

扩内需背景下食品饮料行业 2009 年下半年投资策略

2009 年 6 月 26 日

投资要点:

●国际金融危机和经济危机损害了我国的出口,“扩内需、保增长”将由上半年的以投资为主过渡到下半年的投资与消费并重,食品行业景气度将提高。

●下半年我国粮食以防止价格下跌为主,有利于肉、蛋、奶、酒等众多食品企业降低生产成本。

●居于我国白酒行业龙头地位的上市公司中,贵州茅台产能扩张比较稳健,泸州老窖经营规模和盈利水平逐年稳步提高。未来贵州茅台的盈利潜力远远领先于五粮液、泸州老窖和山西汾酒。

●下半年是葡萄酒生产和消费旺季,我国葡萄酒行业六家上市公司中,张裕居于行业龙头地位,ST 新天拥有资源、生产能力、产品等优势,有巨大发展潜力。

●下半年是啤酒生产和消费淡季,但是兼并、重组预期将给下半年啤酒行业相关上市公司带来投资机会。兰州黄河和西藏发展大股东很有可能步啤酒花后尘,将公司实际控制权转让给嘉士伯。

●白糖价格走出谷底,进入价格变动长周期的上升阶段,目前我国食糖价格大幅度高于国外,政府对食糖行业采取调控政策,有利于南宁糖业、中粮屯河等制糖行业龙头公司发展壮大。

●我国猪肉价格低迷状态将持续几个月,随着生猪存栏量下降和政府储备冷冻猪肉数量增长,我国生猪供大于求的情况将改变,预计猪肉价格将在今年秋冬季节上涨,猪肉制品行业上市公司高金食品和双汇发展的盈利水平将上升。

●如果下半年股市出现阶段下跌,机构投资者必将寻找防御品种,食品行业上市公司股票是主要防御品种之一,届时将迎来投资机会。

●给予食品饮料行业“强于大势”评级。

食品饮料行业评级 强于大势 (提高)

静态市盈率: 39.93
市净率: 4.38

行业表现



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
绝对表现 (%)	12.82%	57.72%	0.65%
相对表现 (%)	13.79%	38.32%	-5.07%

资料来源: 爱建证券研发部

重点公司盈利预测及投资评价

股票名称	评级	08EPS	09EPS	10EPS
贵州茅台	推荐	4.03	5.08	6.14
泸州老窖	推荐	0.91	1.11	1.36
张裕 A	推荐	1.70	2.01	2.39
中粮屯河	推荐	0.33	0.42	0.51
双汇发展	中性	1.15	1.39	1.65

资料来源: 公司数据

吴正武

行业研究员

电话

021-3222 9888-3506

邮箱

wuzhengwu@ajzq.com

相关报告

《高粮价和扩内需背景下白酒行业重点上市公司投资机会研究》

《2009 年 5 月份 CPI 中粮食和猪肉价格变动点评》

目录

一、“扩内需、保增长”将由上半年的以投资为主过渡到下半年的投资与消费并重.....	4
二、下半年我国粮食以防止价格下跌为主,有利于食品企业降低生产成本.....	5
三、生产和消费旺季和白酒涨价预期给下半年白酒行业上市公司带来投资机会.....	7
四、生产和消费旺季和葡萄酒产业区域转移给下半年葡萄酒行业上市公司带来投资机会.....	9
五、兼并、重组预期给下半年啤酒行业相关上市公司带来投资机会.....	11
六、白糖价格上涨和政府行业调控政策给制糖行业上市公司带来投资机会.....	13
七、猪肉价格将在今年秋冬季节上涨给猪肉制品行业上市公司带来投资机会.....	16
八、食品行业具有的防御作用给食品行业基本面良好、市盈率比较低的上市公司带来投资机会.....	18
九、行业投资建议和评级.....	19
十、重点上市公司盈利预测和评级.....	19

图形

图 1:我国进出口总值和贸易顺差.....	4
图 2:我国金融机构人民币信贷收支变动(按部门).....	5
图 3:我国粮食和主要粮食品种产量.....	6
图 4:中美小麦和玉米期货价格比较.....	6
图 5:2008 年 1 月-2009 年 5 月我国白酒月度产量.....	7
图 6:四大白酒上市公司白酒业务毛利额.....	8
图 7:四大白酒上市公司白酒业务毛利率.....	8
图 8:2008 年 1 月-2009 年 5 月我国葡萄酒月度产量.....	9
图 9:2003 年-2007 年各地区葡萄(葡萄酒)累计产量占同期全国葡萄(葡萄酒)累计产量比例.....	10
图 10:ST 新天葡萄酒毛利额与张裕 A 比较.....	10
图 11:ST 新天葡萄酒毛利率与张裕 A 和葡萄酒行业比较.....	10
图 12:2008 年 1 月-2009 年 5 月我国啤酒月度产量.....	11
图 13:嘉士伯与啤酒花、兰州黄河和西藏发展股权关系.....	12
图 14:南宁历年白砂糖现货价走势.....	13
图 15:我国食糖产销进度走势.....	14
图 16:郑州白砂糖期货价格与纽约原糖 11#期货价格比较.....	14
图 17:2008 年 1 月-2009 年 3 月我国食糖进口量走势.....	15
图 18:2004-2008 年五家上市公司食糖业务毛利额.....	15
图 19:2004-2008 年五家上市公司食糖业务毛利率.....	15

图 20: 居民消费价格指数及其食品、粮食、肉禽及其制品指数.....	17
图 21: 2004-2008 年两家上市公司猪肉制品业务毛利额.....	17
图 22: 2004-2008 年两家上市公司猪肉制品业务毛利率.....	17
图 23: 2007 年 10 月-2008 年 10 月上证综指和食品指数走势.....	18

表格

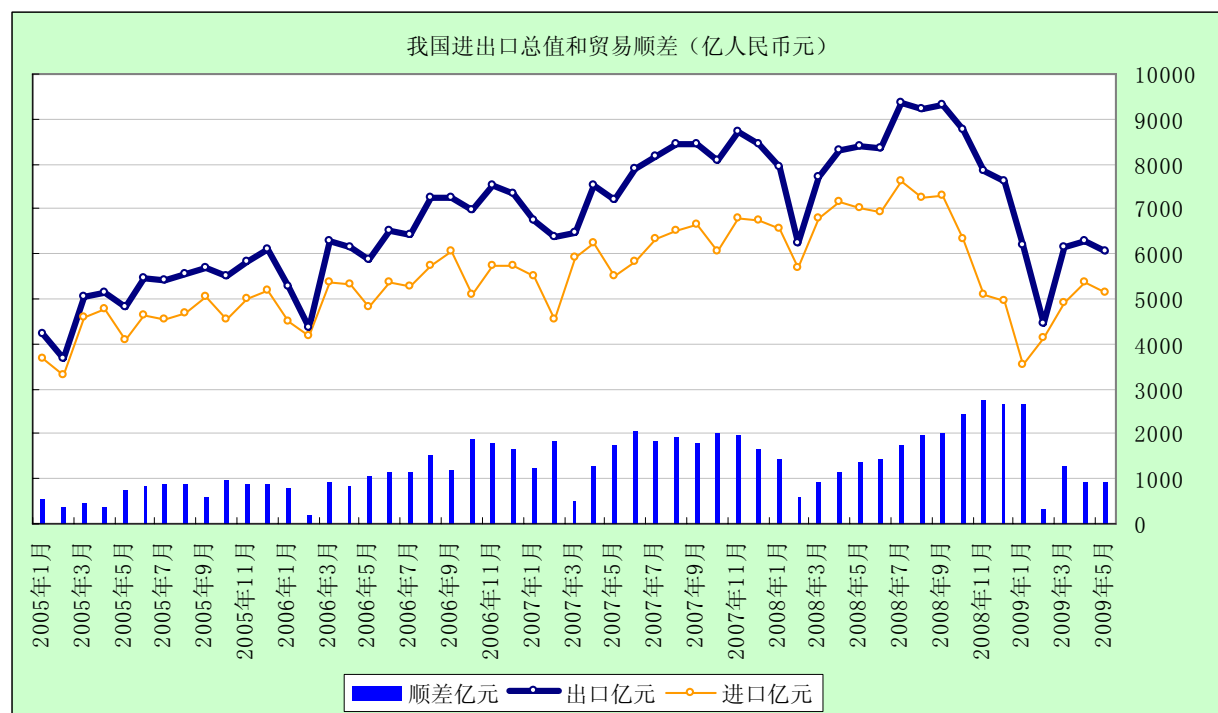
表 1: 企业商品价格指数和农产品批发价格总指数.....	17
表 2: 四家龙头白酒上市公司 2008 年末白酒存货.....	17
表 3: 重点上市公司盈利预测和评级.....	18

一、“扩内需、保增长”将由上半年的以投资为主过渡到下半年的投资与消费并重

消费、投资和出口是拉动我国国内生产总值（GDP）增长的“三驾马车”。由于我国收入分配和社会保障等方面存在的系统性问题，长期以来，消费对拉动国内生产总值增长的作用没有充分发挥出来，国内生产总值增长主要依靠投资和出口拉动。

2008年下半年爆发的国际金融危机迅速损害了我国的出口，我国出口总值和贸易顺差大幅度下降。由于来自国外订单数量减少，出口生产企业缩小了生产规模，出口对拉动我国国内生产总值增长的作用降低了。

