

2009-04-07

食品、饮料与烟草

板块跑赢大盘源于相对估值下降

◆持续跑输大盘, 相对估值降低:

食品饮料板块在本周难得有了超越大盘的表现。我们认为这不是由于基本面的变化, 而是由于补涨的要求。前期一直跑输大盘, 导致整个板块的相对估值一直下滑, 所以在本周有了较好表现。

我们分析认为这种表现的持续性不强。如果后续没有基本面的支撑, 那么这种跑赢的情况也不过是昙花一现。就目前来看, 补涨之后, 食品饮料板块仍然缺乏足够的催化因素来超越大盘。

随后一段时间, 食品饮料板块还可能有超越大盘的表现。但由于大盘的动荡, 所以对于食品饮料板块可能获得相对收益, 但未必能获得绝对收益。

◆五粮液经销商银基集团在港发行:

五粮液的经销商银基集团在香港公开招股, 超额认购 43 倍。发行 3 亿股, 每股面值 0.1 元, 发行价格为 3.45 港元/股。若扣除相关佣金、费用等, 那么公司可净得约 9.28 亿港元(假设不行使超额配股权), 或 10.76 亿港元(假设行使超额配股权)。

公司上下游较单一: 上游对对五粮液产品的依赖大, 约 95% 收入来自于对五粮液的销售; 下游对某个大客户的依赖大, 大约一半收入来自此客户。

从行业空间来看, 目前中国的烈酒市场在快速增长, 五粮液又是白酒品牌中的佼佼者。银基集团作为五粮液的经销商, 也可分享白酒行业以及五粮液的发展。这是公司发展的最大机遇。

公司 2007-2008 财年的每股收益分别为 0.37 元和 1.30 元, 静态 PE 分别为 93 倍和 26 倍。公司今后有较大盈利增长的想象空间, 但考虑到对五粮液和单一客户的过度依赖, 估值需要打个折扣, 目前的估值基本适中。但由于较高的超额认购, 所以上市初期很可能会溢价一段时间。

◆投资建议:

食品饮料板块短期来看, 相对估值仍然较低, 有继续跑赢大盘的动力。但板块可能有相对收益, 未必有绝对收益。若相对估值回升后, 板块若没有基本面的支持, 则仍然缺乏上涨动力。我们仍然建议关注稳定增长, 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。

证券 代码	公司 名称	股价	EPS(元)			投资评级
			07A	08E	09E	
600519	贵州茅台	116.57	3.00	4.03	4.77	增持
000858	五粮液	16.09	0.39	0.48	0.61	增持
000568	泸州老窖	21.15	0.89	1.06	1.30	增持
600779	水井坊	13.83	0.41	0.64	0.72	增持
600519	青岛啤酒	21.55	0.43	0.54	0.72	增持
002216	三全食品	30.81	1.02	0.84	1.39	增持
000895	双汇发展	32.00	0.93	1.15	1.43	增持
600616	金枫酒业	12.08	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。

维持

增持

分析师:

