

食品饮料行业

2008 年报及 2009 一季报综述：行业估值合理，重拾强势需要外在刺激因素

产业部门/行业

投资要点：

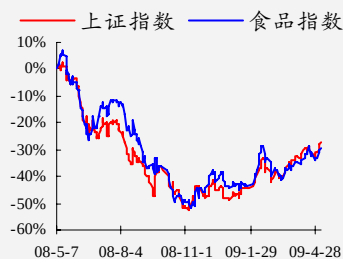
- 2008 年度食品饮料行业（50 家上市公司）整体表现平稳，合计归属母公司净利润同比下滑 5.85%，每股收益 0.375 元，净资产收益率为 11.1%。
- 2008 年食品饮料行业受到外部宏观经济回落的不利影响，经营指标表现为逐季回落，行业（50 家组合）毛利率从 33.44% 下滑至 32.56%、营业收入增长率从 22.58% 下滑至 9.8%、归属母公司净利润增长率从 58.24% 下滑至 -5.85%。
- 龙头公司的经营表现仍要明显优于行业整体，说明在行业景气度下行阶段，行业龙头更能够通过自身经营策略的调整平抑经营的波动性，保持经营稳定。
- 从财务数据看，2009 年 1 季度食品饮料行业经营指标仍然维持较好的增长态势，除营业收入同比微降之外，其余均表现为同比增长，其中归属母公司净利润同比增长 16%。
- 经过 1 季度市场演化后食品饮料的行业估值已进入合理区域，相对大盘的估值溢价甚至低于周期性行业。但是行业景气度确定性回升仍未出现，基金仍处于超配状态，所以大规模增持的机会并没有到来。
- 我们继续维持二季度策略中的观点，继续看好白酒和肉制品子行业，建议重点关注泸州老窖、高金食品、双汇发展和燕京啤酒等上市公司。

同步大势

维持评级

2009 年 5 月 8 日

走势图



子行业	评级
白酒	同步大势
葡萄酒	同步大势
啤酒	同步大势
黄酒	同步大势
乳制品	同步大势
肉制品	同步大势

重要公司	评级
泸州老窖	谨慎推荐
高金食品	谨慎推荐
双汇发展	谨慎推荐
燕京啤酒	谨慎推荐

分析师：吴雁

TEL: (8621)6336 7000-263

FAX: (8621)6337 3209

Email: wuy@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20

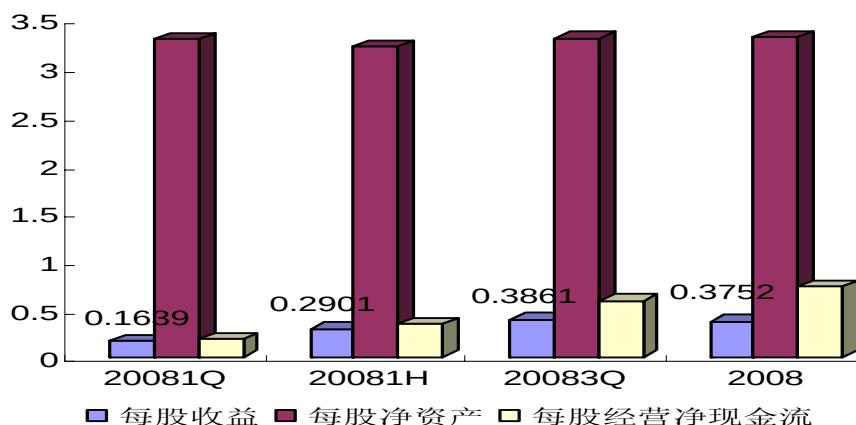
(邮编 200002)

1、食品饮料行业 08 年以及 09 年 1 季度经营回顾

1.1 08 年行业经营呈现逐季回落

2008 年食品饮料经营总体表现良好，我们选择的 50 家上市公司组成的行业合计实现归属母公司净利润 95.69 亿元，同比下滑 5.85%，加权平均每股收益为 0.375 元，加权平均每股净资产 3.32 元，净资产收益率 11.1%。

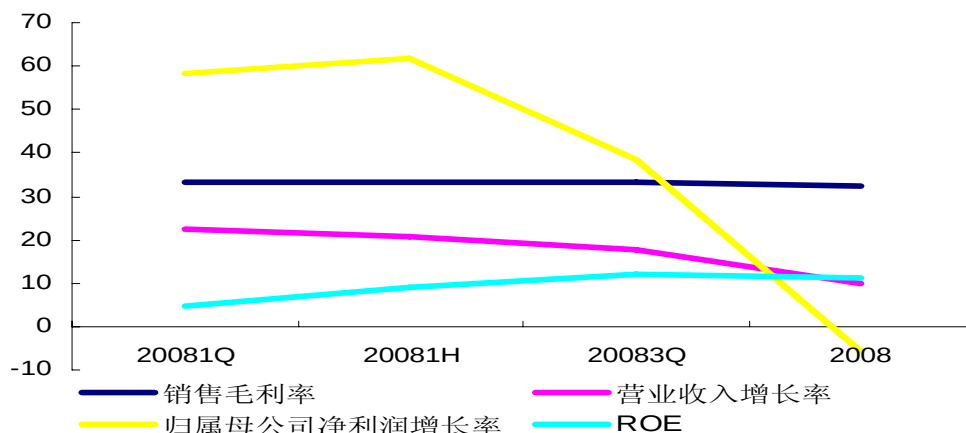
图 1：行业组合 08 年 4 个季度每股经营指标变化



数据来源：wind，东北证券金融与产业研究所

但是受到国内宏观经济回落的影响，08 年食品饮料行业经营指标呈现逐季回落的走势，与整个经济面保持一致。行业组合的毛利率从 1 季度的 33.44% 回落到 4 季度的 32.56%，营业收入增长率从年初的 22.58% 回落到 4 季度的 9.8%，归属母公司净利润增长表现更为明显，从 1 季度的 58.24% 下跌到 -5.85%。

图 2：行业组合 08 年 4 个季度部分经营指标变化

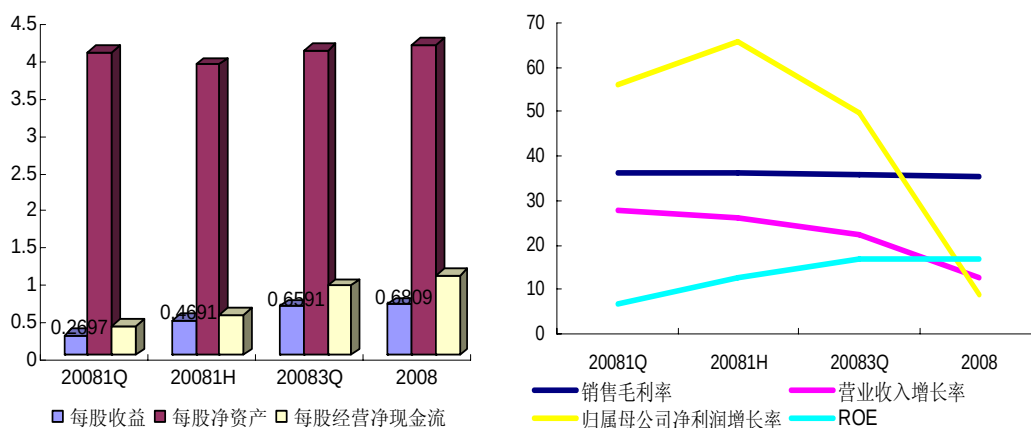


数据来源：wind，东北证券金融与产业研究所

1.2 行业龙头公司抗周期性波动能力更强

虽然我们选取的 16 家子行业龙头公司（核心组合）同样表现出经营指标逐季回落的态势，但是无论是在每股收益、每股净资产等绝对指标，还是在毛利率、净资产收益率等相对指标上，核心组合都要远远优于行业组合，并且收入、利润增长的回落幅度也要低于后者，表现出更好地抗周期性波动的能力。

图 3：核心组合 08 年 4 个季度部分绝对指标与相对指标变化



数据来源：wind，东北证券金融与产业研究所

1.3 09 年 1 季度行业增长好于我们的预期

虽然市场预期 09 年将是食品饮料行业比较困难的一年，国内消费能力的较弱将使得高端细分市场出现明显的滑坡，导致营业收入、净利润增速放缓甚至出现负增长。但是从实际数据上看，行业组合 1 季度实现归属母公司净利润 45.57 亿元，同比增长 16.14%，单季度加权平均每股收益 0.18 元，好于我们的预期。

表 1：行业经营指标 08、09 年 1 季度同期比较

时间	20081Q		20091Q	
经营指标	行业组合	核心组合	行业组合	核心组合
每股收益	0.1639	0.2697	0.1787	0.3077
每股净资产	3.297	4.0546	3.4985	4.4696
每股经营净现金流	0.1818	0.396	0.1981	0.3478
营业收入增长率	22.58	27.77	-2.69	-3.44
销售毛利率	33.44	36.4	38.34	42.65
营业利润率	12.46	15.5	15.38	19.56

归属母公司净利润增长率	58.24	55.89	16.14	21.97
ROE	4.83	6.79	5.1	7.06
资产负债率	44.39	39.22	42.95	37.14

数据来源：wind，东北证券金融与产业研究所

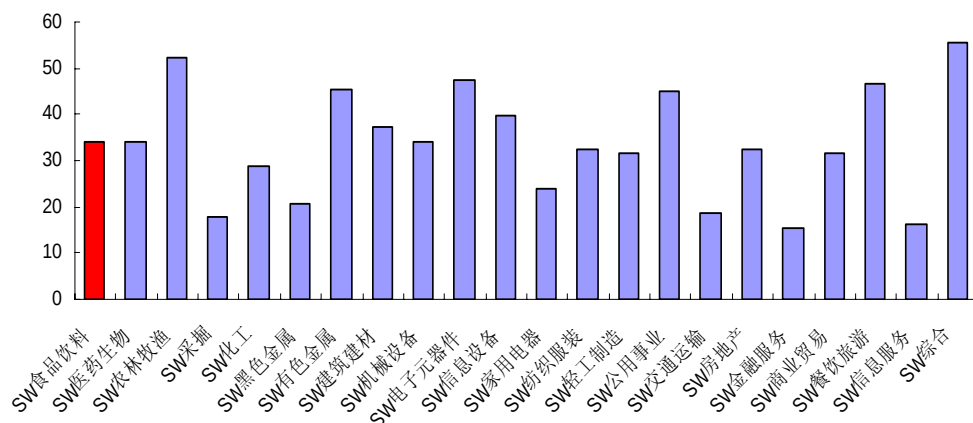
从数据上看，除了营业收入同比出现 2.69% 的负增长之外，行业组合的归属母公司净利润同比增长超过 16%，同时行业毛利率、营业利润率、净资产收益率等主要指标均较 08 年 1 季度有所提高，其中毛利率同比更是提升达到 5 个百分点。与 08 年度的情况相同，代表龙头公司的核心组合的经营绩效也明显优于行业组合，我们认为随着产业集中度的不断提高以及消费升级持续深化，行业龙头上市公司将成为行业整合的主导力量，并获得更大的市场份额。

2、行业估值合理、市场仍处于超配状态

2.1 行业估值进入合理区域

经过 1 季度的市场演化之后，目前食品饮料行业整体估值水平已经进入合理区域。根据 wind 统计数据显示，目前全部 A 股静态 PE 为 21 倍，剔除银行以及亏损公司的静态 PE 在 30 倍左右，而食品饮料静态 PE 在 33 倍，估值合理。另一方面，08 年持续的行业高估值溢价也在 09 年 1 季度末变得并不突出，一些周期性行业的估值已经明显高于食品饮料。

图 4：申万一级行业静态估值比较



数据来源：wind，东北证券金融与产业研究所

2.2 市场整体仍处于超配状态

根据 wind 的统计数据，截至 09 年 1 季度末，基金整体对食品饮料行业仍处于超配状态，行业市值占股票投资的比重比标准高出 1.5 个百分点，这说明市场仍然对防御性板块给与了足够的“重视”。

图 5：基金行业配置比较

代码	行业名称	占股票投资市值比(%)	股票市场标准行业配置比例(%)	相对标准行业配置比例(%)
A	农、林、牧、渔业	0.4803	1.3636	-0.8833
B	采掘业	7.8664	7.7397	0.1267
C	制造业	37.0026	37.8451	-0.8425
C0	食品、饮料	5.0868	3.6315	1.4553
C1	纺织、服装、皮毛	0.4964	1.6715	-1.1751
C2	木材、家具	0.0494	0.1197	-0.0703
C3	造纸、印刷	0.5235	0.7856	-0.2621
C4	石油、化学、塑胶、塑料	4.599	5.3251	-0.7261
C5	电子	0.8136	1.8007	-0.9871
C6	金属、非金属	7.3728	8.9509	-1.5781
C7	机械、设备、仪表	12.3719	10.566	1.8059
C8	医药、生物制品	5.325	4.2738	1.0512
C99	其他制造业	0.3638	0.6485	-0.2847
D	电力、煤气及水的生产和供应业	2.9756	5.3482	-2.3726
E	建筑业	2.0179	2.123	-0.1051
F	交通运输、仓储业	3.3756	5.4904	-2.1148
G	信息技术业	4.1687	4.4053	-0.2366
H	批发和零售贸易	5.1173	4.0469	1.0704
I	金融、保险业	23.2571	20.3741	2.883
J	房地产业	7.274	5.7379	1.5361
K	社会服务业	1.6454	1.8188	-0.1734
L	传播与文化产业	0.4366	0.4624	-0.0258
M	综合类	1.5431	3.2447	-1.7016

数据来源：wind，东北证券金融与产业研究所

虽然目前食品饮料行业的估值合理，但受制于行业属性，食品饮料行业景气度并未明显回暖，白酒、葡萄酒以及高端消费市场还处于寻找景气底部的过程。同时市场整体对食品饮料处于超配状态，所以我们认为短期内市场大幅增持行业的概率并不高，行业重拾强势仍需等待。

3、继续看好白酒和肉制品行业

我们继续维持在二季度投资策略报告中的观点，看好白酒和肉制品子行业的投资机会。我们认为宏观经济的周期性波动不会改变国内消费升级的大趋势。随着居民收入水平的提高，其对生产品质的要求决定对于优质、安全的食品追求，并愿意为此付出一定的溢价。消费升级是支撑消费高端化的基石。所以白酒作为拥有深厚文化底蕴以及高毛利特征的饮品，在宏观经济“触底回升”之后仍然值得看好。同时白酒行业目前整体静态估值 30 倍，也低于其他酒类子行业。

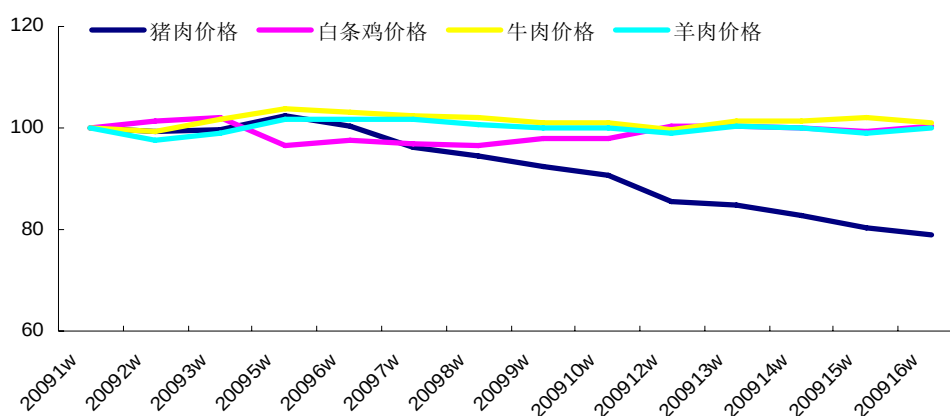
图 6：食品饮料子行业估值情况

板块名称	市盈率(整体法)[交易日期] 2009-4-30[财务数据匹配规则] 上年年报[剔除规则] 剔除负值	市净率(整体法)[交易日期] 2009-4-30[财务数据匹配规则] 当年一季[剔除规则] 剔除负值
全部A股	21.12	2.73
沪深300	19.08	2.6
SW食品饮料	33.89	5.17
SW食品加工	36.42	4.3
SW肉制品	29.31	7.98
SW制糖	60.83	2.41
SW食品综合	68.86	3.49
SW食品制造	82.27	3.86
SW调味发酵品	72.39	3.31
SW乳品	110.62	4.14
SW饮料制造	32.97	5.46
SW白酒	30.23	6.24
SW啤酒	43.47	3.96
SW其他酒类	34.12	4.01
SW软饮料	61.42	3.59
SW葡萄酒	30.53	7.55
SW黄酒		

数据来源：wind，东北证券金融与产业研究所

2009 年初开始国内猪肉价格明显回落，至今已经下跌超过 20%。猪肉成本大幅回落放大的下游深加工的毛利空间。我们预计在经历了“H1N1 甲型流感”病毒的洗礼之后，国内猪肉价格将触底回升。虽然猪价上涨会压缩下游的毛利空间。但在屠宰单头毛利绝对额会上升的同时，单位费用也会相应减少，总体上我们认为猪价恢复性上涨对肉制品行业整体是利大于弊。目前猪肉相对牛羊禽肉价格下跌较多，我们预计未来猪肉消费量也将同比实现增长。目前肉制品行业的静态 PE 为 29.31 倍，也处于子行业中的较低水平。

图 7：09 年前 4 个月主要肉制品价格走势（价格已经标准化）



数据来源：农业信息网，东北证券金融与产业研究所

表 2：行业组合以及核心组合股票列表

行业组合		核心组合
600090.SH 啤酒花	600132.SH 重庆啤酒	600298.SH 安琪酵母
600238.SH 海南椰岛	600199.SH 金种子酒	000895.SZ 双汇发展
600298.SH 安琪酵母	600300.SH 维维股份	600737.SH 中粮屯河
600537.SH 海通集团	600519.SH 贵州茅台	600887.SH 伊利股份
600543.SH 莫高股份	600600.SH 青岛啤酒	000858.SZ 五粮液
600597.SH 光明乳业	600702.SH 沱牌曲酒	002216.SZ 三全食品
000576.SZ 广东甘化	600779.SH 水井坊	600519.SH 贵州茅台
000833.SZ 贵糖股份	600809.SH 山西汾酒	600600.SH 青岛啤酒
000876.SZ 新希望	000019.SZ 深深宝 A	600779.SH 水井坊
000895.SZ 双汇发展	000568.SZ 泸州老窖	600809.SH 山西汾酒
000911.SZ 南宁糖业	000729.SZ 燕京啤酒	000568.SZ 泸州老窖
002053.SZ 云南盐化	000752.SZ 西藏发展	000729.SZ 燕京啤酒
002143.SZ 高金食品	000799.SZ 酒鬼酒	000848.SZ 承德露露
002220.SZ 天宝股份	000848.SZ 承德露露	000869.SZ 张裕 A
600737.SH 中粮屯河	000869.SZ 张裕 A	600616.SH 金枫酒业
600073.SH 上海梅林	000929.SZ 兰州黄河	000911.SZ 南宁糖业
600186.SH 莲花味精	000995.SZ 皇台酒业	
600305.SH 恒顺醋业	600197.SH 伊力特	
600365.SH 通葡股份	600559.SH 老白干酒	
600887.SH 伊利股份	600573.SH 惠泉啤酒	
000596.SZ 古井贡酒	600616.SH 金枫酒业	
000858.SZ 五粮液	000972.SZ 新中基	
002216.SZ 三全食品	600962.SH 国投中鲁	
600429.SH 三元股份	600084.SH ST 新天	
600059.SH 古越龙山	000716.SZ ST 南方	

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券有限责任公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券有限责任公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209