图 1



资料来源：中国海关

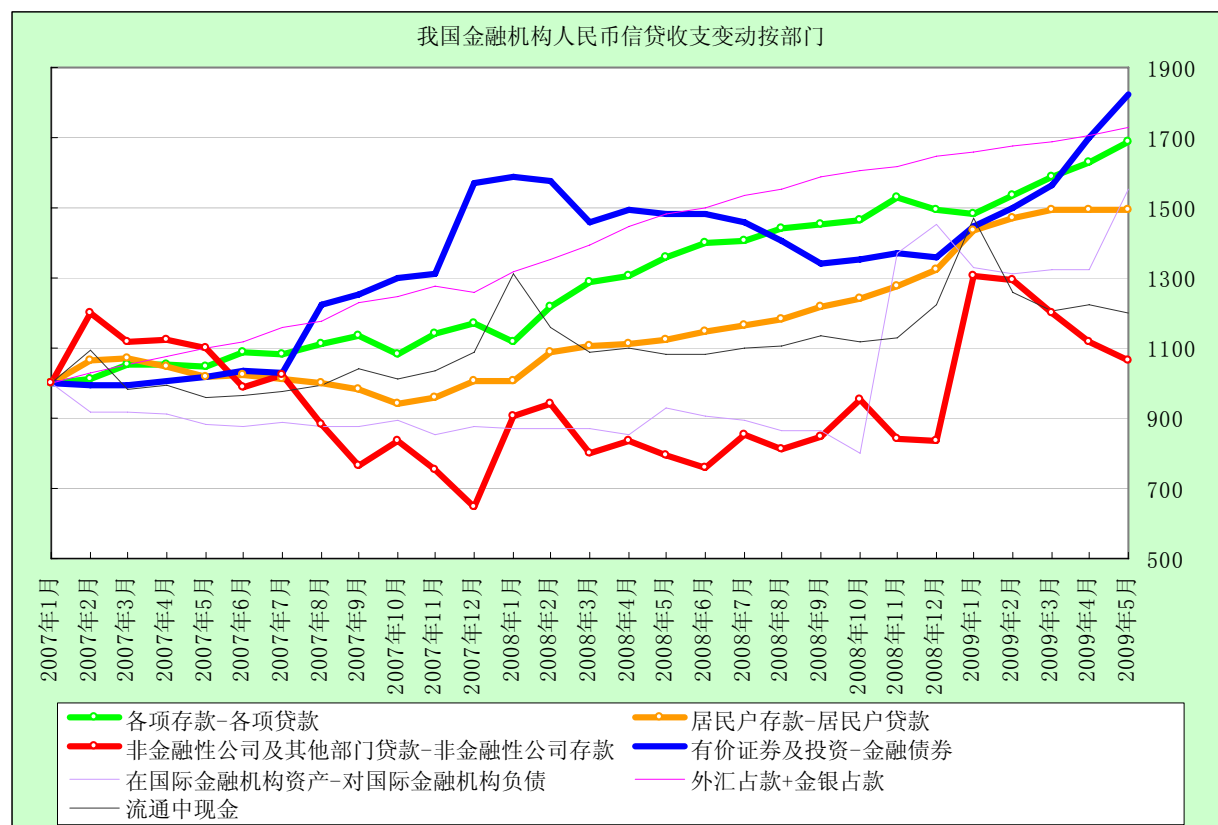
在外需大幅度降低的背景下，为实现国内生产总值增长目标，政府及时制定了“扩内需、保增长”的经济政策。“扩内需”包括扩大投资需求和消费需求两个方面，由于我国收入分配和社会保障等方面存在的系统性问题短期内难以解决，扩大消费需求短期内收效可能不是很大，政府大幅度提高投资规模，中央政府提出了新增 4 万亿元的投资计划，各地方政府也提出了规模庞大的投资计划，试图通过大幅度提高投资需求弥补出口大幅度下降对国内生产总值增长的不利影响。

从主要国家在本次危机中已经破产的金融公司和实业公司数量和级别看，本次国际金融危机是资本主义经济周期历史上少数几次大危机之一，对经济的破坏程度和持续的时间目前尚不能准确判断。2009 年 3 月和 4 月，我国出口总值在经历了前期大幅度下跌以后有所反弹，5 月又继续走坏，预计下半年，我国出口总值和贸易顺差将继续处于低位，尽管通过降低出口关税税率、提高出口退税率等措施能够在一定程度上有利于扩大出口规模，但是，导致出口收缩的根本原因是国外需求下降，主动权主要不在中国政府手里。

大幅度提高投资规模短期内对拉动国内生产总值增长效果比较明显，但是持续性可能不强，因为投资将扩大产能，产能扩大将增加供给，供给增加将加剧产品过剩，最终要依靠出口和消费的增长来

消化产品。为配合大幅度提高投资规模而采取的积极财政政策和宽松货币政策对经济的不利影响已经显露了苗头。由于消费瓶颈限制和出口总值大幅度下降，实体经济的生产经营水平和盈利水平下降，导致对资金的吸纳能力和回报能力总体上下降了，大量资金流向虚拟经济，投机证券、房地产、大宗商品等市场，孕育比较大的经济风险。

图 2



资料来源：中国人民银行，爱建证券研究发展总部对数据进行指数化处理

我国居民净储蓄（储蓄扣除贷款）水平逐渐提高，说明消费对拉动我国国内生产总值增长的潜力尚未充分发挥。居民净储蓄主要流向外汇占款、非金融机构净贷款和金融机构持有的有价证券及投资净额等领域。2009 年第二季度，我国居民净储蓄水平由上升转为走平，显示政府促进消费政策效应逐渐显露出来，预计下半年该项政策力度将加大，效应将更加明显。

2009 年，我国非金融机构净贷款（贷款扣除存款）在经历 1 月份大幅度增长以后，连续四个月下降，反映实体经济对贷款吸纳能力由增到减的过程。与此同时，我国金融机构持有的有价证券及投资净额（有价证券及投资-金融债券）出现较大幅度增长，说明资金由实体经济流向虚拟经济。

预计 2009 年下半年，政府“扩内需、保增长”政策将由上半年的以投资为主过渡到下半年的投资与消费并重。为防止通货膨胀风险，政府将控制货币供应量过快增长，抑制资金过度流向虚拟经济。食品行业景气度将提高，为相关上市公司股票带来投资机会。

二、下半年我国粮食以防止价格下跌为主，有利于食品企业降低生产成本。

2004 年以来，政府连续多年执行支持发展粮食生产和提高农民收入政策，我国粮食总产量和主要粮食品种产量连续多年稳定增长，粮食供给充裕。今年 5 月份出台的《国务院关于当前稳定农业发展

促进农民增收的意见》中提出，今明两年要安排中央建设投资，建设粮食储备仓容 1500 万吨、储备油罐 175 万吨、中央直属食糖储备库 40 万吨、棉花储备库 50 万吨，从今年起，安排中央补助投资建设资金，实施农户科学储粮专项，为主产区农户改善储粮条件。说明目前我国粮食等主要农产品仓库库存充实，需要新建仓库，满足粮食产量增长和政府调控粮食价格需要。

2008 年下半年以来，石油价格大幅度下跌导致生物能源生产企业对粮食需求下降，还导致粮食生产成本下降，在需求下降和生产成本下降双重压力下，国际粮食价格大幅度下跌，跌幅 50% 以上。我国政府为稳定国内粮食生产和农民收入，提高了小麦、稻谷等主要粮食品种最低收购价格，并且指令中央储备粮管理总公司在玉米主产区以高于市场价格大量收购玉米进行储备，阻止国内粮食价格跟随国际粮食价格下跌。目前我国粮食价格大幅度高于国外，尽管受近期美元贬值等因素影响，美国小麦和玉米出现了比较大幅度上涨，但是截止 2009 年 6 月中旬，国内小麦和玉米价格仍然比美国小麦和玉米价格高 45% 左右。

图 3

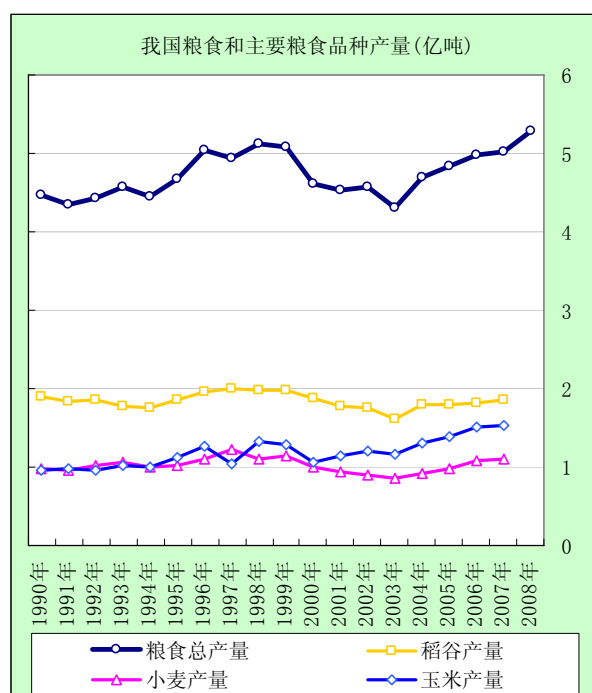
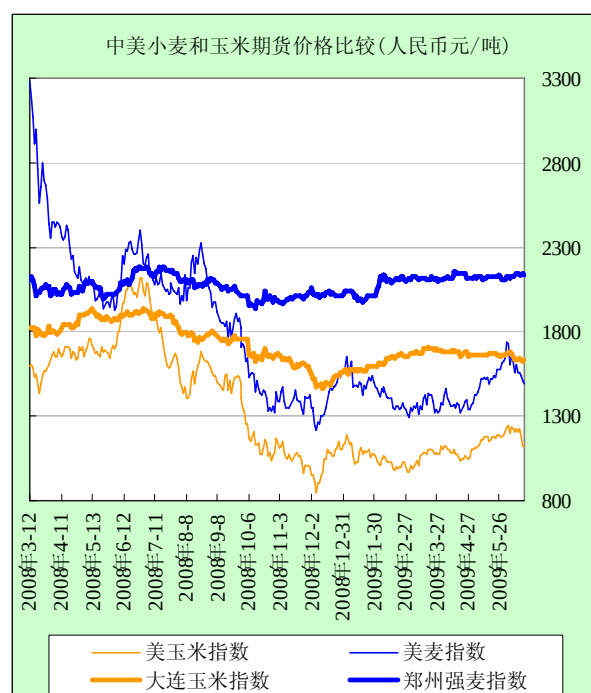


图 4



资料来源：国家统计局、郑州商品交易所、大连商品交易所和美国芝加哥期货交易所

今年夏粮收获接近尾声，春季北方干旱没有造成我国夏粮减产，预计今年我国粮食总产量将继续增长。粮食丰收将进一步改变我国粮食供求关系，压迫粮食价格向下运行。目前国内粮食价格大幅度高于国外，国外大量廉价粮食进口到国内，冲击国内粮食市场。即使下半年国际粮食价格受美元贬值、石油价格上涨等因素影响而上涨，但是与国内粮食价格相比仍有 45% 左右差价空间需要填补，未来国际粮食价格上涨对国内粮食价格上涨压力不大。

国家统计局公布的月度居民消费价格指数（CPI）显示，2009 年 1 月到 5 月，居民消费价格指数中粮食价格同比分别上涨 3.9%、4.4%、5.5%、5.5% 和 5%，引起人们对未来粮食价格上涨的担忧。但是，中国人民银行公布的企业商品价格指数和农业部公布的农产品批发价格总指数都显示 2009 年上半年各个月份农产品价格同比都是下降的。

表1 企业商品价格指数和农产品批发价格总指数

	2008 年						2009 年				
	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月
企业商品价格指数(农产品)	106.8	104.7	105.0	104.3	100.2	98.6	98.0	94.4	96.5	96.1	95.8
农产品批发价格总指数	110	107	107.1	102.5	98.6	98.5	98.4	91.4	94.8	95.4	99.6

