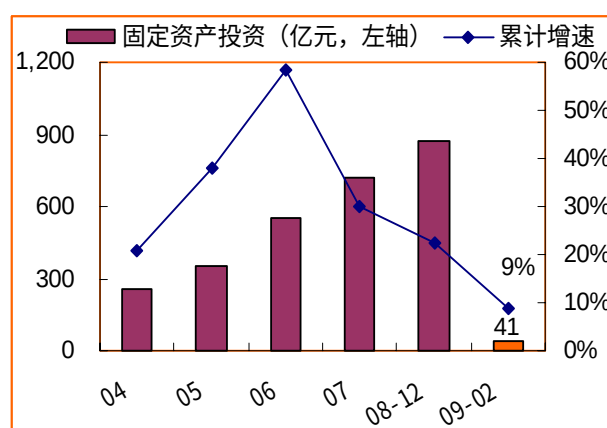
09年前2个月，食品制造固定资产投资增速冲高至40%，饮料制造固定资产投资增速则回落至9%。在08年同期增长33%的基础上，食品制造投资增速仍达到了40%，表明企业看好未来盈利。饮料制造业的投资增速则降到了9%，是06年以来首次低于2位数，可能表明企业对未来盈利前景看淡。

图表 17 1—2 月食品制造固定资产投资增速回升



资料来源：WIND资讯

图表 18 1—2 月饮料业固定资产投资增速回落



资料来源：WIND资讯

3. 09 年 1—2 月子行业效益和产量数据跟踪分析

总结1—2月食品饮料子行业规模以上企业财务数据，几点值得关注：

- 1—2月绝大多数子行业营收增速同比出现大幅度下降，但除糖外，其余行业营收同比均有正增长，增速超过10%的子行业有饲料加工、畜禽屠宰、肉制品及副产品加工、速冻食品、白酒和啤酒。
- 当期液体乳制品的产量、毛利率和税前利润率同比均大幅上升，表明乳品行业复苏速度远快于市场此前预期。
- 从毛利率和税前利润率判断，当期盈利能力明显提升的有速冻食品和白酒，盈利能力恶化明显的有制糖、啤酒、黄酒、果菜汁及饮料。

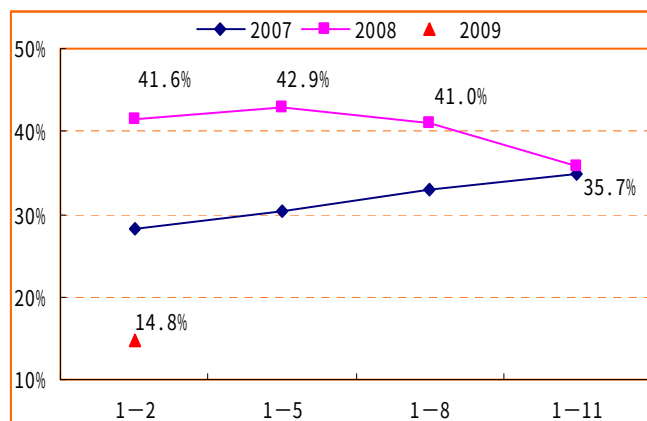
图表 19 1—2 月食品饮料部分子行业规模以上企业财务表现小结

	增速环比变化（当期值－上期值）			增速同比变化（当年累计－上年同期）		
	营收	毛利率	税前利润率	营收	毛利率	税前利润率
农副食品加工	-7.0%	-0.2%	1.0%	-26.8%	-0.5%	-1.0%
饲料加工	-8.4%	3.4%	0.4%	-30.7%	1.6%	-0.2%
制糖业	-28.3%	-0.4%	-4.2%	-41.5%	-10.2%	-12.8%
畜禽屠宰	-19.6%	-3.6%	-0.8%	-28.4%	0.5%	-0.3%
肉制品及副产品加工	0.6%	-2.9%	0.4%	-22.1%	0.9%	0.1%
水产品	-11.3%	2.2%	0.5%	-11.9%	2.5%	0.1%
食品制造	-9.1%	3.2%	2.2%	-19.4%	1.7%	0.4%
速冻食品制造	-19.1%	1.2%	0.4%	-16.8%	2.2%	1.7%
液体乳及乳制品	2.4%	5.8%	10.5%	-26.5%	5.8%	3.3%
饮料制造	-5.0%	0.7%	2.1%	-10.4%	-2.7%	-0.3%
白酒制造	0.5%	4.4%	2.1%	-9.1%	2.9%	1.1%
啤酒制造	-5.7%	-3.3%	-2.0%	-1.5%	-2.2%	-1.7%
黄酒制造	-16.9%	8.0%	3.8%	-14.7%	-2.4%	-2.6%
葡萄酒制造	-30.7%	4.8%	2.5%	-33.6%	-7.2%	-0.6%
果菜汁及饮料	-14.2%	-22.5%	1.0%	-20.2%	-26.9%	-2.6%

