

2009-04-18

食品、饮料与烟草

关注弹性较大的白酒板块

◆板块跑赢大盘，涨幅居前：

本周大盘仍然继续呈现上扬态势。而食品饮料板块也延续了这两周超越大盘的走势，板块涨幅达到 5.2%。

最近投资者对扩大内需、增加民生投入等未来政策预期较好，与消费类有关的食品饮料板块也受到较大关注。我们预期未来一段时间，食品饮料板块仍然能获得超越大盘的收益，而逐步进入夏天旺季的啤酒依然是推荐重点。

◆重点关注啤酒、白酒板块：

啤酒今年成本下降、销量上升，都是支撑公司基本面的有利因素，虽然估值相对较高，但行业未来空间仍然较大。我们重点推荐的依然是青岛啤酒和燕京啤酒。

白酒子板块的估值在食品饮料中仅高于肉制品行业。白酒的不利因素已经在市场上得到了充分反映；而经济的逐步回暖会对拉动白酒消费有积极促进作用。我们认为可以重点关注白酒中弹性较大的泸州老窖和五粮液。

五粮液在 08 年底实行严格控货，这相对影响了其 08 年业绩和 09 年一季度业绩，但若经济持续回暖，则控量情况不会长时间持续；泸州老窖的国窖 1573 产量只有 3000 吨，但占了公司利润大部分，因此业绩的弹性也较大。

◆金威啤酒数据反映广东沿海地区啤酒销售下降幅度大：

我们从金威啤酒的数据看出：一、广东沿海的啤酒销售下降幅度较大，形势差于全国情况；二、啤酒企业目前的趋势还是要提高吨酒价格和毛利率，才能在行业激烈竞争中脱颖而出，未来中高档酒将是各企业发展的重点，青啤、雪花等巨头也不例外；三、企业的自身整顿重要性大于对其他企业的收购兼并，纯粹产能的增加有可能给企业增加的是负担，而不是利润。

◆投资建议：

我们仍然建议关注稳定增长的公司，推荐收益成本下降的啤酒板块，推荐青岛啤酒、燕京啤酒；另外关注相对估值较低的白酒板块，重点关注五粮液和泸州老窖。

证券 代码	公司 名称	股价	EPS(元)			投资评级
			07A	08E	09E	
600519	贵州茅台	121.16	3.00	4.03	4.77	121.16
000858	五粮液	16.39	0.39	0.48	0.61	16.39
000568	泸州老窖	22.80	0.89	1.06	1.30	22.80
600779	水井坊	14.65	0.41	0.64	0.72	14.65
600519	青岛啤酒	25.30	0.43	0.53	0.72	25.30
002216	三全食品	34.31	1.02	0.84	1.39	34.31
000895	双汇发展	35.50	0.93	1.15	1.43	35.50
600616	金枫酒业	14.32	0.45	0.59	0.59	14.32

