

食品饮料月度跟踪报告

—大众消费品稳步增长

投资评级 中性

投资要点:

- 09 年一季度食品饮料行业的景气度持续下滑。其中白酒、葡萄酒、黄酒子行业出现明显旺季不旺的态势，未来 2 季度是其消费的淡季，难以出现行业拐点。肉制品和啤酒子行业毛利率的恢复值得关注。其中啤酒子行业将迎来 2—3 季度的消费旺季。肉制品行业则将度过最困难的时期。
- 当前的经济数据显示宏观经济告别最坏时期，缓慢复苏可期。食品饮料行业最坏的时候基本过去。驱动食品饮料行业长期增长的动力并没有发生变化。宏观经济的调整能为我们提高良好的布局机会。
- 研究员判断食品饮料行业处在底部的构筑阶段。其中可选消费品如白酒行业等具有滞后宏观经济的特性，底部的构筑比较复杂。伴随库存的起落、销售恢复会有反复。时间的跨度会长些，将呈现 L 型的趋势。基于重点企业普遍采取业绩平滑措施，静态估值处于合理状态。若跌破目前的盘整价格区间可以战略性配置。而大众消费品啤酒、肉制品、乳业等子行业随着旺季的到来将能实现稳步增长。展望 5—6 月份，研究员对行业整体依然维持“中性”评级，建议低配。但建议把在食品饮料的配置重点放在青啤、双汇等大众消费品上。

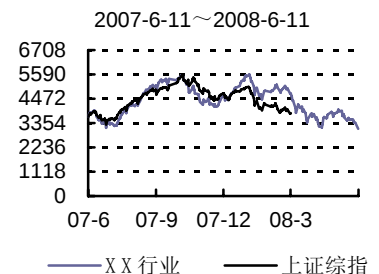
证券简称	评级	2008EPS	2009EPS	2008PE	2009PE	分
双汇发展	谨慎推荐	1.15	1.45	30	24	50%
青岛啤酒	谨慎推荐	0.53	0.82	47	30	70%
张裕 A	谨慎推荐	1.7	2.06	29	24	65%
张裕 B	谨慎推荐	1.7	2.06	20	17	65%
泸州老窖	谨慎推荐	0.91	1.1	25	21	70%
贵州茅台	谨慎推荐	4.03	5.39	30	22	30%

2009 年 5 月 4 日

主要数据

行业指数	2167.45
上证指数/深圳成指	2477.57/9502.52
公司家数	
总市值(百万元)	
流通市值(百万元)	

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员：
电 话：
电 邮：
联系人：朱厚中
电 话：(86-21) 51097188-1853
电 邮：zhuhouzhong@gyzq.com.cn
地 址：中国上海市浦东南路 379 号
金穗大厦 15F (200120)

目 录

第 1 部分	2009 年一季度食品饮料行业运行数据分析	3
第 2 部分	宏观数据提示行业底部正在构筑中	6
第 3 部分	2009 年 1 季度饮料行业发展状况	8
第 4 部分	二季度食品饮料行业投资组合	9

图表

图 1:	白酒当月产量	3
图 2:	葡萄酒当月产量	4
图 3:	啤酒当月产量	5
图 4:	黄酒当月产量	5
图 5:	生猪价格走势	6
图 6:	居民收入支出增速	6
图 7:	消费者信心指数	7
图 8:	社会消费品零售总额	7

表格

表 1:	白酒行业 1 季度主要经济数据	3
表 2:	葡萄酒行业 1 季度主要经济数据	4
表 3:	啤酒行业 1 季度主要经济数据	4
表 4:	黄酒行业 1 季度主要经济数据	5
表 5:	肉制品行业 1 季度主要经济数据	5
表 6:	主要上市公司业绩预测数据	11