资料来源：WIND资讯，平安证券

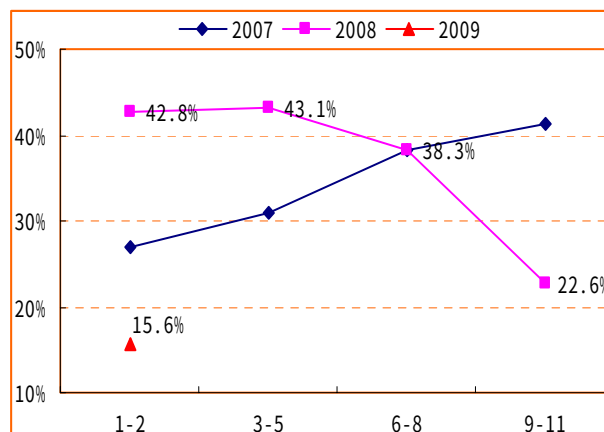
3.1 农副食品加工——1-2月税前利润率环比升1%至3.9%

图表 20 1-2 月营收增速同比降 26.8%至 14.8%



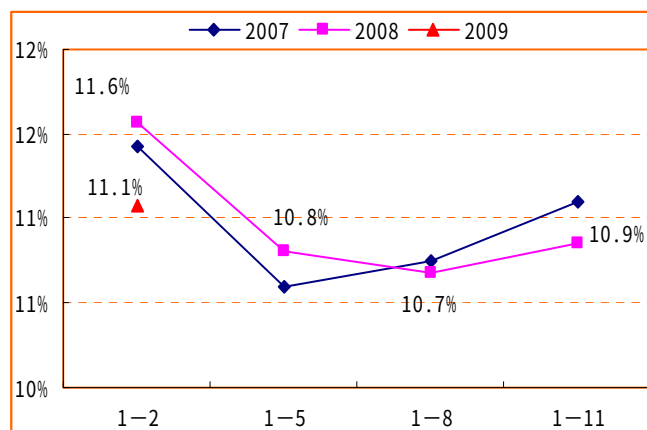
资料来源：WIND资讯

图表 21 1-2 月营收增速环比降 7%至 15.6%



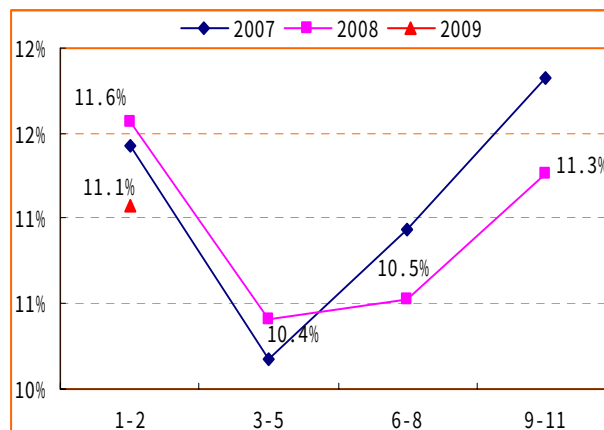
资料来源：WIND资讯

图表 22 1-2 月毛利率同比降 0.5%至 11.1%



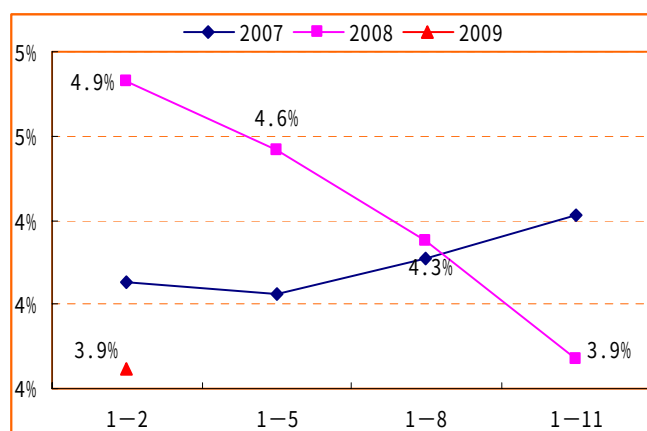
资料来源：WIND资讯

图表 23 1-2 月毛利率环比降 0.2%至 11.1%



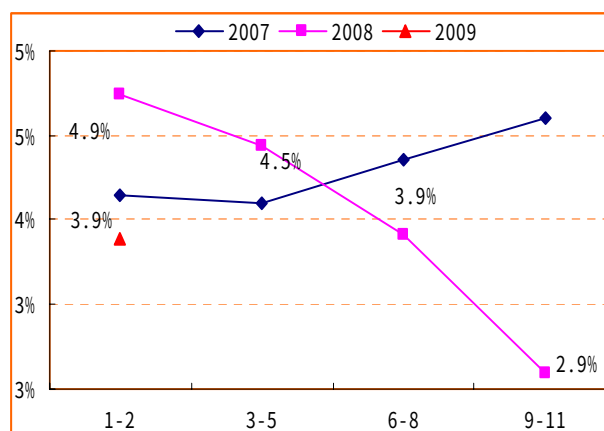
资料来源：WIND资讯

图表 24 1-2 月税前利润率同比降 1%至 3.9%



资料来源：WIND资讯

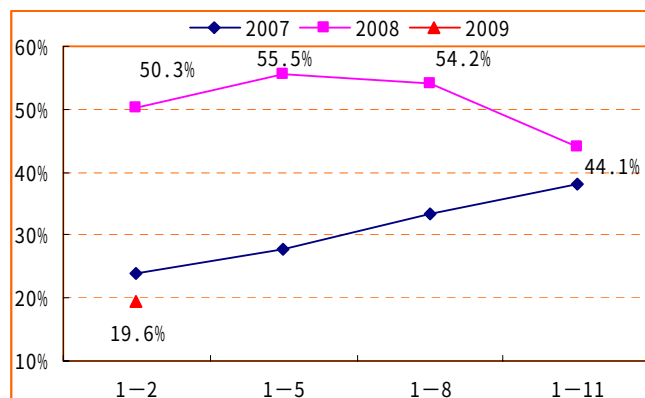
图表 25 1-2 月税前利润率环比升 1%至 3.9%



资料来源：WIND资讯

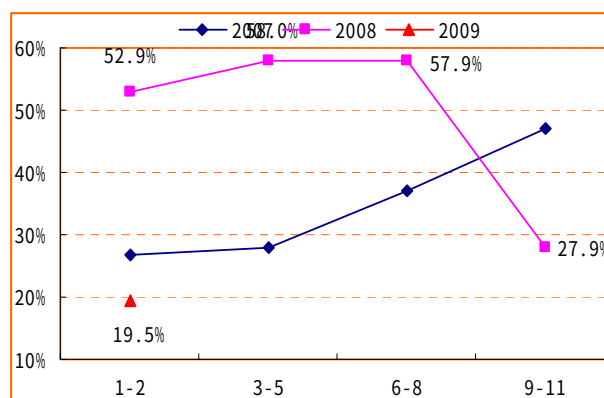
3.1.1. 饲料加工业——1-2月毛利率同比升1.6%至12.2%

图表 26 1-2月营收增速同比降30.7%至19.6%



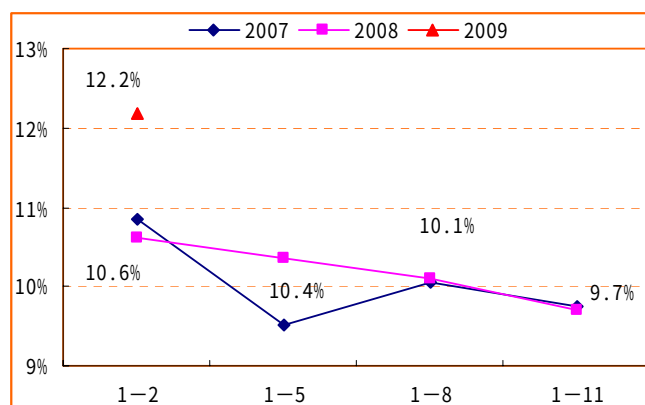
资料来源：WIND资讯

图表 27 1-2月营收增速环比降8.4%至19.5%



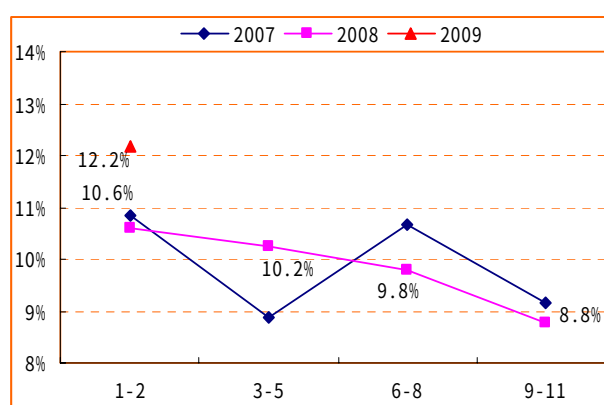
资料来源：WIND资讯

图表 28 1-2月毛利率同比升1.6%至12.2%



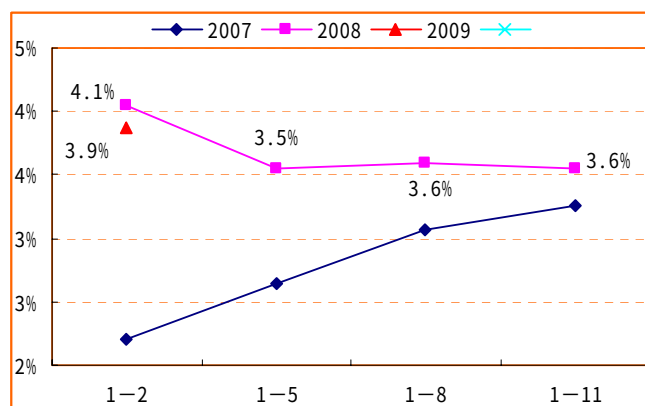
资料来源：WIND资讯

图表 29 1-2月毛利率环比升3.4%至12.2%



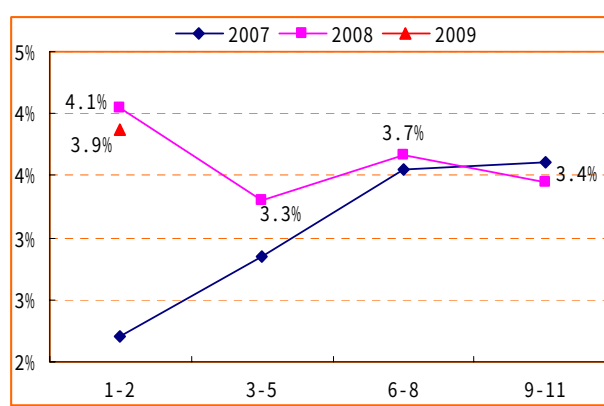
资料来源：WIND资讯

图表 30 1-2月税前利润率同比降0.2%至3.9%



资料来源：WIND资讯

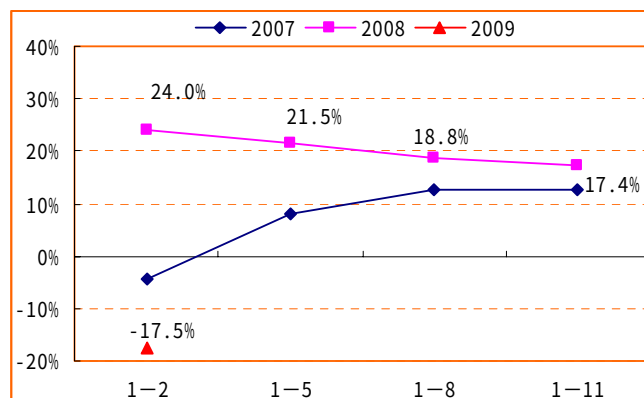
图表 31 1-2月税前利润率环比升0.5%至3.9%



资料来源：WIND资讯

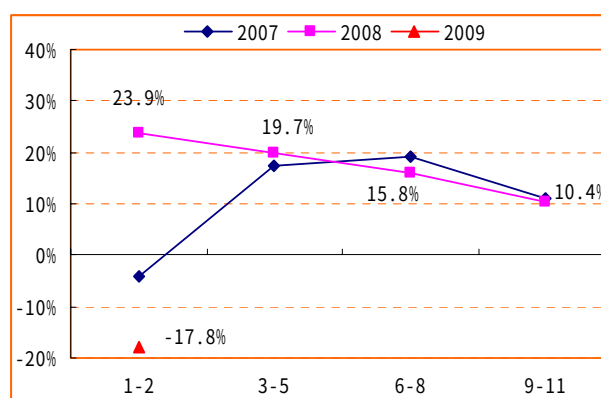
3.1.2. 制糖业——1-2月产量同比增长19.7%

图表 32 1-2月营收增速同比降41.5%至-17.5%



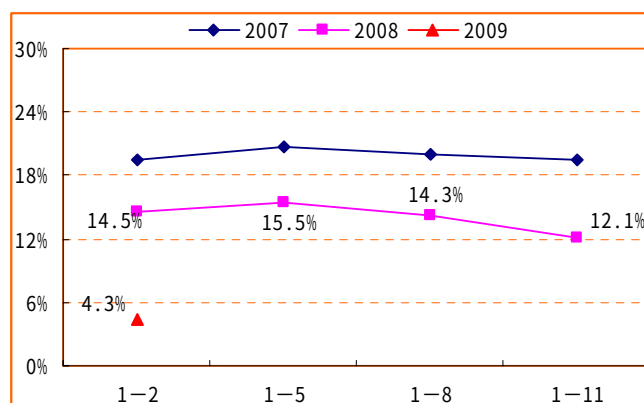
资料来源：WIND资讯

图表 33 1-2月营收增速环比降28.2%至-17.8%



