

2009年下半年香港股票市场 食品饮料行业投资策略

招商证券(香港)有限公司研究部

王晓滌 孙娜

二零零九年 六月

提 要

- 2009年下半年，原材料成本压力减小效应将继续体现。
- 我们仍然首先推荐需求稳定的大众品公司，但我们也关注消费者信心提升带来高端品定位的公司销量反弹。基于去年下半年较低的基数，我们认为今年下半年乳制品的销量反弹最大；而在食品饮料下半年消费旺季到来的同时，我们认为乳品、低温肉制品、红酒、白酒环比销量增长优势也将更加明显。
- 我们的投资策略是：1) 短期关注销量反弹 2) 长期关注成长潜力较大的行业，比如乳制品、肉制品和红酒。
- 香港市场食品饮料板块防御性优势明显，板块2008年以及2009年上半年都跑赢大市，目前香港食品饮料板块平均估值23X09PE，鉴于板块估值不便宜，我们对整个板块保持中性评级。
- 推荐蒙牛乳业（2319.HK），中国食品（0506.HK），关注雨润食品（1068.HK），青岛啤酒（0168.HK）。

目 录

1、行业概况

2、行业展望

3、估值预测

2009上半年行业销售收入同比放缓

- 我们对各个子行业销售收入同比增长作了相关统计，2009年1-2月份各行业收入同比增幅基本小于去年同期，液体乳、黄酒及红酒甚至出现单位数和负增长。基于2008年下半年较低的基数，我们预计行业下半年同比增长好转。

表-1：主要行业销售收入增长图

时间	液体乳	肉类加工业	啤酒	碳酸饮料	黄酒	瓶装水	白酒	葡萄酒
08-02	29.0	40.8	16.2	14.2	19.7	15.5	14.5	27.2
08-05	30.0	39.4	14.2	18.8	28.3	10.6	14.3	15.2
08-08	29.0	35.0	16.0	19.6	31.8	21.9	16.0	17.5
08-11	18.0	32.9	16.4	20.4	19.4	25.7	19.6	16.9
09-02	3.0	15.6	14.7	31.1	5.0	19.4	16.3	-2.5

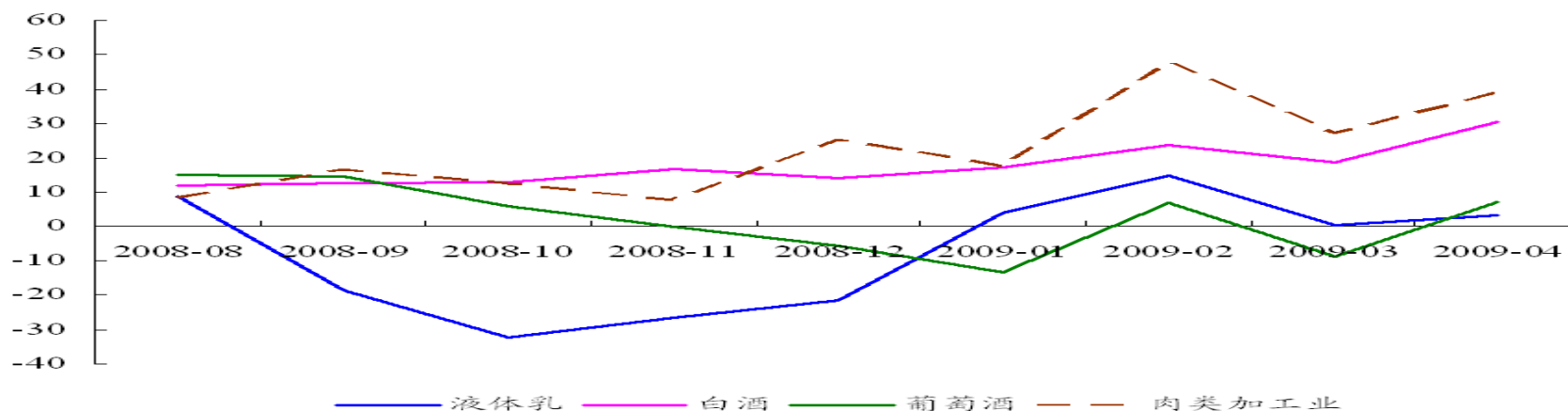
资料来源：国家统计局 招商证券（香港）

- 我们认为除了屠宰以及肉制品企业上游产品终端价格下降较快外，其余的子行业终端价格较为稳定，因此我们判断与去年同期相比，受到销量减少影响程度最大的为液体乳和葡萄酒和高端白酒。

但是行业景气度在逐步恢复

- 我们通过对各个子行业产量数据发现：虽然同比增长不乐观，但上半年产量增幅相对于去年下半年，已经有较大的提升。因此我们判断，行业景气度在逐步恢复。4月份，液体乳、白酒、葡萄酒、肉类加工业的产量分别同比增加3.3%、30.4%、7.2%及38.8%，且葡萄酒和液体乳扭转去年第三季度以来的负增长状态。