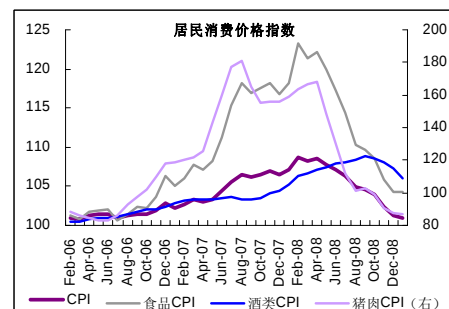
彭丹雪

021-22169126

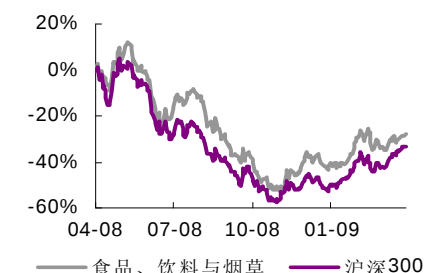
pengdx@ebcn.com

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

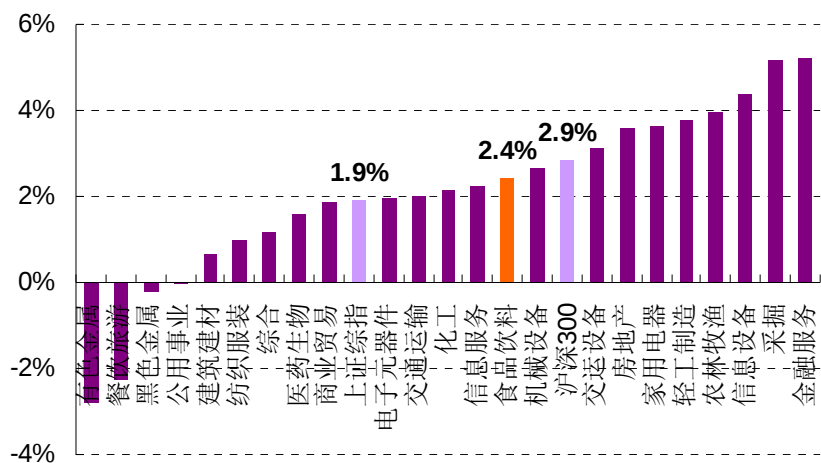


一、 本周大盘与板块走势

本周的大盘持续上涨，而且仍然是大股票的上涨幅度高于其他股票。沪深 300 涨幅为 2.9%。

食品饮料板块由于前期一直跑输大盘，在本周难得有了超越大盘的表现。我们认为这不是由于基本面的变化，而是由于补涨的要求。前期一直跑输大盘，导致整个板块的相对估值一直下滑，所以才在本周有了较好表现。但我们分析认为这种表现的持续性不强。如果后续没有基本面的支撑，那么这种跑赢的情况也不过是昙花一现。就目前来看，补涨之后，食品饮料板块仍然缺乏足够的催化因素来超越大盘。

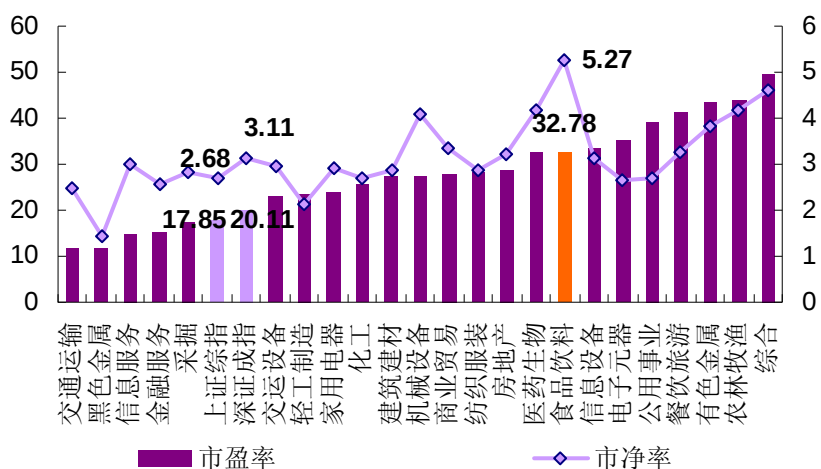
图表 1：本周各板块涨跌幅



资料来源：Wind

注：数据日期为 2009-3-30 至 2009-4-3

图表 2：各板块估值

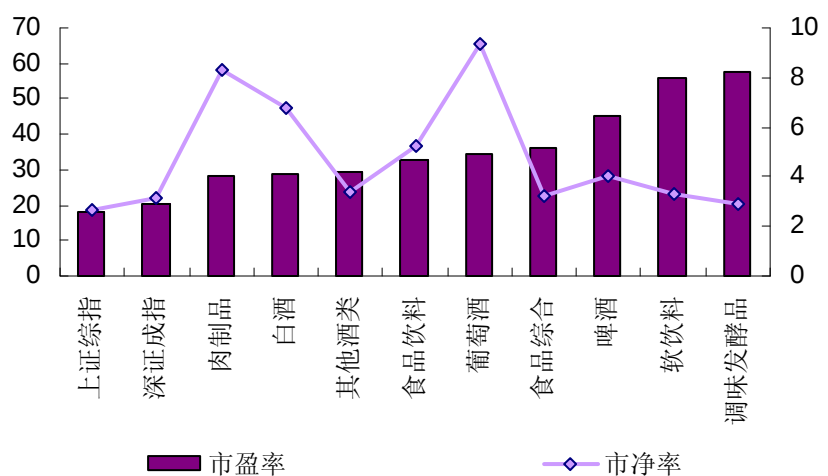


资料来源：Wind

注：取 2009-4-3 股价，盈利数据为前推 12 个月，净资产为最新报告中数据

上周我们已经观察到食品饮料板块由于相对估值一直下滑，所以存在补涨要求，从而产生交易性机会。本周，随着食品饮料板块超越大盘表现，其相对估值也随之回升。目前，板块的相对市盈率仍然在 1.6~1.8 倍左右。所以，随后一段时间，食品饮料板块还可能有超越大盘的表现。但由于大盘的动荡，所以对于食品饮料板块可能获得相对收益，但未必能获得绝对收益。