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：

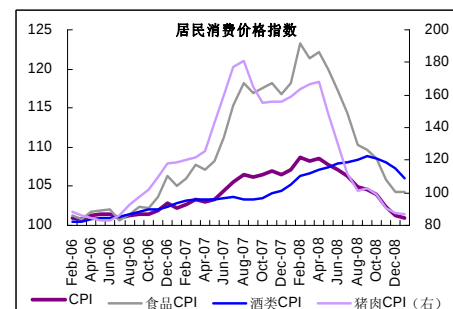
彭丹雪

021-22169126

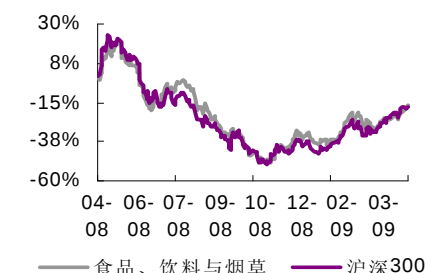
pengdx@ebcn.com

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



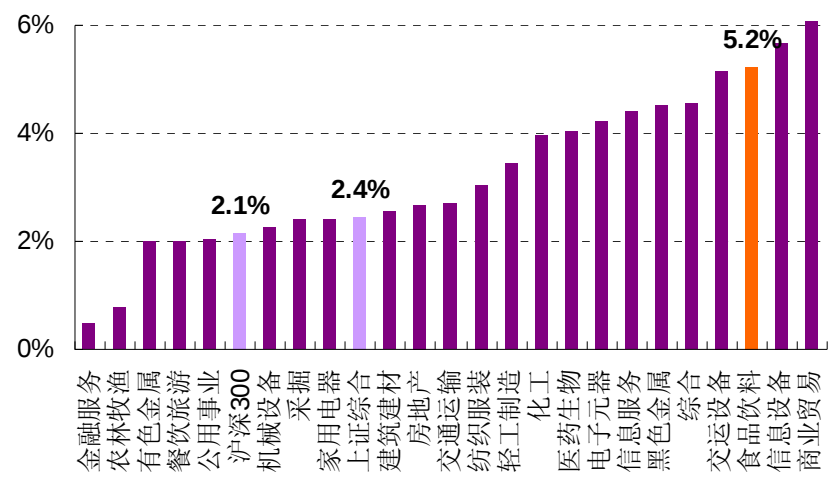
行业与上证指数对比图



一、 本周分析与未来研判

在上周势头稍缓调整后，本周大盘仍然继续呈现上扬态势。而食品饮料板块也延续了这两周超越大盘的走势，板块涨幅达到 5.2%。而我们前期推荐的青岛啤酒和燕京啤酒的表现也都不错，居食品饮料板块的涨幅前列。

图表 1：本周各板块涨跌幅

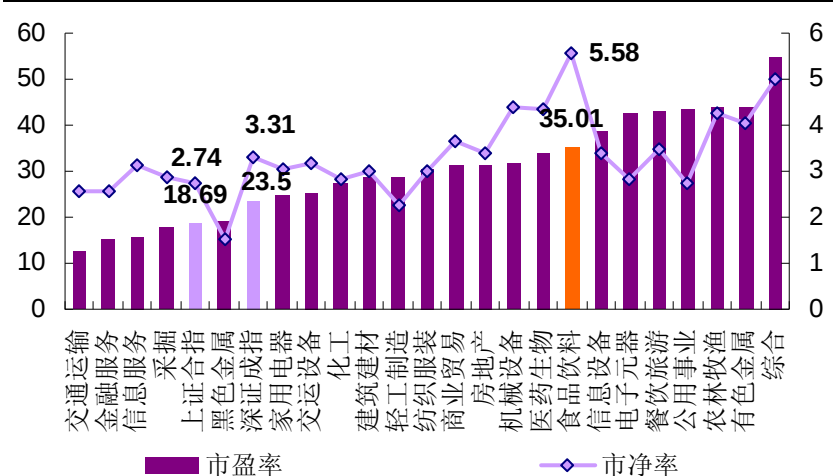


资料来源：Wind

注：数据日期为 2009-4-13 至 2009-4-17

最近投资者对扩大内需、增加民生投入等未来政策预期较好，与消费类有关的食品饮料板块也受到较大关注。我们预期未来一段时间，食品饮料板块仍然能获得超越大盘的收益，而逐步进入夏天旺季的啤酒依然是推荐重点。

图表 2：各板块估值



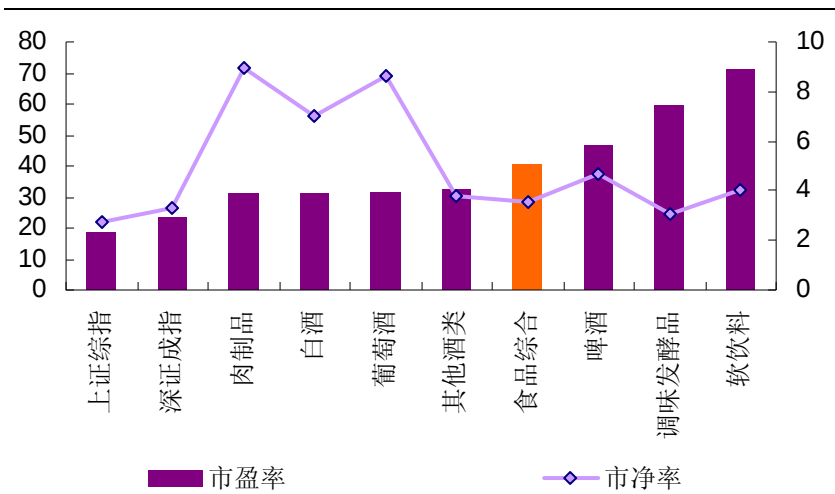
资料来源：Wind

注：取 2009-4-17 股价，盈利数据为前推 12 个月，净资产为最新报告中数据

经过两周超越大盘的走势，食品饮料板块的绝对估值继续上升，相对估值却未有上升，这和我们上周的判断基本一致：“其他板块 08 年和 09 年一季度的业绩恶化会拉低大盘的盈利，从而抬高大盘 PE/PB 估值，这样食品饮料板块的相对估值就会显得更加有吸引力。”

