

食品饮料行业下半年投资策略

优于大势

行业的春天伴随消费旺季的临近姗姗而来

上调评级

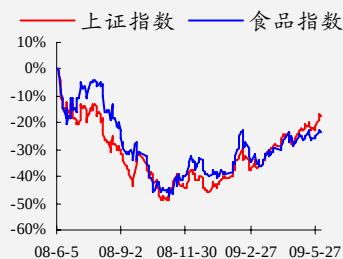
产业部门/行业

2009 年 6 月 11 日

投资要点:

- 中国的宏观经济在国家的强力刺激下见底回升，汽车、房地产以及家电、消费电子的火爆销售提振了消费信心，个人消费开始摆脱悲观阴影，出现回稳走势。历史经验表明，下半年随着中秋、国庆、元旦几个重要节日的来临，居民消费要明显好于上半年，对食品饮料的销售增长构成有力的支撑。
- 除葡萄酒行业外，09 年 1-4 月份主要子行业产量均保持同比增长。我们预计在终端价格的刚性以及企业普遍节约开支的情况下，行业 09 年的经营业绩仍将维持正增长。09 年 1 季度行业归属母公司净利润同比增长 16%。
- 目前行业整体静态市盈率在 36 倍，与过去 14 年行业的平均估值水平相当，处于相对合理水平。上证指数从 1664 点上升以来行业涨幅明显落后于其他周期性行业，相对估值存在优势。在经营业绩继续保持增长的预期下，我们预计下半年行业存在一定的补涨要求。
- 我们认为在市场大幅上涨，难以寻找良好投资机会的状况下，市场将重新认识食品饮料行业攻守兼备的特征，行业特性以及业绩增长将提供更高的安全边际。同时财富效应可能成为下半年促进消费的催化因素。
- 随着传统消费旺季的依次到来，我们下半年依次推荐啤酒行业、白酒行业和肉制品行业。高端奢侈品和大众消费品在下半年都存在提振市场表现的潜在利好因素。同时诸如处于相对困境的果蔬汁出口行业也存在着行业振兴和整合的投资机会。
- 个股方面，我们下半年推荐重点关注泸州老窖、燕京啤酒、双汇发展、青岛啤酒、高金食品、国投中鲁等上市公司。
- 风险提示：食品安全仍然是首要的不确定因素，若再次出现三聚氰胺类似事件将对行业整体产生负面影响。此外宏观经济是否持续复苏对于居民消费信心以及消费支出也将产生重要影响。

走势图



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

重要公司	评级
泸州老窖	推荐
燕京啤酒	推荐
双汇发展	推荐
高金食品	谨慎推荐
国投中鲁	谨慎推荐
青岛啤酒	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)

逻辑思路

我们延续二季度行业策略报告中的总体思路,我们发现一季度支撑行业的正面因素在二季度得以维持,同时随着财富效应开始显现以及三、四季度重要子行业的消费旺季依次来临,行业迎来 09 年最好市场表现的概率在大大增强。作为在整个 09 年上半年被市场所忽视的食品饮料行业,我们预计下半年整体表现会优于上半年,为此我们将行业评级上调为优于大势以表达对行业未来的投资信心。

行业基本面方面,在宏观经济“见底”基本确定之后,国内消费市场的最低谷也将过去。一、二季度是消费零售的淡季,而随着中秋、国庆、元旦几个重要节日的来临,预计下半年的消费将至少出现环比增长,这对食品饮料的销售增长将构成有力的支撑。

市场表现方面,以 08 年 10 月 28 日大盘 1664 见底至今,食品饮料行业的涨幅为 61%,略高于上证指数的 60%,但其中的中小市值概念股成为“主力”,而子行业龙头公司的涨幅有限。目前行业整体静态 PE 在 36 倍,与深圳 A 股 34 倍的 PE 相当,低于其他周期性行业,这种估值状况也使得食品饮料行业在下半年理应会受到更多的资金关注。

随着市场重心不断上移,赚钱的财富效应开始显现,这将进一步提升居民的消费热情,我们已经看到汽车、房产的热销在延续,所以没有理由不对未来的烟酒食品等日常消费的增长抱有乐观的预期。

三季度是啤酒的消费旺季,在成本压力明显缓解的情况下,啤酒行业今年将呈现较好的增长局面。四季度白酒也将迎来重要的销售时期,在通胀预期之下,受原材料上涨影响的高端白酒也存在着涨价的冲动。肉制品行业三季度后可能迎来价格上升、需求也同时上升的理想经营环境。个股方面,我们建议投资者重点关注泸州老窖、燕京啤酒、双汇发展、青岛啤酒、高金食品、国投中鲁等公司。

目 录

1、宏观经济见底、消费出现回稳走势	5
1.1 工业增长出现底部反弹	5
1.2 国内消费摆脱悲观阴影	5
2、食品饮料行业 09 年经营业绩将继续保持正增长	6
2.1 子行业产量继续保持同比增长	6
2.2 价格刚性、下半年 CPI 有望转正	7
2.3 行业加大费用控制力度、费用率稳中有降	8
2.4 行业历史的业绩平稳性较高	9
3、行业比较估值具备优势，存在补涨要求	10
3.1 行业估值合理，相对估值具备优势	10
3.2 年内涨幅落后、存在补涨要求	11
4、市场将重新认识食品饮料行业“攻守兼备”的特征	12
4.1 传统消费旺季即将来临、支撑业绩增长	12
4.2 行业特性以及业绩增长提供更高的安全边际	12
4.3 财富效应可能成为消费的催化因素	13
5、下半年行业投资机会分析	14
5.1 白酒行业——迎接消费旺季和提价预期	14
5.2 啤酒行业——成本明显下降和产销量增长超预期	15
5.3 肉制品行业——流感风波后恢复大众消费品的价值	16
6、重点公司推荐	17
6.1 泸州老窖（000568 SZ）——良好的管理+完整的产品线	17
6.2 燕京啤酒（000729 SZ）——成本下降+销量增长	18
6.3 双汇发展（000895 SZ）——需求增长+猪肉价格回升	19

图表目录：

图表 1：工业增速变化情况	5
图表 2：社会消费品零售总额月度增幅变化	6
图表 3：09 年 1-4 月份子行业产量累计增长情况	7
图表 4：居民消费价格分类指数变化	7