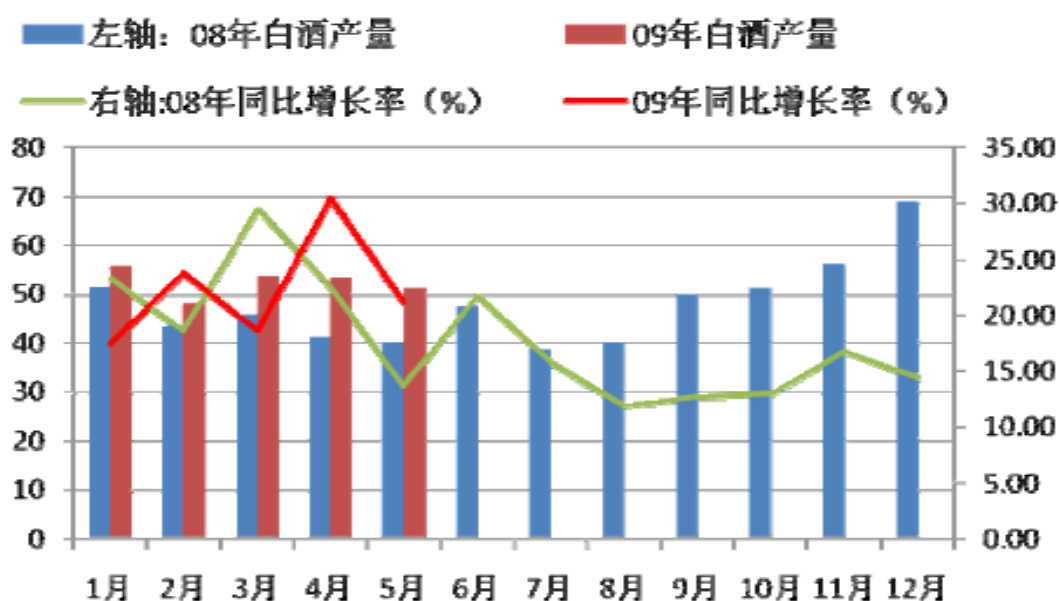
资料来源：中国人民银行、农业部

在国内粮食供给充裕，价格大幅度高于国外的背景下，下半年我国粮食价格以防止下跌为主。粮食是肉、蛋、奶、水产品、酒等众多农产品和食品的原料或者饲料，粮食价格稳定或者下跌有利于相关企业降低生产成本。

三、生产和消费旺季和白酒涨价预期给下半年白酒行业上市公司带来投资机会

白酒生产和消费具有明显的季节性特征，冬季是白酒生产和消费的高峰期，夏季是白酒生产和消费的谷底期。下半年，随着白酒生产和消费旺季到来，白酒生产和销售将逐月上升，给相关上市公司带来投资机会。

图 5



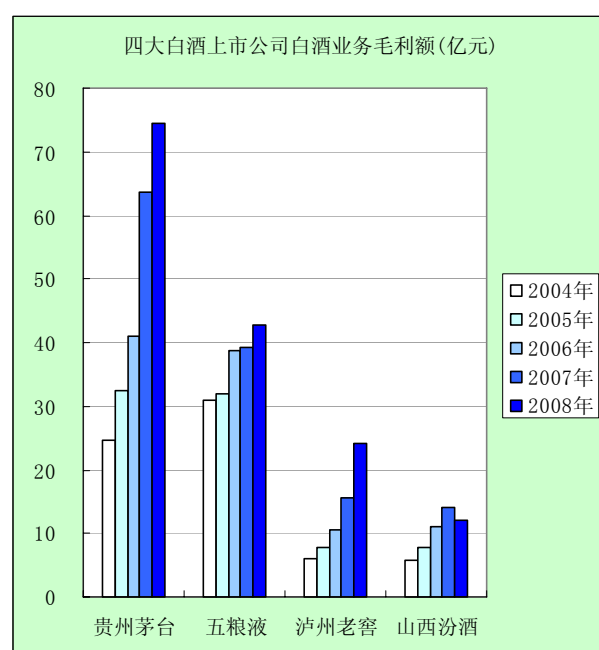
资料来源：中国酿酒工业协会

财政部、国家税务总局6月20日对烟产品消费税政策作了重大调整，甲类香烟的消费税从价税率由原来的45%调整至56%，乙类香烟由30%调整至36%，雪茄烟由25%调整至36%，卷烟批发环节加征一道从价税，税率为5%。烟和酒在居民消费价格分类指数中被归为同一类，为了增加财政收入，财政部、国家税务总局下半年大幅度提高白酒消费税可能性很大。如果白酒消费税大幅度提高，白酒生产企业将提高白酒出厂价格，将增加的消费税不同程度地转嫁给消费者。居于行业龙头地位的高档白酒生产企业通过提高白酒出厂价格可以实现将增加的消费税完全转嫁给消费者，提价幅度甚至可能超过白酒消费税提高幅度，中低档白酒生产企业由于面临激烈市场竞争，提高白酒出厂价格将面临销售量下降压力，只能将增加的消费税部分转嫁给消费者。

我国白酒行业上市公司中，居于行业龙头地位的有贵州茅台、五粮液、泸州老窖和山西汾酒 4 家公司。贵州茅台是我国酱香型白酒的典型代表，五粮液和泸州老窖是我国浓香型白酒的典型代表，山西汾酒是我国清香型白酒的典型代表。4 家龙头上市公司中，贵州茅台产能扩张比较稳健，基本上坚持走高档白酒之路，总体上没有出现类似五粮液不得不对产品结构进行战略调整那样的大问题。泸州老窖经营规模和盈利水平逐年稳步提高。山西汾酒仍然处在走出山西，走向全国的征程中。

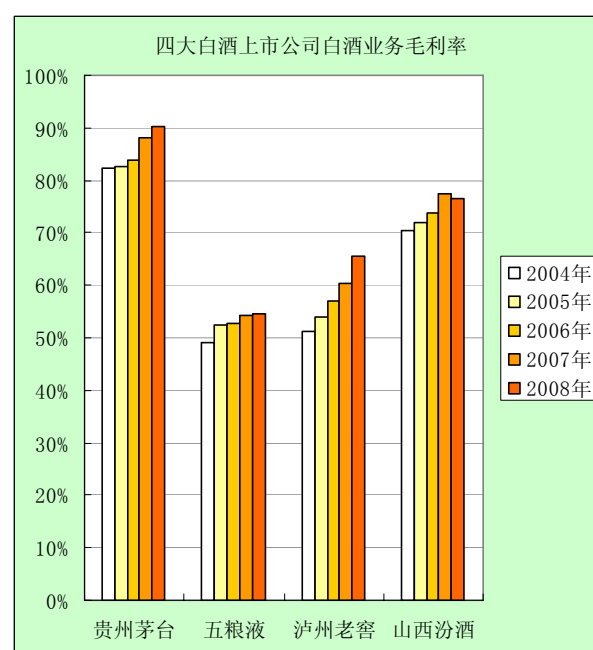
贵州茅台和五粮液经营规模最大，泸州老窖经营规模居中，山西汾酒经营规模最小。从 2004 年到 2008 年，贵州茅台和泸州老窖经营规模和盈利水平逐年增长幅度比较大，五粮液和山西汾酒经营规模和盈利水平扩展缓慢。过去五年，五粮液白酒毛利率增长缓慢，并且在白酒行业四家龙头上市公司中是最低的。同期，贵州茅台和山西汾酒保持了高毛利率优势，泸州老窖毛利率逐年稳步增长。

图 6



资料来源：公司公告

图 7



资料来源：公司公告

白酒与一般商品不同，白酒越陈越香，价格越高。四家龙头白酒上市公司白酒存货数字是预测其未来盈利水平的重要依据之一。

表二 四家龙头白酒上市公司 2008 年末白酒存货（亿元）

	贵州茅台	五粮液	泸州老窖	山西汾酒
白酒存货成本	28.06	19.89	11.73	5.99
2008 年白酒销售毛利率	90.30%	54.69%	65.70%	76.47%
白酒存货潜在销售毛利额	261.22	24.01	22.47	19.47

资料来源：公司公告

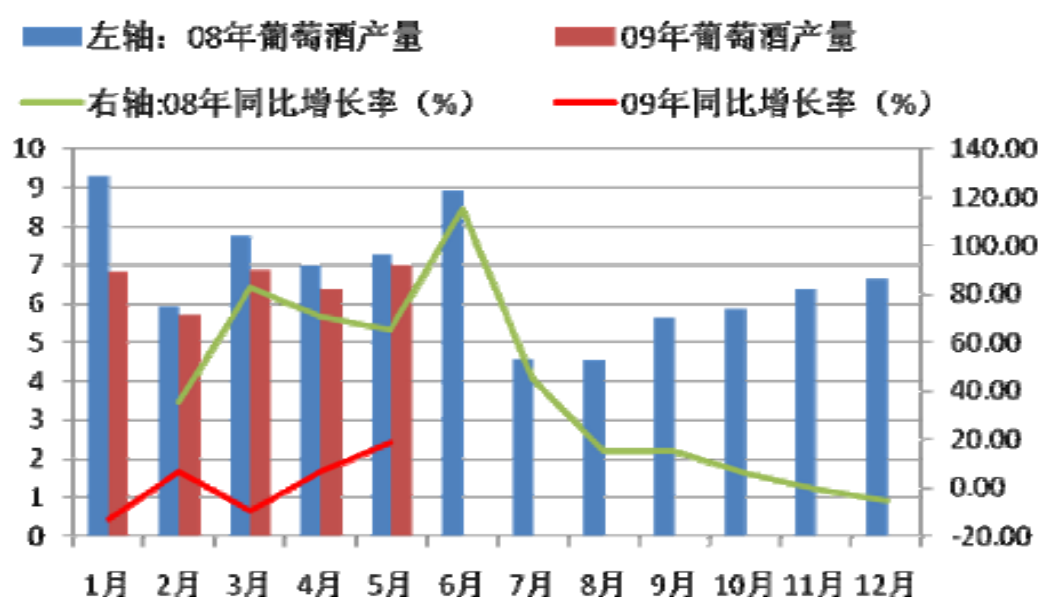
2008 年末，贵州茅台、五粮液、泸州老窖和山西汾酒四家龙头白酒上市公司白酒存货成本分别是 28.06 亿元、19.89 亿元、11.73 亿元和 5.99 亿元。根据各公司 2008 年白酒销售毛利率，估计各公司存货潜在销售毛利额分别是 261.22 亿元、24.01 亿元、22.47 亿元和 19.47 亿元，分别是该公司 2008 年毛

利额的 3.51 倍、0.56 倍、0.93 倍和 1.61 倍。未来贵州茅台的盈利潜力远远领先于五粮液、泸州老窖和山西汾酒。

四、生产和消费旺季和葡萄酒产业区域转移给下半年葡萄酒行业上市公司带来投资机会

与白酒一样，葡萄酒生产和消费也具有明显的季节性特征，冬季是葡萄酒生产和消费的高峰期，夏季是葡萄酒生产和消费的谷底期。与白酒不同，葡萄酒以葡萄为原料。由于葡萄容易腐坏变质，需要及时就近加工，不利于长时间远距离运输，葡萄酒生产企业一般布局在葡萄产地。我国葡萄酒生产高峰季节在当年 10 月份到次年 2 月份，这是由我国葡萄种植和收获季节性特征决定的。下半年，随着葡萄酒生产和消费旺季的到来，葡萄酒生产和销售将逐月上升，给相关上市公司带来投资机会。