第 1 部分 2009 年一季度食品饮料行业运行数据分析

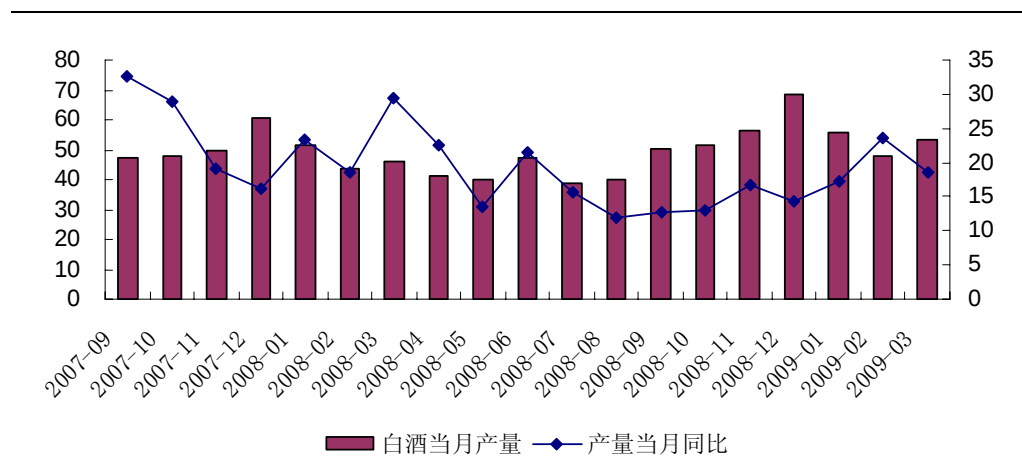
国家统计局公布的白酒行业收入显示 09 年 1—2 月份同比增速虽然达到 20.17%，但依然呈现减速增长态势。同比增速减少近 10 个百分点。行业毛利率高达 38.54% 创出 2 年来新高。主要是 08 年主要企业纷纷提价所致。毛利率的提升使行业利润增速高于收入的增速，但环比利润增速下降明显。值得注意的是白酒当月产量增速在 1、2 月份出现回升，这与一线白酒企业 1 季度终端市场销量大幅下滑呈现鲜明对比。研究员分析是消费档次下移促使地产中低档白酒销量增长的关系。这与 2—3 线白酒企业 1 季度销量取得增长相吻合。这表明白酒消费有一定的刚性，经济低靡时期的消费结构变化对不同层次的企业影响不一。地区性强势企业值得阶段性关注。

表 1：白酒行业 1 季度主要经济数据

白酒	主营业务收入 累计同比增长	利润总额累计 同比增长	毛利率	产量累计同比 增速
2007-11	34.03 %	60.27 %	35.59%	23.00 %
2008-02	29.23 %	15.01 %	35.60%	21.10 %
2008-11	29.94 %	36.79 %	34.22%	15.98 %
2009-02	20.17 %	29.71%	38.54%	20.21 %

资料来源：WIND

图 1：白酒当月产量数据



资料来源：WIND

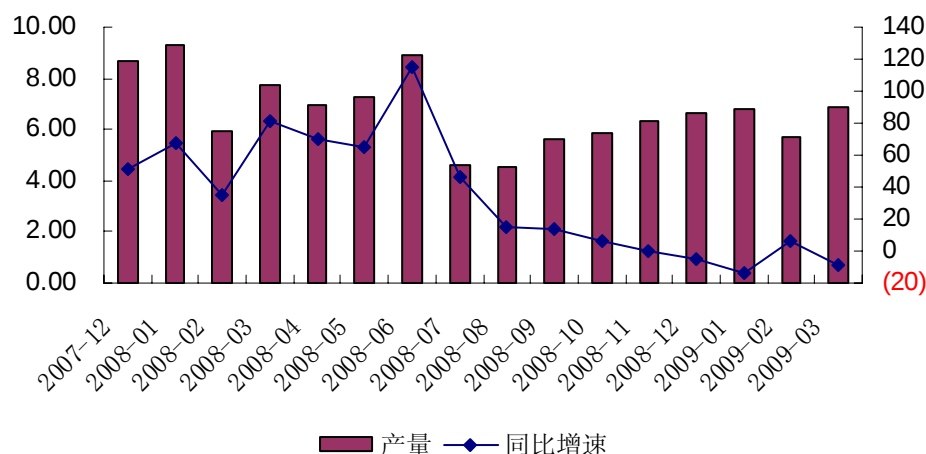
葡萄酒 1—3 月累计产量增速同比下滑 5.18%，导致行业收入增速同比增长只有 0.65%，增幅环比下滑剧烈。从龙头企业张裕看，去年年初进行了提价并改变了销售政策，使经销商出现非正常的集中打款订货现象。这一定程度上也影响了比较的基数。考虑到葡萄酒行业的集中度比较高，这种现象对行业数据的影响也具有共性。1—2 月葡萄酒进口量数据显示同比下滑超过 30%，也从另一面印证了消费的疲弱。投资者应该关注行业在 4、1 季度呈现旺季不旺的态势。在接下来的 2、3 季度淡季经营形式不容乐观。