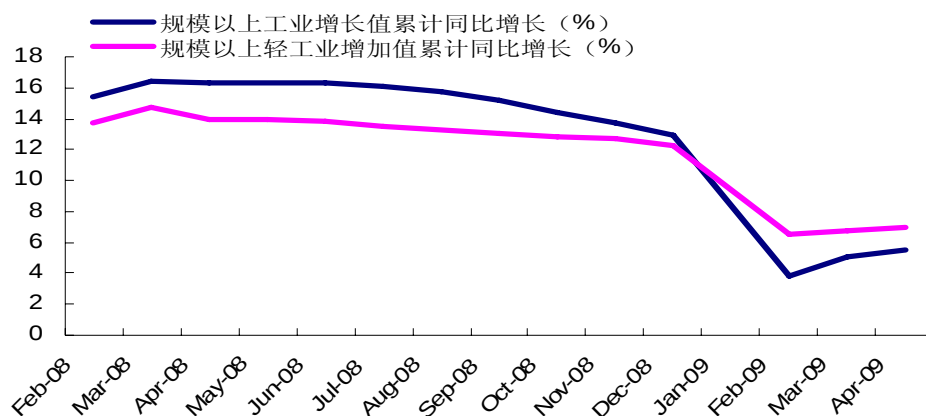
图表 5: 09 年以来国内猪肉价格走势	8
图表 6: 食品饮料行业三项费用率变化情况	8
图表 7: 食品饮料行业归属母公司净利润年度增幅变化	9
图表 8: 食品饮料行业净利润比较	9
图表 9: 申万一级行业静态 PE 比较	10
图表 10: 食品饮料行业历史静态估值变动	11
图表 11: 2008 年 10 月 28 日以来申万一级行业市场表现	11
图表 12: 主要子行业 1 季度净利润增长情况	12
图表 13: 主要子行业 08 年静态市盈率情况	13
图表 14: 白酒行业产量及增长情况	14
图表 15: 大麦进口量与价格变化	15
图表 16: 啤酒行业累计产量及增幅变化	16
图表 17: 09 年至今猪牛羊禽肉价格比较	16
图表 18: 冻肉产量及增幅变化	17
表格 1: 部分白酒公司收入和市值比较	18
表格 2: 部分啤酒公司收入和市值比较	18
表格 3: 部分肉制品公司收入和市值比较	19
表格 4: 行业重要上市公司业绩预测与估值	19

1、宏观经济见底、消费出现回稳走势

1.1 工业增长出现底部反弹

在经历了 08 年 4 季度的悲观和 09 年 1 季度的彷徨之后,进入 2 季度市场对于宏观经济复苏的信心明显增强。从统计数据上看,在国家强力刺激下宏观先行指标已经出现底部回升,4 月份规模以上工业增加值累计增长 5.5%,较 2 月份加快 1.7 个百分点。其中轻工业的表现要好于整体工业,4 月份轻工业增加值累计同比增长 7%,较 2 月份加快 0.5 个百分点。

图表 1: 工业增速变化情况

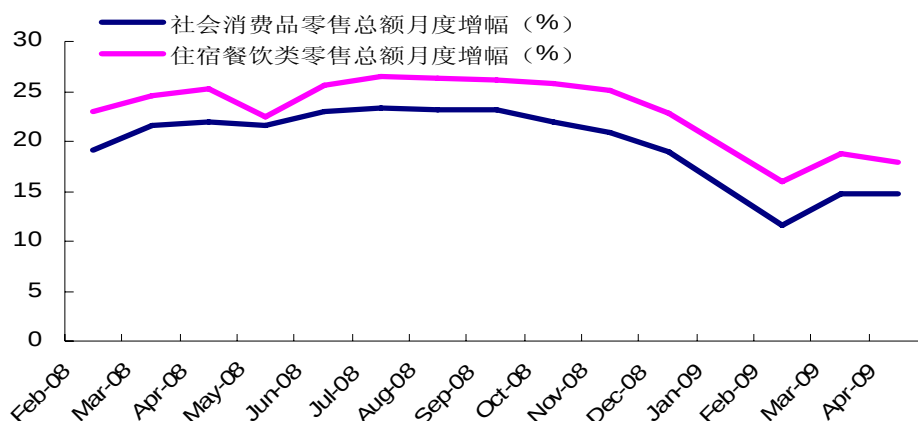


数据来源: wind, 东北证券金融与产业研究所

1.2 国内消费摆脱悲观阴影

08 年四季度以及 09 年初受金融危机席卷全球的冲击,国内消费市场也明显受到影响,零售商家频频选择大幅度折价促销来刺激商品销售,高档烟酒食品的需求出现下降。但进入二季度以来,我们看到以汽车、房地产、家用电器为代表等可选耐用消费品市场开始火爆,并开始带动消费电子、建筑建材等关联产品的销量增长,国内消费市场开始摆脱金融危机的悲观阴影重新步入增长轨道。4 月份社会消费品零售总额同比增长 14.80%,较 2 月份提升 3.2 个百分点,其中住宿和餐饮类销售额增幅要明显高于零售总额整体的增幅。

图表 2：社会消费品零售总额月度增幅变化



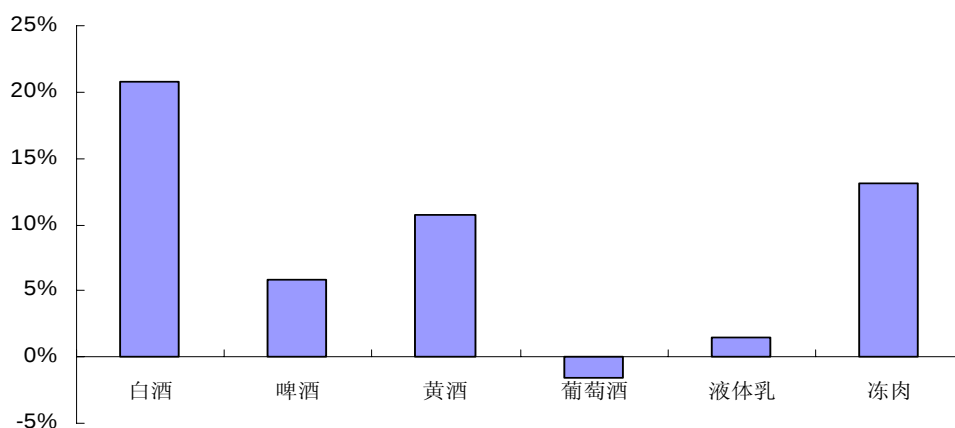
数据来源：wind，东北证券金融与产业研究所

2、食品饮料行业 09 年经营业绩将继续保持正增长

2.1 子行业产量继续保持同比增长

09 年 1-4 月食品饮料主要子行业累计产量多数表现为同比增长，其中白酒行业产量累计同比增长 20.79%。与以往年度同期数据相比，09 年前 4 个月白酒行业的产量表现似乎并未受到宏观经济的负面影响。1-4 月份啤酒产量累计同比 5.86%，对于已经进入成熟期的行业特征，未来 6%-8% 的行业产量增长是可以接受的。在酒类中唯一出现负增长的是葡萄酒行业，1-4 月份葡萄酒产量累计同比增长-1.55%，但已较前三个月降幅收窄。液态乳行业从三聚氰胺事件中恢复迅速，1-4 月份累计产量同比微升 1.48%，这也是继 1 月份以来连续第四个月份的正增长，表明消费者对乳制品的信心已经恢复，乳品消费刚性已大大强于数年之前。肉制品方面，国内冻肉 1-4 月份累计产量同比增长 13.10%，我们预计随着人们对流感的反应逐步平息，在目前的价格比价之下，下半年国内猪肉需求可能出现明显增长，而价格也将出现回升走势。