图1：景气度表现明显回暖的子行业

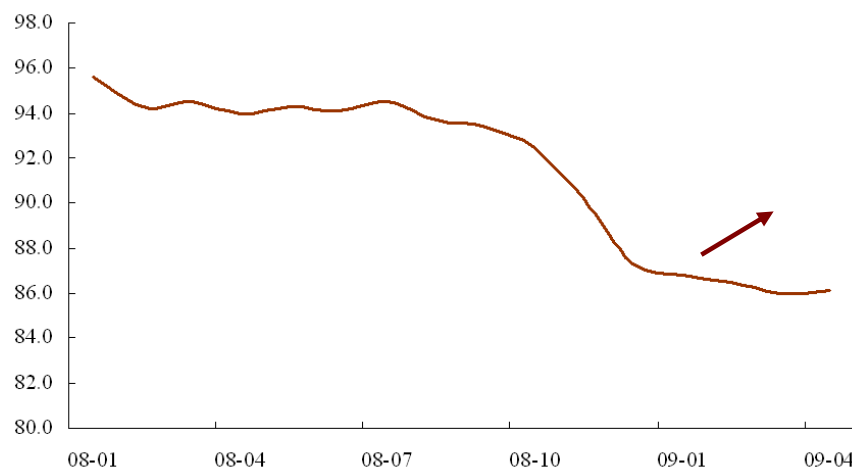


资料来源：国家统计局 招商证券（香港）

投资策略一：选择消费反弹较大的行业

- 我们认为必须品的支出较为稳定，而高端品受经济景气度影响较大。因此我们认为高端品在经济景气度改变时弹性系数也最大。4月份的消费者信心指数略为上升，我们认为如果消费者信心继续改善，那么高端产品占比较多的食品饮料企业将会看到较大的消费反弹。在未来六个月，我们建议关注乳品、红酒、白酒以及低温肉制品企业。

图2：居民消费者信心指数



资料来源：CEIC 招商证券（香港）

图3：拥有高端产品的行业享有更多盈利空间

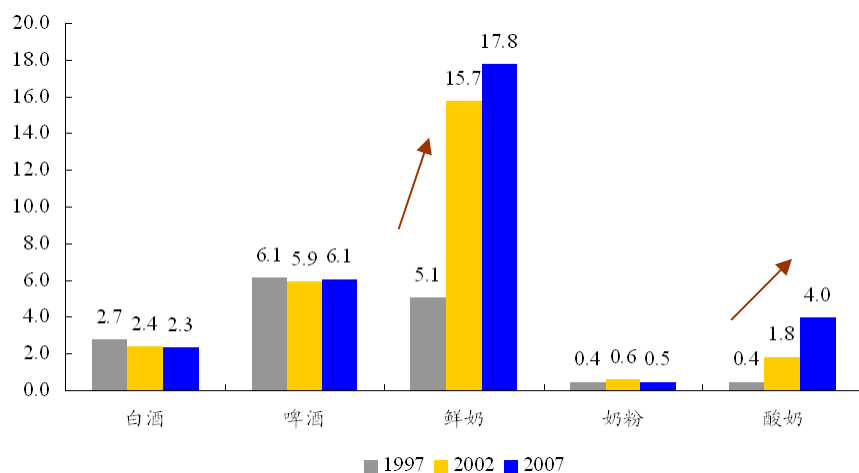
受惠行业	产品
乳制品	高端乳制品，比如蒙牛特伦苏
白酒、红酒	中高端红酒，比如张裕、长城、王朝以及部分白酒
低温肉制品	低温肉制品为主要销售构成的产品，比如雨润

资料来源：招商证券（香港）

投资策略二：长期关注成长潜力大的行业

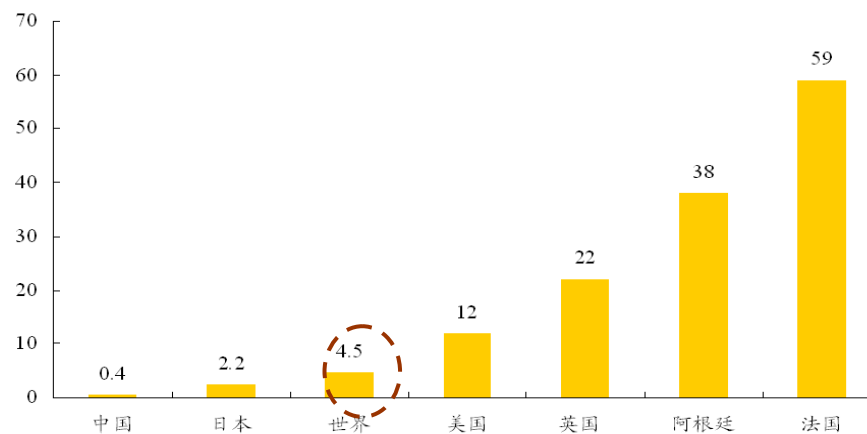
- 我们长期看好中国成长潜力大的肉制品行业、乳制品行业和红酒行业。
- 肉制品：从1990-2007年，中国人均年猪肉消费水平由20公斤上升到40公斤，成长翻倍，但相对于世界人均年猪肉消费水平70公斤还有距离。
- 乳制品：从1997-2007年，鲜奶和酸奶人均消费分别成长2倍和8倍，人均消费水平相对于世界发达国家仍低。
- 红酒：中国市场处于发展初期，目前人均消费0.4升/人，离世界平均水平4.5升/人有相当距离。

图4：各行业人均消费情况（千克/每年）



资料来源：CEIC 招商证券（香港）

图5：各国人均消费红酒量（升/每人）



资料来源：招商证券（香港）



招商证券(香港)有限公司
China Merchants Securities (HK) CO., LTD.