表 2：葡萄酒行业 1 季度主要经济数据

葡萄酒	主营业务收入 累计同比增长	利润总额累计 同比增长	毛利率	产量累计同比 增速
2007-11	18.21 %	23.63 %	35.65%	35.37 %
2008-02	34.22 %	32.40 %	41.06%	53.08 %
2008-11	32.88%	37.92 %	32.87%	26.31 %
2009-02	0.65%	-11.07 %	33.81%	-5.18 %

资料来源：WIND

图 2：葡萄酒当月产量



资料来源：WIND

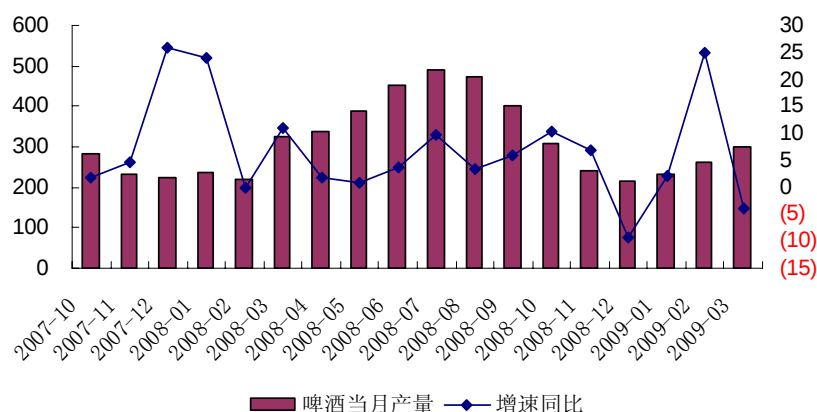
啤酒 1—2 月累计产量增长 12.94%，大幅好于 08 年 6.4% 的增速，但从单月增速看，春节过后 3 月增幅下滑明显、波动大，因为一季度是淡季，难以得出转势的结论。由于 08 年原料产品价格的大幅波动，多数厂家囤积了不少高价库存，最早也要 2 季度末才能消耗完毕，因此 1—2 月的毛利率下滑明显高达 4 个百分点。行业利润总额下滑接近 60%，统计局数据显示主要原因是财务费用的大幅增长所致。研究员分析该数据有误，不符合利率下降的现实不符。

表 3：啤酒行业 1 季度主要经济数据

啤酒	主营业务收入 累计同比增长	利润总额累计 同比增长	毛利率	产量累计同比 增速
2007-11	16.30 %	21.01 %	33.43%	13.00 %
2008-02	16.23 %	16.20 %	29.14%	11.20 %
2008-11	16.43 %	-2.91 %	31.49%	6.41 %
2009-02	14.72 %	-58.40 %	26.93%	12.94 %

资料来源：WIND

图 3：啤酒当月产量



资料来源：WIND

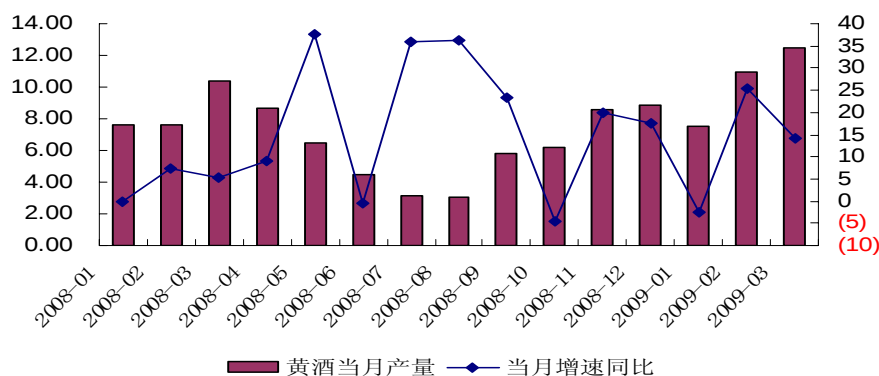
黄酒行业出现大幅的减速增长，行业收入同比增长只有 5%，下滑幅度接近 15 个百分点。由于行业竞争激烈的原因，产品价格有松动迹象，毛利率也出现下滑。