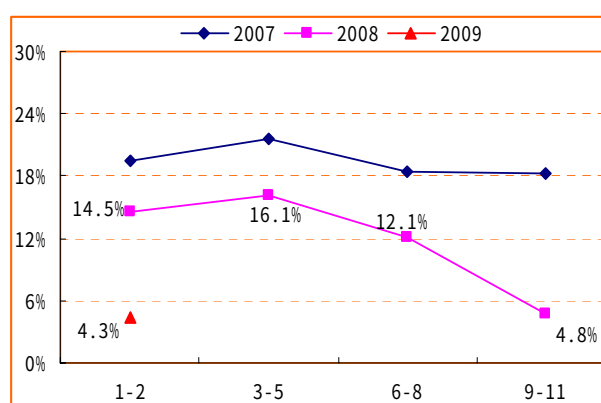
资料来源：WIND资讯

图表 34 1-2月毛利率同比降10.2%至4.3%



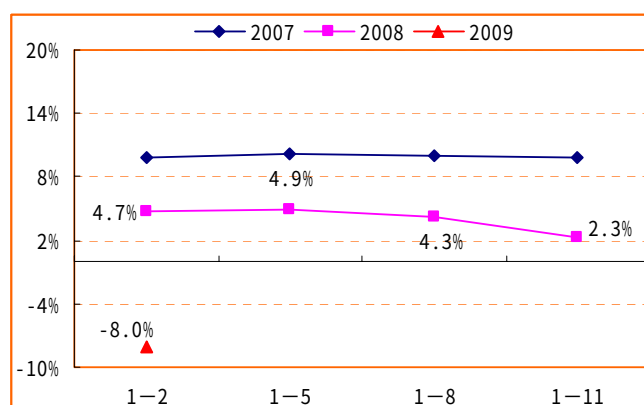
资料来源：WIND资讯

图表 35 1-2月毛利率环比降0.5%至4.3%



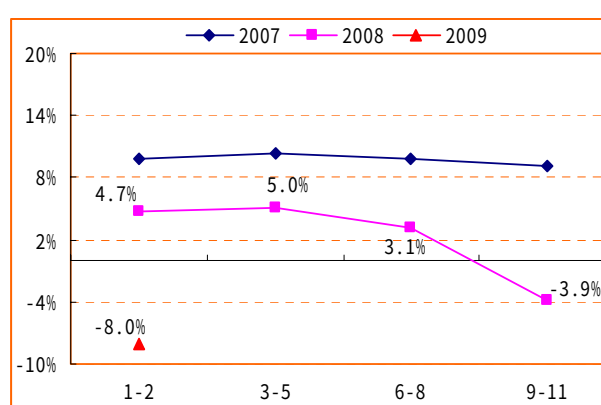
资料来源：WIND资讯

图表 36 1-2月税前利润率同比降12.7%至-8%



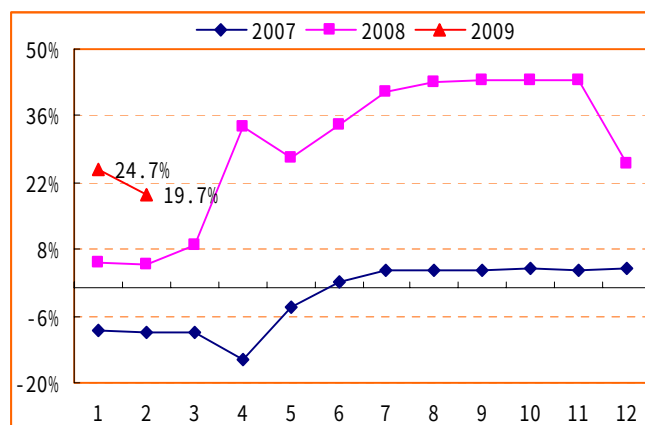
资料来源：WIND资讯

图表 37 1-2月税前利润率环比降4.1%至-3.9%



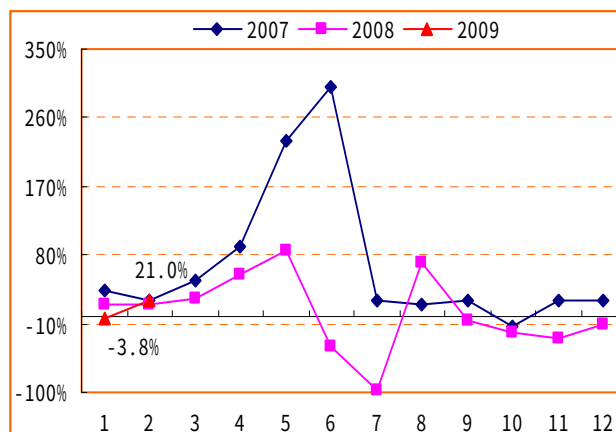
资料来源：WIND资讯

图表 38 1-2月产量同比增19.7%



资料来源：WIND资讯

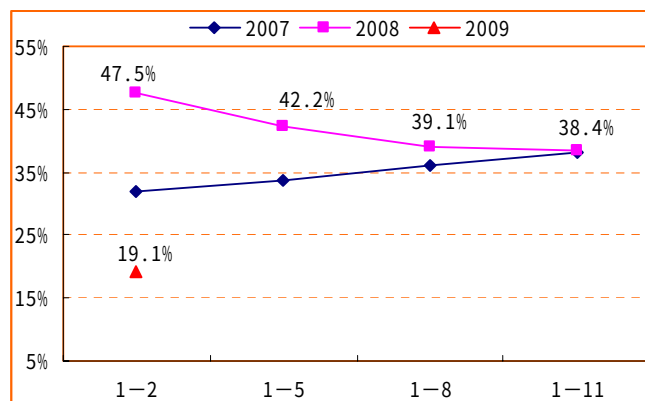
图表 39 2月产量同比增21%



资料来源：WIND资讯

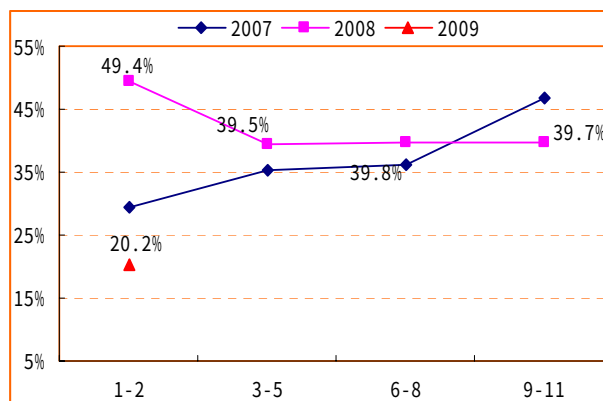
3.1.3. 禽畜屠宰——1-2月毛利率同比升0.4%至10%

图表 40 1-2月营收增速同比降27.6%至19.1%



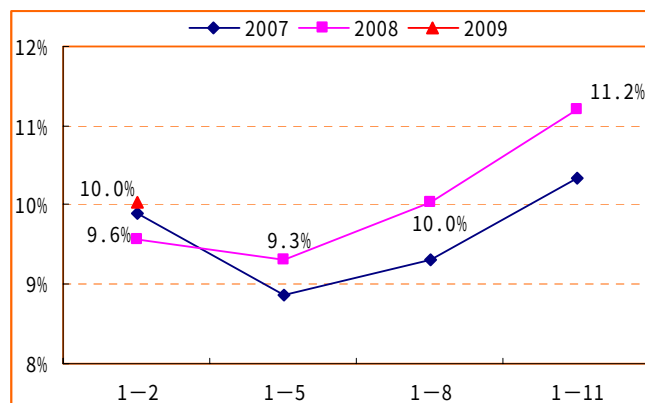
资料来源：WIND资讯

图表 41 1-2月营收增速环比降19.5%至20.2%



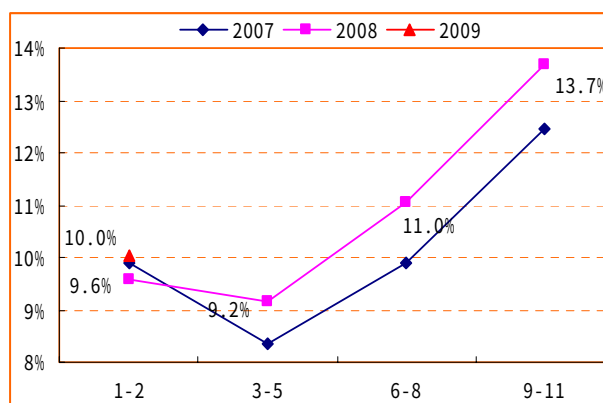
资料来源：WIND资讯

图表 42 1-2月毛利率同比升0.4%至10%



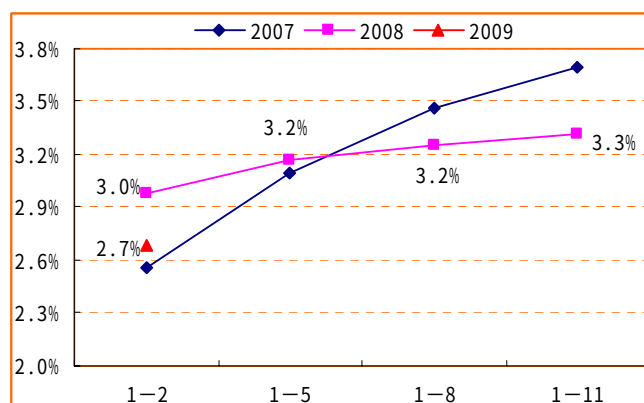
资料来源：WIND资讯

图表 43 1-2月毛利率环比降3.7%至10%



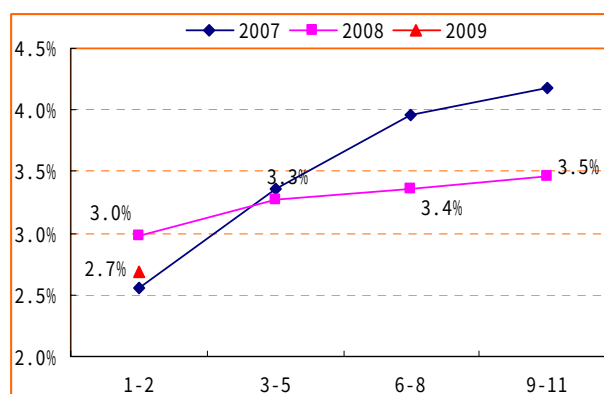
资料来源：WIND资讯

图表 44 1-2月税前利润率同比降0.3%至2.7%



资料来源：WIND资讯

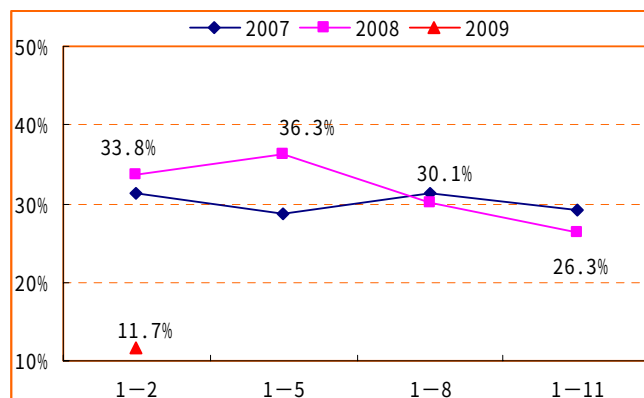
图表 45 1-2月税前利润率环比降0.8至2.7%



资料来源：WIND资讯

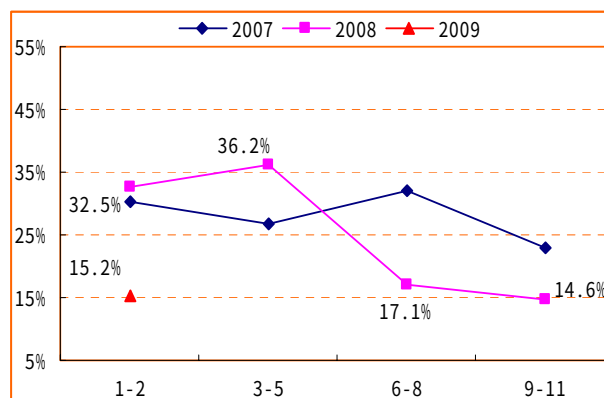
3.1.4. 肉制品及副产品加工——1-2月税前利润率同比升0.1%至4.3%

图表 46 1-2月营收增速同比降14.6%至11.7%



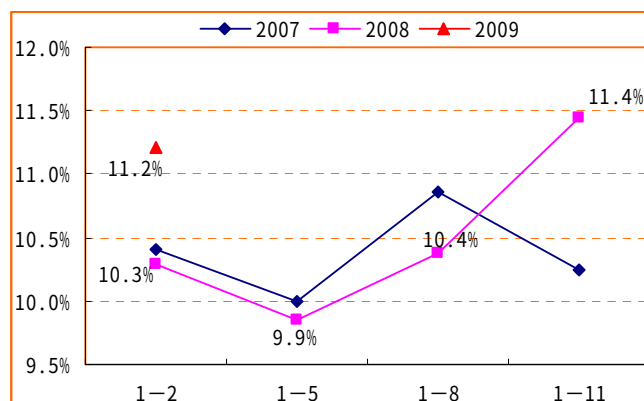
资料来源：WIND资讯

图表 47 1-2月营收增速环比升0.6%至15.2%



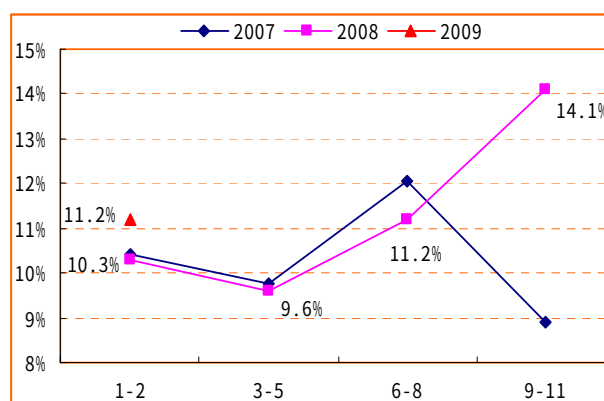
资料来源：WIND资讯