目 录

1、行业概况

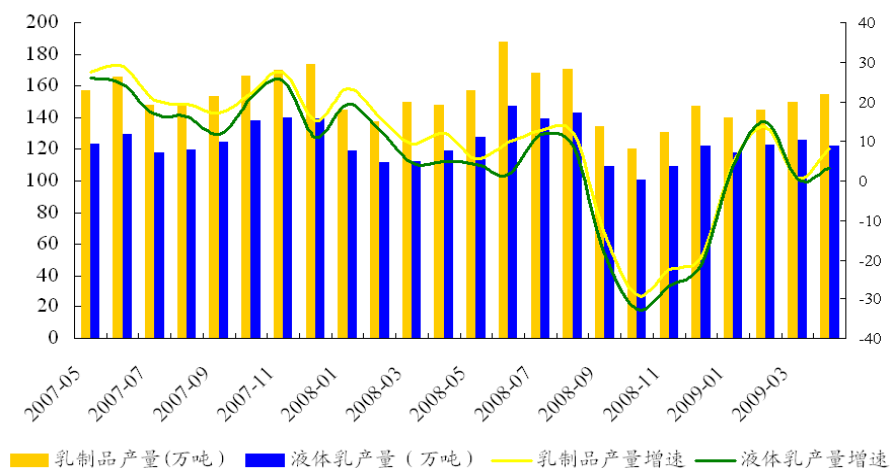
2、行业展望

3、估值预测

乳业：危机后信心在逐步恢复

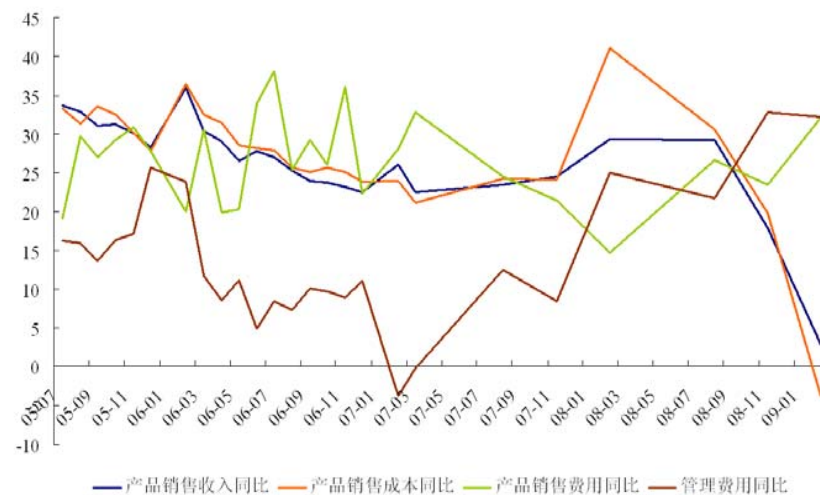
- 根据国家统计局的数据，2009年一季度全国乳制品和液态奶产量分别同比增加0.7%和7.1%，与2008年四季度相比环比增长9.1%和10.5%。环比增势明显显现景气度在恢复。
- 我们预计乳制品龙头公司今年下半年能恢复到2008年9月前销量水平。
- 原奶采购价格由08年3季度回落，我们预计今年乳业成本降低，毛利提升。
- 针对去年的乳业危机，各乳企加大营销力度，销售费用和管理费用同比出现大幅提升，我们预计2009年乳业净利润率将低于2007年水平。