图 8



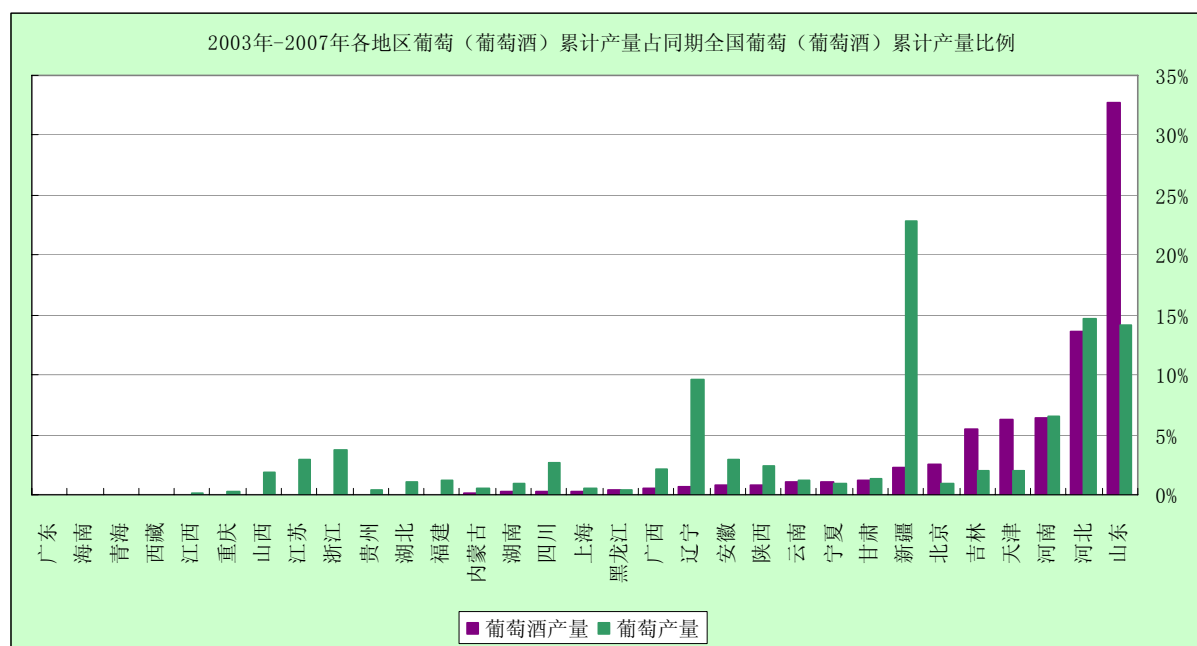
资料来源：中国酿酒工业协会

葡萄酒的品质七分取决于原料，三分取决于工艺。葡萄品种和葡萄产地的自然资源对葡萄酒的品质有决定性的影响。我国葡萄产地主要分布在环渤海地区、黄河故道、宁夏甘肃河西地区、新疆等地区，东北的吉林省和西南的云南省葡萄种植面积也比较大。

环渤海产区的山东、河北、北京、天津等地葡萄酒生产企业密集，烟台张裕集团有限公司、烟台威龙葡萄酒股份有限公司、中法合营王朝葡萄酒有限公司、中国长城葡萄酒有限公司等四家我国葡萄酒行业龙头公司都位于该区域，葡萄酒产量占全国的比例远远超过葡萄产量占全国的比例，葡萄资源供给不足抑制了该地区葡萄酒产业的发展，一些龙头公司将葡萄酒产业向西转移到甘肃、宁夏、新疆等地。

宁夏甘肃河西产区葡萄种植和葡萄酒产业都处于快速发展中，未来有望成为我国高档葡萄酒的主要产区。新疆葡萄产量占全国的比例 20%-25%，但是葡萄酒产量占全国的比例只有 2% 左右，葡萄酒产业有巨大发展潜力。而且新疆产区邻近宁夏甘肃河西产区，便于大型葡萄酒生产企业跨区域布局葡萄种植基地和葡萄酒厂。

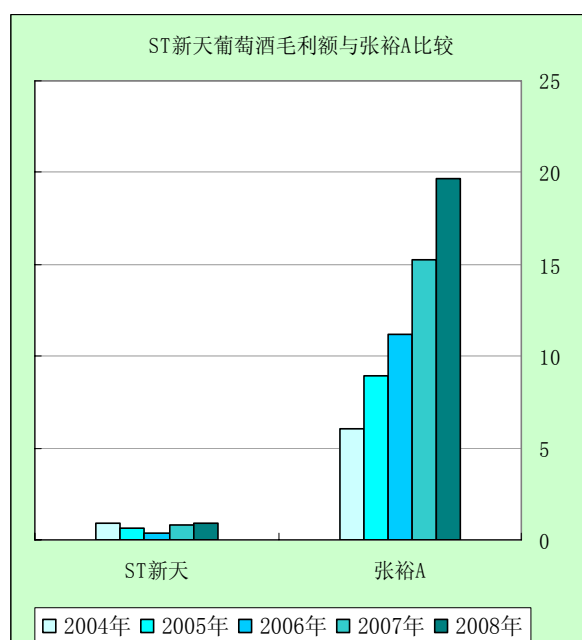
图 9



资料来源：资料来源：国家统计局、中国农业年鉴

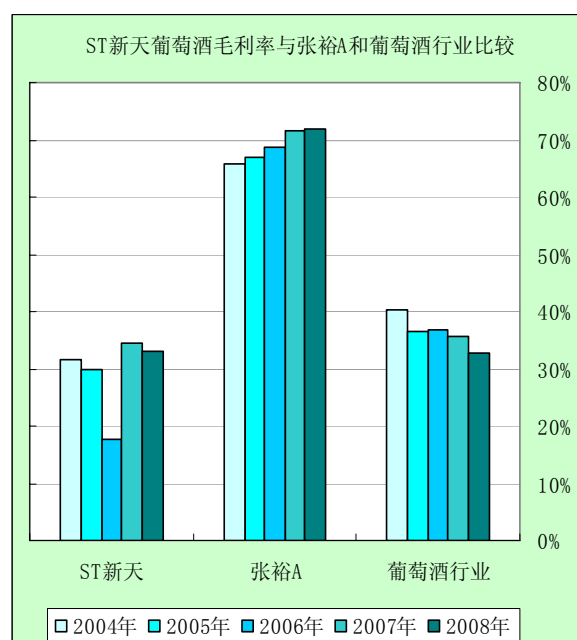
目前，我国葡萄酒行业有张裕 A、通葡股份、莫高股份、ST 银广夏、ST 新天、*ST 皇台等六家上市公司，其中张裕 A 居于行业龙头地位，ST 新天拥有资源、生产能力、产品等优势，有巨大发展潜力。

图 10



资料来源：公司公告

图 11



资料来源：公司公告

从 2004 年到 2008 年，ST 新天葡萄酒业务毛利率基本徘徊在 30% 左右，略低于葡萄酒行业平均水平，张裕葡萄酒业务毛利率都在 65% 以上，并且呈现逐年稳步上升趋势。ST 新天葡萄酒业务毛利率低是造成公司葡萄酒业务毛利额远远低于张裕的主要原因之一。ST 新天葡萄酒年生产量总体上在

5.5 万吨到 6 万吨左右，公司葡萄酒年销售量总体上在 3 万吨左右，年生产量远大于年销售量。受市场营销瓶颈制约，公司葡萄酒销售速度跟不上葡萄酒生产速度，产品库存水平上升，是造成公司葡萄酒业务毛利额远远低于张裕 A 的另外一个主要原因。

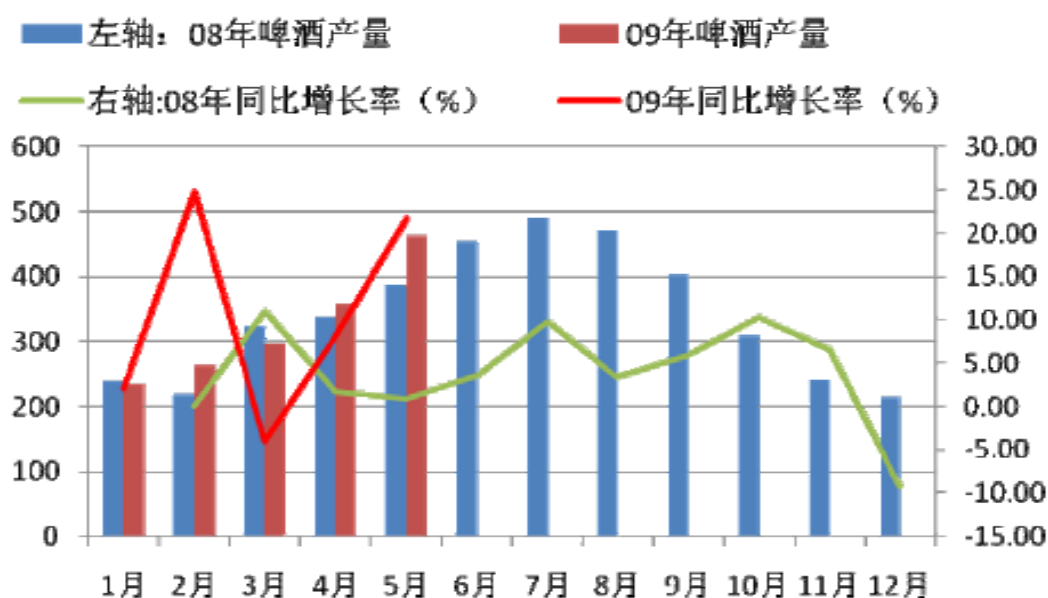
葡萄酒与一般商品不同，存放时间越长，价格越高，数额巨大的葡萄酒存货预示着市场营销瓶颈被突破以后，公司盈利水平将快速大幅度提升，存货销售获得的资金将改善公司的财务状况。

2008 年末，ST 新天在新疆天山北坡沿线有 12 万亩葡萄种植基地。同期，葡萄酒行业龙头公司张裕有葡萄种植基地有 8 万亩，分布在华东、华北、西北宁夏和东北等地。ST 新天葡萄种植基地比张裕葡萄种植基地面积更大，更便于管理，更能满足大型葡萄酒厂对原料的需要。ST 新天在葡萄种植基地及其附近布局有四个葡萄酒厂，年加工葡萄能力合计 10 万吨左右。2008 年末，公司年加工葡萄能力超过张裕、威龙、王朝、长城等我国葡萄酒行业龙头公司，是我国年加工葡萄能力最大的葡萄酒企业。公司生产的葡萄酒含糖量较高，含酸量适中，颜色较深，芳香浓郁，酿造的葡萄酒具有明显地域特色。公司目前面临的根本问题是市场营销瓶颈限制了公司自然资源优势、葡萄酒生产能力优势、葡萄酒产品优势等发挥，并且导致公司出现比较大亏损和财务状况不佳。下半年，公司拟非公开发行股票，预计募集资金约 20 亿元，用于葡萄酒营销网络体系建设、补充葡萄酒业务流动资金和偿还债务。市场营销瓶颈突破、财务状况改善等将给公司股票带来投资机会。