图表 3：09 年 1-4 月份子行业产量累计增长情况

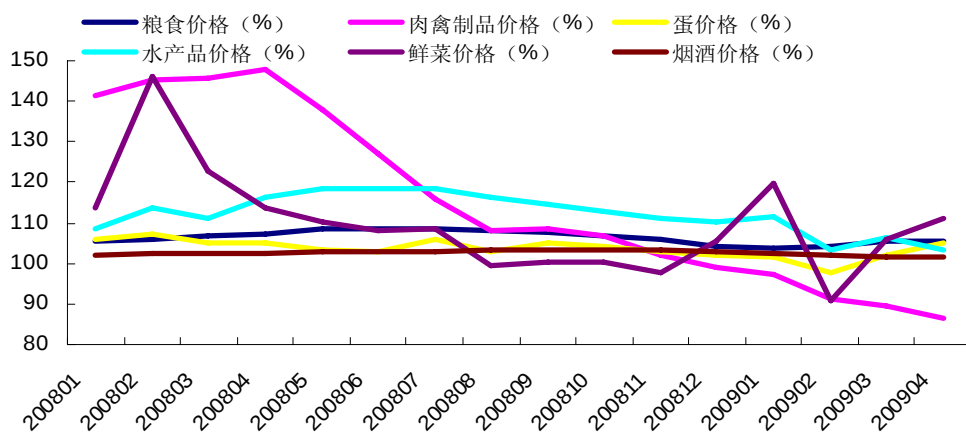


数据来源：wind，东北证券金融与产业研究所

2.2 价格刚性、下半年 CPI 有望转正

虽然上轮物价上涨起源于食品价格的上涨，但是除了猪肉价格在 09 年出现比较明显的下跌之外，大多数食品价格表现出很强的价格刚性。统计数据显示，09 年 4 月份包括粮食、蛋、水产、蔬菜、烟酒在内的日常消费品价格均表现为同比增长。同时随着国际商品价格的企稳回升，近期食用油、进口奶粉等产品爆出了提价的声音。

图表 4：居民消费价格分类指数变化

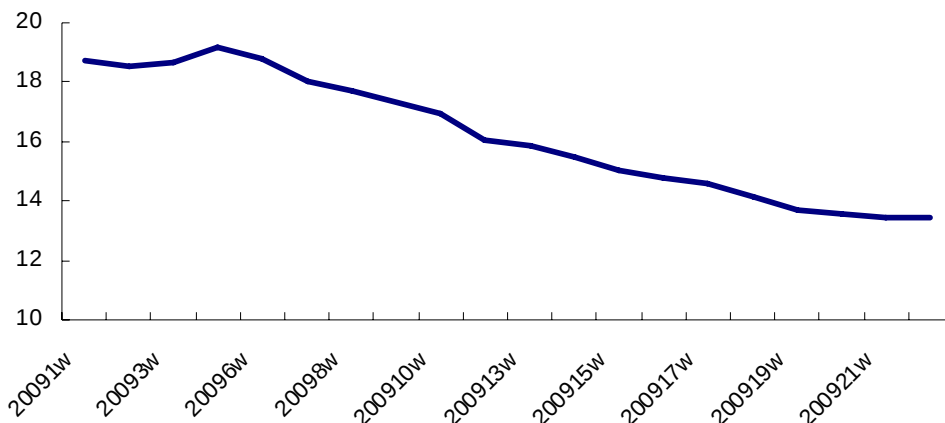


数据来源：wind，东北证券金融与产业研究所

截至 5 月份国内生猪及猪肉价格已经连续 17 周下跌，较年初下跌 30%，成为对物价下降的主要贡献力量。目前全国猪粮比价已经到达警戒水平，部分地区甚至

已经低于盈亏平衡点。我们预计 09 年三季度之后国内猪肉价格上涨的可能性较大，由此可能引致食品类价格的上行压力，下半年国内 CPI 有望由负转正。

图表 5：09 年以来国内猪肉价格走势

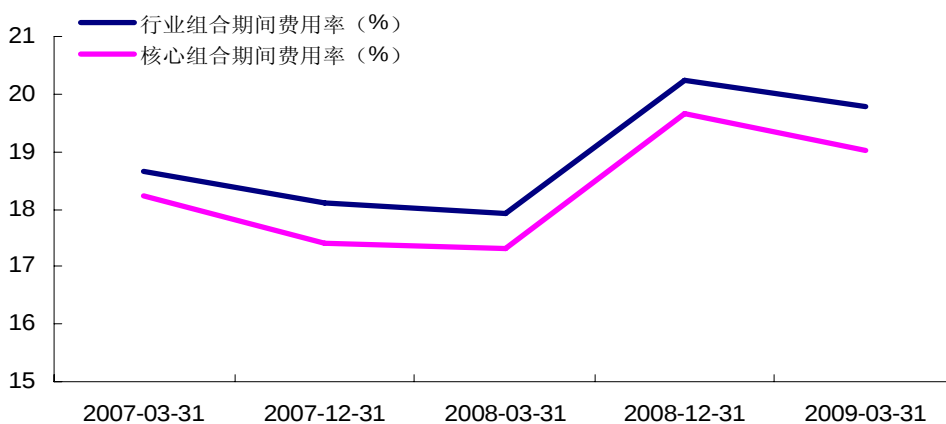


数据来源：农业部、农业信息网

2.3 行业加大费用控制力度、费用率稳中有降

在宏观经济下行以及企业普遍对未来预期趋于谨慎的情况下，上市公司加大了对内部费用的控制力度，提升营销投入的经济效益。在我们与企业的沟通过程中，我们感觉多数上市公司在 09 年将会合理的控制费用支出，通过改善内部管理效率来提升市场竞争力。从统计数据来看，09 年 1 季度行业三项期间费用率较 08 年末下降 0.45 个百分点，而龙头公司费用控制力度更强，较 08 年末下降 0.66 个百分点。我们预计 09 年行业费用率将保持稳中有降。