图6：乳业产量及增速



资料来源：国家统计局 招商证券（香港）

图7：乳业运营指标

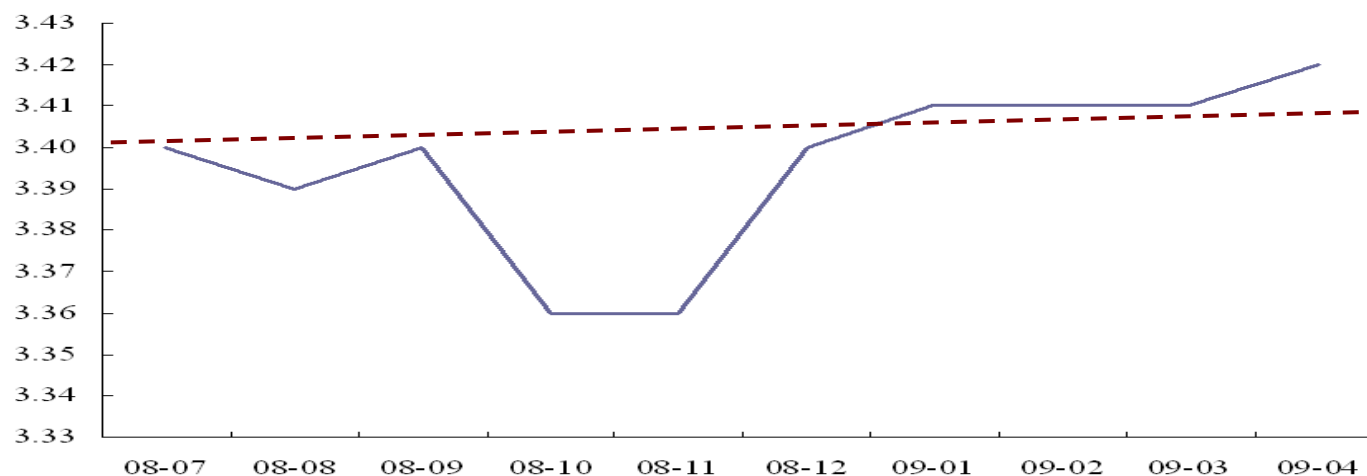


资料来源：国家统计局 招商证券（香港）

原奶价格相比去年同期大幅减少

- 截至4月份，全国主要省份原奶收购价格比去年同期下滑16.8%至2.43元/公斤。
- 而牛奶零售价格基本持平在3.4元/斤左右，乳制品行业成本压力缓解。

图8：我国城市牛奶零售价格（元/斤）



资料来源：CEIC 招商证券（香港）

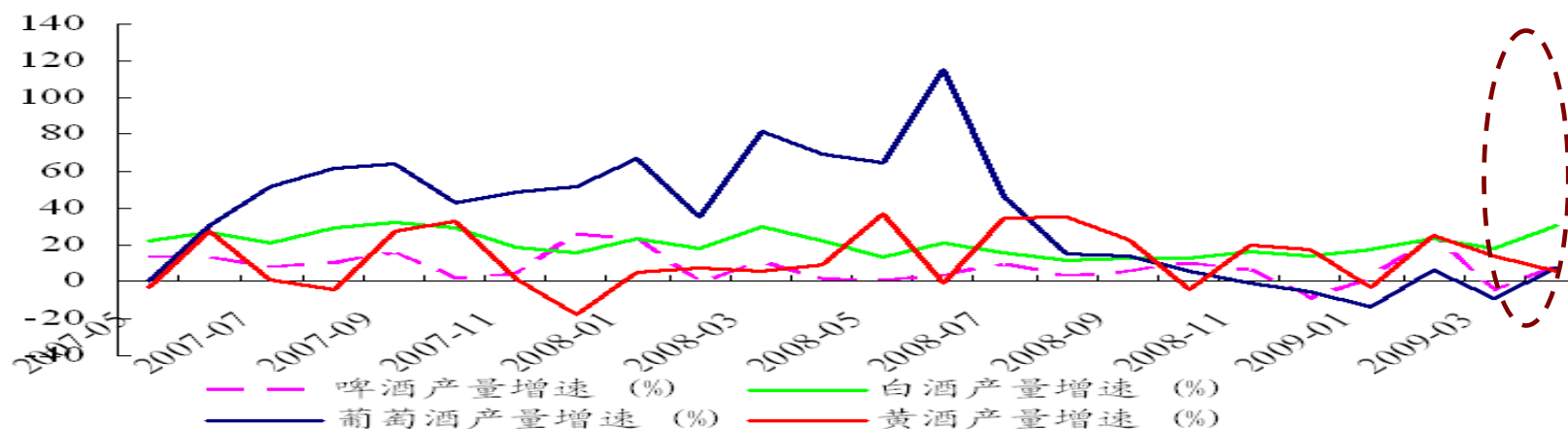
一系列优惠政策缓解乳业危机

- 针对大多数乳企在“三聚氰胺事件”后面临的资金困境，政府可能将出台对乳企一系列优惠政策：奶粉收储、增值税减免、财政补贴。
- 国家奶粉收储计划分两期进行，一期收储量为5万吨，通过贴息贷款方式进行。国家以2.9万元/吨的价格采购奶粉，给予企业5.31%的贴息（贷款期为一年），相当于给企业每吨每年补贴1500元。二期收储量为10万吨，国家直接收储，每吨收储价格为2.4万元/吨。
- 我们认为国家收储计划有利于解决2008年3季度以来的奶粉库存积压问题，对于在生死边缘挣扎的中小乳制品企业利好也有利于缓解奶农杀牛压力。
- 蒙牛和伊利等知名品牌乳企从国家优惠政策得到了什么？
按照乳业协会的估算，如果增值税减免能够实施，对整个乳业的影响大概50亿，对蒙牛影响3亿，伊利影响10亿。但市场普遍认为增值税减免的力度应该不会有这么大。

酿酒业：中高端酒类销量反弹可能性大

- 2008年下半年以来因为金融海啸的影响，酿酒业产量增速放缓。红酒产量增速下降幅度超过啤酒、白酒和黄酒。2009年4月份，啤酒、白酒、红酒和黄酒产量分别同比增加 8.2%、30.4%、7.2%和5.8%， 同比增速虽然小于去年同期，但相对于2008年3季度的产量已有所反弹。
- 如果经济恢复持续，我们建议关注中高端酒销量反弹带来的超出预期的利润增长。