最近是一季报的披露密集期，因为大家对一季度业绩预期都比较低，我们建议关注可能会超预期的股票。

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 2009-4-17 股价，盈利数据为前推 12 个月，净资产为最新报告中数据

白酒子板块在本周涨幅不错，即使如此，白酒的估值也仍然仅高于肉制品行业。我们认为白酒的不利因素，如一季度销量不佳、社会库存增加等因素，已经在市场上得到了充分反映；而经济的逐步回暖会对拉动白酒消费有积极促进作用。我们认为可以重点关注白酒中弹性较大的泸州老窖和五粮液。

肉制品板块和速冻板块主要受益于成本下降，相关的双汇发展和三全食品的股价已经得到反映。而从长期来看，这两家公司所处行业都有巨大的发展空间，而两家公司作为龙头也会分享更大的利益。

啤酒板块仍然是我们重点推荐的板块。今年成本下降、销量上升，都是支撑公司基本面的有利因素，虽然估值相对较高，但行业未来空间仍然较大。我们重点推荐的依然是青岛啤酒和燕京啤酒。

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	1.45%	4.03	4.77	28.93	24.44	增持
	000858	五粮液	4.33%	0.48	0.61	33.73	26.57	增持
	000568	泸州老窖	5.80%	1.06	1.30	19.95	16.27	增持
	600779	水井坊	5.17%	0.64	0.72	21.61	19.21	增持
	600809	山西汾酒	6.19%	0.65	0.85	27.68	21.16	增持
啤酒	000729	燕京啤酒	7.95%	0.44	0.56	29.81	23.12	增持
	600600	青岛啤酒	11.16%	0.53	0.72	39.61	29.91	买入
黄酒	600059	古越龙山	7.29%	0.26	0.30	37.38	32.40	中性
	600616	金枫酒业	16.99%	0.59	0.59	20.47	20.47	中性
葡萄酒	000869	张裕 A	1.95%	1.70	2.08	27.38	22.64	增持
其他饮料	600962	国投中鲁	0.25%	0.32	0.30	36.69	39.13	中性
	000848	承德露露	2.27%	0.58	0.70	26.72	22.14	中性
食品	000895	双汇发展	6.61%	1.15	1.43	27.75	22.31	增持
	002216	三全食品	8.89%	0.84	1.39	36.84	22.19	增持

资料来源：光大证券研究所

本周我们并未对公司的盈利预测进行调整。食品饮料板块中涨幅比较大的是啤酒板块和黄酒板块。另外，白酒有普遍的上涨。

白酒中由于不利因素都已经被市场消化，我们建议关注弹性较大，业绩较好的公司，关注五粮液、泸州老窖。五粮液在 08 年底实行严格控货，这相对影响了其 08 年业绩和 09 年一季度业绩，但若经济持续回暖，则控量情况不会长时间持续；泸州老窖的国窖 1573 产量只有 3000 吨，但占了公司利润大部分，因此业绩的弹性也较大。

我们调整板块的推荐顺序为啤酒、白酒和肉制品。青岛啤酒和燕京啤酒都有较强的业绩支撑；白酒则可能已经处于行业最低点；肉制品则估值较低，而且受益肉价的持续下降。

三、行业主要事项

1、金威啤酒公布年报，持续亏损

金威近几年快速扩张，从广东走向全国，但扩张同时经受了行业的激烈竞争、成本上升、经济下滑……种种因素导致其 08 年报出的业绩亏损依

旧。经济危机在沿海地区的影响较大，从公司销量同比 13.4% 的下降幅度可见一斑（08 年的销量与 06 年持平）。

图表 5：金威主要利润指标和吨酒数据

	2007 年	2008 年	变化率
主要利润指标 单位：千元，千吨			
啤酒销量	740	641	-13.4%
收入	1,579,431	1,347,057	-14.7%
成本	1,071,206	1,054,712	-1.5%
毛利	508,225	292,345	-42.5%
销售费用	410,916	234,989	-42.8%
管理费用	129,526	134,965	4.2%
缴税	13,694	2,642	-80.7%
净利润	23,573	39,911	69.3%
主要吨酒指标 单位：元			
吨价	2,134	2,101	-1.5%
吨成本	1,448	1,645	13.7%
吨毛利	687	456	-33.6%
吨销售费用	555	367	-34.0%
吨管理费用	175	211	20.3%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