表 4：黄酒行业 1 季度主要经济数据

黄酒	主营业务收入 累计同比增长	利润总额累计 同比增长	毛利率
2007-11	37.07 %	50.91%	27.09%
2008-02	19.72 %	15.89 %	33.09%
2008-11	19.44 %	38.63 %	27.22%
2009-02	5.01 %	-14.52 %	30.73%

资料来源：WIND

图 4：黄酒酒当月产量



资料来源：WIND

肉制品行业收入同比增速虽然出现较大幅度减速增长，但考虑到生猪价格下滑幅度接近 30%，行业的实际增速还是不错的。最值得关注的是毛利率同比提升了 0.6 个百分点。这对于具有管理优势的龙头企业来讲，将成为 09 年利润增长的一个主要推动力。

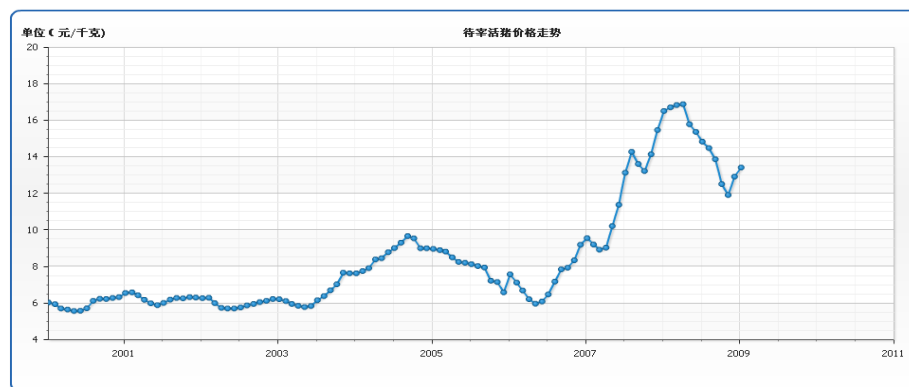
表 5：肉制品行业 1 季度主要经济数据

屠宰肉制品	主营业务收入 累计同比增长	利润总额累计 同比增长	毛利率
-------	------------------	----------------	-----

2007-11	33.86	47.41	10.30%
2008-02	40.76	36.36	9.91%
2008-11	32.94	20.15	11.31%
2009-02	15.57	13.02	10.57%

资料来源: WIND

图 5: 生猪价格走势



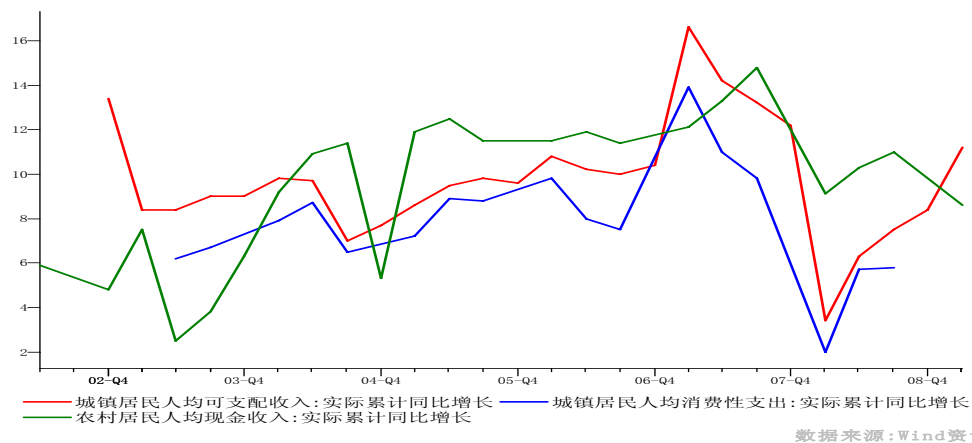
资料来源: WIND

总的看来,葡萄酒、黄酒子行业出现明显旺季不旺的态势,未来2季度是其消费的淡季,难以出现行业拐点。白酒子行业增幅下滑不大,但应该注意这并没有反应终端的实际情况。经销商库存给予了白酒企业缓冲的空间。肉制品和啤酒子行业正度过最困难的时候,毛利率的恢复值得关注。其中啤酒子行业将迎来2—3季度的消费旺季。