图9：酿酒子行业产量增速

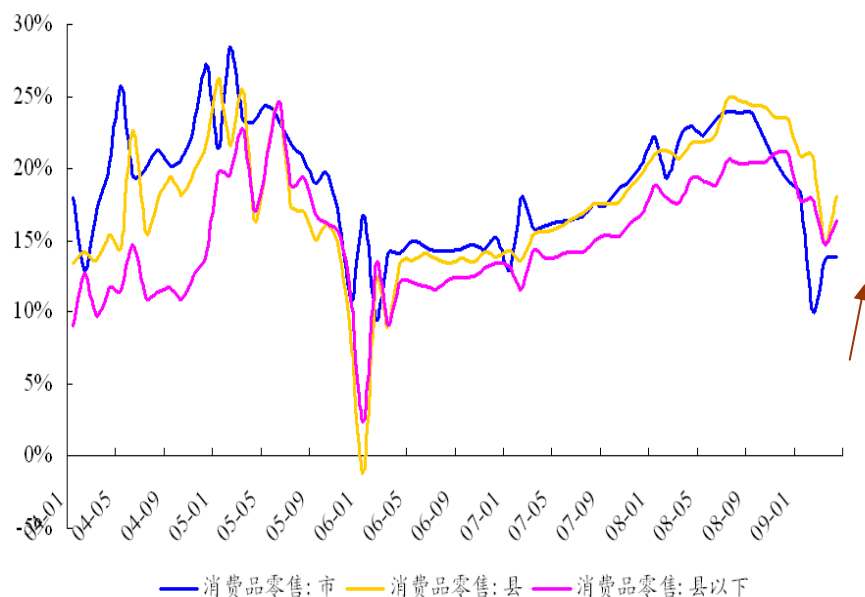


资料来源：国家统计局 招商证券（香港）

关注餐饮渠道的酒类销量反弹

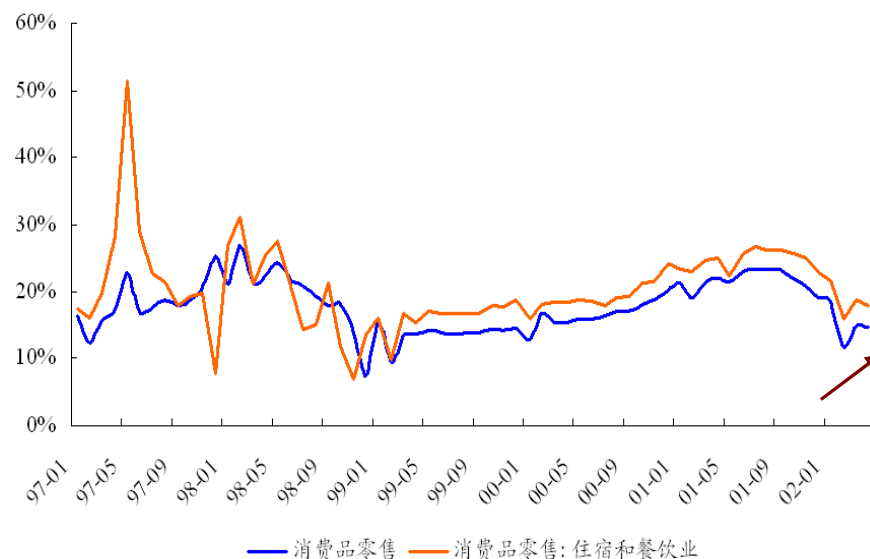
- 我国酒类消费基本上以餐饮渠道、商超渠道为主。餐饮渠道的恢复有利于酒类销量的反弹。
- 酒类销售沿海占比较大的，在经济复苏的前提下销量也将得到较大的反弹。但我们不排除短期H1N1 流感疫情扩大带来的消费减小的打击。