图表 48 1-2月毛利率同比升0.9%至11.2%



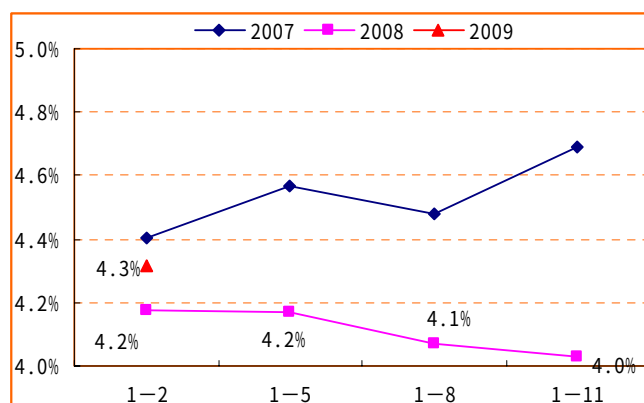
资料来源：WIND资讯

图表 49 1-2月毛利率环比降1.9%至11.2%



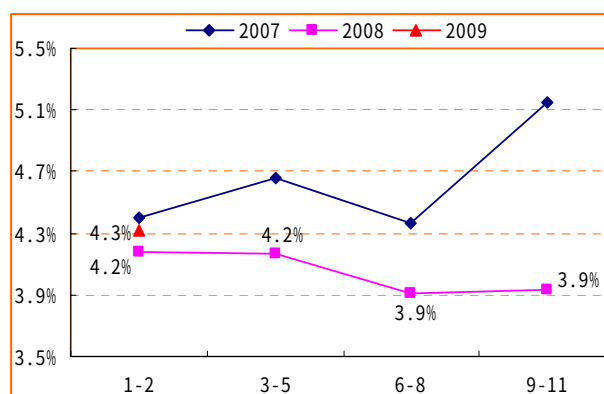
资料来源：WIND资讯

图表 50 1-2月税前利润率同比升0.1%至4.3%



资料来源：WIND资讯

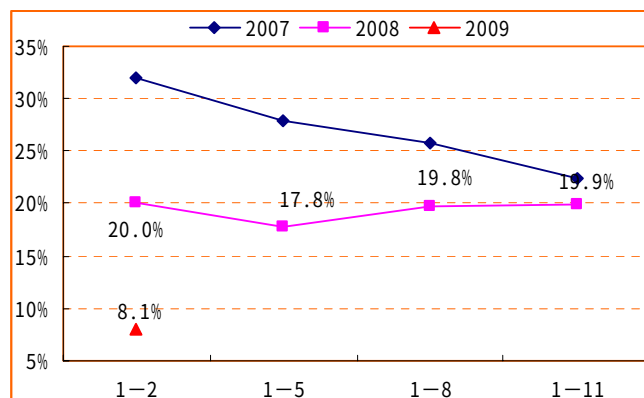
图表 51 1-2月税前利润率环比升0.4%至4.3%



资料来源：WIND资讯

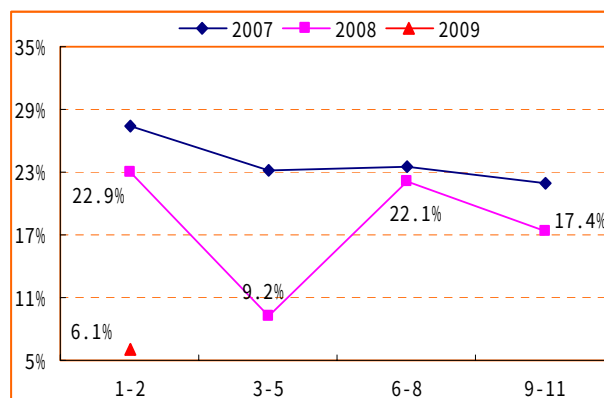
3.1.5. 水产品——1-2月毛利率同比升2.5%升14.1%

图表 52 1-2月营收增速同比降11.9%至8.1%



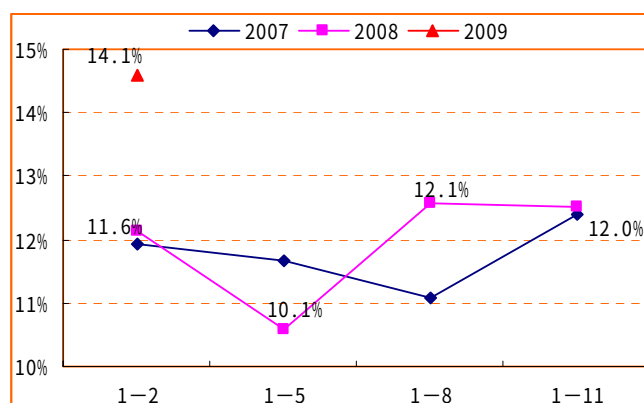
资料来源：WIND资讯

图表 53 1-2月营收增速环比降11.3%至6.1%



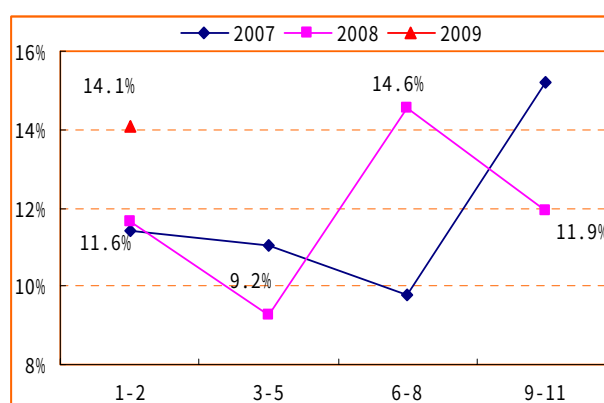
资料来源：WIND资讯

图表 54 1-2月毛利率同比升2.5%至14.1%



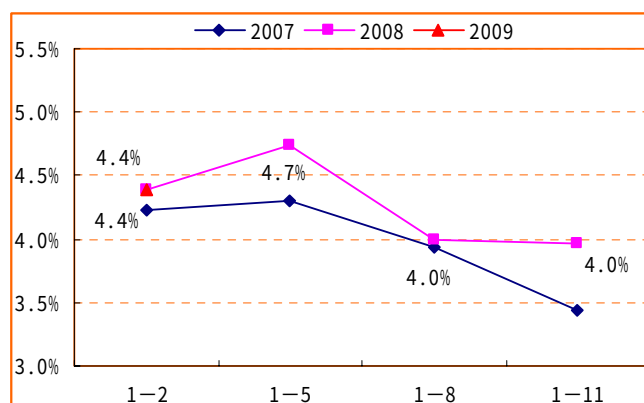
资料来源：WIND资讯

图表 55 1-2月毛利率环比升2.2%至14.1%



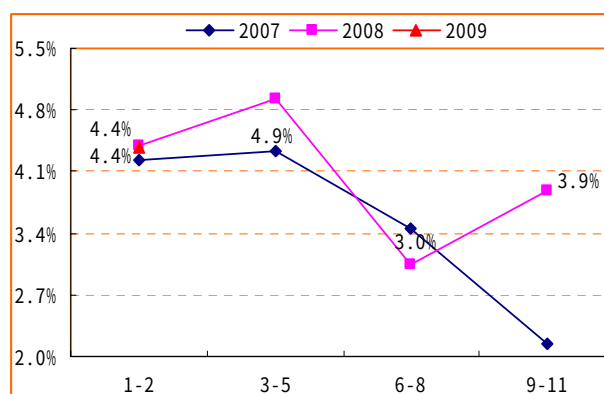
资料来源：WIND资讯

图表 56 1—2月税前利润率同比持平为4.4%



资料来源：WIND资讯

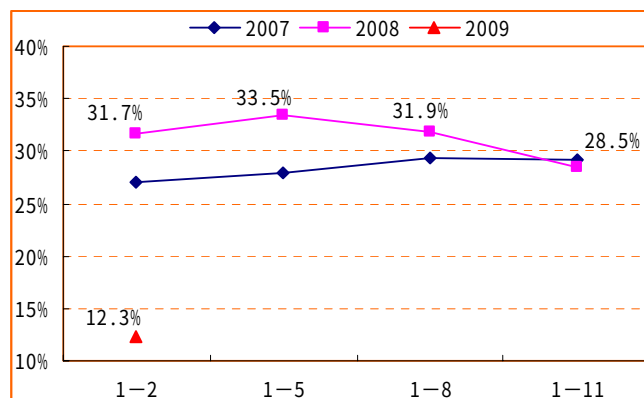
图表 57 1—2月税前利润率环比升0.5%至4.4%



资料来源：WIND资讯

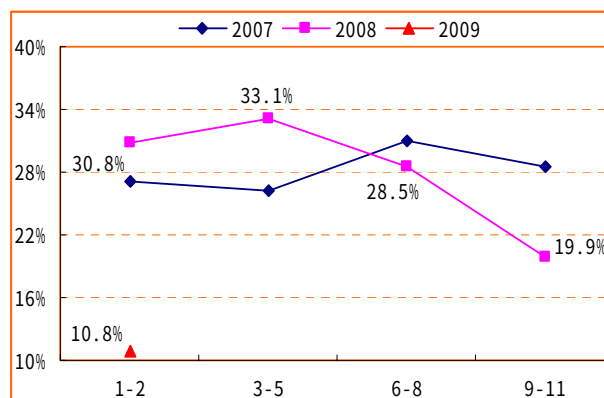
3.2 食品制造——1—2月税前利润率环比升2.2%至7%

图表 58 1—2月营收增速同比降19.4%至12.3%



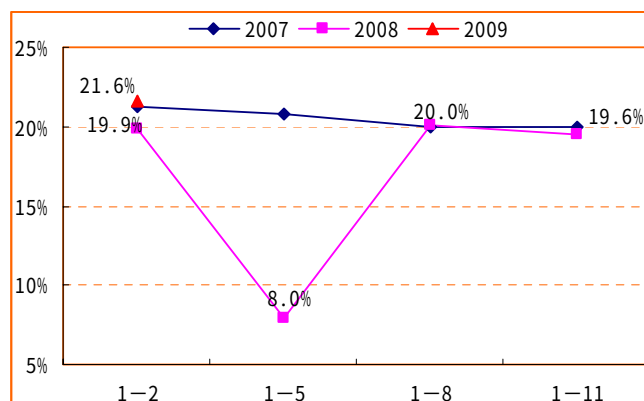
资料来源：WIND资讯

图表 59 1—2月营收增速环比降9.1%至10.8%



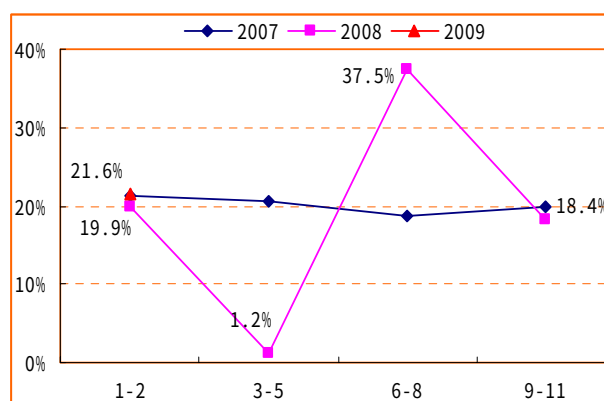
资料来源：WIND资讯

图表 60 1—2月毛利率同比升1.7%至21.6%



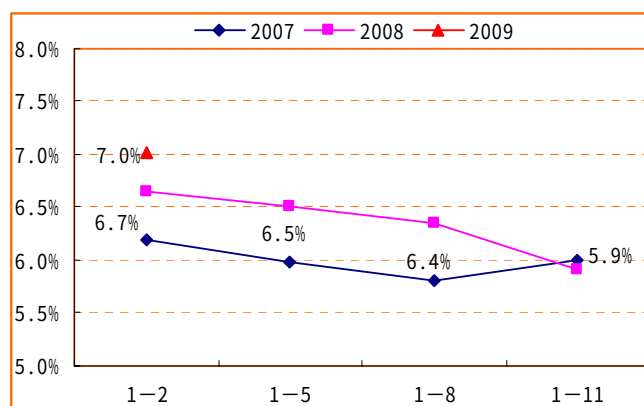
资料来源：WIND资讯

图表 61 1—2月毛利率环比升3.2%至21.6%



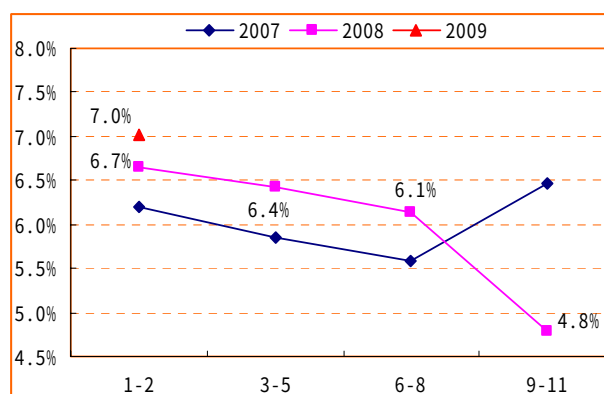
资料来源：WIND资讯

图表 62 1-2月税前利润率同比升0.3%至7%



资料来源：WIND资讯

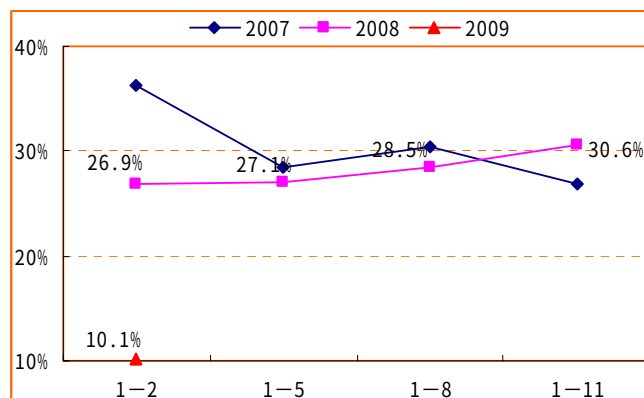