五、兼并、重组预期给下半年啤酒行业相关上市公司带来投资机会

啤酒生产和消费也具有明显的季节性特征，每年的 6 月-8 月是啤酒生产和消费的高峰期，12 月-次年的 2 月是啤酒生产和消费的谷底期。

图 12



资料来源：中国酿酒工业协会

下半年是啤酒生产和消费淡季，随着啤酒生产和消费淡季的到来，啤酒生产和销售将逐月下降，相关上市公司啤酒销售收入和盈利水平一般也将逐月下降，对公司股票价格产生不利影响。

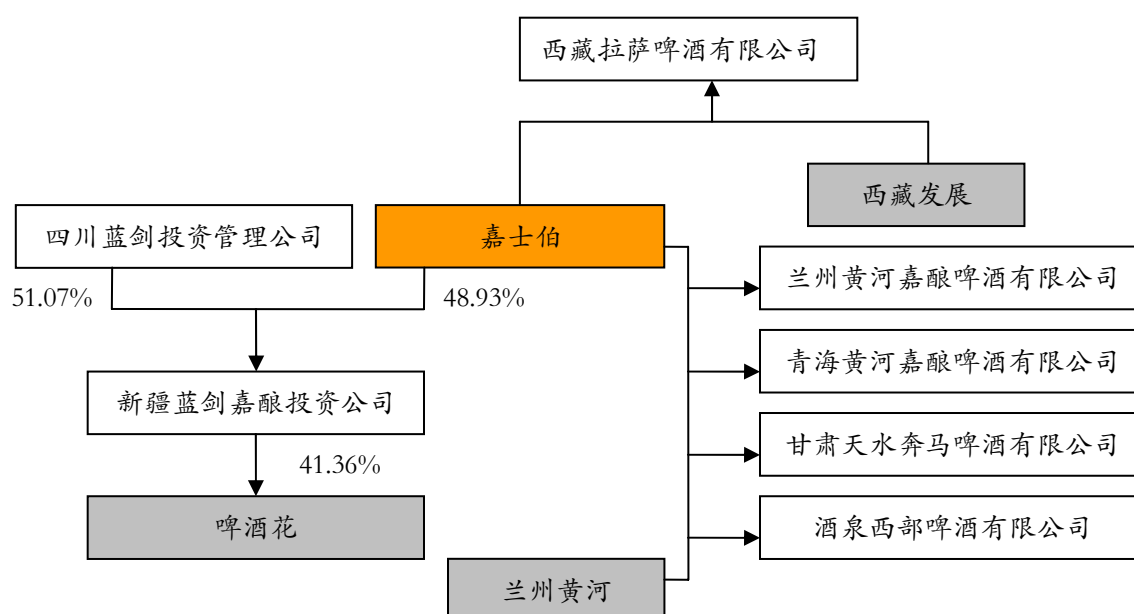
啤酒行业的激烈竞争导致一些经营规模比较小、经营业绩比较差的啤酒生产厂商在竞争中失败，

被行业内一些优势企业兼并，行业内一些龙头企业为了获得更加有利的竞争地位，通过新建、兼并等途径扩展经营和盈利规模。啤酒行业不是涉及国家安全的命脉行业，国家对外资进入该行业管制比较松，外资对国内啤酒行业上市公司股权收购、重组兼并、合资成立新公司等受到的政策限制比较少，股权收购、重组兼并、合资成立新公司等会对相关上市公司股票价格造成重大影响。

2009 年 2 月青岛啤酒第二大股东 ABI 将所持青岛啤酒 27%股份中的 19.99%股份，合计 6.665 亿美元（折合每股 19.78 港元）出售给日本朝日啤酒株式会社，此项交易完成后，朝日啤酒株式会社共持有青岛啤酒 26.99%的股份，与大股东青岛啤酒集团 30.89%的股份非常接近，成为第二大股东。这样的股权结构具有很大的不确定性，朝日啤酒株式会社可以通过受让青岛啤酒其他股东转让股份等方式成为青岛啤酒实际控制人。

啤酒花、兰州黄河和西藏发展在我国新疆、甘肃、西藏地区啤酒市场占有率分别高达 84%、75%和 50%。2008 年末，啤酒花、兰州黄河和西藏发展的实际控制人都是国内自然人，并且与全球啤酒巨头嘉士伯都有股权关系。三家啤酒上市公司都将推进与嘉士伯的战略合作作为公司未来发展的依靠力量。嘉士伯是总部位于丹麦的全球最大的啤酒公司，嘉士伯与其合作伙伴在中国西部地区的市场占有率已经达到 50%左右，处于绝对领先地位。三家啤酒上市公司被外资兼并重组的可能性很大。

图 13



2008 年 4 月 30 日，啤酒花公告称，四川蓝剑投资管理有限公司将持有的蓝剑佳酿 41%的股权，转让给嘉士伯啤酒有限公司，本次权益变动完成后，嘉士伯将通过新疆蓝剑嘉酿投资有限公司间接持有啤酒花 29.9987%股份，成为啤酒花实际控制人。嘉士伯称，在未来 12 个月内，可能会根据资本市场的情况对上市公司的股份进行增持。

尽管嘉士伯目前尚未持有兰州黄河和西藏发展的股权，但是嘉士伯与兰州黄河和西藏发展都合资成立了啤酒公司，嘉士伯和其一致行动人持股比例 50%，这些公司是相关上市公司最重要的啤酒生产和销售企业。实际上，兰州黄河和西藏发展都已经分别成为投资公司，与嘉士伯各持有下属啤酒公司 50%股权，由于嘉士伯的全球啤酒巨头地位，兰州黄河和西藏发展在啤酒营销、研究开发、生产管理

等方面对嘉士伯有很强的依赖关系。

未来，兰州黄河和西藏发展很有可能步啤酒花的后尘，两公司实际控制人可能将所持股权转让给嘉士伯。啤酒花实际控制权转移给嘉士伯后股票价格的大幅度上涨为兰州黄河和西藏发展未来实际控制权转移在股票价格上引起的波动提供了借鉴。

六、白糖价格上涨和政府行业调控政策给制糖行业上市公司带来投资机会

分析我国食糖价格行情历史走势图，可以发现我国食糖价格呈现周期性波动，从开始上涨到下跌结束，一个周期大约经历 5-6 年时间。从广西壮族自治区南宁市白糖现货价格行情历史走势图中可以看出，2004 年-2006 年我国白糖价格处于周期的上升阶段，2006 年-2008 年我国白糖价格处于周期的下跌阶段，从 2009 年开始我国白糖价格走出谷底，出现了比较大幅度的反弹，反弹幅度将近 40%。广西壮族自治区食糖产量占全国食糖产量 60% 左右，南宁市白糖现货价格行情对全国食糖价格行情具有很强的代表性。

图 14

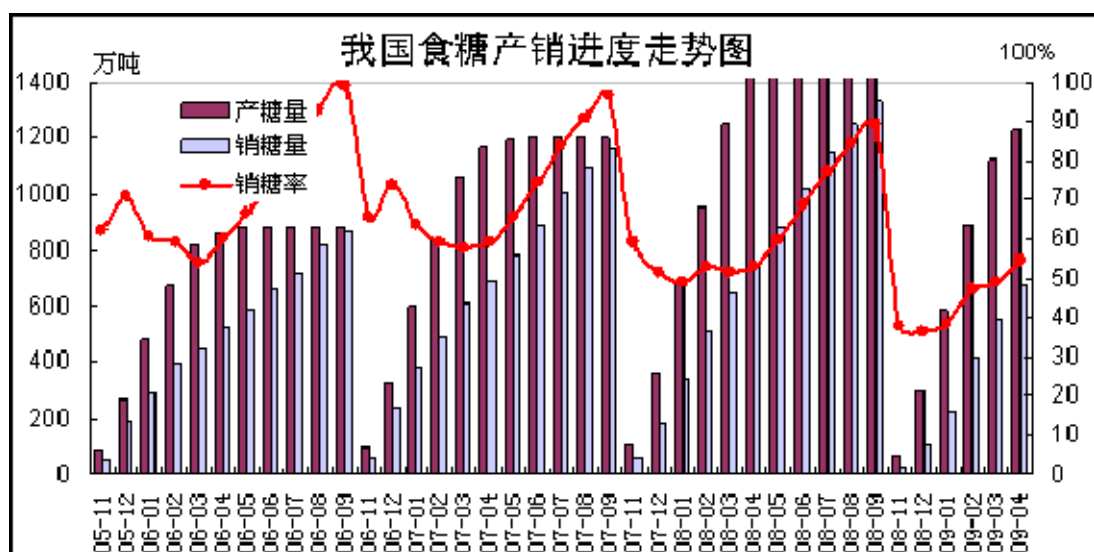


资料来源：广西糖网

截止 2009 年 4 月末，2008/2009 年制糖期（2008 年 11 月-2009 年 4 月）全国累计产糖 1230.31 万吨，比去年同期减产 205.21 万吨。其中，产甘蔗糖 1140.18 万吨，比去年同期减产 179.23 万吨；产甜菜糖 90.13 万吨，比去年同期减产 25.98 万吨。食糖减产是造成今年上半年我国糖价出现比较大幅度反弹的重要原因之一。

由于受国际金融危机影响，2008 年下半年以来国内食品工业对食糖需求疲软，国内食糖库存量依然巨大，与过去几年相比，食糖产销率处于比较低的水平。在 2008/2009 年制糖期前三个月，我国食糖累计产销率低于上一个制糖期同期水平。截止 2009 年 4 月末，2008/2009 年制糖期全国累计销售食糖 670.16 万吨，累计销糖率 54.47%（上一个制糖期同期为 52.87%），其中，累计销售甘蔗糖 626.21 万吨，累计销糖率 54.92%（上一个制糖期同期为 51.59%），累计销售甜菜糖 43.95 万吨，累计销糖率 48.76%（上一个制糖期同期为 67.45%）。