图10：城市以及县城零售销售同比增幅



资料来源：CEIC 招商证券（香港）

图11：餐饮住宿销售额同比增长

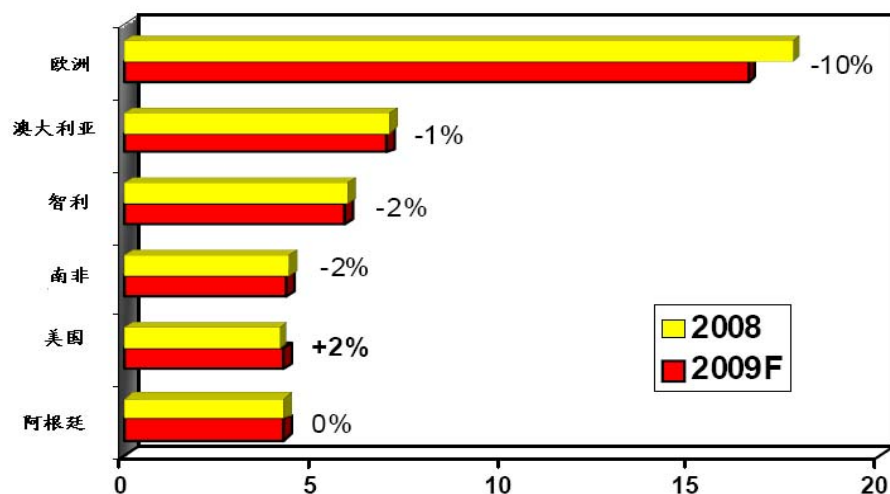


资料来源：CEIC 招商证券（香港）

红酒：具有广阔市场空间

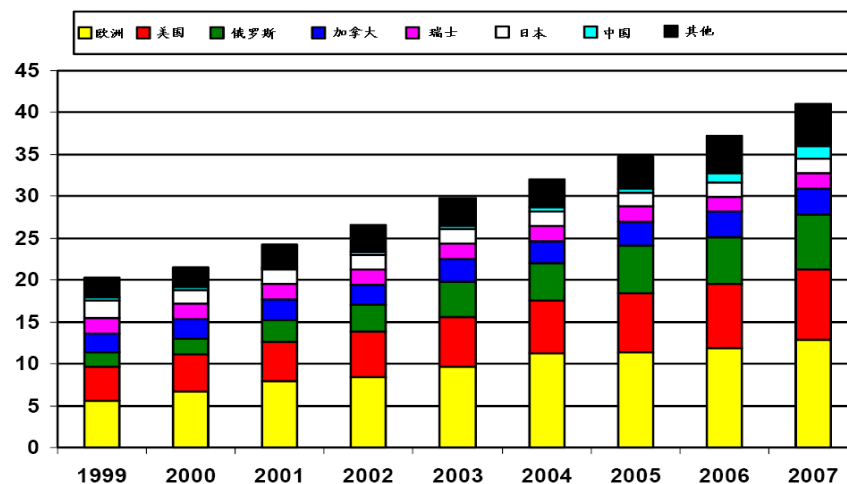
- 全球：行业机构预计红酒需求在2009年会出现下滑。美国农业部预测2009年全球红酒出口只会出现轻微的下滑，而美国的红酒出口量将会有2%的增长，因为消费者会选择低端红酒取代高端红酒。发展中国家的需求依然增长。
- 中国：中国15%的红酒消费为进口红酒，但这部分主要在高端市场，85%的红酒消费主要是国内中低端红酒。2003-2007年以来中高端红酒消费增长了542%和522%。

图12：各地区红酒出口量预计



资料来源：美国农业部 招商证券（香港）

图13：各地区红酒进口量



资料来源：美国农业部 招商证券（香港）

国内主要红酒生产商情况

➤ 红酒企业产品构成:

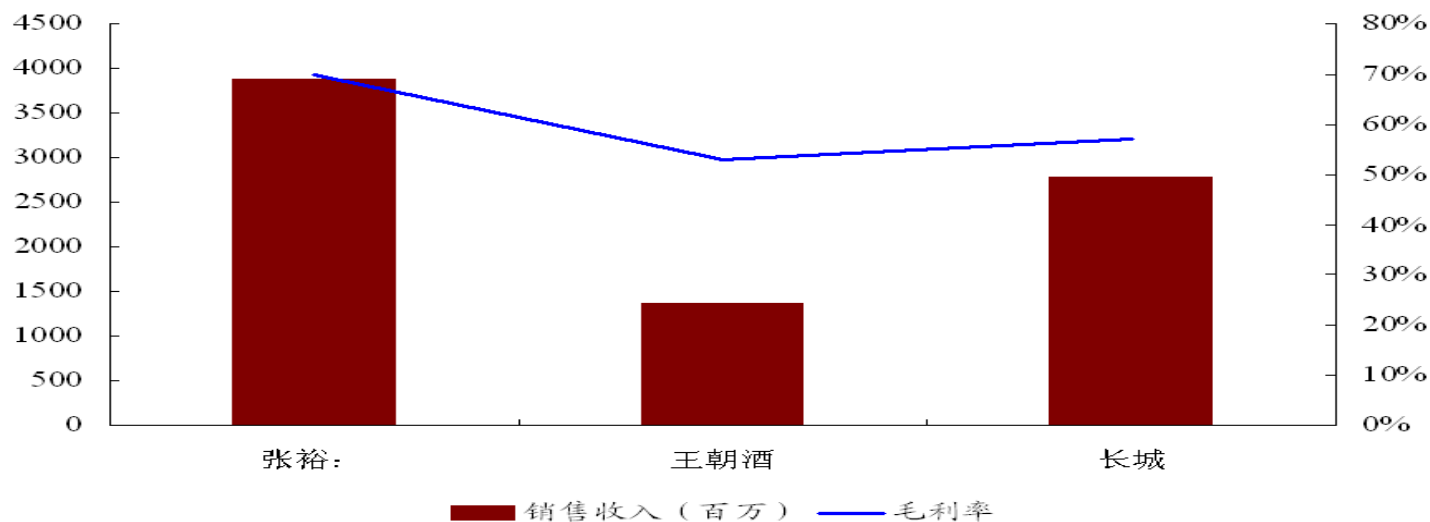
张裕: 中高端产品为主, 占比80%, 产品线衍生低端。

王朝: 中高端产品为主。

长城: 中低端产品为主, 产品向高端调整。中低端占85%, 高端占15%。

➤ 销售规模和毛利率: 2008财年, 张裕、长城、王朝销售收入分别为3882、2790、1370 百万港币。三者毛利率分别为70%、57%和53%。

图14: 红酒企业销售规模和毛利率对比

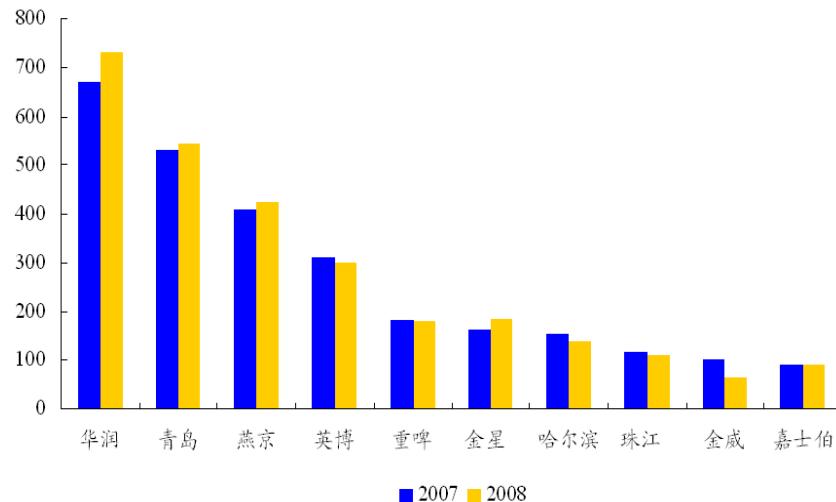


资料来源: 公司资料 招商证券 (香港)