图表 6：食品饮料行业三项费用率变化情况

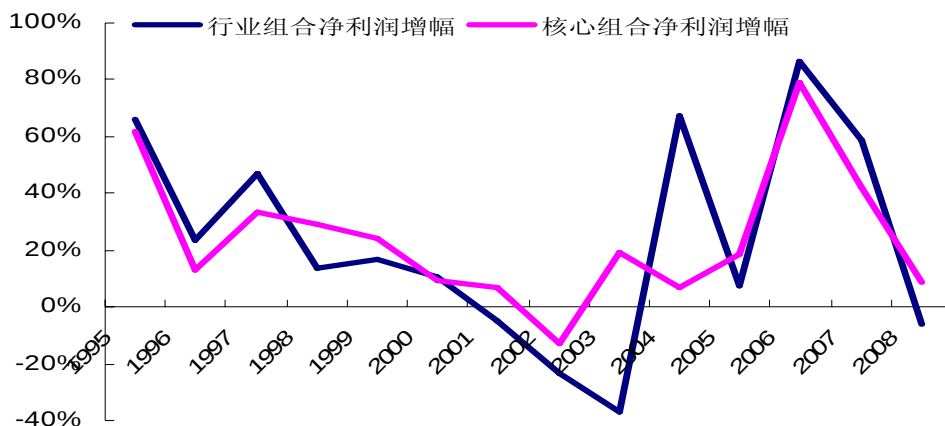


数据来源：wind，东北证券金融与产业研究所

2.4 行业历史的业绩平稳性较高

由于大众消费具有相对刚性,所以与日常消费紧密相关的食品饮料行业的经营波动性要明显小于其他周期性行业。从统计数据来看,2000-2008 年的 8 年中“行业组合”只有 01-03 年归属母公司净利润出现负增长,而“核心组合”表现更为理想,在 8 年中仅有 02 年出现净利润负增长。

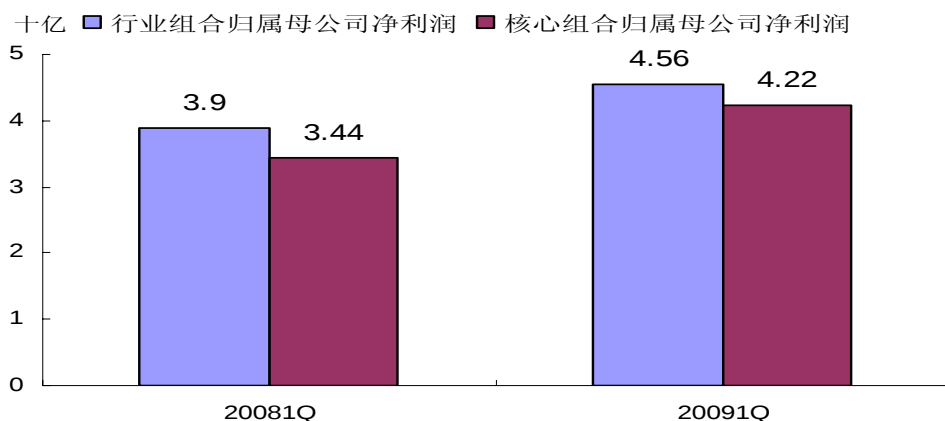
图表 7: 食品饮料行业归属母公司净利润年度增幅变化



数据来源: wind, 东北证券金融与产业研究所

09 年 1 季度“行业组合”归属母公司净利润同比增长 16.78%、“核心组合”归属母公司净利润同比增长 22.72%。虽然绝对增幅不能与 08 年同期相比,但是在宏观经济下行阶段整个行业仍然能保持 20%左右增长充分表现出抗周期性特征,我们预计 09 年食品饮料行业的经营业绩仍将保持正增长。

图表 8: 食品饮料行业净利润比较



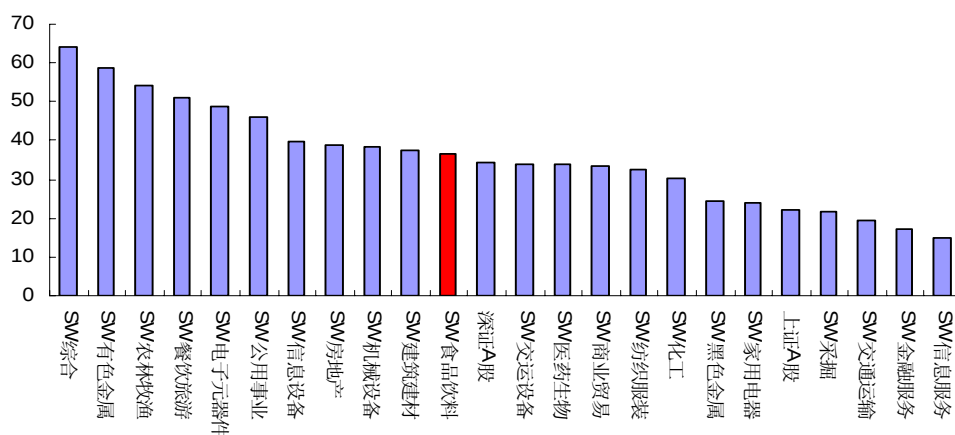
数据来源: wind, 东北证券金融与产业研究所

3、行业比较估值具备优势，存在补涨要求

3.1 行业估值合理，相对估值具备优势

根据 wind 的统计数据，截至 09 年 6 月 5 日，申万食品饮料行业静态 PE 为 36 倍，在 23 个一级子行业中排在中游水平，低于有色、机械设备、房地产等周期性行业。目前深圳 A 股的整体静态 PE 为 34 倍，食品饮料相对大盘基本不存在估值溢价。

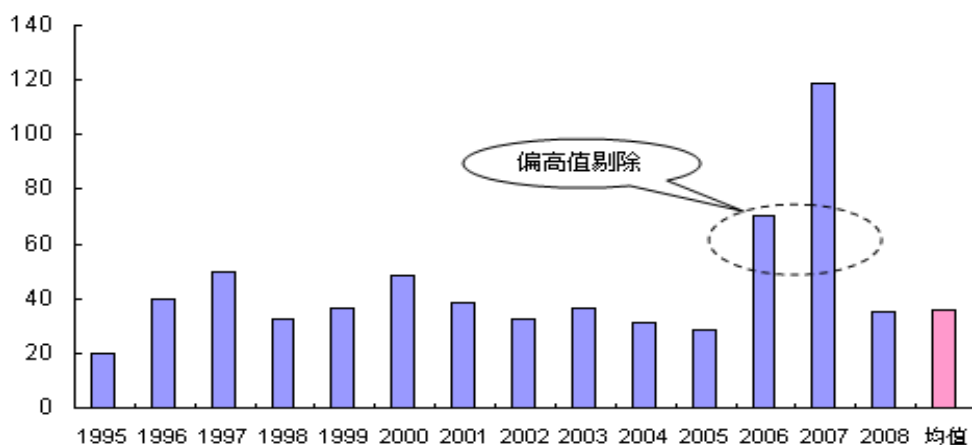
图表 9：申万一级行业静态 PE 比较



数据来源：wind，东北证券金融与产业研究所

从食品饮料行业历史估值水平来看，在剔除 06、07 年大牛市所导致的行业估值的异常偏高值，从 95 年到 08 年的 14 年中，食品饮料行业的平均静态 PE 在 35-36 倍，而目前行业的静态 PE 与长期平均值相当，显示行业估值处于相对合理的水平。而食品饮料行业作为弱周期行业往往对市场指数有一定的溢价，而目前这种溢价基本消失并低于部分周期性行业，我们认为行业已经具备了相对估值优势。