第 2 部分 宏观数据提示行业底部正在构筑中

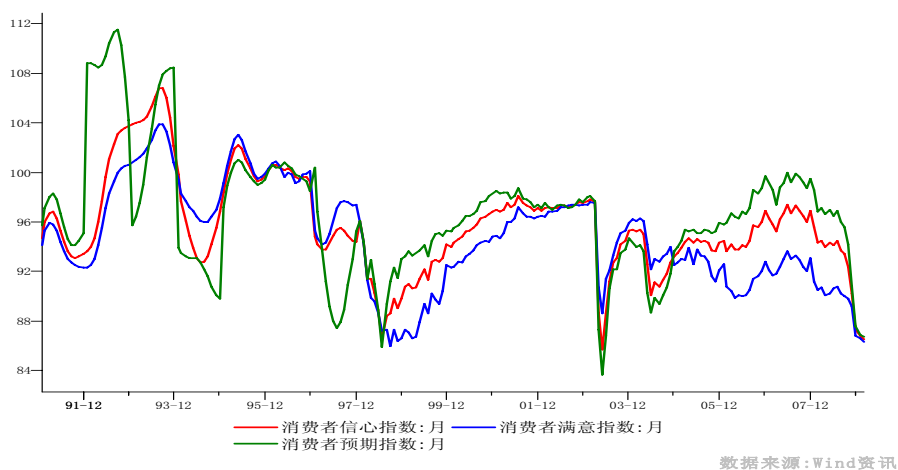
最新公布的城镇居民收入增速和城镇居民人均消费性支出增速已经出现回升,农村人均现金收入还处在探底过程,目前下降幅度趋缓。这有利于大众消费品行业的持续增长,减缓可选消费品的消费下滑。可选消费品短期依然收到行政支出限制、消费税严格征收等影响。

图 6: 居民收入支出增速



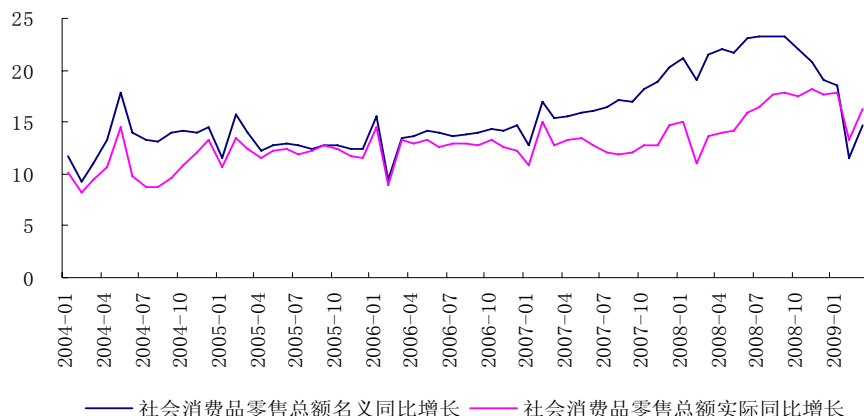
从消费者信心指数看,07 年底就出现了向下的拐点。目前正处于 90 年代以来的历史低位,接近 2003 年 SARA 事件的低点。但随着房市、车市的活跃,有助于经济的复苏并提升商务活动频率,股市的活跃更有利于消费者信心的提升。

图 7: 消费者信心指数



从单月社会消费品零售总额增速看,名义和实际消费总额增速都出现反弹起稳迹象。

图 8: 社会消费品零售总额



资料来源: WIND

当前的数据表明宏观经济正在告别最困难的时候,部分行业已经出现了复苏,食品饮料行业以往的特性是略滞后于宏观经济。正如我们 09 年策略报告中所指出,驱动食品饮料行业长期增长的动力并没有发生变化。庞大的人口基数、正值“红利”期的人口结构提供了食品消费市场的巨大空间;城市化进程渐进提升食品消费市场化程度、促进食品加工业工业化大发展;居民收入持续增长更是消费升级的重要推动力。不管是从广度还是深度,食品行业还有很大的发展空间。09 年的低靡期将是我们为未来布局的良好时机。