图表 63 1-2月税前利润率环比升2.2%至7%



资料来源：WIND资讯

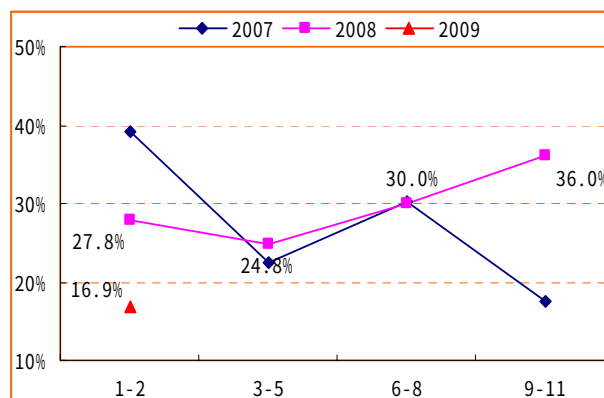
3.2.1. 速冻食品——1-2月税前利润率环比升1.7%至5.2%

图表 64 1-2月营收增速同比降16.8至10.1%



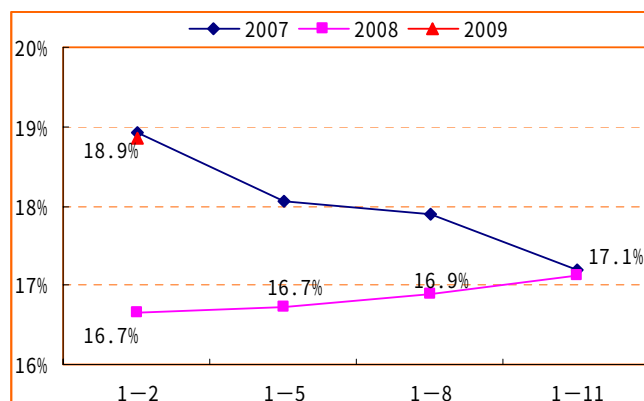
资料来源：WIND资讯

图表 65 1-2月营收增速环比降19.1%至16.9%



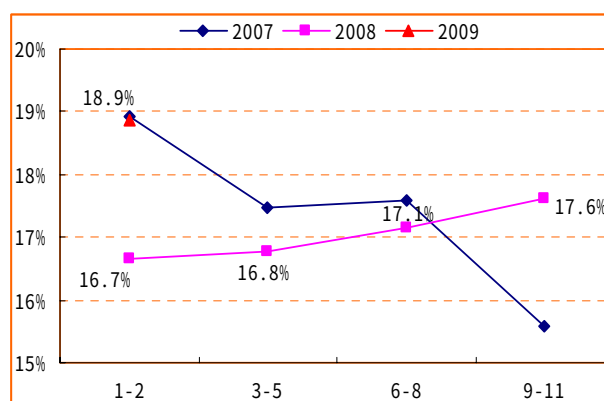
资料来源：WIND资讯

图表 66 1-2月毛利率同比升2.2%至18.9%



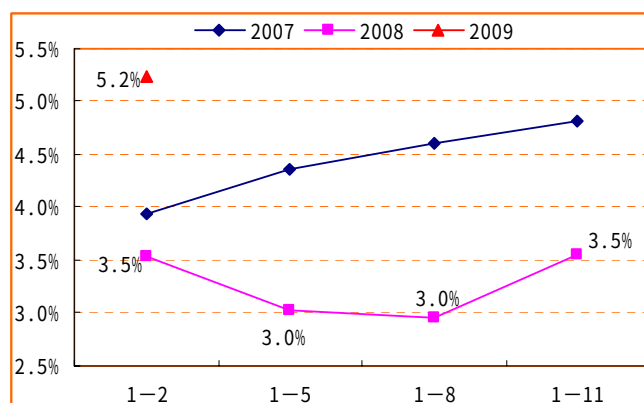
资料来源：WIND资讯

图表 67 1-2月毛利率环比升1.3%至18.9%



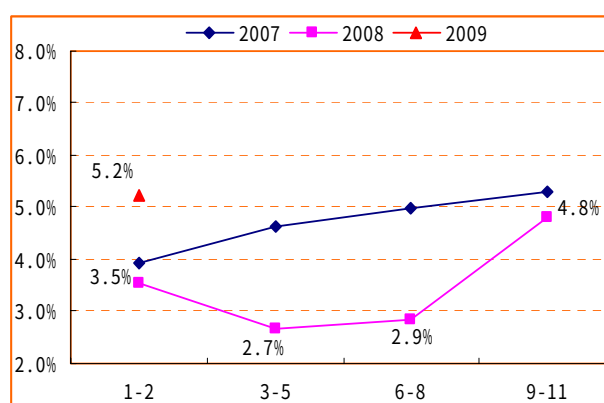
资料来源：WIND资讯

图表 68 1-2月税前利润率同比升1.7%至5.2%



资料来源：WIND资讯

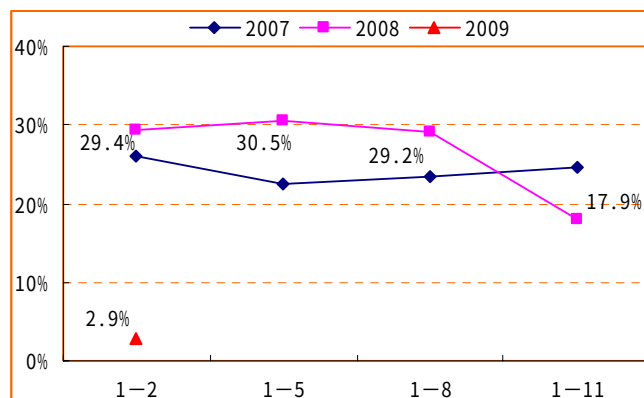
图表 69 1-2月税前利润率环比升0.4%至5.2%



资料来源：WIND资讯

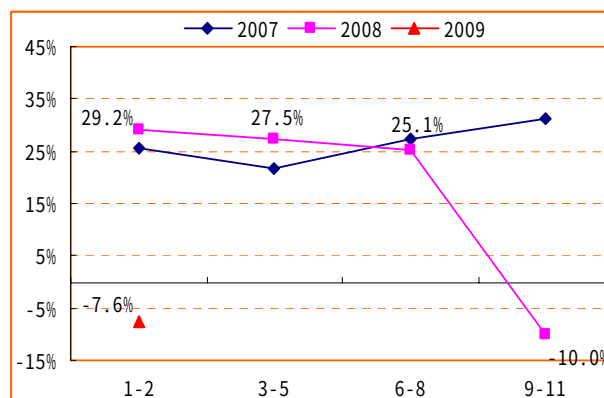
3.2.2. 液体乳及乳制品——1-2月税前利润率同比升3.3%至6.9%

图表 70 1-2月营收增速同比降26.5%至2.9%



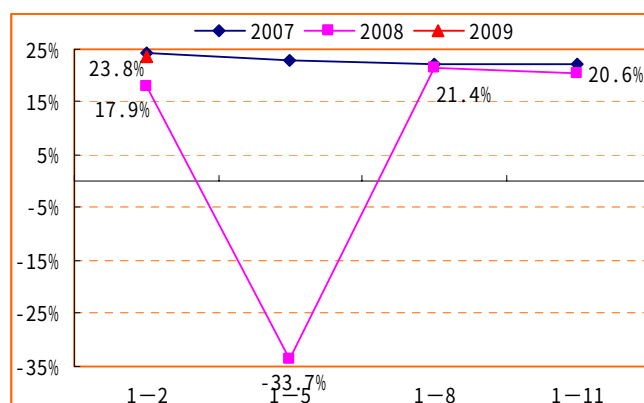
资料来源：WIND资讯

图表 71 1-2月营收增速环比升2.4至-7.6%



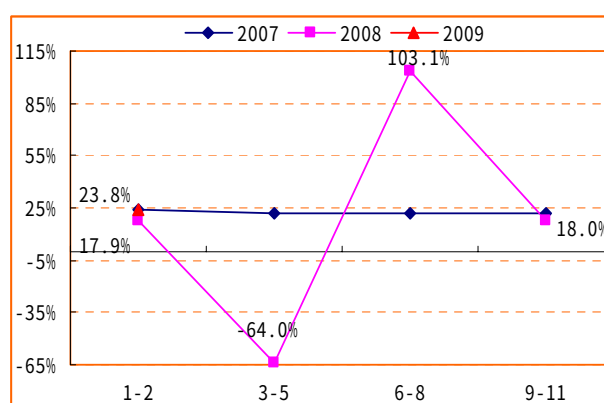
资料来源：WIND资讯

图表 72 1-2月毛利率同比升5.9%至23.8%



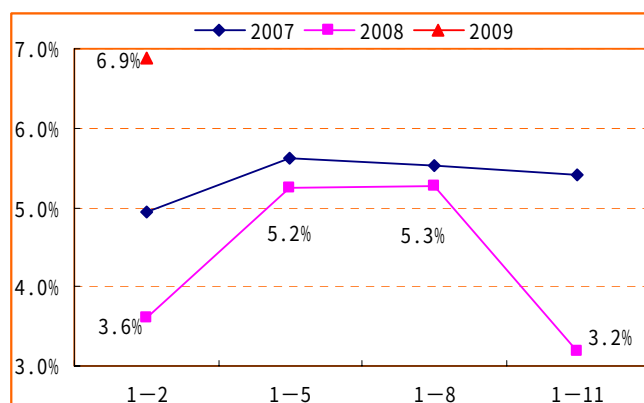
资料来源：WIND资讯

图表 73 1-2月毛利率环比升5.8%至23.8%



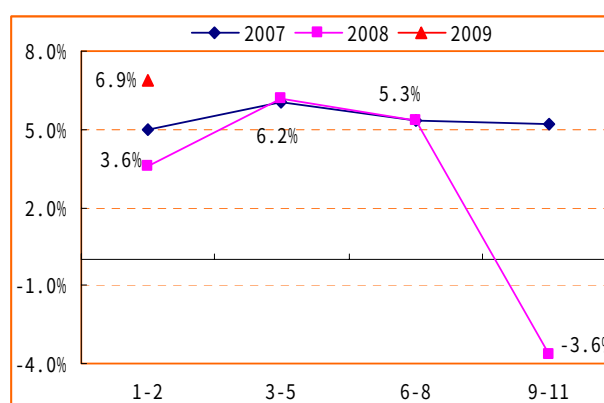
资料来源：WIND资讯

图表 74 1-2月税前利润率同比升3.3%至6.9%



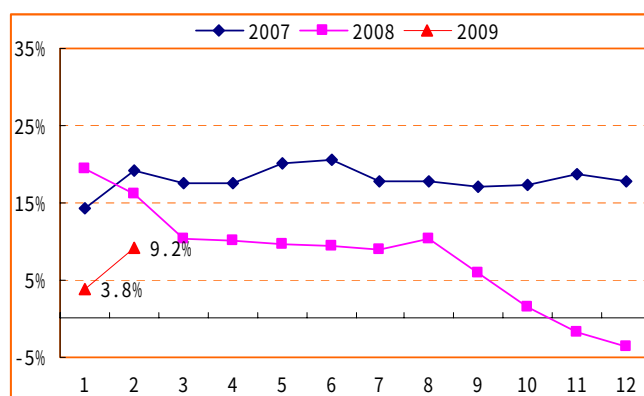
资料来源：WIND资讯

图表 75 1-2月税前利润率环比升11.5%至6.9%



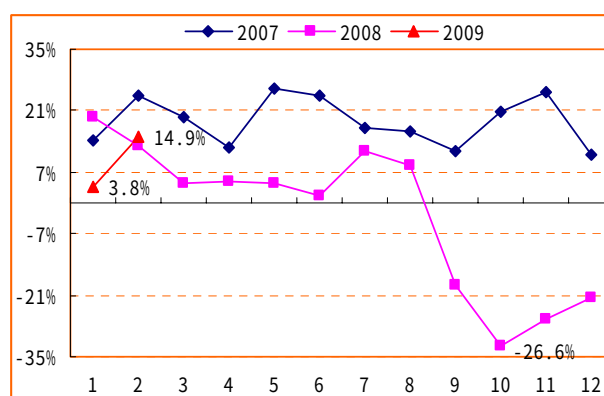
资料来源：WIND资讯

图表 76 1-2月产量同比增9.2%



资料来源：WIND资讯

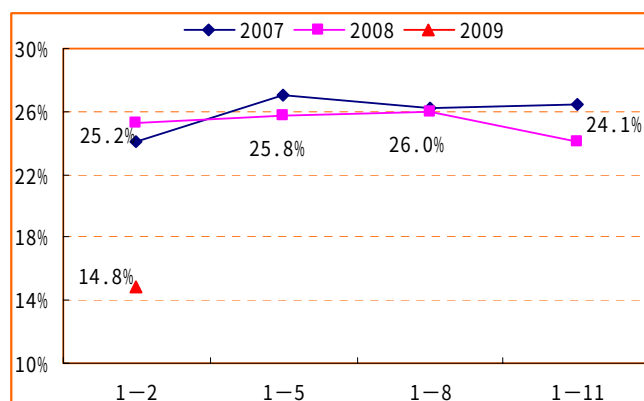
图表 77 2月产量增速环比升11.1%至14.9%



资料来源：WIND资讯