图 15

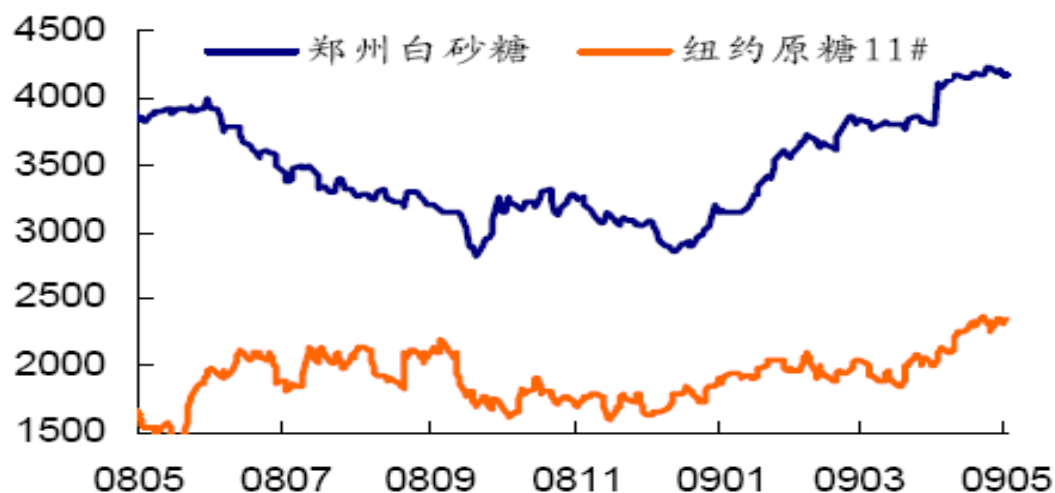


资料来源：中国糖网

从图中可以看出，

目前我国食糖价格大幅度高于国际食糖价格，2009年5月，我国郑州商品交易所白糖期货价格运行在4000-4500元/吨区间内，同期纽约商品交易所白糖期货价格（换成人民币元/吨计价）运行在2000-2500元/吨区间内，国内白糖期货价格比国际白糖期货价格高出将近一倍，进口白糖具有较大的利润空间，刺激进口成倍增长。国内食糖价格与国际食糖价格存在巨大差距的主要原因是国内糖料生产和压榨成本大幅度高于国外，国外廉价食糖大量进口到国内冲击国内市场，压低国内食糖价格。

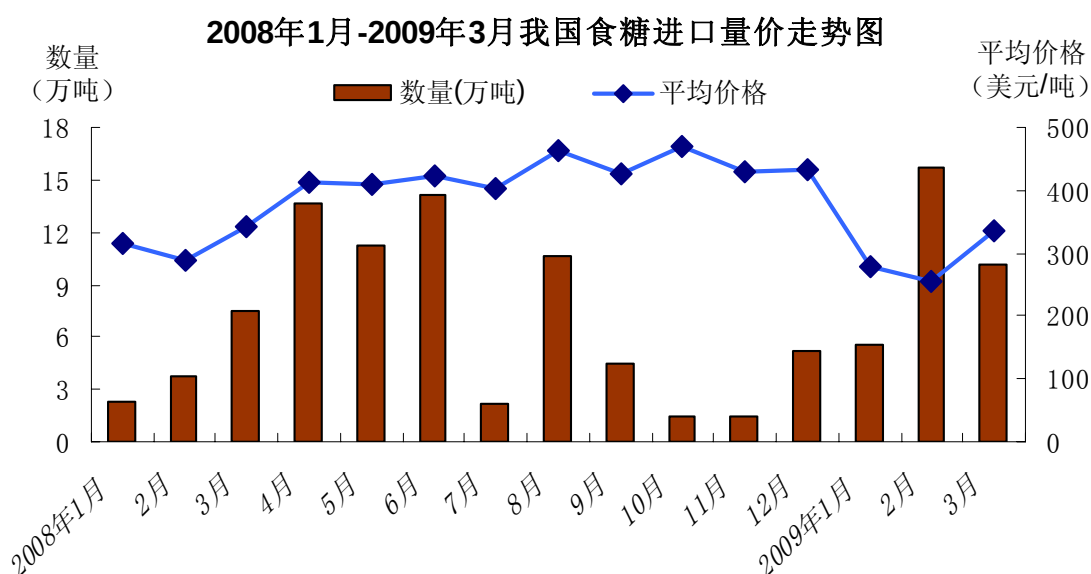
图 16



资料来源：Bloomberg，郑州商品交易所

据海关统计，2009年第一季度，我国进口食糖31.4万吨，比去年同期增长1.3倍；进口食糖价值8972万美元，比去年同期增长1倍；进口平均价格285.8美元/吨，同期国内食糖现货交易平均价格每吨3600元左右。

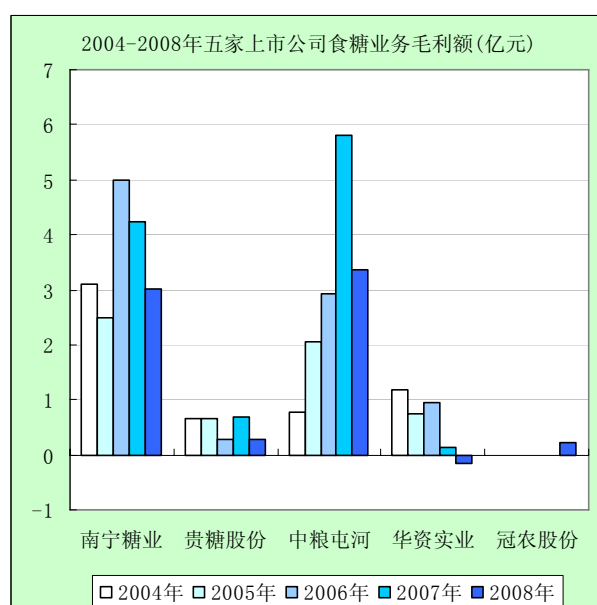
图 17



资料来源：中国海关

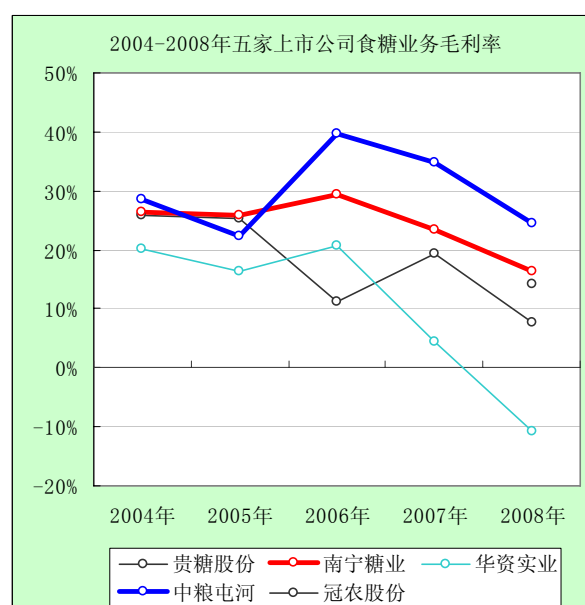
目前，我国糖业上市公司共有南宁糖业、贵糖股份、*ST 甘化、中粮屯河、华资实业、冠农股份等六家，其中前三家为甘蔗制糖公司，后三家为甜菜制糖公司。2004 年到 2006 年，剔除*ST 甘化，其余五家糖业上市公司毛利率总体上呈现上升趋势，与同期食糖价格走势是一致的；2006 年到 2008 年，五家糖业上市公司毛利率总体上呈现下降趋势，与同期食糖价格走势也是一致的。毛利率下降说明制糖企业在与原料供应者、产品需求者、同业竞争者等的竞争关系中处于越来越不利的地位，制糖企业对糖价不利波动的规避能力比较弱，我国糖价周期性波动对糖业上市公司业绩有重大影响。

图 18



资料来源：公司公告

图 19



资料来源：公司公告

南宁糖业是我国甘蔗制糖行业龙头公司，2008 年食糖产量 75 万吨左右，占当年我国食糖产量的 5%左右；中粮屯河是我国甜菜制糖行业龙头公司，2008 年食糖产量 45 万吨左右，占当年我国甜菜糖

产量的40%左右。从图中可以看出，中粮屯河和南宁糖业制糖业务毛利率高于另外三家糖业上市公司，说明行业龙头公司拥有更大的产品价格与生产成本间的毛利空间。2006年以后，中粮屯河毛利率一直高于南宁糖业，主要原因是中粮集团成为中粮屯河控股股东以后，注入大量资金，扶持甜菜制糖等优势产业发展，甜菜糖在白度、澄清度等方面优于甘蔗糖，质量等级高于甘蔗糖，价格也高于甘蔗糖。

贵糖股份制糖业务规模小而且停滞不前，华资实业制糖业务规模小而且逐年萎缩，冠农股份2008年新增制糖业务，规模也比较小。三家上市公司制糖业务毛利率低，并且呈现震荡下行走势，受食糖价格下跌的冲击比较大。

为了稳定食糖价格，保护糖料种植农户利益，国务院和广西壮族自治区政府对食糖采取了调控政策。国家加大食糖储备规模，希望改善国内食糖行业供求关系，稳定食糖价格。2009年5月11日，国务院发布的《国务院关于当前稳定农业发展、促进农民增收的意见》文件中提出2009年-2010年新建中央直属食糖储备库40万吨，扩充食糖储备库容规模。

2009年5月，广西壮族自治区政府公布《关于2009/2010年榨季糖料蔗收购价格的通知》，要求“控制甘蔗种植面积和制糖产能的盲目扩张，调控食糖市场供求关系”。具体办法是“以2007/2008年榨季和2008/2009年榨季平均产糖量为基数，2009/2010年榨季各市增产部分糖量原则上由该市负责收储，收储所发生的费用由当地财政承担；自治区近期不再批准新建或扩建制糖生产能力。”通知还要求2009/2010年度甘蔗收购指导价格仍为260元/吨，延续了2006/2007年度以来的价格，但是与之实施联动的白糖销售价格下调为3500元/吨，而以往年度的联动价格分别为3900元/吨和3800元/吨。该政策保护了甘蔗种植农户利益，农民种植甘蔗的收益有望增加。