图表 10：食品饮料行业历史静态估值变动

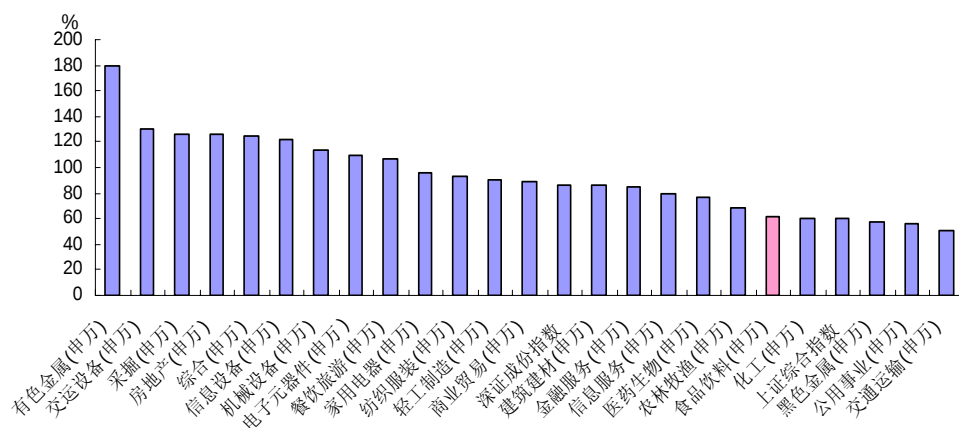


数据来源：wind，东北证券金融与产业研究所

3.2 年内涨幅落后、存在补涨要求

自大盘 1664 点见底以来上证指数累计涨幅超过 60%，深圳成份指数涨幅更是达到 86%。wind 数据显示，食品饮料行业的对应涨幅为 61%，与大盘指数涨幅相当，落后深圳指数 25 个百分点，而有色、交通设备、采掘、房地产等行业的对应涨幅均在 100%以上。相对于周期性行业的良好表现，食品饮料目前的市场表现明显处于落后，而估值水平却存在优势，我们认为下半年行业存在补涨的要求。

图表 11：2008 年 10 月 28 日以来申万一级行业市场表现



数据来源：wind，东北证券金融与产业研究所

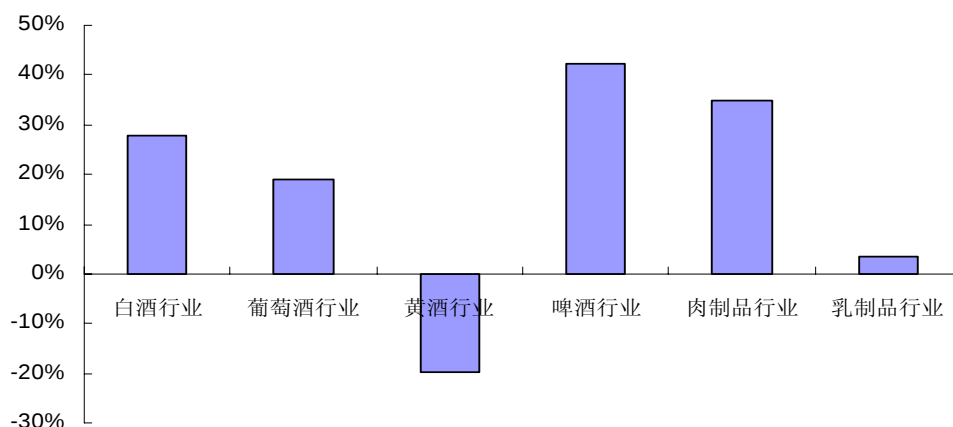
4、市场将重新认识食品饮料行业“攻守兼备”的特征

4.1 传统消费旺季即将来临、支撑业绩增长

随着三、四季度的到来，啤酒、白酒等酒类消费将逐步进入传统旺季。而从传统规律来看，考虑到气候、节假日对个人消费的驱动力，下半年零售消费也要好于上半年。企业微观的经营情况表现出积极的信号，啤酒行业前几个月销量增长理想，成本大幅下降大大提升了盈利空间。高端白酒虽然受到了一定的影响，但中低档酒的承接力度超出市场预期，1季度一些以中档酒为主要产品的区域性白酒上市公司的盈利增长反而表现良好。

国内猪价在连续17周下跌之后已经较年初下跌30%。受成本降低的刺激，肉制品行业1季度业绩表现良好，我们预计这种态势将延续到2季度。三季度之后，肉制品消费将逐步进入旺季，需求上升将促使肉价缓慢步入回升轨道，对于中游的屠宰而言将可能迎来“价升量增”的理想环境。我们认为，总体而言消费旺季的到来将直接拉动部分子行业的销量增长，支撑相应上市公司的业绩增长。

图表 12：主要子行业 1 季度净利润增长情况



数据来源：wind，东北证券金融与产业研究所

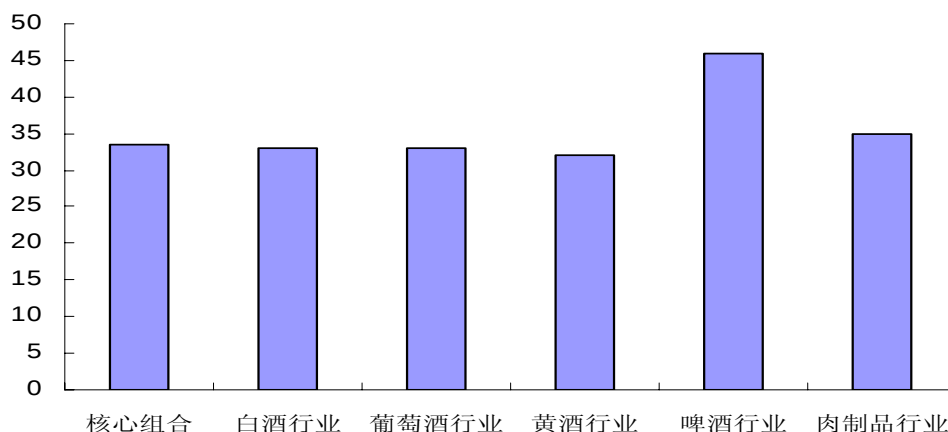
4.2 行业特性以及业绩增长提供更高的安全边际

食品饮料行业是传统的弱周期行业，其经营波动性明显小于周期性行业。宏观经济复苏进程的稳定推进将促使国内居民消费走出“谷底”。伴随着消费旺季的到来以及1季度的经营表现，我们预计09年食品饮料行业可能取得20%左右的业绩增长。业绩的提升将进一步稀释09年的动态PE到30倍左右的水平。对于消费