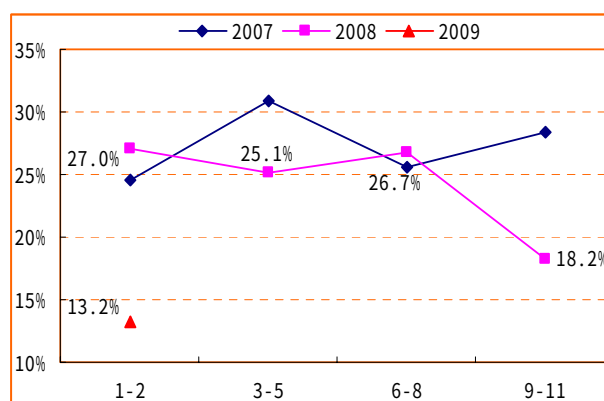
3.3 饮料制造——1-2月营收增速同比降10.4%至14.8%

图表 78 1-2月营收增速同比降10.4%至14.8%



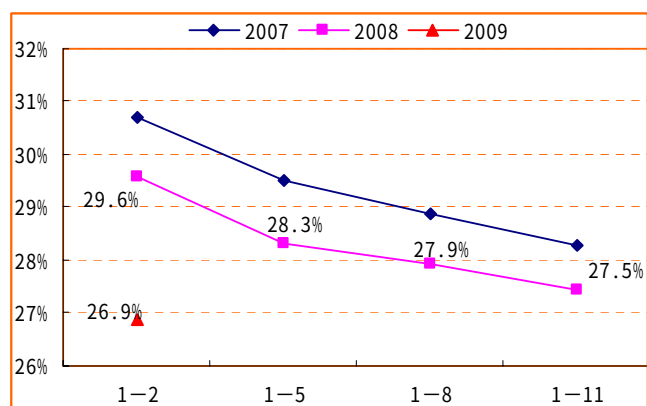
资料来源：WIND资讯

图表 79 1-2月营收增速环比降5%至13.2%



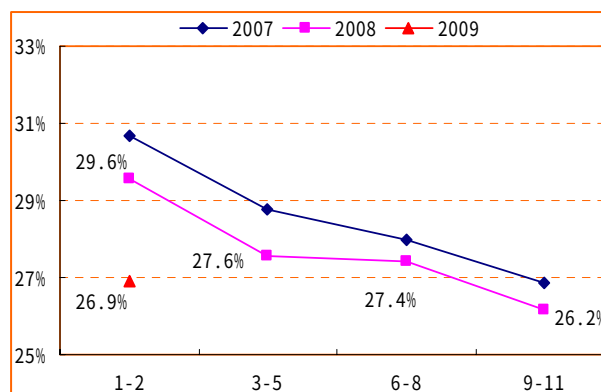
资料来源：WIND资讯

图表 80 1-2月毛利率同比降2.7%至26.9%



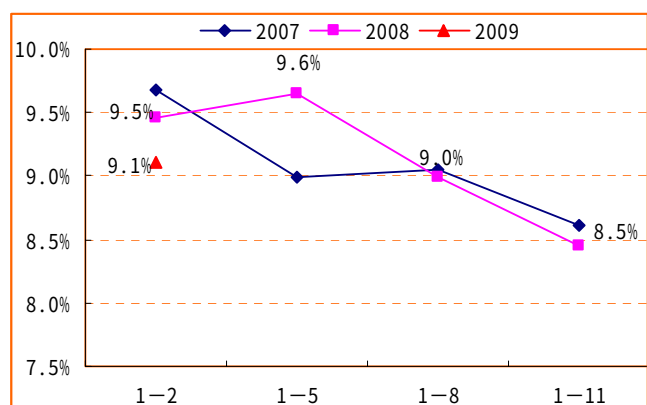
资料来源：WIND资讯

图表 81 1-2月毛利率环比升0.7%至26.9%



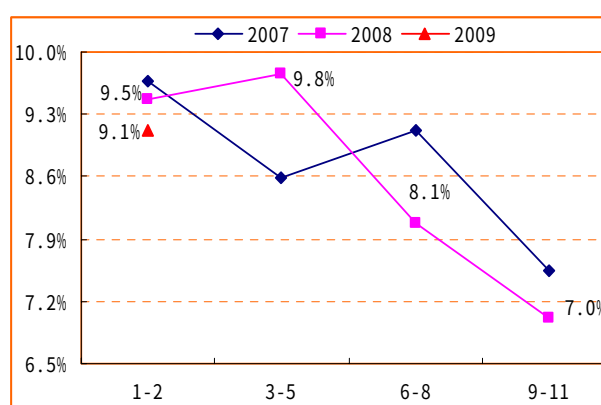
资料来源：WIND资讯

图表 82 1-2月税前利润率同比降0.4%至9.1%



资料来源：WIND资讯

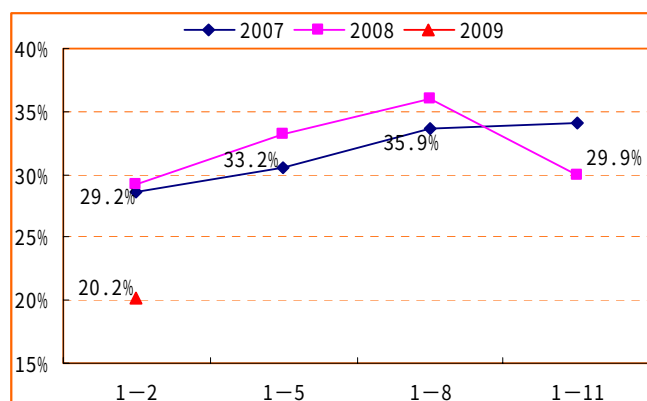
图表 83 1-2月税前利润率环比升2.1%至9.1%



资料来源：WIND资讯

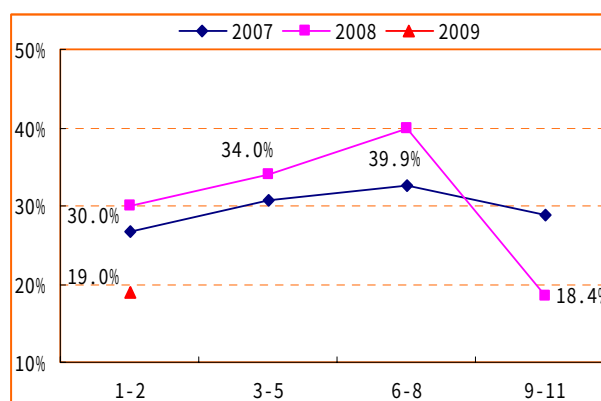
3.3.1. 白酒——1-2月毛利率同比升2.9%至38.5%

图表 84 1-2月营收增速同比降9%至20.2%



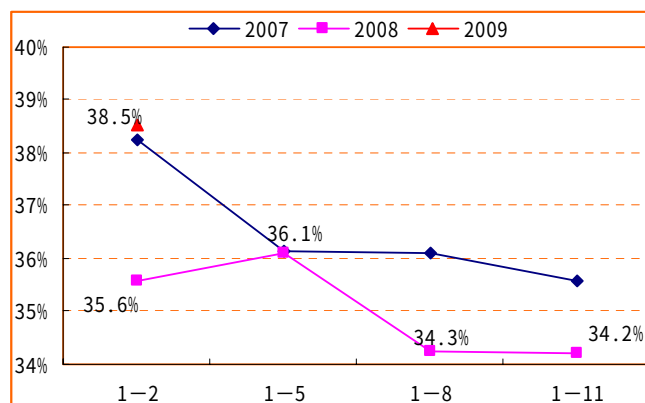
资料来源：WIND资讯

图表 85 1-2月营收增速环比升0.6%至19%



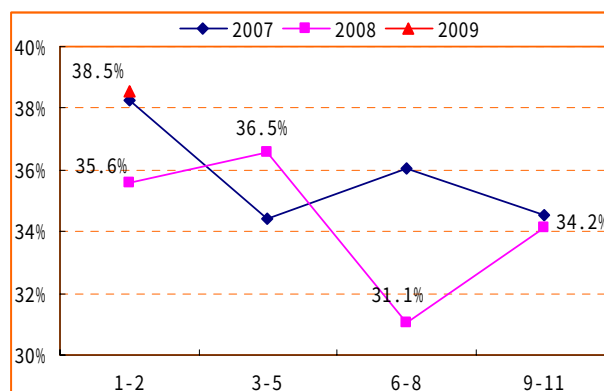
资料来源：WIND资讯

图表 86 1-2月毛利率同比升2.9%至38.5%



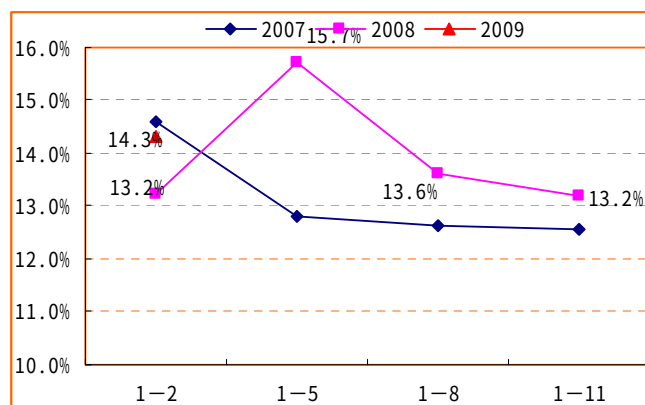
资料来源：WIND资讯

图表 87 1-2月毛利率环比升4.3%至38.5%



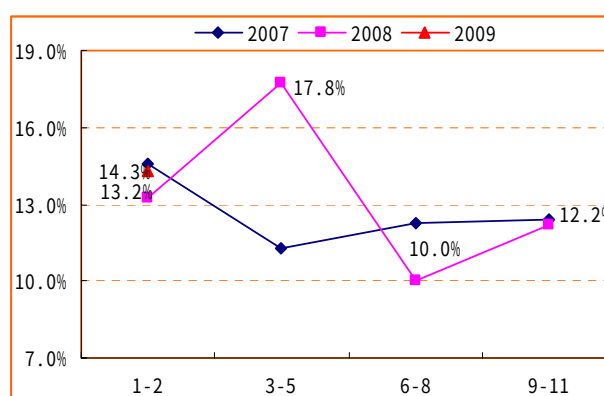
资料来源：WIND资讯

图表 88 1-2月税前利润率同比升1.1%至14.3%



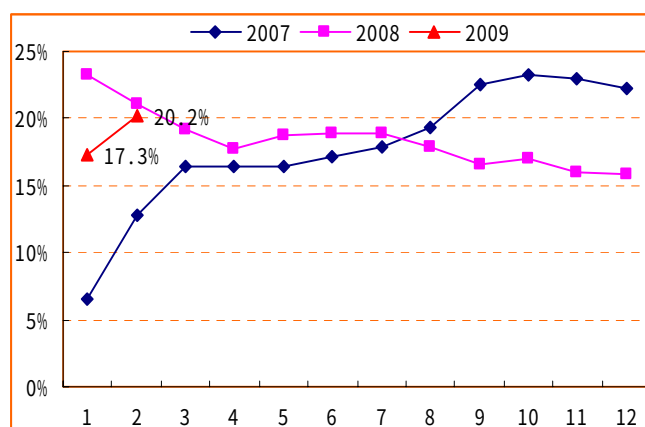
资料来源：WIND资讯

图表 89 1-2月税前利润率环比升2.1%至14.3%



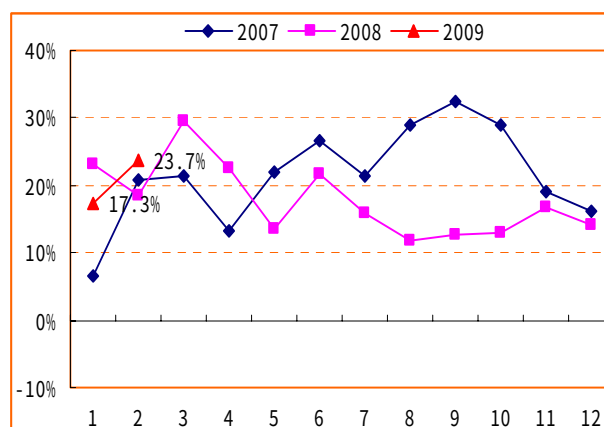
资料来源：WIND资讯

图表 90 1-2月产量同比增20.2%



资料来源：WIND资讯

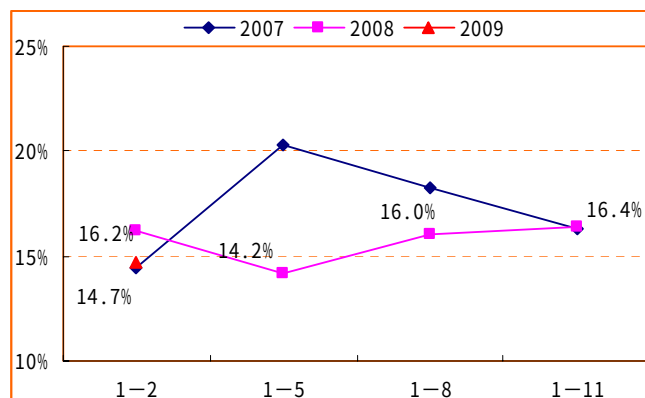
图表 91 2月产量增速环比升6.4%至23.7%



资料来源：WIND资讯

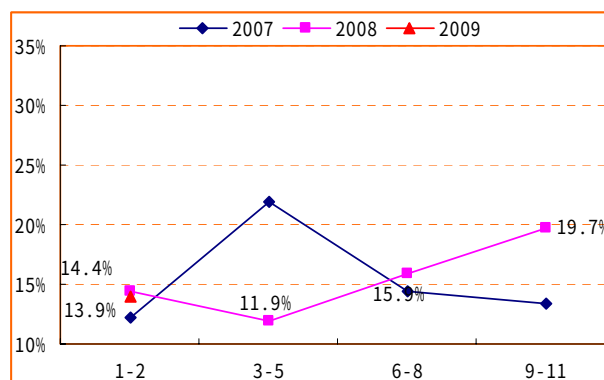
3.3.2. 啤酒——1-2月毛利率同比降2.2%至26.9%