2007 年，公司基本完成了异地扩张，但效益并未如期产生，2008 年，公司亏损额依然在扩大。不过我们也可以从报表中看到公司策略的转变。2008 年，公司将重心放在了自身的“内部消化”上，并大幅裁减非相关部门等的费用。08 年销售费用同比下降达到 42.8%。

但是公司的吨酒数据仍然不理想，其吨价同比下降了 1.5%，同期吨酒成本上升幅度达到了 13.7%。而同期青岛啤酒的吨价是上升 9%。这也反映了金威的产品仍然是中低档为主，对成本上涨的防御能力、以及提价的能力都十分有限。

金威啤酒未来的战略一方面是要加强自身的整顿（这有可能像当年的青啤一样，经历数年的阵痛期）；另一方面则要提高产品的档次，发展中高档品种，这才有能力抵御成本风险和竞争对手对自身腹地的攻占。

我们从金威啤酒的数据看出：一、广东沿海的啤酒销售下降幅度较大，形势差于全国情况；二、啤酒企业目前的趋势还是要提高吨酒价格和提高毛利率，才能在行业激烈竞争中脱颖而出，未来中高档酒将是各企业发展的重点，青啤、雪花等巨头也不例外；三、企业的自身整顿重要性大于对其他企业的收购兼并，纯粹产能的增加有可能给企业增加的是负担，而不是利润。

2、保乐利加（PERNOD RICARD）业绩反映烈酒快速下降

全球第二大烈酒集团保乐力加在4月15日公布了2008年7月~2009年3月的业绩。这段时间正是金融危机愈演愈烈的时期，所以它的业绩有一定的参考价值。

九个月（08.7~09.3）的收入同比增长了9%，但若除去公司08年7月份收购的 Vin & Sprit，公司自身的收入增长只有0.3%。

图表 6：保乐利加收入按地区拆分

单位：百万欧元	09 年一季度	同比增长	内部增长
法国	129	1%	0%
欧洲（不包括法国）	411	-5%	-17%
美洲	347	12%	-12%
亚洲及其他	458	-10%	-11%
合计	1345	-2%	-12%

资料来源：公司公告

注：美洲地区增长较大主要是因为收购了 Vin & Spirit

公司在09年一季度总体收入下降2%，而自身的收入增长（不含收购）则下降达到12%之多，原因在两方面一是信贷收缩，经销商等客户的存货大幅减少；二是公司自身也加强了应收款的风险管理。

公司14个主要品牌销量下降4%，其中我们耳熟能详的许多品牌，如马爹利（-9%）、芝华士（-4%）、杰卡斯（-4%）、百龄坛（-4%）销量都有所下降。

从业绩以及销量可以看出，目前公司的业绩呈现加速下滑的趋势，而且由于公司旗下的烈酒，中高档品牌不少，受经济影响也更大。这也侧面印证了国内的高档酒企业在经济下滑过程中，他们的业绩加速下滑的情况。不过要注意的是，国内经济要好于国际，**目前国内经济有所企稳，那么这些当初加速下滑的企业会有较大的弹性复苏，我们建议现阶段多关注白酒的泸州老窖、五粮液和葡萄酒的张裕。**

3、酒类产量增速

从1-3月份的四类酒产量增速可以看出，葡萄酒增速下降最多，与去年同期的1-3月份63.75%增长相比，有了大幅下降。这也与葡萄酒基数低有关。

而啤酒和白酒的增速有所下降，但仍然是比较快速增长，可以看出行业的空间仍然很大。而黄酒则一枝独秀，其产量增速还高于去年同期1-3月的6.3%，也看出企业对行业比较乐观。