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 2009-4-3 股价，盈利数据为前推 12 个月，净资产为最新报告中数据

本周食品饮料板块中，肉制品行业略低于白酒板块成为估值最低的子板块。二者目前估值都较低，但二者弹性却大有不同，白酒的弹性要远大于肉制品板块。

目前，肉制品的原料如猪肉等价格仍有走低的趋势，这对于肉制品成本降低有积极作用。鉴于其较低的估值，我们建议短期可关注肉制品，这也符合我们今年以来一贯的推荐。

目前，我们在食品饮料板块中的推荐子板块仍然是啤酒、肉制品和速冻。相对应的股票分别为青岛啤酒、燕京啤酒、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	2.27%	4.03	4.77	28.93	24.44	增持
	000858	五粮液	2.55%	0.48	0.61	33.73	26.57	增持
	000568	泸州老窖	3.27%	1.06	1.30	19.95	16.27	增持
	600779	水井坊	-0.07%	0.64	0.72	21.61	19.21	增持
	600809	山西汾酒	8.11%	0.65	0.85	27.68	21.16	增持
啤酒	000729	燕京啤酒	2.52%	0.44	0.56	29.81	23.12	增持
	600600	青岛啤酒	4.97%	0.54	0.72	39.61	29.91	增持
黄酒	600059	古越龙山	1.99%	0.26	0.30	37.38	32.40	中性
	600616	金枫酒业	-0.49%	0.59	0.59	20.47	20.47	中性
葡萄酒	000869	张裕 A	4.41%	1.72	2.08	27.38	22.64	增持
其他饮料	600962	国投中鲁	9.21%	0.32	0.30	36.69	39.13	中性
	000848	承德露露	2.85%	0.58	0.70	26.72	22.14	中性
食品	000895	双汇发展	-1.23%	1.15	1.43	27.75	22.31	增持
	002216	三全食品	5.33%	0.84	1.39	36.84	22.19	增持

资料来源：光大证券研究所

食品饮料板块整体表现较佳。白酒板块中的山西汾酒由于受到一季度业绩有较大增幅的消息刺激，涨幅较大。而啤酒板块中的青啤和燕啤也有较好表现。

我们未对盈利预测做出调整。依据目前的估值来看，由于估值因素，短期可以关注白酒板块中的泸州老窖。而鉴于基本面的因素，我们则仍然是继续对啤酒和肉制品的推荐。

三、银基集团在港发行

发行概况

五粮液的经销商银基集团在香港公开招股，超额认购 43 倍。发行 3 亿股，每股面值 0.1 元，发行价格为 3.45 港元/股。若扣除相关佣金、费用等，那么公司可净得约 9.28 亿港元（假设不行使超额配股权），或 10.76 亿港元（假设行使超额配股权）。

在目前并不景气的市道下，银基集团的认购情况超出预期。按照招股书的计划，所得款项有以下用途：

图表 5：银基集团募集资金用途（假设净得资金 9.28 亿港元）

用途	比例	金额（亿港元）
扩展经销网络	24%	2.23
广告、市场推广及促销	20%	1.86
合并收购及开发新产品线	15%	1.39
扩充忍受、提升机器设备	6%	0.56
提高存货水平	25%	2.32
一般营运资金	10%	0.93

资料来源：公司招股书、光大证券研究所

公司业务集中，有利亦有弊

银基集团主要从事五粮液酒的经销，经销市场是中国以及国际市场（主要是香港和东南亚市场）。

图表 6：公司主要销售产品以及销售市场

产品	经销性质	销售市场	期限	协议
52°五粮液	总经销商	国际市场	2001.1.1~2.20.12.31	全年采购金额必须超过 1500 万美元（约 1 亿人民币）
68°五粮液	总经销商	国内、国际市场	2006.1.1~2017.8.28	首年采购达到 500 吨，按年增加至 2000 吨/年
45°五粮液	经销商	国内市场	2007.3.16~2012.3.15	首年采购额达到 5000 万人民币，以后进一步调整
五粮液特供酒	非独家	国内市场	2007.4.20~2012.4.19	
五粮液酱酒（52°与 48°）	总经销商	国内市场	2009.2.6~2019.2.5	首 12 个月达到 2.13 亿人民币采购额，第二、第三年每年须上调 10%，第四至第十年每年须上调 20%