类行业而言，我们认为 30 倍的行业估值具备较高的安全边际。

我们必须看到目前一线公司的 PE 相对行业整体 PE 有 10%的折价，这些行业龙头公司凭借规模、资本、品牌的优势更容易平抑宏观环境变化所导致的经营波动性，通过自身经营策略的调整以及适时地主导行业整合，在新一轮增长周期中将获得更好的发展。这些公司表现出更好的“攻守兼备”的特征。

图表 13：主要子行业 08 年静态市盈率情况



数据来源：wind，东北证券金融与产业研究所

4.3 财富效应可能成为消费的催化因素

我们认为股市与消费构成了良性的互动系统，这在 07-08 年的大牛市中得到体现。大盘指数从 1664 点上涨到 2800 点，累计涨幅超过 60%，使投资者重新感受到些许牛市的氛围，股市的财富效应逐渐显现。虽然我们无法量化财富效应对促进消费增长有多大效果，但是即使其中有 20%-30%漏出到个人消费，对于整个行业都将构成实质性利好。

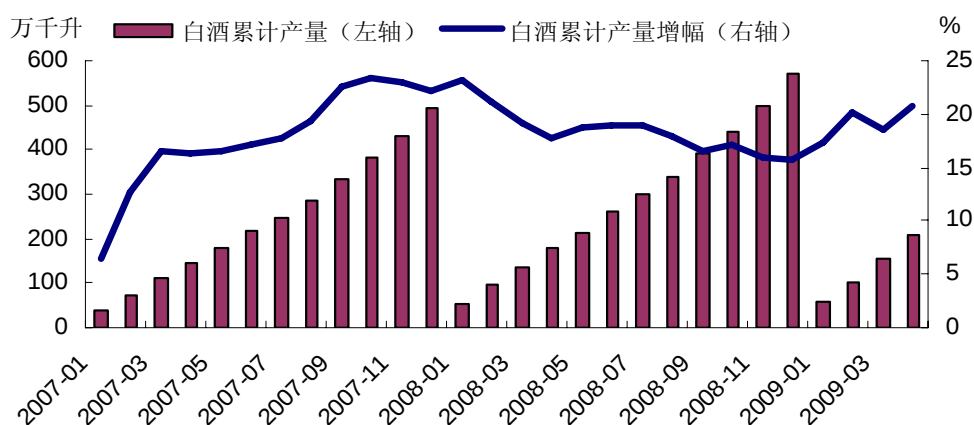
5、下半年行业投资机会分析

出于对行业估值水平以及业绩增长两方面因素的考虑，我们调升了下半年行业的投资评级。随着消费旺季的到来，我们认为行业在 09 年下半年的市场表现将优于上半年，我们重点推荐白酒、啤酒和肉制品三个子行业。

5.1 白酒行业——迎接消费旺季和提价预期

白酒行业作为高端奢侈消费品的代表，在宏观经济下行过程中受到市场质疑的程度最高。受到政府消费缩减、企业及个人消费能力下降的影响，高端酒市场受到的打击最大。从我们了解的情况看，1 季度高端酒销量同比下滑 2 层左右，特别是沿海地区销量下降幅度更大。但是中低端酒的承接力度超出了市场的预期，特别是产品线比较完善的公司，其中低档产品较好地承接了高端产品丢失的市场容量。09 年前四个月白酒产量累计达到 209 万千升，同比增长 20.79%，产量增长丝毫没有受到金融危机的影响。

图表 14：白酒行业产量及增长情况



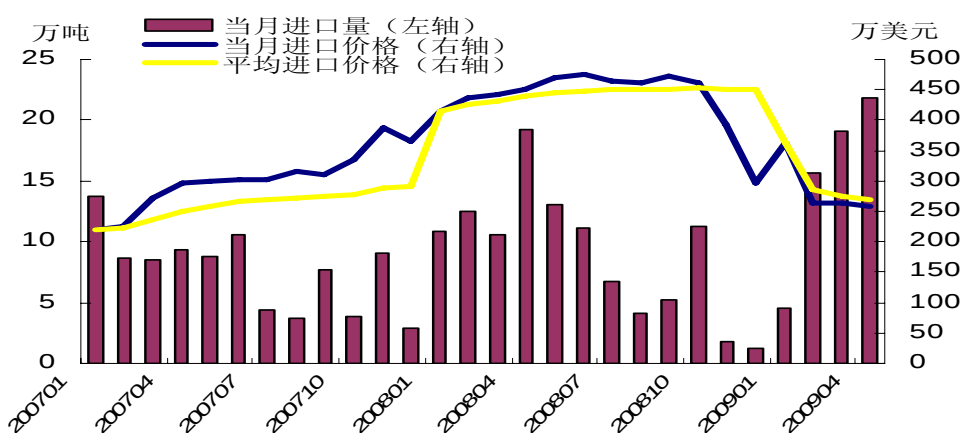
数据来源：wind，东北证券金融与产业研究所

微观层面，四季度是白酒的消费旺季，一般经销商会提前 1-2 个月进行补货。前期主要白酒厂商均采用“控量保价”的策略，流通渠道的库存量已经降到合理的水平。目前茅台、老窖等公司对旗下部分产品已经有上调价格的预期，一旦提价成功，无疑将大大提振渠道和消费者对高端白酒的市场信心。随着宏观经济的回升以及国内消费能力的恢复，高端白酒市场有望在消费旺季到来之际“触底回升”。中国深厚的白酒文化导致白酒消费刚性很强，中低端消费市场实质并未明显受到金融危机的不利影响，庞大的消费群体为白酒构筑了稳固的市场容量。我们看好白酒行业在迎接消费旺季和提价预期下重新得到市场认可。

5.2 啤酒行业——成本明显下降和产销量增长超预期

啤酒作为外来品已经在中国发展了 20 年，已经演变成日常快速消费品。行业格局已基本稳定，行业前三强地位稳固。08 年啤酒行业在承受巨大成本压力的同时又遭遇来自雪灾、地震、气候的不利影响，行业产销量增长仅为 6%，奥运又加大了啤酒企业的费用支出。09 年进口大麦价格从 500 美金回落到 250 美金，酒花价格从 9 万元回落到 4-5 万元，跌幅均超过 50%。同时后奥运时代，啤酒公司的销售费用都会有不同程度的下降。原料成本的大幅下降以及费用的同比缩减将促使啤酒行业 09 年取得较好的业绩增长。