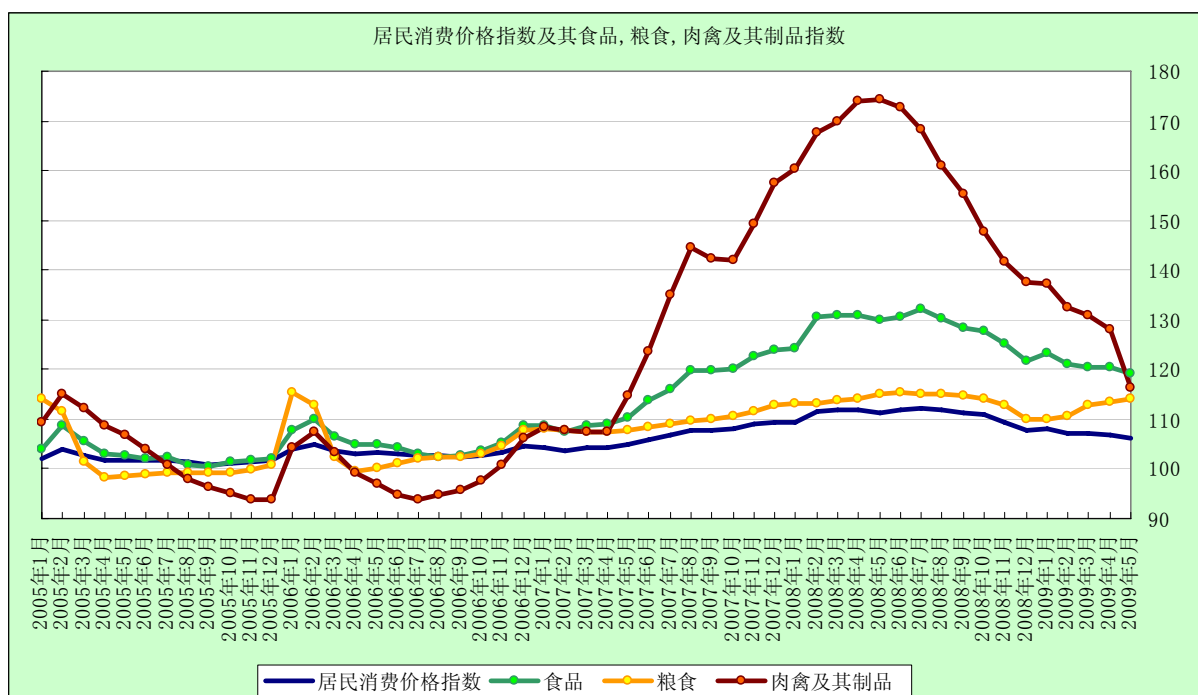
国务院和广西壮族自治区政府对制糖行业的调控政策将抑制国内食糖价格的下跌走势，并在一定程度上对食糖价格反弹提供支撑。行业调控政策还将改善糖料种植和压榨行业的竞争环境，有利于行业龙头公司的发展壮大。甘蔗收购指导价格与食糖销售价格联动以后，制糖公司盈利水平主要由经营规模决定，行业龙头公司在控制糖料供给的数量、获取产品质量差价、降低产品生产成本等方面比小公司具有更多的优势。

七、猪肉价格将在今年秋冬季节上涨给猪肉制品行业上市公司带来投资机会

从2008年下半年开始，我国猪肉价格大幅度下跌，下跌时间已经持续了12个月左右。2009年5月，居民消费价格指数中肉禽及其制品价格同比下跌15.5%，其中猪肉价格同比下跌32.0%。猪肉价格持续、大幅度下跌的主要原因是2007年猪肉价格大幅度上涨导致养猪业者扩大生产规模，经过一个养猪周期（1年左右），生猪大量出栏，供给大于需求，价格大幅度下跌。

猪肉价格持续、大幅度下跌损害了养猪业者的利益，根据国家发展改革委价格监测中心发布的数据，5月底猪粮比价为5.87:1，已经连续四周低于国家发展改革委、财政部等六部门年初联合发布的《防止生猪价格过度下跌调控预案（暂行）》设定的生产盈亏平衡预警点（6:1），为2006年11月份以来的最低点。尽管我国生猪供大于求的情况依然较为严重，但是生猪养殖结构调整已经开始，母猪、仔猪补栏积极性有所下降。根据农业部畜牧业司发布的数据，我国生猪屠宰量呈现逐月上升趋势，生猪存栏量和能繁母猪存栏量呈现逐月下降趋势。

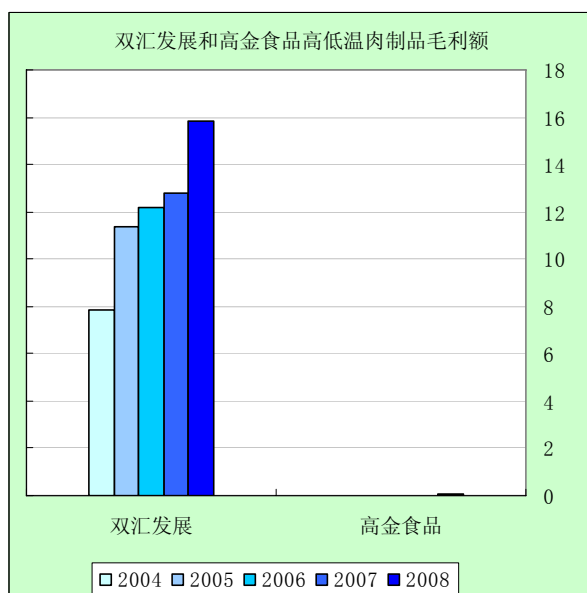
图 20



资料来源：国家统计局，爱建证券研究发展总部对数据进行以2004年12月为定基指数化处理

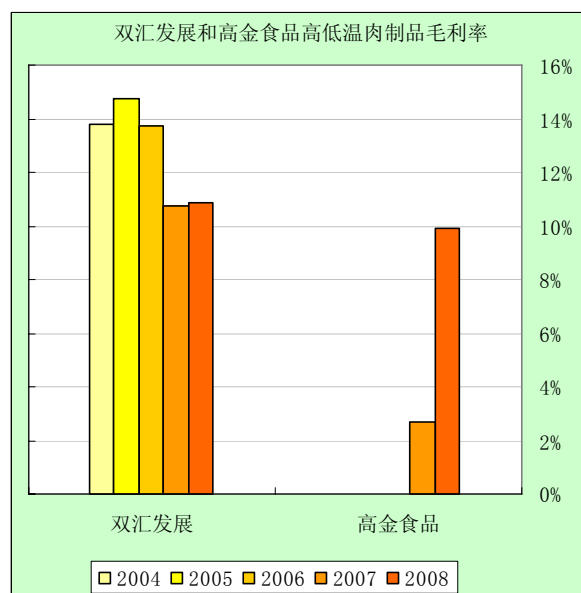
国家有关部门按照预案规定，于6月中旬启动了政府储备冷冻猪肉工作。夏季是猪肉消费淡季，猪肉价格低迷状态将持续几个月，随着生猪存栏量下降和政府储备冷冻猪肉数量增长，我国生猪供大于求的情况将改变，预计猪肉价格将在今年秋冬季节上涨。

图 21



资料来源：公司公告

图 22



资料来源：公司公告

我国猪肉制品行业有高金食品 and 双汇发展2家上市公司，猪肉价格上涨将推高猪肉制品行业上市公司生产成本，对相关上市公司提高盈利水平是不利的，但是猪肉价格上涨将导致猪肉制品价格上涨，如果猪肉制品价格上涨幅度超过猪肉价格上涨幅度，猪肉制品生产企业盈利水平将提高。高金食品、

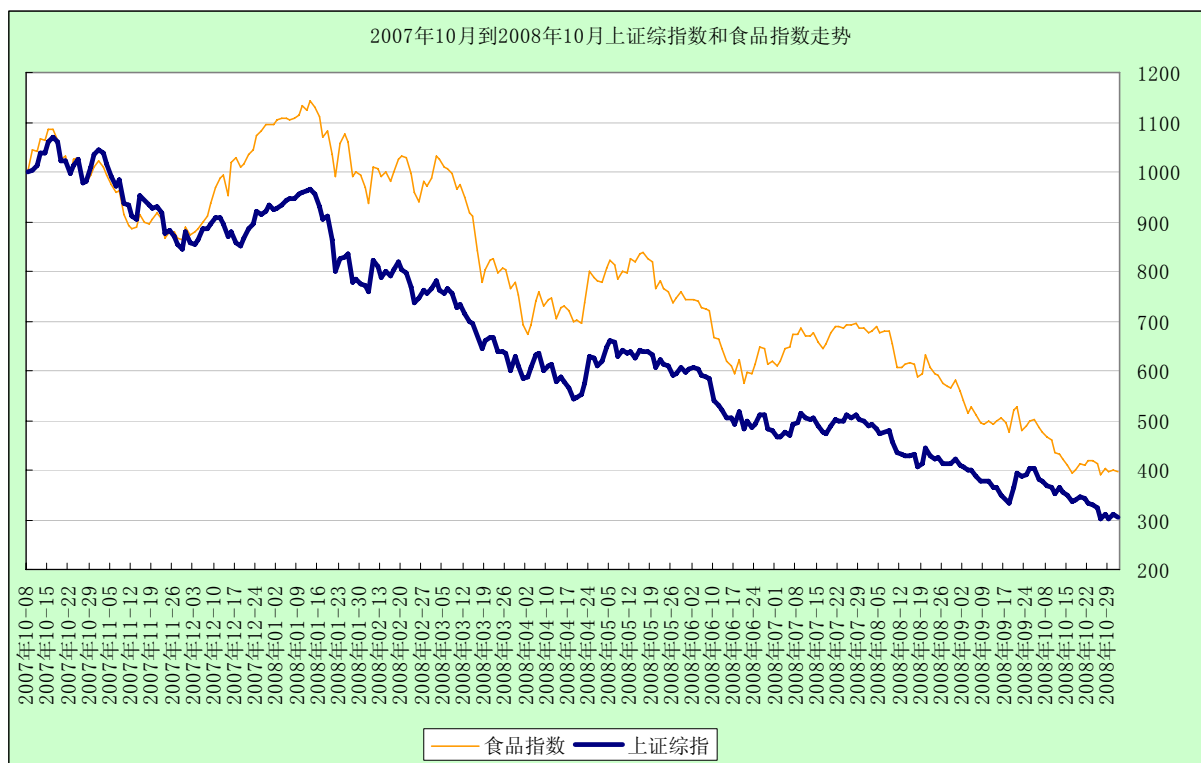
双汇发展等猪肉制品行业龙头公司都拥有规模比较大的冷冻猪肉仓库，而且猪肉采购批量比较大，猪肉价格上涨将提高原料存货价值，提高公司盈利水平。从2004年到2008年，双汇发展高低温肉制品毛利额逐年增长，但是毛利率水平比较低，并呈现逐年下降趋势，尤其是2007年猪肉价格大幅度上涨，公司毛利率同比却出现比较幅度大下降，说明在猪肉价格大幅度上涨的情况下，如果原料采购没有把握好行情或者猪肉制品提价压力较大，企业获利空间将被压缩。高金食品是2007年新上市公司，猪肉制品经营规模小，毛利率低。

八、食品行业具有的防御作用给食品行业基本面良好、市盈率比较低的上市公司带来投资机会

今年上半年，推动我国股票市场上涨的主要动力有两个，一个是政府大规模投资计划和区域与产业振兴计划以及与之配合的积极财政政策和宽松货币政策带来的主题投资机会，另外一个美欧主要国家和国内政府降低利息和扩大货币供应量导致大量资金流向虚拟经济，投机证券、房地产、大宗商品等市场，推高证券、房地产、大宗商品价格，导致相关上市公司股票价格上涨。

通过大规模投资计划拉动国民经济增长的持续性可能不强，并且潜伏着通货膨胀风险。推动上半年我国股票市场上涨的主要动力如果继续加强，对经济的不利影响将越来越明显，最终将导致经济陷入滞胀的泥沼。我国国内生产总值持续稳定增长需要依赖国外需求和国内消费需求的持续稳定增长。除非下半年我国出口见底，重回上升趋势，或者政府促进消费政策取得重大成效，否则宏观经济不支持股市继续大幅度上涨，今年上半年主题投资和投机资金推动的股市上涨与2007年国际和国内经济繁荣带动的股市上涨性质是不同的。如果下半年股市出现阶段下跌，基金受60%最低仓位约束，必将寻找防御品种，食品行业上市公司股票是主要防御品种之一，届时将迎来投资机会。