资料来源：公司招股书、光大证券研究所

目前公司虽然也增加了添宝威士忌和红塔山烟的经销，但五粮液的销售收入在总体收入中的比例有增无减。

图表 7：主要业务收入和占比 单位：百万港元

	2006 年	2007 年	2008 年	2008 年 3-9 月
五粮液				
中国市场 收入	29.90	323.50	654.60	293.30
占比	5.2%	32.9%	44.1%	33.4%
国际市场 收入	424.50	545.60	728.30	541.30
占比	73.8%	55.5%	49.0%	61.6%
添宝				
中国市场 收入	-	6.30	5.70	3.40

国际市场 收入	占比	-	0.6%	0.4%	0.4%
国际市场 收入	占比	-	-	0.40	-
国际市场 收入	占比	-	-	-	-
香烟					
中国市场 收入	占比	0.30	-	-	-
中国市场 收入	占比	-	-	-	-
国际市场 收入	占比	120.60	108.50	96.10	40.40
国际市场 收入	占比	21.0%	11.0%	6.5%	4.6%

资料来源：公司招股书

注：1、公司财政年度是截止每年三月三十日；2、2007 年业绩有大幅增长是因为得到 68° 五粮液总经销权。

从公司销售产品和销售市场可以看出：1、公司对五粮液产品的依赖越来越大，目前基本 95% 的收入来自于对五粮液的销售；2、公司对国内市场的依赖度越来越大，这点和依赖五粮液产品是相辅相成，毕竟白酒的消费仍然是以中国内地人群为主。

因此公司的这种销售和盈利模式也将自己与五粮液的境况仅仅捆绑在一起，虽然可以分享五粮液快速发展的机遇，但同样也要承担五粮液可能的动荡带来的风险，这是公司目前最大的风险因素。这从公司招股书中的披露就可以看出。2008 年，由于五粮液集团交付五粮液 52° 酒出现了严重延误，致使公司 2008 年 9-12 月的财务表现出现了大幅倒退，销量同比减少 99.1%，2008 年 10 月至 2009 年 3 月的净利润同比减少超过 70%。

银基集团业务集中的另一表现是单一最大客户占比较高。从五大客户数据来看，占收入比例有所下降，但从单一客户数据可以清楚看到，单一客户几乎垄断了公司在国际市场的需求，也相应占据了约总体收入一半。如果维持得当，能够成为公司稳定业务来源，但相应的，如果经销协议产生变化，很可能会成为公司业绩波动的风险。

图表 8：主要客户各年占比

	2006 年	2007 年	2008 年	2008 年 3-9 月
五大客户占收入比例	88.9%	64.9%	63.8%	69.7%
单一客户占国际市场收入比例	56.2%	71.6%	97.5%	76.6%
单一客户占总收入比例	53.3%	47.6%	54.1%	50.7%

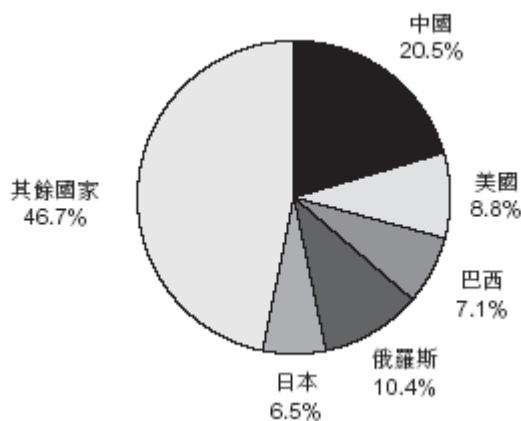
资料来源：公司招股书

所以，从公司披露的数据来看，公司的上游单一，即采购 90% 以上来自五粮液，下游也较单一，即收入的一半来自某个大客户。这使得公司的两端都容易受制于人，也是公司经营中的最大风险。