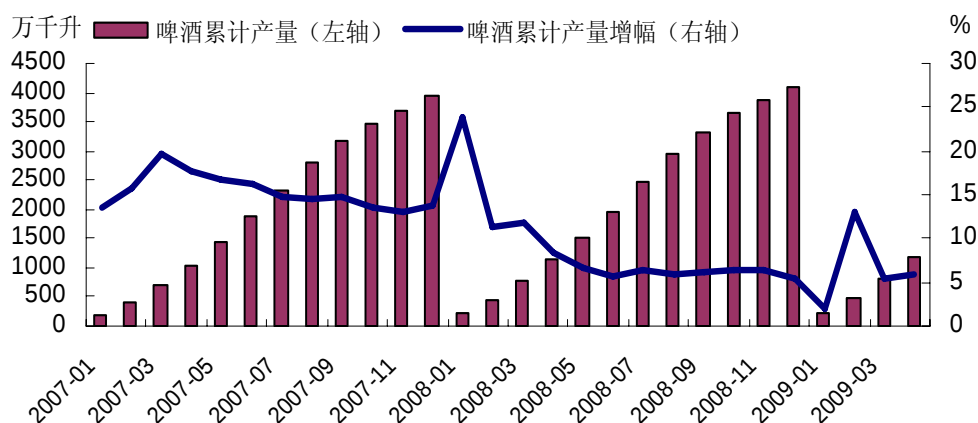
图表 15：大麦进口量与价格变化



数据来源：农业部、农业信息网

09 年全国大部分地区提早进入夏季，高温气候有利于增加啤酒消费。从燕京公司的情况看，1 季度公司销量同比增长 10%、4 月份北京地区销售额同比增长超过 20%，表现出良好的销售势头。同时另一巨头青啤 1 季度啤酒销量增长 5.2%，归属母公司净利润增长超过 50%。我们预计 09 年全年啤酒产销量增速有可能超出市场原先 8%左右的预期，在成本费用下降的刺激下净利润的增长率将会明显高于 08 年。

图表 16：啤酒行业累计产量及增幅变化

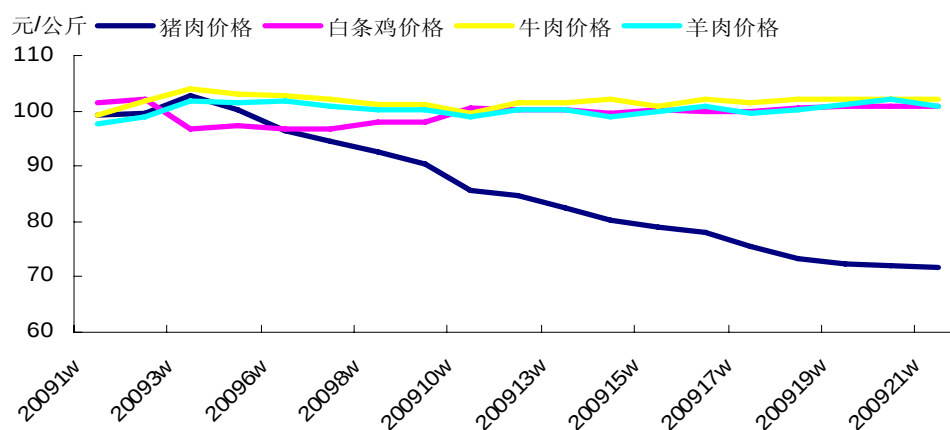


数据来源：wind，东北证券金融与产业研究所

5.3 肉制品行业——流感风波后恢复大众消费品的价值

09 年猪肉价格重新牵动着市场的“神经”，截止 5 月份猪肉价格已经连续 17 周下跌，较年初跌去 30%，而牛羊禽肉价格却反而略微上涨，猪肉对牛羊肉的价差被迅速拉开。甲型流感成为打压猪肉价格的“最后一根稻草”。目前国内部分地区的猪粮比价已经跌破 1: 6 的警戒位，养殖环境恶化。随着流感对消费心理影响的减弱以及 8、9 月份开始进入传统消费旺季，我们预计猪肉价格将出现触底回升的走势，这有利于行业内公司经营环境和经营业绩的逐步改善。

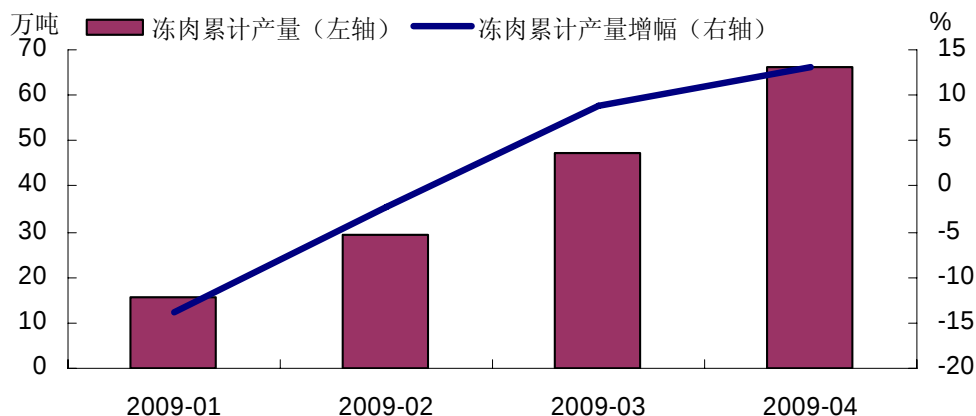
图表 17：09 年至今猪牛羊禽肉价格比较



数据来源：农业部、农业信息网

中国仍然是以猪肉作为主要肉类消费的国家，猪肉消费大约占整个肉类消费量的 60%。我们认为在猪肉与牛羊肉价差拉大之后，下半年猪肉的消费需求将上升，消费量也将同比出现增长。目前的猪粮比显示价格已经到跌无可跌的地步，预计 8-9 月份之后，行业将可能出现价升量增的局面。虽然猪价上涨会提高下游深加工业务的生产成本，但是随着收入的提高，费用率会降低，同时深加工企业均拥有屠宰业务，所以猪价上涨对企业深加工业务总体将会是利大于弊。