第 3 部分 2009 年 1 季度饮料行业发展状况

- 一季度白酒终端消费有所分化,主要特点是消费档次下移。区域性的中高档酒下滑不明显,个别地区性企业(如汾酒等)有一定增长。但高档白酒消费下滑幅度惊人。下滑幅度最小的应该是茅台,据了解其北京地区终端消费的下滑幅度在 30% 左右。这一数据应该具有较强的代表性。其他企业的排序依次为老窖、五粮液、水井坊。
- 葡萄酒方面,由于沿海受金融危机影响较大,以沿海为主要消费地区的进口葡萄酒消费下滑幅度在 30% 左右。长城因在沿海城市的酒店市场具有优势,随餐饮景气度下滑影响,约了下滑了 20%。张裕主要的消费地区在山东和江浙,受影响相对小些,公司表示 1—3 月表现不一,但总体在量和收入上的增长不低于 2 位数。
- 经过 08 年 4 季度开始的清库存行动,经销商高档酒库存大幅低于正常水平。手上现金多,处于观望寻找项目状态。从春季糖酒会看,1/3 的参会经销商属于新入行。这意味着一旦经济转好,消费信心恢复,补库行为将会带来一波可观的修复性增长。
- 由于经济形式的变化引起白酒消费结构的调整。未来一段时间一线白酒企业的竞争将有别于以往通过提价实现对品牌价值的提升。竞争将表现在产品体系的完善上。更确切的说是 200—500 元间中高档酒竞争优势的确立。目前看主要企业已经有所

动作，但还处在初始阶段。茅台自己的系列酒迎宾酒和王子酒价位还在 200 元之下，短期难以承担重任。08 年底与经销商合作推出了多款总经销品种，如水立方茅台等。价位在 400—600 元之间。五粮液推出自营品牌六和液，定位于 300—400 元之间。老窖则坚持通过连续小幅提价将“老窖特曲”提升至 200—300 元区间。

从具体的运作模式看，茅台依靠总经销模式在实力上略现单薄，五粮液虽然自营“六和液”，但属于新建一个品牌，同时渠道营运人员刚刚组建，如何让消费者迅速接受还需要观察。另外五粮液还面临自己同档次经销商品牌的竞争。老窖则不存在新建品牌问题。特曲自身的品牌厚度相当不错，且销售队伍自成体系。唯一不足是还处在提价消化过程中，达到目标价格区间还需要时间。综合看来目前老窖略占先机。但还应注意在中高档酒层面他们面临着共同的对手——地区性强势企业。地区性强势企业在当地具有消费者认同度高、当地渠道把握力强等优势。外来品牌面临着持续性大投入、获取消费者认同等问题。是否能成为新的利润增长点，还需要时间。

第 4 部分 二季度食品饮料行业投资组合

当前的经济数据显示宏观经济告别最坏时期，缓慢复苏可期。研究员判断食品饮料行业处在底部的构筑阶段。其中白酒行业因滞后宏观经济的特性，底部的构筑比较复杂。伴随库存的起落、销售恢复会有反复。时间的跨度会长些，将呈现 L 型的趋势。基于重点企业普遍采取业绩平滑措施，静态估值处于合理状态。若跌破目前的价格区间可以战略性配置。而大众消费品啤酒、肉制品、乳业等子行业随着旺季的到来将率先走出低谷。研究员对行业整体依然维持“中性”评级，建议低配。但建议把在食品饮料的配置重点放在青啤、双汇等大众消费品上。

青啤：

- 公司 2008 年实现啤酒销量 538 万吨，同比增长 6.6%。其中主品牌销量 240 万吨，同比增长 25.4%。实现收入 157.81 亿元，同比增长 16.6%。实现净利润 7 亿元，同比增长 25.3%。
- 公司产能稳步提升。08 年将 15 亿元募集资金有重点地进行了投资开发，济南、成都、徐州等项目相继竣工投产，公司新增产能近 100 万吨。总的年产能达到 770 万吨。有利保障未来公司在山东重点地区的扩张力度。
- 主要盈利市场强势依旧。08 年青岛和华南地区的销售收入增速分别为 27.1%和 24.9%。两地区收入和利润占总量的 70%以上，是拉动公司实现 16.6%增长的主要动力。
- 产品结构提升和优化成效显著。08 年“1+3 品牌”的销量比重占公司总销量的 94%，同比提升 18 个百分点。使全年公司啤酒吨价提高了 9%。09 年公司计划将“1