公司的业绩增长主要来自于白酒行业的扩张、五粮液的崛起

目前中国的烈酒市场在快速增长，而中国已经成为全球最大的烈酒市场，白酒是中国的传统酒种，尤其五粮液又是白酒品牌中的佼佼者，在中国白酒市场快速发展过程中，五粮液领军白酒行业的发展，而银基集团作为五粮液的经销商，也可分享白酒行业以及五粮液的发展。这是公司发展的最大机遇。

图表 9：以 2007 年销量计算烈酒市场占比



资料来源：公司招股书

图表 10：中国市场烈酒销量 单位：百万公升

	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2004-2008 年复合增长率
威士忌	7.61	13.25	16.86	20.38	23.04	31.90%
白兰地及干邑	38.23	41.28	44.18	46.92	49.66	6.80%
白酒	1.56	2.11	2.79	2.56	2.5	12.50%
兰酒	0.19	0.21	0.24	0.5	0.64	35.90%
龙舌兰酒	0.11	0.12	0.13	0.15	0.17	11.30%
甜酒	0.62	0.69	0.75	0.81	0.86	8.80%
其他烈酒	3,575.58	3,569.21	3,551.37	3,649.29	3,771.49	1.30%
合计	3,623.90	3,626.87	3,616.32	3,720.61	3,848.36	1.50%

资料来源：公司招股书

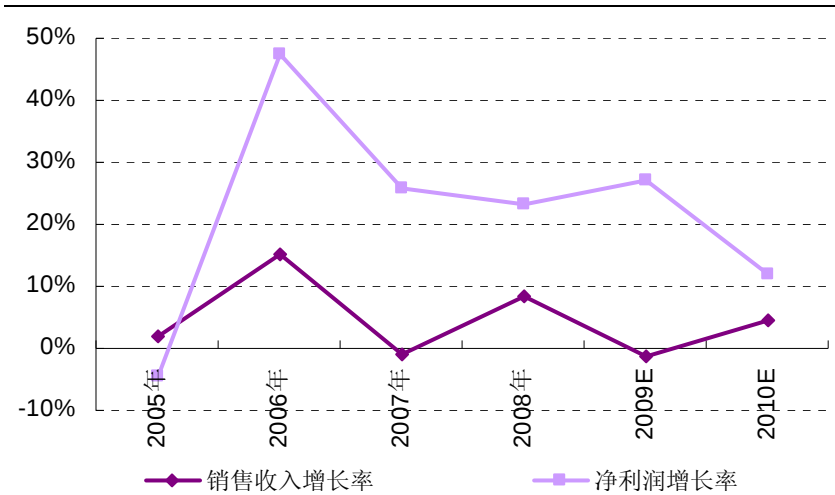
从行业数据来看，近几年的白酒行业仍然保持快速增长，2004-2008 年的复合增长率达到 12.5%，而行业不仅有销量的增长，在收入和利润方面也有较大增速，其中白酒的吨价以及吨利润逐年上升。量、价齐升，推动白酒行业的规模和利润都迅速扩张。

下图是五粮液近几年的收入和利润增长率以及我们对其未来两年的预测。其收入和利润的增速虽然有所下降，但一直保持了净增长。如果五

粮液能够正视自身问题，进行梳理，还可获得更大幅度的增长。

在这其中，银基集团很有可能分享行业和五粮液的增长，从而扩张自身的业务网络 and 市场份额。这是其发展的最大机遇也是最大亮点。

图表 11：五粮液的收入和净利润增长率



资料来源：光大证券研究所

盈利与估值

按照公司招股书中所公布的财务报表，公司 2007 至 2008 年（财年为每年三月三十日，即财报截至 2007 年 3 月 30 日与 2008 年 3 月 30 日）的净利润分别为 1.11 亿元，3.89 亿元，按照计划发行 3 亿股（若不行使超额配股权），则每股收益分别为 0.37 元和 1.30 元，由于公司股票的每股面值为 0.1 元，那么按照发行价 3.45 元计算，则公司的静态 PE 分别为 93 倍和 26 倍。

公司今后可以持续分享白酒行业和五粮液的增长，仍有较大盈利增长的想象空间，但考虑到对五粮液和单一客户的过度依赖，其估值需要打个折扣，那么目前的估值基本适中。但由于有较高的超额认购，所以上市初期很可能会溢价一段时间。