图表 18：冻肉产量及增幅变化



数据来源：wind，东北证券金融与产业研究所

6、重点公司推荐

6.1 泸州老窖（000568 SZ）——良好的管理+完整的产品线

我们看好公司的主要原因在于除了拥有悠久的酿造历史以及出众的酒质外，公司管理团队的前瞻性以及经营理念为我们所认同。经过多年的耕耘公司已经稳固了在白酒行业一线的位置。公司的产品线完整，高端产品国窖 1573 已经站稳高端酒阵营，得到广大消费者的认可。公司未来在继续稳固和提升 1573 的超高端形象外将重点运作传统产品泸州老窖特曲系列。公司将曾经的四大名酒之一打造成中国第一商务用酒，在未来中档酒市场竞争中抢占先机。目前老窖特曲出厂价 118 元，终端售价在 200 元左右，在 200-300 元的价格带上具有较强的竞争优势。短期来看，老窖特曲有提价预期，较早涉及的股权激励也将逐渐明朗。中长期来看，公司目前的规模和资金实力有实力在行业低谷之际进行横向的兼并收购，快速扩大渠道和销售规模。公司持有 34% 的华西证券的股权，拥有控股股东地位，09 年资本

市场的强势预期将为公司带来良好的投资收益。我们预计公司 09-11 年的每股收益将分别达到 1.13 元、1.38 元和 1.68 元。考虑公司销售规模的扩张以及相对较小的市值，具有中长期投资价值。

表格 1：部分白酒公司收入和市值比较

证券代码	证券简称	营业收入（亿元）	总市值（亿元）
000858.SZ	五粮液	79.33	677.96
600519.SH	贵州茅台	82.42	1189.75
600779.SH	水井坊	11.79	74.16
600809.SH	山西汾酒	15.85	91.04
000568.SZ	泸州老窖	37.98	344.38

数据来源：wind，东北证券金融与产业研究所

6.2 燕京啤酒（000729 SZ）——成本下降+销量增长

我们看好公司的原因一方面来自对今年啤酒行业增长的良好预期，另一方面在于公司新建产能将为公司带来产销以及业绩增量。08 年啤酒行业的成本压力较大，再加上奥运营销增加了企业的费用支出。09 年大宗农产品价格较 08 年高点都有不小的跌幅，现时的大麦、酒花价格都较 08 年有 50% 的跌幅，而产品的终端价格在 08 年上调之后保持稳定，09 年公司的主营毛利率将明显上升。三季度进入啤酒旺季，公司新建产能的及时投产将为公司带来销量以及销售收入的额外增长。1 季度公司销量同比增长 10%，表现良好，4 月份北京地区的销售额增长在 20%，一改前几个月相对颓势。公司北京、广西、内蒙等优势市场保持了很高的市场占有率，公司与当地经销商的排他性合作方式有利于巩固核心市场的占有率。09 年公司计划在广东、浙江等市场实现突破，其中广东市场 1 季度增长迅速。随着奥运的结束，09 年公司的营销费用将同比有所减少。我们预计公司 09-11 年的每股收益将分别达到 0.54 元、0.63 元和 0.72 元。公司作为行业的龙头之一存在中长期投资价值，短期来看，啤酒行业的季节性投资机会也值得重点关注。

表格 2：部分啤酒公司收入和市值比较

证券代码	证券简称	营业收入（亿元）	总市值（亿元）
600132.SH	重庆啤酒	21.21	98.92
600600.SH	青岛啤酒	160.23	337.91
000729.SZ	燕京啤酒	82.46	168.23
600573.SH	惠泉啤酒	10.29	19.65

数据来源：wind，东北证券金融与产业研究所

6.3 双汇发展（000895 SZ）——需求增长+猪肉价格回升

公司是肉制品行业绝对的龙头企业，销量和销售规模都在行业处于领先地位。双汇高温肉制品竞争优势明显，低温产品也处于快速增长过程中。1 季度公司虽然销售收入同比下滑主要是由于猪肉价格大幅下跌造成的，但归属母公司净利润却同比 28.66%。1 季度公司毛利率达到 11.93% 的高水平，我们预计得益于生猪价格的下降，公司二季度仍将维持 12% 左右的高毛利率水平。随着猪肉价格与牛羊肉价差的扩大以及消费旺季的来临，我们预计下半年猪肉的需求将同比增长，同时猪肉上涨的预期也逐渐强烈。我们了解到目前一些行业大公司已经开始有意识加大屠宰量应对三季度之后需求上升以及价格上涨的局面。我们认为未来猪价上涨对于公司来说总体是利大于弊。中国肉制品行业集中度亟待提高，而公司作为行业龙头将在行业集中度提升的过程中享受更大的市场份额。公司控股股东限售股解禁还有 1 年的时间，关于资产整合的预期又将会随之重新活跃。我们预计公司 09-11 年的每股收益将分别达到 1.38 元、1.69 元和 2.06 元，公司目前静态 PE 为 32 倍，仍具有提升空间，值得重点关注。

表格 3：部分肉制品公司收入和市值比较

证券代码	证券简称	营业收入（亿元）	总市值（亿元）
000895.SZ	双汇发展	260.1	212.1
002143.SZ	高金食品	20.3	16.71
000876.SZ	新希望	72.63	72.42

表格 4：行业重要上市公司业绩预测与估值

证券代码	证券简称	收盘价（元）	2008A	2009E	2010E	2008PE	2009PE	2010PE
600298.SH	安琪酵母	17.18	0.385	0.536	0.679	44.62	32.05	25.3
000895.SZ	双汇发展	36.57	1.153	1.388	1.657	31.72	26.35	22.07
600737.SH	中粮屯河	12.25	0.309	0.427	0.515	39.64	28.69	23.79
600887.SH	*ST 伊利	15.53	-2.111	0.535	0.736	-7.36	29.03	21.1
000858.SZ	五粮液	18.21	0.477	0.655	0.768	38.18	27.8	23.71
002216.SZ	三全食品	17.33	0.426	0.516	0.617	40.68	33.59	28.09
600519.SH	贵州茅台	133.29	4.026	5.148	6.176	33.11	25.89	21.58
600600.SH	青岛啤酒	26.68	0.535	0.761	0.953	49.87	35.06	28
600779.SH	水井坊	15.76	0.642	0.694	0.805	24.55	22.71	19.58

600809.SH	山西汾酒	22.95	0.566	0.796	0.984	40.55	28.83	23.32
000568.SZ	泸州老窖	25.85	0.908	1.114	1.376	28.47	23.2	18.79
000729.SZ	燕京啤酒	14.05	0.381	0.548	0.649	36.88	25.64	21.65
000848.SZ	承德露露	16.1	0.578	0.71	0.833	27.85	22.68	19.33
000869.SZ	张裕 A	53.5	1.697	2.008	2.385	31.53	26.64	22.43
600616.SH	金枫酒业	16.17	0.568	0.602	0.702	28.47	26.86	23.03
000911.SZ	南宁糖业	14.38	0.094	0.348	0.694	152.98	41.32	20.72

数据来源: wind, 东北证券金融与产业研究所

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。

东北证券股份有限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