图表 7：各酒类产量同比增速

	3 月同比	1-3 月同比
啤酒	-4.0%	5.3%
葡萄酒	-9.4%	-4.7%
黄酒	13.9%	12.1%
白酒	18.5%	18.5%

资料来源：光大证券研究所

四、 下周重点关注事项

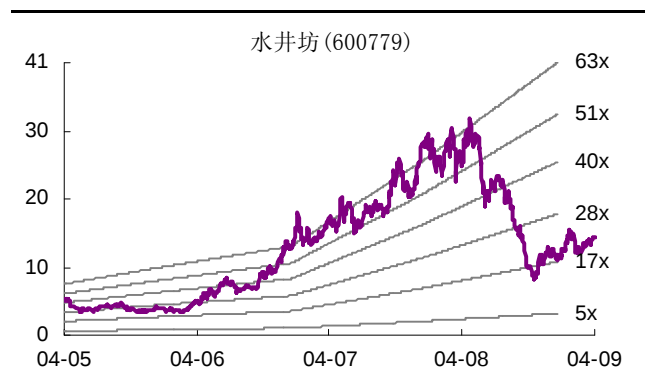
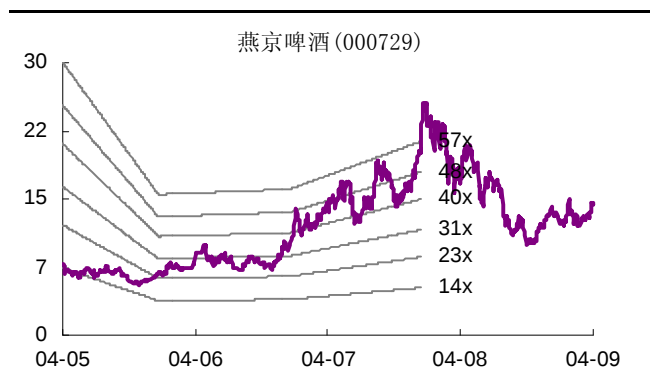
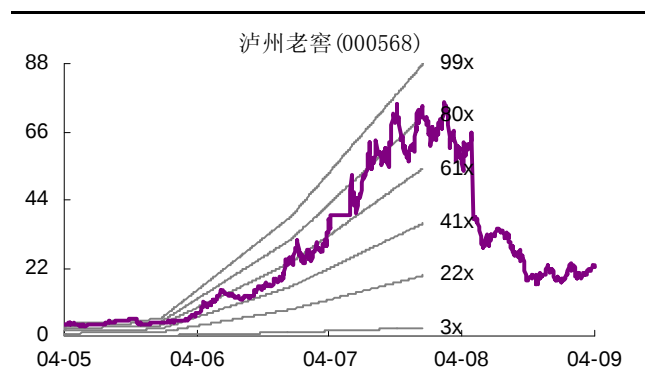
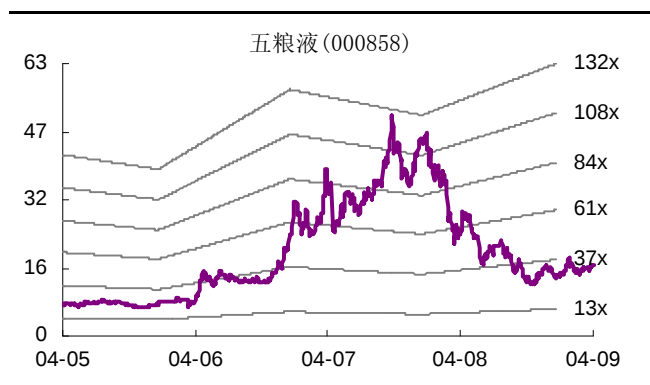
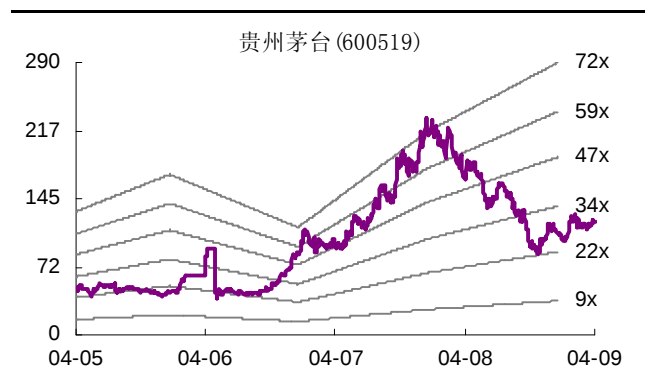
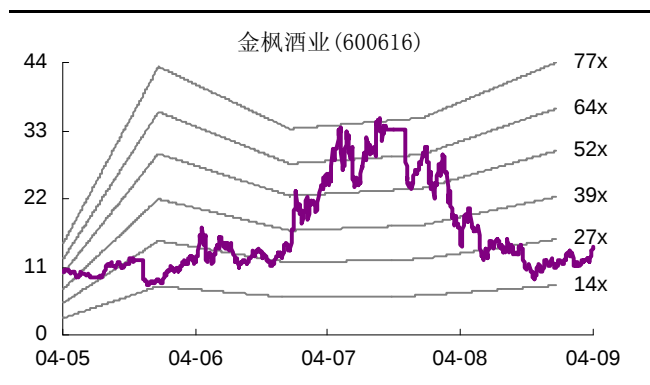
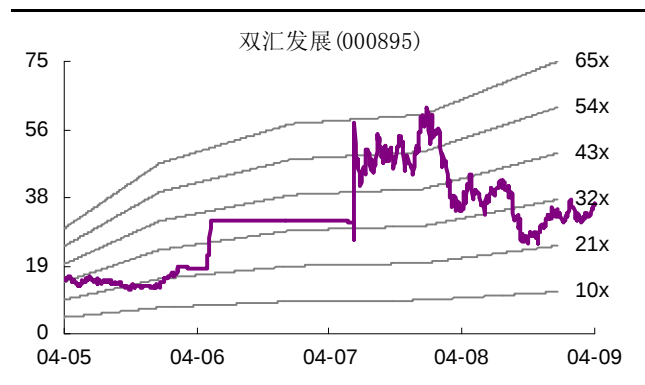
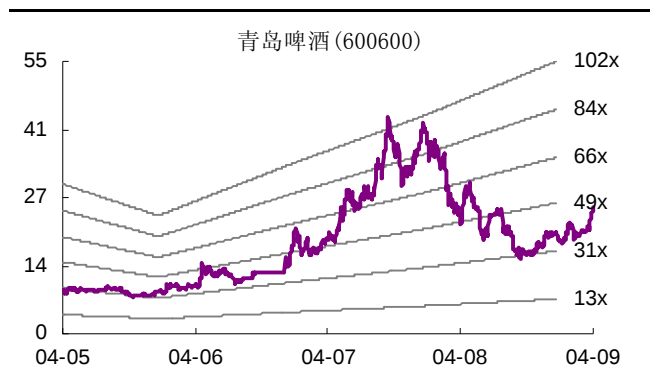
	第 12 周	重点事项
星期日	4 月 20 日	
星期一	4 月 21 日	贵州茅台一季报
		山西汾酒一季报
星期二	4 月 22 日	五粮液一季报
星期三	4 月 23 日	双汇发展一季报
		三全食品一季报
星期四	4 月 24 日	张裕 A 一季报
星期五	4 月 25 日	三全食品一季报
星期六	4 月 26 日	