四、 下周重点关注事项

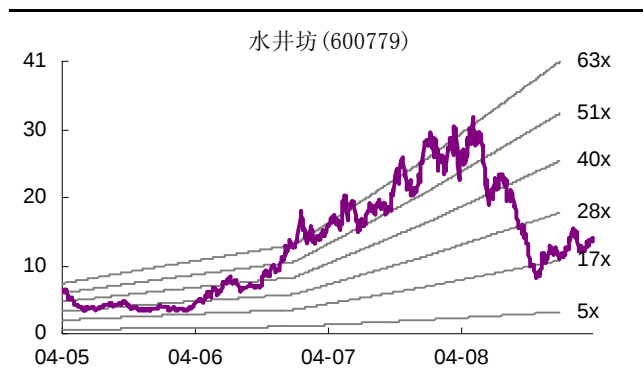
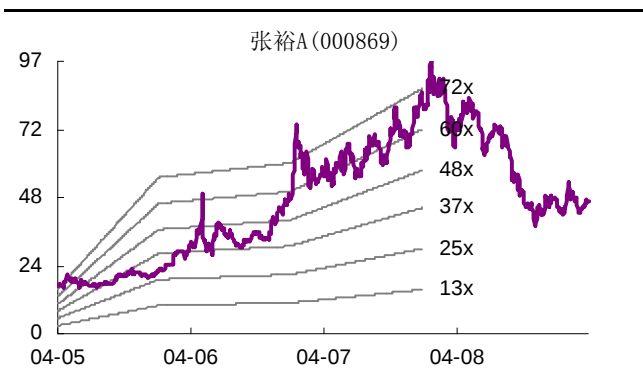
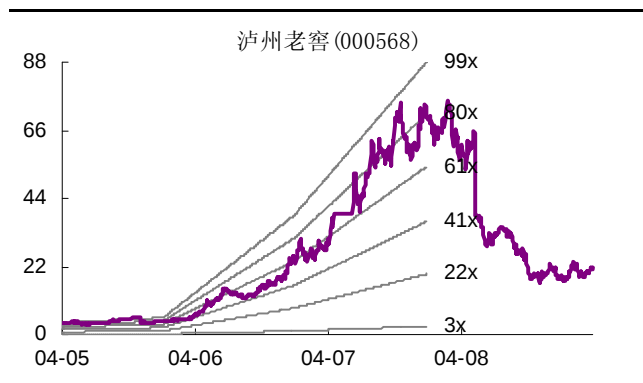
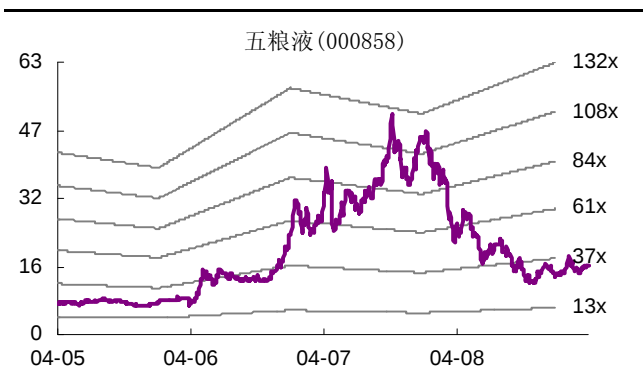
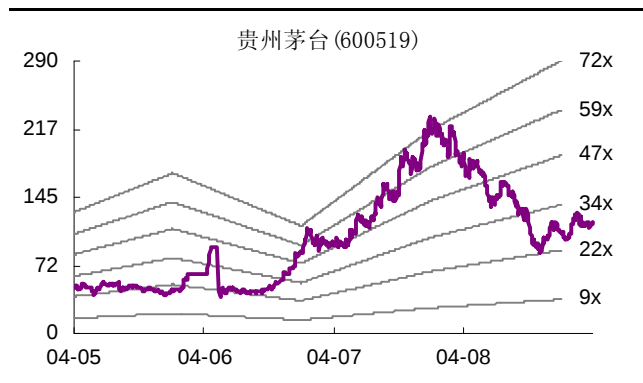
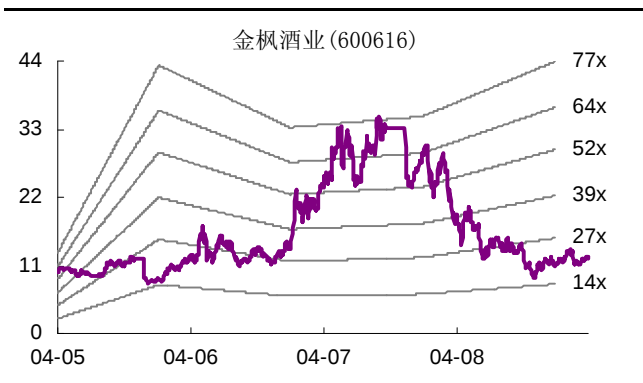
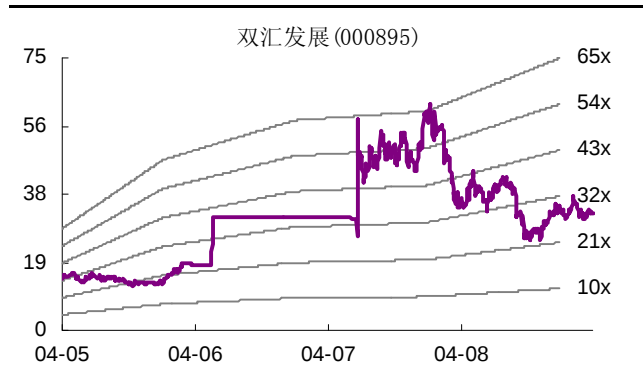
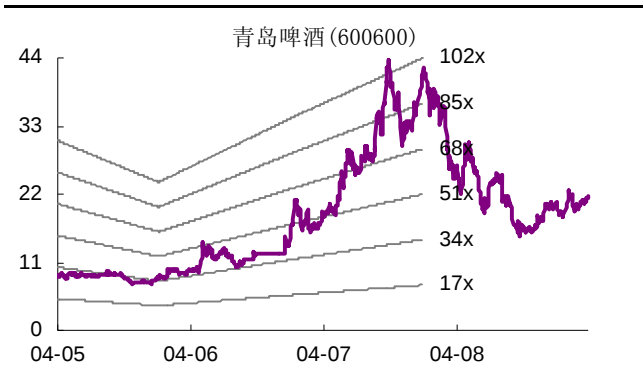
第 12 周		重点事项
星期日	4 月 05 日	
星期一	4 月 06 日	
星期二	4 月 07 日	
星期三	4 月 08 日	山西汾酒公布年报 重庆啤酒股东大会