图表 92 1-2月营收增速同比降1.5%至14.7%



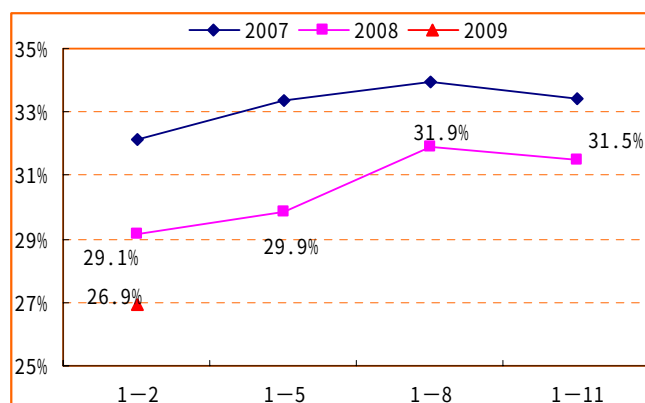
资料来源：WIND资讯

图表 93 1-2月营收增速环比降5.8%至13.9%



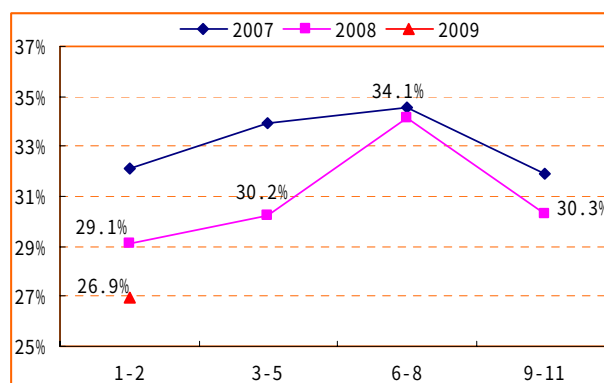
资料来源：WIND资讯

图表 94 1-2月毛利率同比降2.2%至26.9%



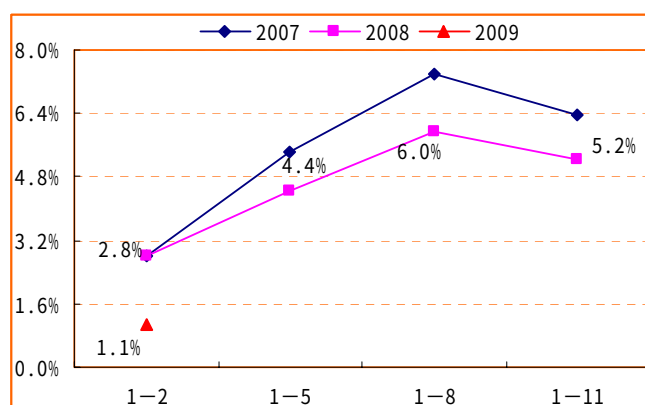
资料来源：WIND资讯

图表 95 1-2月毛利率环比降3.4%至26.9%



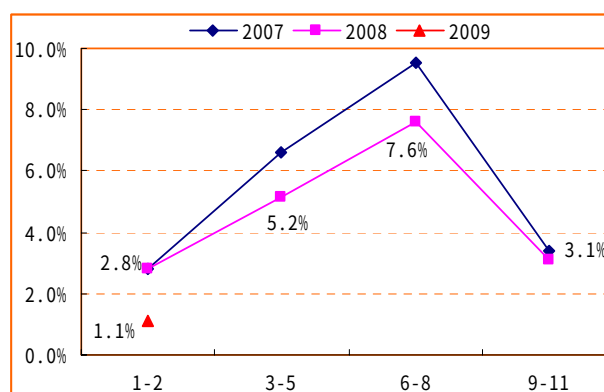
资料来源：WIND资讯

图表 96 1-2月税前利润率同比降1.7%至1.1%



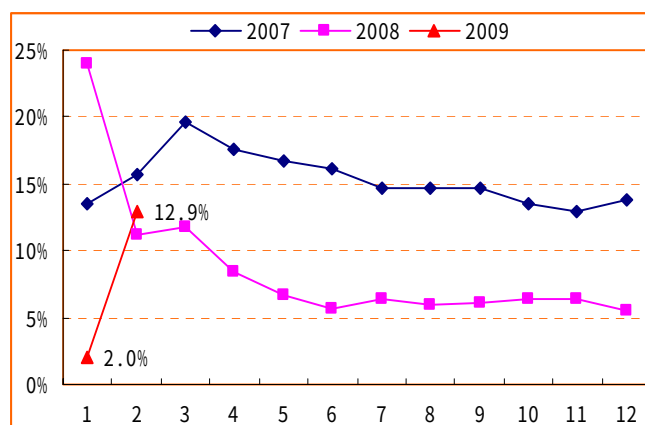
资料来源：WIND资讯

图表 97 1-2月税前利润率环比降2%至1.1%



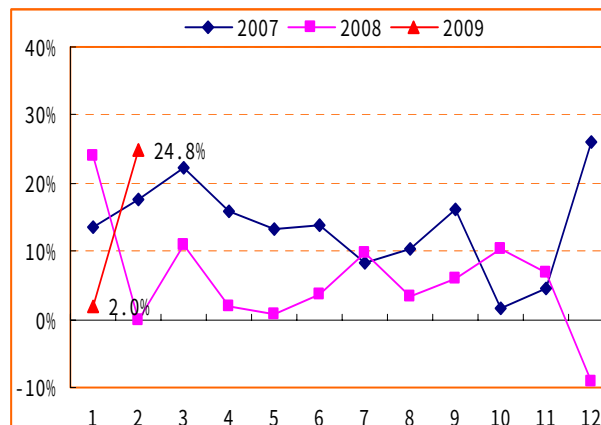
资料来源：WIND资讯

图表 98 1-2月产量同比增12.9%



资料来源：WIND资讯

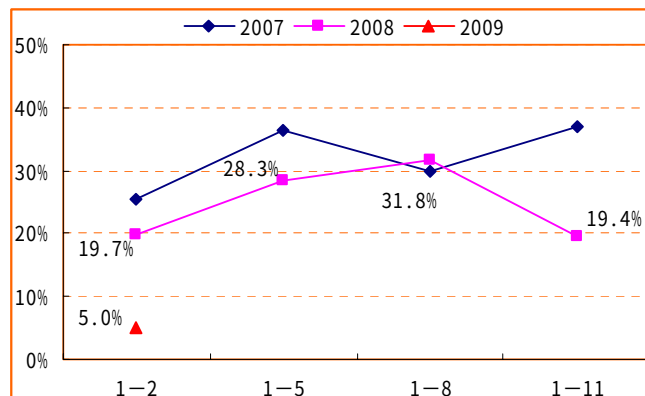
图表 99 2月产量增速环比升22.8%至24.8%



资料来源：WIND资讯

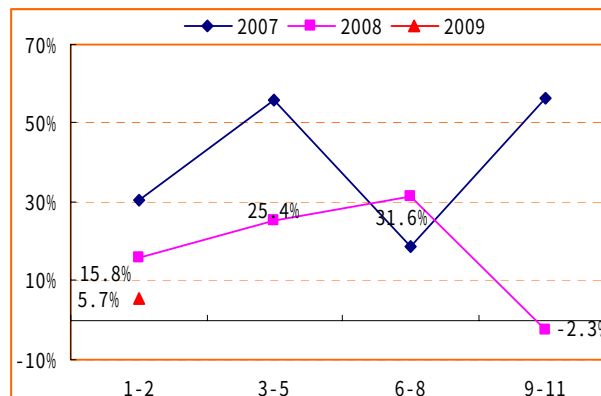
3.3.3. 黄酒——1-2月毛利率同比降2.4至30.7%

图表 100 1-2月营收增速同比降12.7至5%



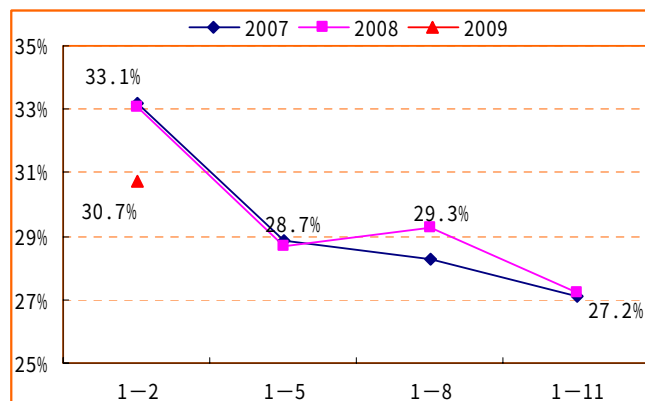
资料来源：WIND资讯

图表 101 1-2月营收增速环比升8至5.7%



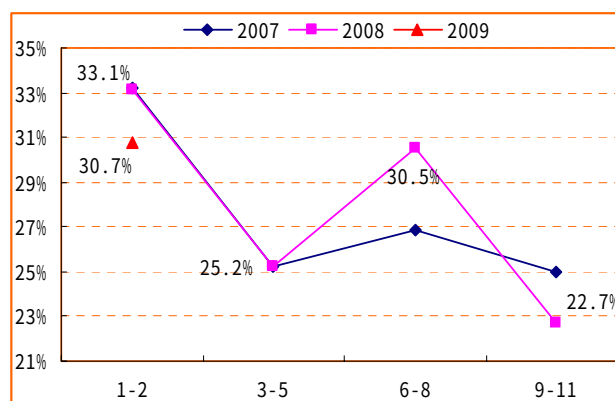
资料来源：WIND资讯

图表 102 1-2月毛利率同比降2.4至30.7%



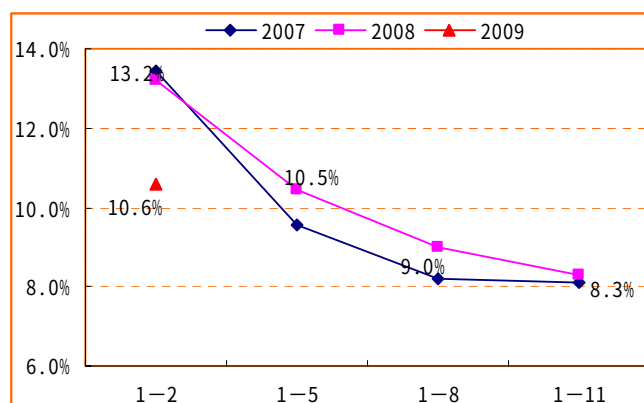
资料来源：WIND资讯

图表 103 1-2月毛利率环比升8至30.7%



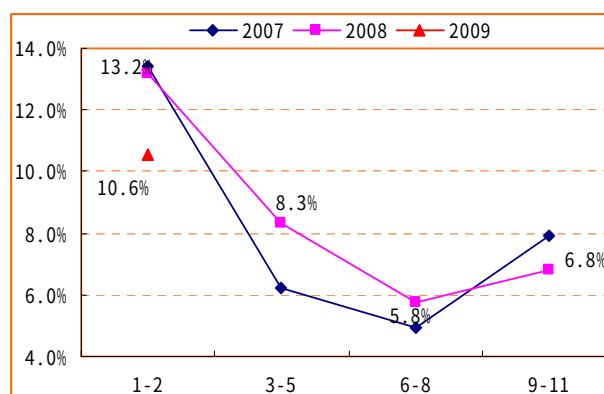
资料来源：WIND资讯

图表 104 1-2月税前利润率降2.6%至10.6%



资料来源：WIND资讯

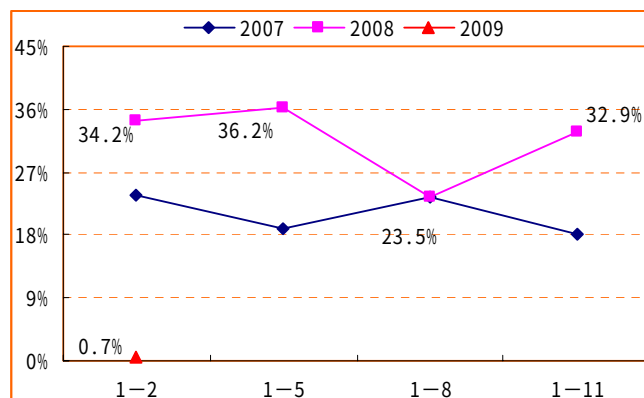
图表 105 1-2月税前利润率环比升3.8%至10.6%



资料来源：WIND资讯

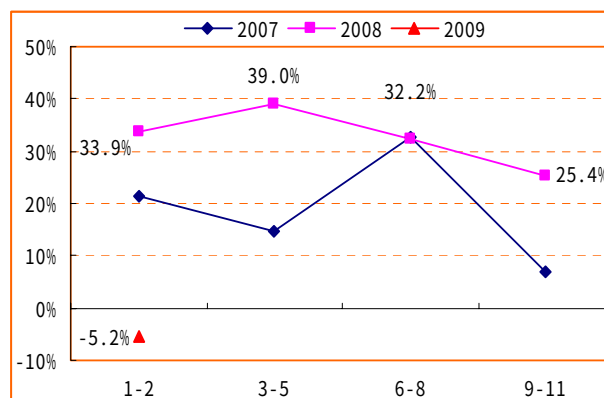
3.3.4. 葡萄酒——1-2月毛利率同比降7.3%至33.8%

图表 106 1-2月营收增速同比降33.5%至34.2%



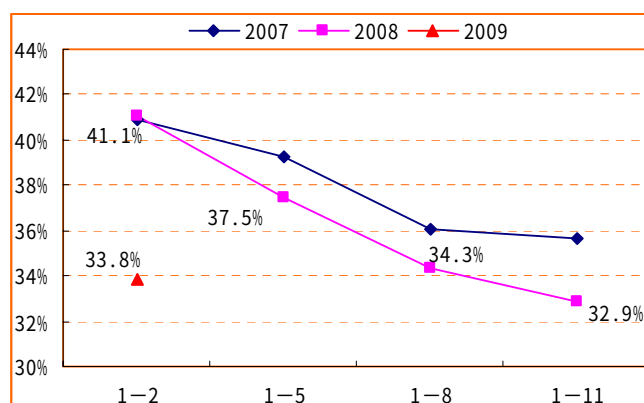