图 23



资料来源：深圳证券交易所、上海证券交易所，爱建证券研究发展总部对数据进行定基指数化处理

2007 年 10 月到 2008 年 10 月是我国股市大幅度持续下跌阶段，从图中可以看出，食品指数强于大势，防御效果明显。在股市下跌阶段，基金等机构投资者将选择食品行业基本面良好、市盈率比较低的上市公司股票进行投资，这些上市公司主要有贵州茅台、泸州老窖、青岛啤酒、燕京啤酒、双汇发展等。

九、行业投资建议和评级

国际金融危机和经济危机损害了我国的出口，“扩内需、保增长”将由上半年的以投资为主过渡到下半年的投资与消费并重，食品行业景气度将提高。我国粮食供给充裕，价格大幅度高于国外。预计今年我国粮食总产量将继续增长，下半年以防止价格下跌为主。粮食价格稳定或者下跌有利于降低肉、蛋、奶、酒等众多食品的生产成本。

生产和消费旺季和白酒涨价预期给下半年白酒行业上市公司带来投资机会；生产和消费旺季和葡萄酒产业区域转移给下半年葡萄酒行业上市公司带来投资机会；兼并、重组预期给下半年啤酒行业相关上市公司带来投资机会；白糖价格进入价格变动长周期的上升阶段和政府行业调控政策给制糖行业上市公司带来投资机会；猪肉价格将在今年秋冬季节上涨给猪肉制品行业上市公司带来投资机会；食品行业具有的防御作用给食品行业基本面良好、市盈率比较低的上市公司带来投资机会。

给予食品饮料行业“强于大势”评级。

十、重点上市公司盈利预测和评级

表 3 重点上市公司盈利预测和评级

代码	名称	细分行业	6 月 19 日股价	EPS(元)			PE			最新评级
				2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	
600519	贵州茅台	粮食白酒	136.71	4.03	5.08	6.14	34	27	22	推荐
000568	泸州老窖	粮食白酒	27.11	0.91	1.11	1.36	30	24	20	推荐
000869	张裕 A	葡萄酒	54.49	1.70	2.01	2.39	32	27	23	推荐
600737	中粮屯河	制糖番茄酱	11.88	0.33	0.42	0.51	36	28	23	推荐
000895	双汇发展	猪肉加工	36.91	1.15	1.39	1.65	32	27	22	推荐

贵州茅台（600519） 公司产品是我国酱香型白酒典型代表，同时也是我国白酒行业第一个原产地域保护产品，是世界名酒中唯一纯天然发酵产品，具有持久核心竞争力。随着国家产业政策调整，白酒市场将更加规范，名优企业将受到进一步保护，整个行业将迎来较好的发展态势。过去五年，公司一直保持着 80%以上毛利率，另外公司还拥有自主定价权，预计 2009 年下半年提价的概率很大。2008 年末，贵州茅台白酒存货成本 28.06 亿元，根据公司 2008 年白酒销售毛利率，估计公司存货潜在销售毛利额是 261.22 亿元，是该公司 2008 年毛利额的 3.51 倍，未来盈利潜力巨大。

风险提示：1、目前全国白酒市场需求趋近饱和，白酒产能、消费更多地向名优酒厂集中，企业新产品开发和营销策略均向高端转移，行业呈现向高端市场和名优品牌集中的态势，高端市场的竞争将更加激烈。2、消费者饮酒习惯的变化、替代产品的不断增加、国内啤酒和葡萄酒产销量的逐年上升、洋酒关税全面放开后国外品牌纷纷抢滩中国市场，挤占了部分白酒消费市场，给白酒生产企业造成一定的冲击。

泸州老窖 (000568) 公司产品是中国浓香型白酒的“鼻祖”，公司的两大核心品牌“国窖 1573”、“泸州老窖特曲”在消费者中具有较强的影响力。公司有独特的历史文化积淀，有不可复制的生产条件和地理气候条件。2008 年，国窖 1573 白酒和泸州老窖特曲白酒国家标准正式颁布实施。公司具有相当强势的产品定价权，从 2004 年到 2008 年白酒产品毛利率从 50% 左右稳步提高到 65% 左右，产品价格提高是公司毛利率水平不断提高的重要原因，预计 2009 年下半年提价的概率很大。2008 年末，泸州老窖白酒存货成本是 11.73 亿元，根据公司 2008 年白酒销售毛利率，估计公司存货潜在销售毛利额是 22.47 亿元，是该公司 2008 年毛利额的 0.93 倍，未来盈利潜力比较大。

风险提示：1、目前全国白酒市场需求趋近饱和，白酒产能、消费更多地向名优酒厂集中，企业新产品开发和营销策略均向高端转移，行业呈现向高端市场和名优品牌集中的态势，高端市场的竞争将更加激烈。2、消费者饮酒习惯的变化、替代产品的不断增加、国内啤酒和葡萄酒产销量的逐年上升、洋酒关税全面放开后国外品牌纷纷抢滩中国市场，挤占了部分白酒消费市场，给白酒生产企业造成一定的冲击。

张裕 A (000869) 公司是中国第一个工业化生产葡萄酒企业，是我国葡萄酒行业龙头公司，公司产品结构合理，以原料质量控制为基础的中高档产品所占比例不断上升；强大的品牌影响力以及完善的营销体系，增强了公司同经销商的议价能力，预计 2009 年下半年提价的概率很大。从 2004 年到 2008 年，公司毛利率从 65% 左右稳步提高到 70% 以上，毛利率水平比葡萄酒行业平均毛利率水平高 40 个百分点左右。2009 年，公司计划实现主营收入 37 亿，主营成本及三项费用控制在 22 亿以内。解百纳和卡斯特酒庄酒是 2009 年公司主要利润增长点，北京爱斐堡酒庄、冰酒酒庄处于培育期，2009 年不会产生很多利润。公司把白兰地系列高档酒作为未来 3-5 年的重点发展方向，优化产品结构。目前，公司生产和销售重点在东部地区，葡萄资源供给不足和激烈竞争抑制了该地区葡萄酒产业的进一步发展，公司开始将葡萄酒产业向西转移到甘肃、宁夏、新疆等地，未来成长前景广阔。

风险提示：1、葡萄酒进口量快速增长，国内葡萄酒市场形成比较大冲击，加剧行业竞争激烈程度。公司未来两年销售费用将持续增加，北京爱斐堡酒庄、冰酒酒庄处于培育期，未来盈利情况具有很大不确定性。2、公司将葡萄酒产业向西转移到甘肃、宁夏、新疆等地，面临葡萄原料供应、葡萄酒厂设置、葡萄酒市场营销等很多新问题，而且面临当地葡萄酒企业竞争，未来盈利情况具有很大不确定性。

中粮屯河 (600737) 公司是全国最大的甜菜糖生产企业、全球最大的番茄生产企业之一，是国家农产品加工重点龙头企业。公司在新疆、山西拥有 9 家糖厂，具有年产甜菜糖 50 万吨的生产能力，糖产量占到新疆总产量的 80%，占全国甜菜糖产量的 36%。公司生产的“四方”牌白砂糖荣获“绿色食品”、“中国名牌产品”等多项殊荣，产品主要供应可口可乐、卡夫、日本三菱、蒙牛、伊利等知名客户。公司在中国新疆、内蒙古、宁夏、甘肃、河北等省区的番茄优势种植区域建有 23 家番茄制品加工企业，具有年产大包装番茄酱 55 万吨、小包装番茄制品 5.3 万吨、番茄粉 3000 吨、番茄红素 10 吨的生产能力。公司所生产的大包装番茄酱出口到美国、欧洲、独联体、东南亚、日韩、中东等 80 多个国家和地区，与亨氏、联合利华、雀巢、卡夫、日本可果美等国际知名公司建立了战略合作关系。2006 年以后，中粮屯河毛利率一直高于我国甘蔗制糖行业龙头公司南宁糖业，主要原因是中粮集团成为中粮屯河控股股东以后，注入大量资金，扶持甜菜制糖等优势产业发展，甜菜糖在白度、澄清度等

方面优于甘蔗糖，质量等级高于甘蔗糖，价格也高于甘蔗糖。

风险提示：1、2006 年到 2008 年，我国五家糖业上市公司制糖毛利率总体上呈现下降趋势，毛利率下降说明制糖企业在与原料供应者、产品需求者、同业竞争者等的竞争关系中处于越来越不利的地位。2、制糖行业竞争激烈，企业对糖价不利波动的规避能力比较弱，目前我国食糖价格大幅度高于国外，国外廉价食糖大量进口到国内冲击国内市场，压低国内食糖价格。

双汇发展 (000895) 公司是我国猪肉制品行业龙头公司，目前具备 550 万头生猪屠宰产能，85 万吨高温肉制品产能和 30 万吨低温肉制品产能。公司围绕消费转型和产业升级，开发众多猪肉新产品，满足消费者需求。双汇“高温肉制品”、“低温肉制品”、“鲜冻分割猪肉”是“中国名牌”产品。公司在高温肉制品领域市场占有率超过 50%，并将低温肉制品和冷鲜肉作为大力发展的重点业务，引入冷鲜肉的“冷链生产、冷链配送、冷链销售、连锁经营”模式，大力推广冷鲜肉的品牌化经营。公司还积极向上游生猪养殖领域延伸产业链，计划建设 20 万头生猪养殖场，预计 2009 年建成。从 2008 年下半年开始，我国猪肉价格大幅度下跌持续了一年时间，根据猪肉价格周期波动规律可以预计猪肉价格在今年秋冬季节上涨，尽管猪肉价格上涨将推高猪肉制品行业上市公司生产成本，但是公司具有很强的产品定价能力，可以通过提高产品价格消除生产成本上升对公司盈利的不利影响。公司拥有规模比较大的冷冻猪肉仓库，而且猪肉采购批量比较大，猪肉价格上涨将提高原料存货价值，提高公司盈利水平。

风险提示：1、尽管我国猪肉价格已经大幅度下跌，但是目前猪肉出厂价格仍然比进口价格高 80% 左右，廉价猪肉进口到国内，冲击国内市场。2、生猪疫情时有发生，食品安全成为全社会广泛关注的焦点，未来如果爆发生猪疫情或者发生肉制品安全事件，公司产品销售将受到重大影响。

投资评级说明

● 公司评级

强烈推荐：预期未来6 个月内， 个股相对大盘升幅20%以上

推 荐： 预期未来6 个月内， 个股相对大盘升幅5%~20%

中 性： 预期未来6 个月内， 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避： 预期未来6 个月内， 个股相对大盘跌幅5%以上

● 行业评级：

强于大市：预期未来6 个月内， 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中性： 预期未来6 个月内， 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大市：预期未来6 个月内， 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告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发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究发展总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。