+3 品牌” 占总销量比重提高到 98%。继续提高青岛啤酒高附加值产品的销量，提升吨酒收入水平。

- 内部组织机构变革继续深化，成立营销和制造两大中心。建立和完善省一级营销分支机构，实现组织体系扁平化，强化对市场的营运和掌控能力。在营销工作方面，品牌建设以 NBA 赛事为主线，坚持体育营销为主导。推行“大客户+微观营运”的高效率营运模式。
- 实施新的高管业绩绩效年度薪酬计划。在原有董事薪酬总额基础上按照公司利润总额同比增长额的 3—6% 提取执行董事业绩绩效年底薪酬。使管理利益与流通股东利益相一致。再考虑公司存在再融资的需求，公司释放业绩的动力强劲。
- 2 季度啤酒进入消费旺季，单月的良好销售数据都会提升市场的预期。考虑公司计划 09 年减少生产成本 4 亿元，假设 09 年公司啤酒吨价微幅提升 2.28%，10 年均价保持不变。研究员预计公司 2009、2010 年 EPS 分别为 0.82 元和 1.03 元。给予“谨慎推荐”评级。

双汇：

- 公司产品毛利率恢复明显。一季度综合毛利率实现 11.93%，同比提高 4.27 个百分点，环比 08 年四季度提高 1.62 个百分点。公司实行“258 原则”：生猪采购价格低于行业均价 0.2 元，毛猪和白条肉价格差距小于 5 元，毛利率要达到 8% 以上。
- 2 季度生猪价格见底给公司提供低价锁定成本机会。2 季度消费淡季与生猪集中出栏相重合，生猪价格将出现全年底部。双汇的屠宰生产线已经开始满负荷进行生产，低价锁定成本。农业部畜牧业司的数据显示，2009 年 3 月份，我国生猪存栏 44861 万头，比上月增加 0.6%；能繁殖母猪 4942 万头，比上月减少 0.9%，当前的存栏数量远远大于国家宏观调控指标确定的 4.1 亿头和能繁殖母猪 4100 万头水平，以此看出，目前我国生猪依旧处于相对供大于求的局势。今年 1-4 月以来，中国生猪价格已从 2009 年 1 月的 13.41 元/千克跌至 4 月的 9.88 元/千克，累计下降 26%。最近的猪流感则将加速生猪价格的探底，部分地区生猪价格已经低于 9 元。
- 充裕的流动性带来的通胀预期将缓解公司传统产品价格下滑的速度。同时公司通过买赠促销来维持 08 年成本推动形成的较高价格体系。虽然会提高部分销售费用，但毛利率的回升更快。
- 通过不断开发新品种肉制品，使产品结构持续得到优化调整，有利于产品吨价重心上移。目前台湾香肠 1 万吨月销量，玉米热狗肠 6000 吨月销量，09 年能保持 30% 的增长。Q 趣香肠 5000 吨月产量，09 年的单品销售目标将实现 7—8 万吨。
- 公司不断拓展肉制品和冷鲜肉销售渠道，08 年进入全国 3000 家商超。09 年继续进入剩余的 3000 多家商超。肉制品销售除了走大流通市场，近年逐步加强对学校、部队等行业的大客户业务。
- 研究员预计公司 09—10 年 EPS 分别为：1.45 元和 1.74 元。同时考虑到集团资产注入的预期，给予“谨慎推荐”评级。

表 6：主要上市公司业绩预测数据

证券简称	评级	2007EPS	2008EPS	2009EPS	2008PE	2009PE	分红率
双汇发展	谨慎推荐	0.93	1.15	1.45	30	24	50%
青岛啤酒	谨慎推荐	0.43	0.53	0.82	47	30	70%
张裕 A	谨慎推荐	1.21	1.7	2.06	29	24	65%
张裕 B	谨慎推荐	1.21	1.7	2.06	20	17	65%
泸州老窖	谨慎推荐	0.89	0.91	1.1	25	21	70%
贵州茅台	谨慎推荐	3	4.03	5.39	30	22	30%

资料来源：国元证券

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 15%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 10-15%” 以上	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅与上证指数持平在正负 10%” 以内	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 10%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn