



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦

2009 年 6 月 8 日

食品饮料

研究部

袁霏阳

分析员

yuanfy@cicc.com.cn

板块表现跟踪与短期投资建议

投资提示：

在 A 股整体估值已然高达 25 倍（剔除银行股之后的 09 年平均估值水平）的前提下，我们强烈看好盈利增长无忧而且明显处在估值低估状态的伊利股份与双汇发展的未来股价表现。我们继续看好啤酒股（包括青岛啤酒和燕京啤酒）在二、三季度盈利强劲释放之际所带来的交易性机会，并且积极关注基本面好转预期下的可选消费股（主要包括高端白酒企业以及葡萄酒公司）估值提升机会。

理由：

当前股价下，伊利 09 年估值仅为 23.5 倍，与市场整体估值水平相比明显处在低估状态。09 年是公司灾后重振第一年，因此净利润率预期仅有 2%。尽管一季度季报显示，年内公司可能会因为高企的营销费用率而难有递送更多盈利惊喜的机会，但我们预期高营销费用率将在以后年度理性回归，从而使得公司能在销售稳定增长基础上，依靠利润率回升维持盈利持续快速增长趋势。值得注意的是，蒙牛已然开始的费用率控制努力将会体现在其不断超越市场预期的盈利惊喜之中，这也夯实了我们必将见到伊利营销费用率理性回归的判断。

当前股价下，双汇 09 年估值仅为 23.3 倍，与市场整体估值水平相比亦明显处在低估状态。5 月份公司生猪屠宰量环比适度减少，因预期猪价仍可能会在 6 月份继续小幅下探，但当月屠宰量同比增幅依然显著。由于下游肉制品业务深受猪价下跌之利，而且下游业务乃公司利润贡献主力，所以 09 年盈利大幅增长前景无忧。同时，公司在历次猪价大幅攀升之际均能保持盈利稳定增长之，实使我们无需过虑明年猪价反转风险，而且集团或于 A 股实现整体上市的可能亦值得憧憬。

如我们所料，青岛啤酒果然借助外资喘息之际加快收购整合步伐。集团以创新方式低成本收购趵突泉啤酒获得成功，使得公司业绩持续快速增长前景更为明朗，我们甚至预期今明两年公司会有更大规模资产收购行为。因此，尽管 A 股估值水平难以提供足够的评级上调空间，但我们相信公司股价短期内会有明显交易机会。与青岛啤酒相比，燕京啤酒约有 20% 估值折扣，啤酒企业二、三季度盈利强势增长之实，以及受青岛啤酒收购利好刺激，我们相信燕京股价短期内同样会有明显交易机会。另据了解，这两家公司 4-5 月啤酒销量增幅均保持在 15% 左右。

财富效应与房地产市场重新抬头令高价酒消费复苏有望，草根调研结果亦显示该类消费在 4-5 月有走出低谷之实，我们对该板块投资观点由此转向谨慎乐观。基本面下行风险大幅降低会令该板块投资趋向活跃，但消费税对未来盈利影响的折扣不能不打，提价预期目前也仅局限于茅台一家，而且销量何时浮出水面并重拾升势以及对于未来销量回升高度的看法仍存争议，所以预计相关公司股价会在波动中逐渐抬升底部，我们将在晚些时候推出针对该板块的专题研究报告。

估值：

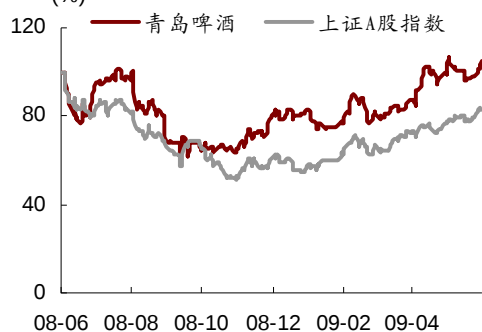
我们所覆盖的 A 股食品饮料公司相对大盘的估值溢价已处在过去三年均值的下方，显示该板块估值应有强劲支撑。中报将近，食品股特别是低价快消类股优异业绩或将使该板块表现脱颖而出。尽管可选消费股估值难以重现 06/07 年间大幅超越低价快消股估值的盛况，但基本面风险大幅降低仍有望在短期内推升可选消费股估值，使两板块表现得并驾齐驱。

青岛啤酒 (600600.CH)：中性

主要财务，股票信息

(百万元)	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	10,020	11,677	13,709	16,023	17,843	20,059
(+/-%)	16.2	16.5	17.4	16.9	11.4	12.4
息税前利润	653	815	1,067	1,216	1,517	1,817
(+/-%)	11.7	24.9	30.9	14.0	24.7	19.8
净利润	304	435	558	700	1,047	1,271
(+/-%)	8.7	43.1	28.3	25.3	49.7	21.3
每股盈利 (元)	0.23	0.33	0.43	0.53	0.80	0.97
(+/-%)	8.7	43.1	28.3	25.3	49.7	21.3
每股经营现金流 (元)	0.90	0.86	0.84	1.15	1.73	1.73
市盈率(倍)	111.2	77.7	60.5	48.3	32.3	26.6
市净率(倍)	6.8	6.5	6.1	5.6	5.0	4.5
EV/EBITDA(倍)	27.3	24.5	21.1	19.0	12.8	11.4
股价/经营现金流(倍)	28.6	30.0	30.9	22.4	14.9	14.9
净资产收益率(%)	6.2	8.3	10.1	11.5	15.4	16.8
投入资本回报率(%)	7.2	6.6	6.1	7.3	8.3	9.1
现金分红收益率(%)	0.6	0.9	0.9	1.0	1.4	1.8

H股	A股
168 HK	600600 CH
港币 22.2	当前股价 人民币 25.83
港币 26.25	目标股价
0.69	日成交量(百万股)
港币 23.266/11.423	52周最高价/最低价
33,680	总市值(百万元)
1,308	发行股数(百万股)
655	其中：流通股(百万股)
青啤集团 30.89%	主要股东(持股比例)
(%)	青啤集团 30.89%



资料来源：

投资提示

我们调高公司盈利预测，并且相信公司股价短期内存在明显交易机会，尽管 A 股估值水平未能提供足够的评级上调空间。

理由

- ▶ 4-5 月公司啤酒销量同比劲升 15%，使得我们全年双位数销量增长预期有望实现。
- ▶ 预计资产减值计提将会明显减少，同时亏损子公司实现盈利降低综合税赋，使得公司盈利有望大幅超出早先预期。
- ▶ 除集团成功收购趵突泉啤酒的消息以外，我们预期今明两年公司或将会有更大规模资产收购，主要因为经济危机导致外资啤酒巨头于国内收购资产的热情大幅降低，从而使得以青啤为代表的国内巨头重获收购整合良机。
- ▶ 持续收购预期提升公司未来增长预期，也使我们现时关于 09 年后公司将保持低双位数销售增长的预测可能显得保守。

估值与投资建议

当前股价下，公司今明两年 EV/EBITDA 估值（该估值手段被广泛应用于灌瓶厂，因其固定资产占比高，容易引发账面盈利因资产折旧摊销巨大而大幅低于实际现金收益的情况）仍分别高达 12.8 倍和 11.4 倍，几乎处在国际可比公司顶端，A 股当前估值缺乏足以上调公司投资评级的空间。尽管存在估值瓶颈，但我们相信公司股价仍会在短期内有所表现，因为受到盈利提升（公司存在中期预增可能）以及集团大规模资产并购消息刺激。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图表 1：盈利预测调整

(人民币：百万元)	调整前	2009E		调整前	2010E	
		调整后	变化		调整后	变化
销量(万吨)	579	579	0.0%	624	624	0.0%
销售收入	17843	17843	0.0%	20059	20059	0.0%
毛利率	41.5%	41.5%	0.0%	41.5%	41.5%	0.0%
主营业务税金	1602	1602	0.0%	1733	1733	0.0%
营销费用	3283	3283	0.0%	3660	3660	0.0%
营销费用/销售收入	18.4%	18.4%	0.0%	18.2%	18.2%	0.0%
管理费用	1001	1001	0.0%	1115	1115	0.0%
管理费用/销售收入	5.6%	5.6%	0.0%	5.6%	5.6%	0.0%
息税前利润	1517	1517	0.0%	1817	1817	0.0%
息税前利润率	8.5%	8.5%	0.0%	9.1%	9.1%	0.0%
所得税率	33.8%	28.0%	-5.8%	33.8%	28.0%	-5.8%
净利润	907	1047	15.5%	1111	1271	14.4%
净利润率	5.1%	5.9%	0.8%	5.5%	6.3%	0.8%
每股收益(人民币元)	0.693	0.801	15.5%	0.850	0.972	14.4%

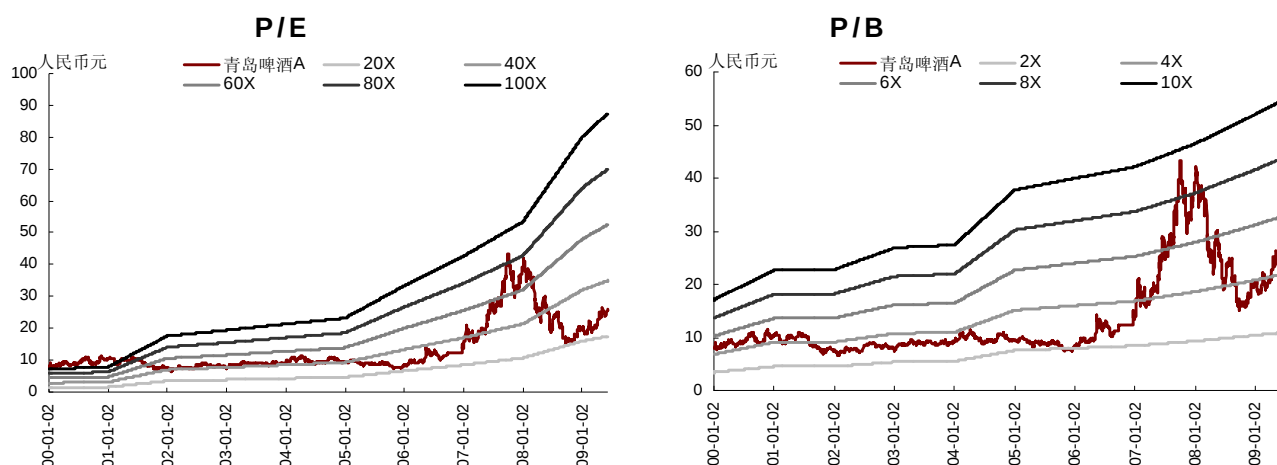
资料来源：中金公司研究部

图表 2：同业估值比较

公司 (收盘于2009-6-5)	代码	投资评级	市盈率			市净率			净资产收益率			股息收益率			EV/EBITDA		
			2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008 (%)	2009E (%)	2010E (%)	2008 (%)	2009E (%)	2010E (%)	2008	2009E	2010E
贵州茅台	600519.SH	中性	31.3	26.9	24.8	10.3	7.9	6.3	33.8	30.3	26.5	0.7	0.9	1.1	21.0	17.9	16.5
五粮液	000858.SZ	审慎推荐	37.4	24.4	20.4	5.9	4.8	4.0	15.9	19.9	19.5	0.3	0.4	0.5	17.4	11.2	9.3
张裕A	000869.SZ	中性	29.8	27.4	25.2	10.5	9.2	8.2	35.2	33.7	32.5	2.4	2.6	2.8	21.3	19.2	17.6
金枫酒业	600616.SH	中性	28.0	28.9	25.7	6.4	5.6	4.9	23.0	19.5	19.1	1.3	1.3	1.3	20.3	21.1	18.2
古越龙山	600059.SH	中性	27.1	36.0	38.6	2.1	3.0	2.9	7.8	8.5	7.6	0.0	3.3	3.1	16.1	14.1	14.6
三全食品	002216.SZ	中性	41.2	35.0	28.5	3.8	3.5	3.1	9.2	10.0	10.9	1.5	0.0	0.0	12.0	10.1	8.0
承德露露	000848.SZ	审慎推荐	27.3	24.2	17.8	5.0	4.6	4.1	18.9	19.6	24.1	2.6	2.5	3.4	13.7	12.4	9.9
燕京啤酒	000729.SZ	审慎推荐	36.5	26.0	22.3	2.8	2.4	2.3	6.7	8.8	9.6	1.1	1.5	1.8	14.5	10.2	9.1
双汇发展	000895.SZ	审慎推荐	29.9	22.9	21.3	8.7	7.1	6.1	29.2	31.0	28.5	1.7	2.3	2.4	16.8	13.2	11.9
伊利股份	600887.SH	审慎推荐	n.m.	23.5	19.1	4.3	3.7	3.2	n.m.	15.9	16.9	0.0	0.9	1.0	n.m.	8.5	6.9
光明乳业	600597.SH	回避	n.m.	54.7	40.7	3.9	3.6	3.3	n.m.	6.6	8.2	0.0	0.3	0.7	n.m.	14.0	11.8
平均值			32.1	30.0	25.9	5.8	5.0	4.4	20.0	18.5	18.5	1.0	1.4	1.6	17.0	13.8	12.2
青岛啤酒	600600.SH	中性	48.3	32.3	26.6	5.6	5.0	4.5	11.5	15.4	16.8	1.0	1.4	1.8	19.0	12.8	11.4

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 3：历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表4：盈利预测及其主要假设

(人民币:百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
吨酒售价 (元/吨)	2715	2978	3081	3216
+/-%		9.7%	3.4%	4.4%
销量 (万吨)	505	538	579	624
销售收入	13709	16023	17843	20059
吨酒成本 (元/吨)	1584	1767	1802	1881
+/-%		11.5%	2.0%	4.4%
销售成本	8002	9509	10439	11734
毛利率	41.6%	40.7%	41.5%	41.5%
营业费用	2651	2972	3283	3660
营业费用率	19.3%	18.5%	18.4%	18.2%
管理费用	667	902	1001	1115
管理费用率	4.9%	5.6%	5.6%	5.6%
税前利润	1004	1108	1526	1852
税前利润率	7.3%	6.9%	8.6%	9.2%
所得税率	40.4%	33.8%	28.0%	28.0%
净利润	558	700	1047	1271
净利润率	4.1%	4.4%	5.9%	6.3%

资料来源：中金公司研究部

图表5：历史和预测的财务指标

(单位:人民币百万元)	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
损益表						
主营业务收入	10,020	11,677	13,709	16,023	17,843	20,059
主营业务利润	3,041	3,700	4,386	5,090	5,801	6,593
营业费用	-1,655	-2,018	-2,651	-2,972	-3,283	-3,660
管理费用	-773	-897	-667	-902	-1,001	-1,115
营业利润	653	815	886	989	1,405	1,728
财务费用	-20	-3	6	-46	-20	4
税前利润	528	615	1,004	1,108	1,526	1,852
净利润	304	435	558	700	1,047	1,271
每股盈利 (元)	0.23	0.33	0.43	0.53	0.80	0.97
每股股利 (元)	0.16	0.22	0.22	0.25	0.37	0.45
现金流量表						
经营活动现金流净额	1,181	1,128	1,094	1,509	2,261	2,261
投资活动现金流净额	-425	-529	-1,115	-854	-500	-500
融资活动现金流净额	-823	-635	102	442	-855	-490
货币资金增加额	-71	-37	76	1,096	906	1,271
货币资金期初余额	1,363	1,266	1,208	1,285	2,394	3,299
货币资金期末余额	1,292	1,229	1,285	2,381	3,299	4,570
资产负债表						
货币资金	1,266	1,233	1,335	2,394	3,299	4,570
应收款项	180	158	131	91	110	124
存货	1,420	1,641	2,187	2,756	2,860	3,215
长期投资合计	81	-23	48	39	39	39
固定资产合计	5,516	5,314	5,640	5,650	5,067	4,445
无形资产及其他资产	781	783	952	1,087	1,058	1,029
资产合计	9,589	9,589	11,545	12,532	12,994	14,033
短期借款	949	600	971	415	-0	-0
应付账款	1,057	1,045	1,288	1,355	1,573	1,768
应付股利	12	0	0	0	0	0
应交税金	304	226	516	318	318	318
长期借款	22	53	91	1,153	1,153	1,153
股本	1,308	1,308	1,308	1,308	1,308	1,308
储备和未分配利润	3,633	3,916	4,201	4,774	5,494	6,276
负债和所有者权益合计	9,589	9,589	11,545	12,532	12,994	14,033

资料来源：公司数据，中金公司研究部

板块表现跟踪

A 股食品饮料板块（指数覆盖总计 12 家公司，分别是可选类的茅台、五粮液、张裕、金枫和；龙山，以及低价快消类的青啤、燕啤、双汇、三全、露露、伊利和光明）过去 5 周（4 月 30 日至 6 月 5 日）以及过去 28 周（08 年 11 月 21 日至 09 年 6 月 5 日）内的市场表现：

- 过去 5 周，大盘指数强劲上扬，低价与可选消费类指数均明显跑输大盘。上证 A 股指数累计上扬 11%，低价与可选消费类指数分别跑输大盘 7.3 个和 3.6 个百分点，可选类指数跑赢低价快消类指数 3.8 个百分点。
- 过去 5 周，尽管绝对股价无一下行，但所有样本股均跑输大盘。依靠统计期间最后一个交易日的发力，茅台、五粮液和张裕 A 等可选消费股股价排名得以靠前。前期暴涨的金枫股份出现获利了解，排名大幅后退。伊利股份股价继续胶着，亦显示有大量获利了解者选择退出。
- 过去 28 周，上证指数累计暴涨 39.7%，低价快消类指数跑输大盘 4 个百分点，可选消费类指数跑输大盘 15.8 个百分点，低价快消类指数跑赢可选消费类指数 11.8 个百分点。
- 过去 28 周，尽管绝对股价全线上扬，但只有乳业股、黄酒股和青岛啤酒五只股票跑赢大市。承德露露和燕京啤酒则表现殿后。

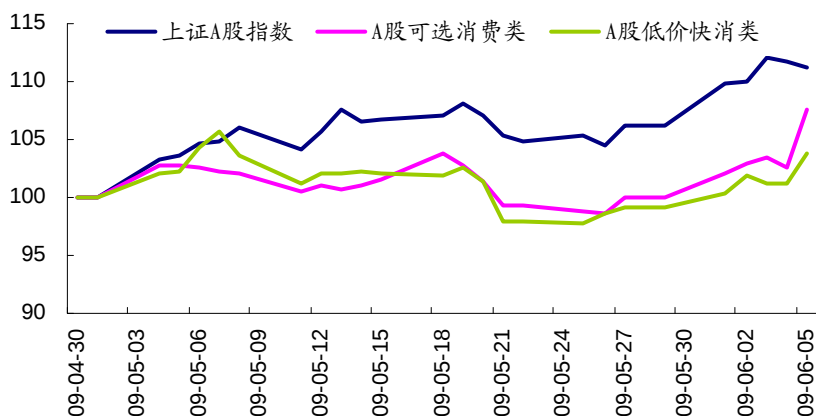
图表 6：食品饮料板块估值表(截至 2009 年 6 月 5 日)

公司 (收盘于2009-6-5)	代码	投资评级	市盈率			市净率			净资产收益率			股息收益率			EV/EBITDA		
			2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008 (%)	2009E (%)	2010E (%)	2008 (%)	2009E (%)	2010E (%)	2008	2009E	2010E
A股																	
可选消费类																	
贵州茅台	600519.SH	中性	31.3	26.9	24.8	10.3	7.9	6.3	33.8	30.3	26.5	0.7	0.9	1.1	21.0	17.9	16.5
五粮液	000858.SZ	审慎推荐	37.4	24.4	20.4	5.9	4.8	4.0	15.9	19.9	19.5	0.3	0.4	0.5	17.4	11.2	9.3
张裕A	000869.SZ	中性	29.8	27.4	25.2	10.5	9.2	8.2	35.2	33.7	32.5	2.4	2.6	2.8	21.3	19.2	17.6
金枫酒业	600616.SH	中性	28.0	28.9	25.7	6.4	5.6	4.9	23.0	19.5	19.1	1.3	1.3	1.3	20.3	21.1	18.2
古越龙山	600059.SH	中性	27.1	36.0	38.6	2.1	3.0	2.9	7.8	8.5	7.6	0.0	3.3	3.1	16.1	14.1	14.6
可选消费类平均			30.7	28.7	27.0	7.1	6.1	5.2	23.1	22.4	21.1	0.9	1.7	1.8	19.2	16.7	15.3
低价快消类																	
三全食品	002216.SZ	中性	41.2	35.0	28.5	3.8	3.5	3.1	9.2	10.0	10.9	1.5	0.0	0.0	12.0	10.1	8.0
承德露露	000848.SZ	审慎推荐	27.3	24.2	17.8	5.0	4.6	4.1	18.9	19.6	24.1	2.6	2.5	3.4	13.7	12.4	9.9
青岛啤酒	600600.SH	中性	48.3	32.3	26.6	5.6	5.0	4.5	11.5	15.4	16.8	1.0	1.4	1.8	19.0	12.8	11.4
燕京啤酒	000729.SZ	审慎推荐	36.5	26.0	22.3	2.8	2.4	2.3	6.7	8.8	9.6	1.1	1.5	1.8	14.5	10.2	9.1
双汇发展	000895.SZ	审慎推荐	29.9	22.9	21.3	8.7	7.1	6.1	29.2	31.0	28.5	1.7	2.3	2.4	16.8	13.2	11.9
伊利股份	600887.SH	审慎推荐	n.m.	23.5	19.1	4.3	3.7	3.2	n.m.	15.9	16.9	0.0	0.9	1.0	n.m.	8.5	6.9
光明乳业	600597.SH	回避	n.m.	54.7	40.7	3.9	3.6	3.3	n.m.	6.6	8.2	0.0	0.3	0.7	n.m.	14.0	11.8
低价快消类平均			36.6	31.2	25.2	4.9	4.3	3.8	15.1	15.3	16.4	1.1	1.3	1.6	15.2	11.6	9.9
A股覆盖总体平均			33.7	30.2	25.9	5.8	5.0	4.4	19.1	18.3	18.3	1.0	1.4	1.7	17.2	13.7	12.1

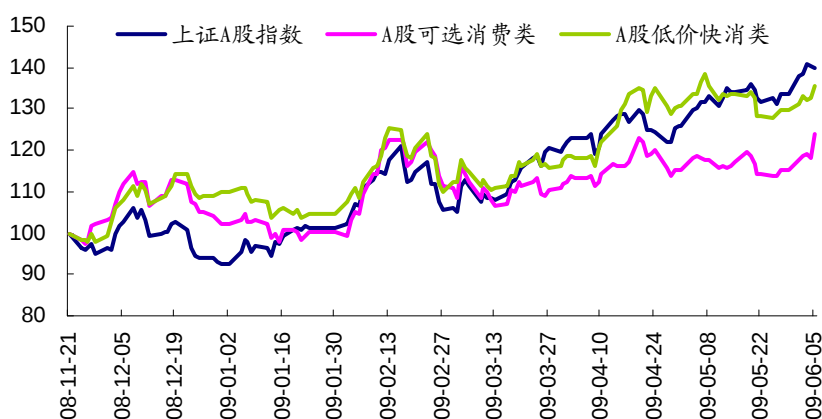
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表7：过去5周及过去28周食品饮料板块股价表现

过去5周(自2009-4-30至6-5)表现

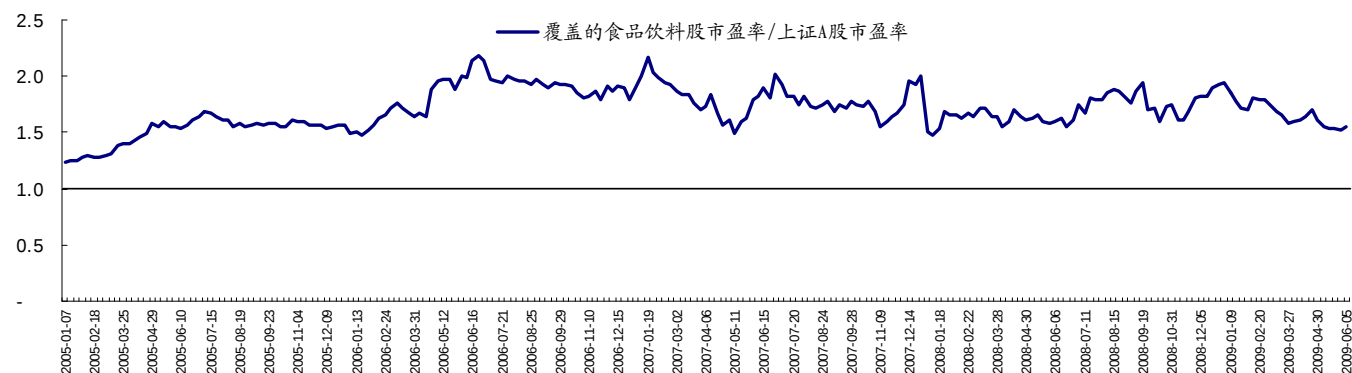


过去28周(自2008-11-21至6-5)表现



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表8：食品饮料板块市盈率/大盘市盈率(截至2009年6月5日)

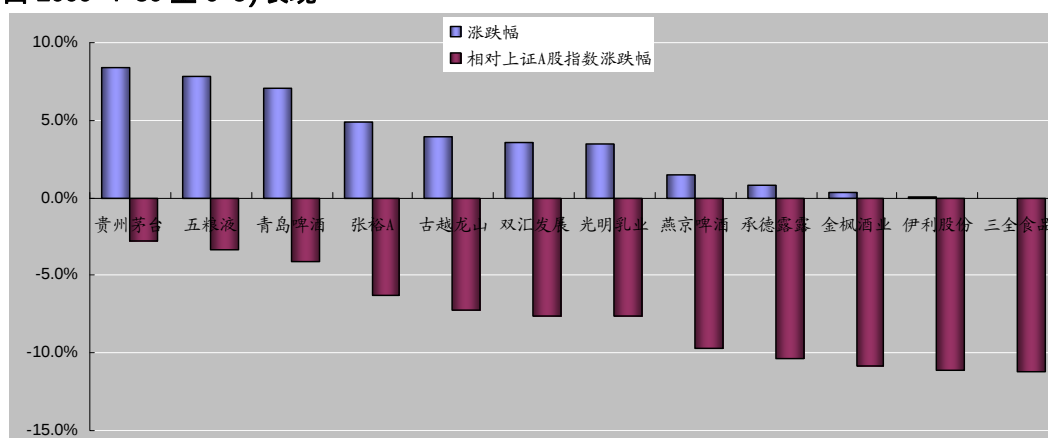


资料来源：万德资讯，中金公司研究部

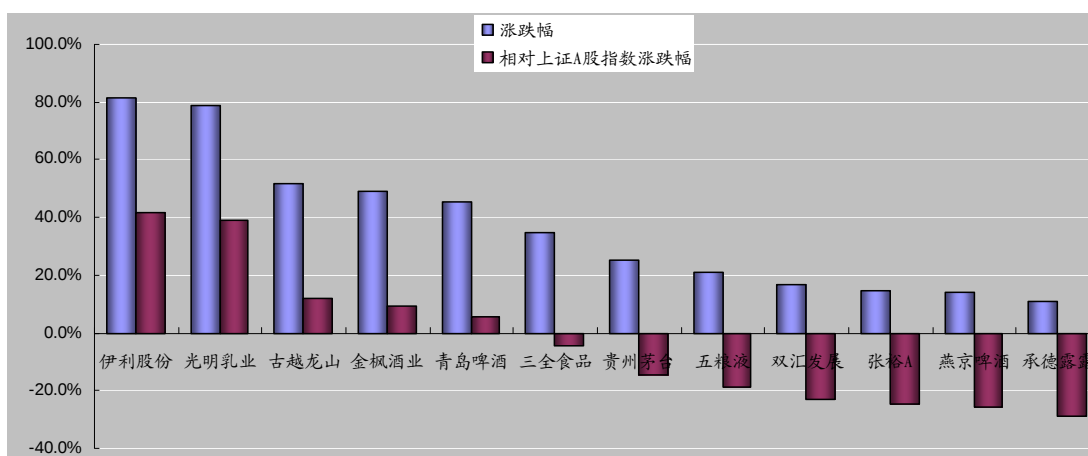
本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图表 9：过去 5 周及过去 28 周食品饮料个股涨跌幅与相对大盘表现

过去 5 周(自 2009-4-30 至 6-5)表现



过去 28 周(自 2008-11-21 至 6-5)表现



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话：(8610) 6505-1166
传真：(8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话：(8610) 8567-9238
传真：(8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话：(8621) 5879-6226
传真：(8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话：(8621) 6386-1195
传真：(8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话：(852) 2872-2000
传真：(852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话：(852) 2872-2000
传真：(852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话：(86755) 8832-2388
传真：(86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。