五、 投资评价和建议

食品饮料板块本周超越大盘，涨幅居前，我们坚持上周的观点：最近 08 年和 09 年一季度业绩密集披露，其他板块的业绩恶化会拉低大盘的盈利，从而抬高大盘 PE/PB 估值，这样食品饮料板块的相对估值就会显得更加与吸引力。

我们仍然建议关注稳定增长的公司，推荐收益成本下降的啤酒板块，推荐青岛啤酒、燕京啤酒；另外关注相对估值较低，行业处于谷底的白酒板块，重点关注五粮液和泸州老窖。

上市公司图



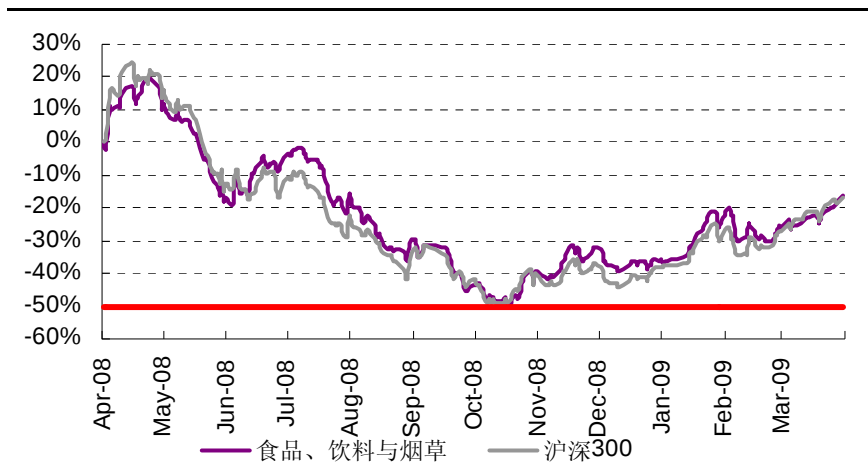
分析师声明

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。