资料来源：WIND资讯

图表 107 1-2月营收增速环比降30.6%至-5.2%



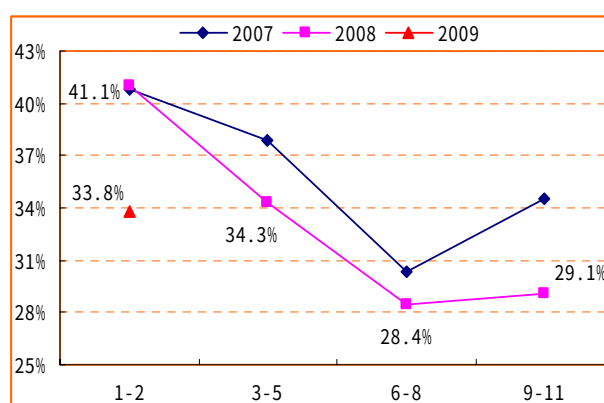
资料来源：WIND资讯

图表 108 1-2月毛利率同比降7.3%至33.8%



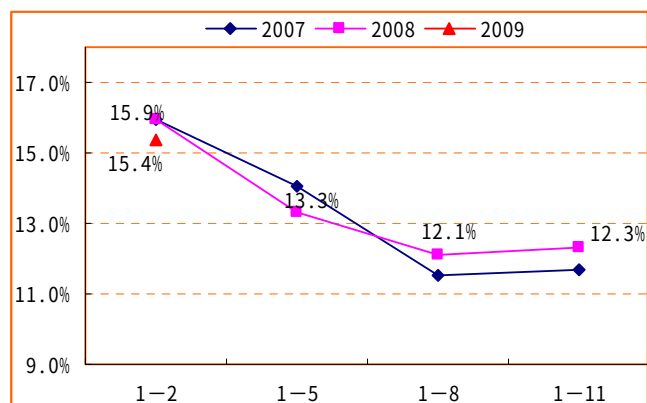
资料来源：WIND资讯

图表 109 1-2月毛利率环比升4.7%至33.8%



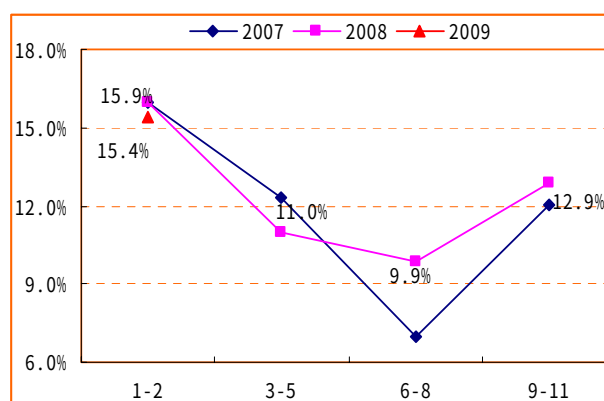
资料来源：WIND资讯

图表 110 1-2月税前利润率同比降0.5%至15.4%



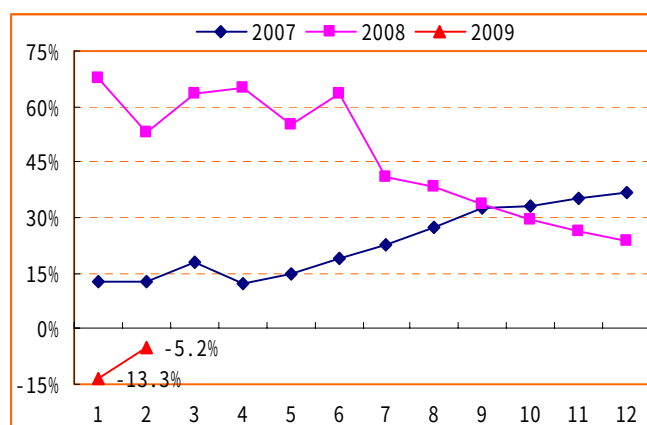
资料来源：WIND资讯

图表 111 1-2月税前利润率环比升2.5%至15.4%



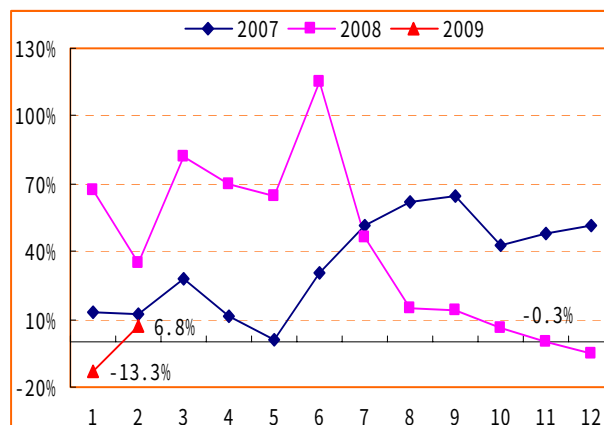
资料来源：WIND资讯

图表 112 1-2月产量同比降5.2%



资料来源：WIND资讯

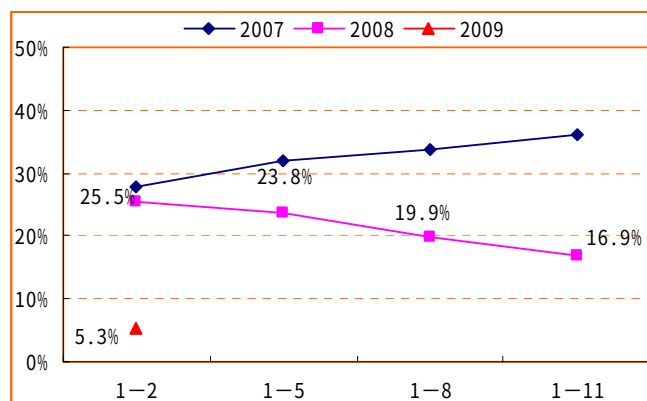
图表 113 2月产量增速环比升21.1%至6.8%



资料来源：WIND资讯

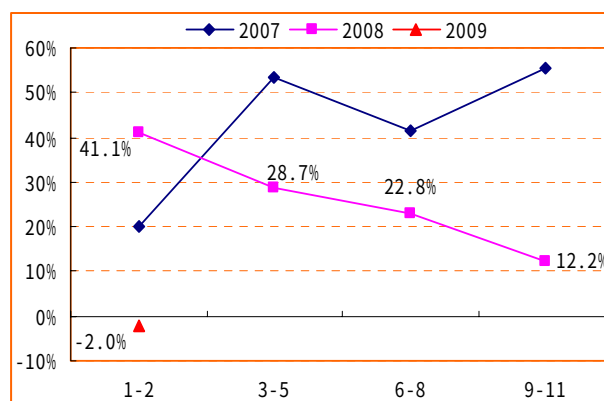
3.3.5. 果菜汁及饮料——1-2月毛利率同比降26.9%至-2.7%

图表 114 1-2月营收增速同比降20.2%至5.3%



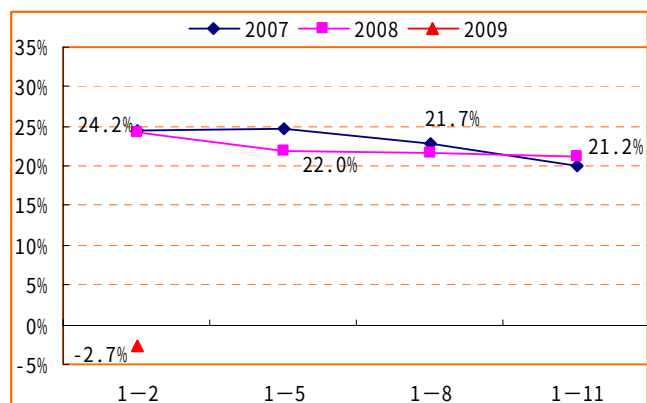
资料来源：WIND资讯

图表 115 1-2月营收增速环比降14.2%至-2%



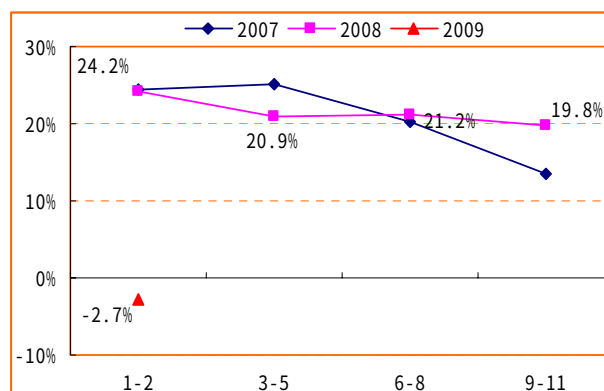
资料来源：WIND资讯

图表 116 1-2月毛利率同比降26.9%至-2.7%



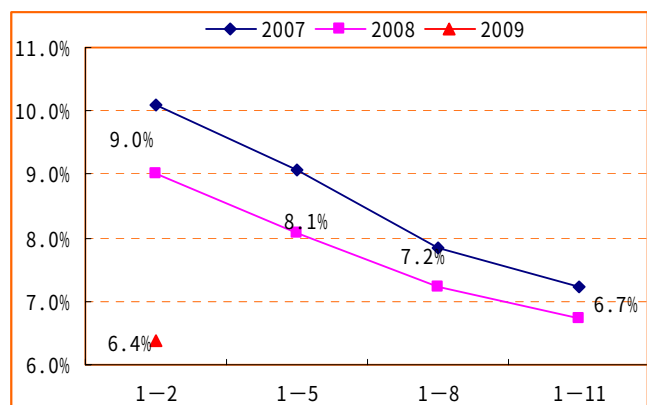
资料来源：WIND资讯

图表 117 1-2月毛利率环比降22.5%至-2.7%



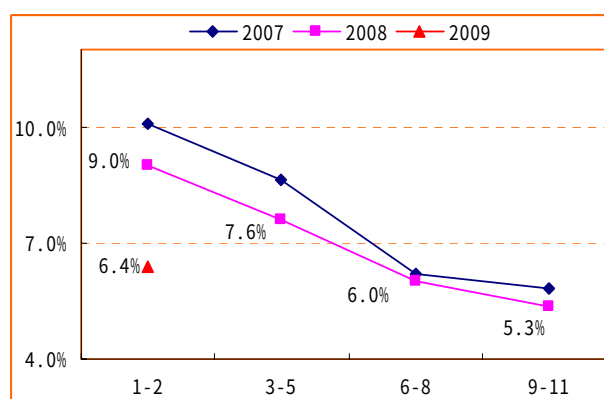
资料来源：WIND资讯

图表 118 1-2月税前利润率同比降2.6%至6.4%



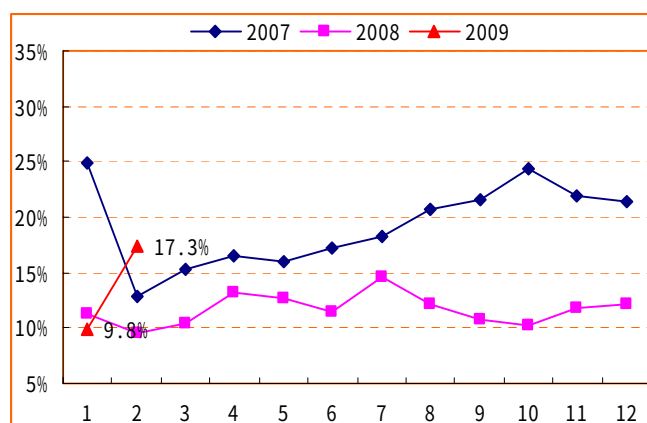
资料来源：WIND资讯

图表 119 1-2月税前利润率环比升1.1%至6.4%



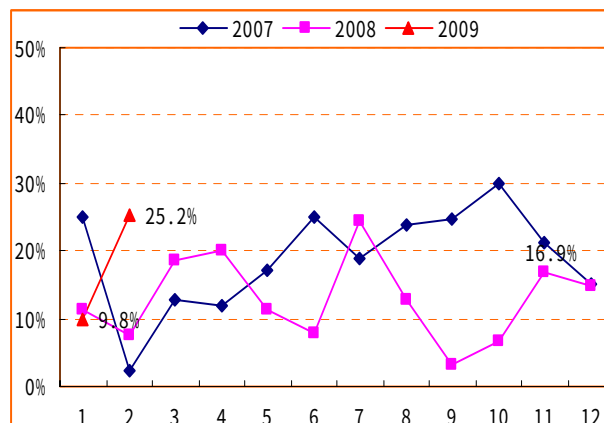
资料来源：WIND资讯

图表 120 1-2月产量同比增17.3%



资料来源：WIND资讯

图表 121 2月产量增速环比升15.4%至25.2%



资料来源：WIND资讯

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257