星期四	4月09日	青岛啤酒公布年报
星期五	4月10日	张裕A公布年报 双汇发展股东大会
星期六	4月11日	恒顺醋业公布年报

五、 投资评价和建议

食品饮料板块由于前期持续跑输大盘，因此本周补涨，并有超越大盘的表现。短期来看，相对估值仍然较低，板块有继续跑赢大盘的动力。但大盘的动荡不定，使得板块可能有相对收益，但未必有绝对收益。而且，若相对估值回升后，板块若没有基本面的支持，则仍然缺乏上涨动力。我们仍然建议关注稳定增长，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



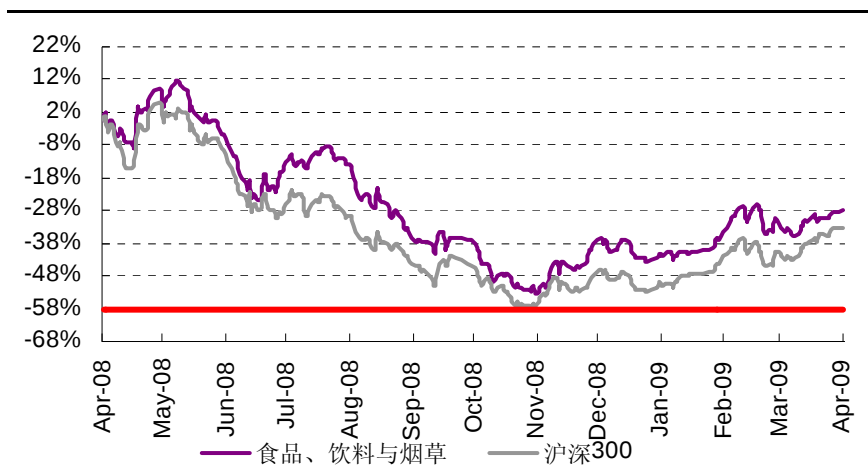
分析师声明

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。