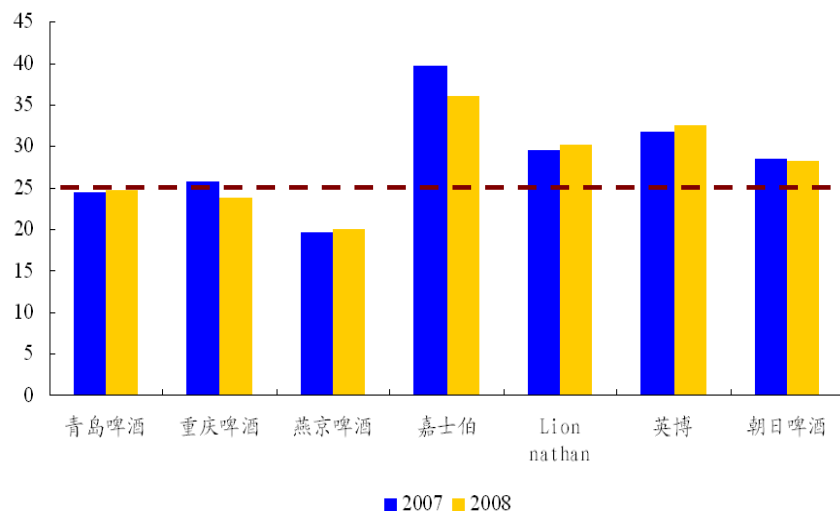
啤酒业品牌价值逐步体现

- 啤酒业人均消费水平在我国近年来基本持平，但和全球人均水平依然有较大的距离。在中外资众多知名品牌共生的情况下，我们认为啤酒企业发展主要靠争取以有的市场份额。因此品牌建设和市场整合将是未来行业发展特点。
- 高的营销投入将帮助企业增强品牌价值。外资品牌的销售管理费用上的投入占到总收入30%左右，高于我国的知名啤酒企业在营销上的投入。目前青岛啤酒的营销投入占到收入的23%，位于国内行业前列。

图15：中国前10大啤酒生产商产量（单位：万千升） 图16：啤酒企业销售管理费用占总收入比率



资料来源：招商证券（香港）

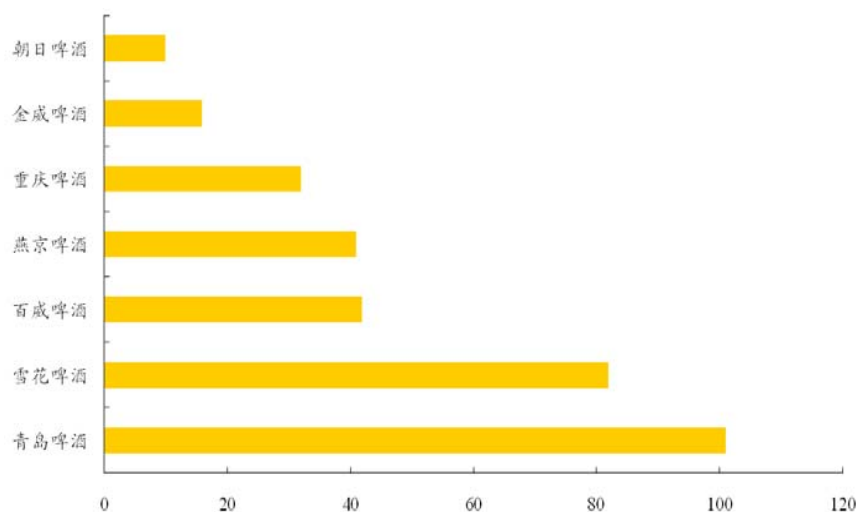


资料来源：招商证券（香港）

啤酒品牌宣传力度比较

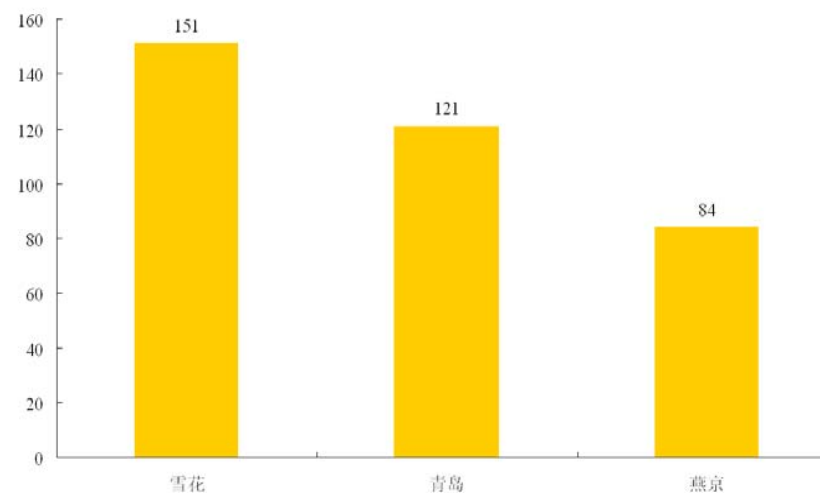
- 2009年一季度，从各大啤酒的品牌宣传力度比较来看，青岛啤酒仍然最大。公司销量一季度实现了121万千升，比去年同比增加5.2%。同期华润雪花和燕京啤酒的销量达到156、84万千升，公司销量位于中国第二。

图17：2009年第一季度品牌宣传力度排名



资料来源：啤酒工业信息网 招商证券（香港）

图18：2009年一季度啤酒销量（单位：万千升）

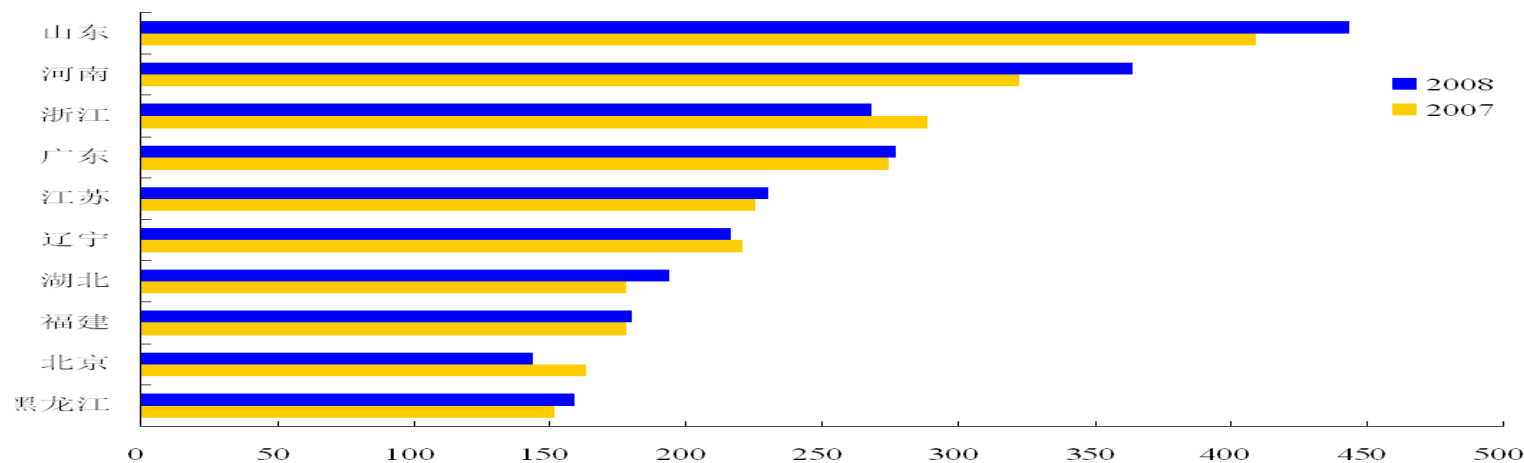


资料来源：招商证券（香港）

啤酒业并购进行时，提供想象空间

- 在原材料成本下降的背景下，各个啤酒企业通过价格战争夺市场份额不可避免。比如各个啤酒厂商继续在全国争夺各个区域市场，对于产量最大的山东、广东、浙江以及福建更是争夺重点。
- 我们认为啤酒业并购将提高公司规模和市场份额，提供更多业绩想象空间。

图19：全国10大啤酒生产大省（单位：万吨）

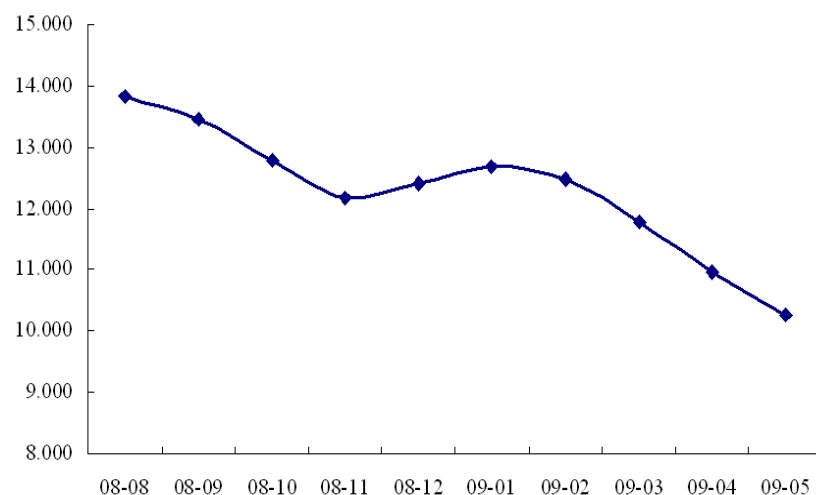


资料来源：招商证券（香港）

肉制品：猪肉价格企稳减少上游风险

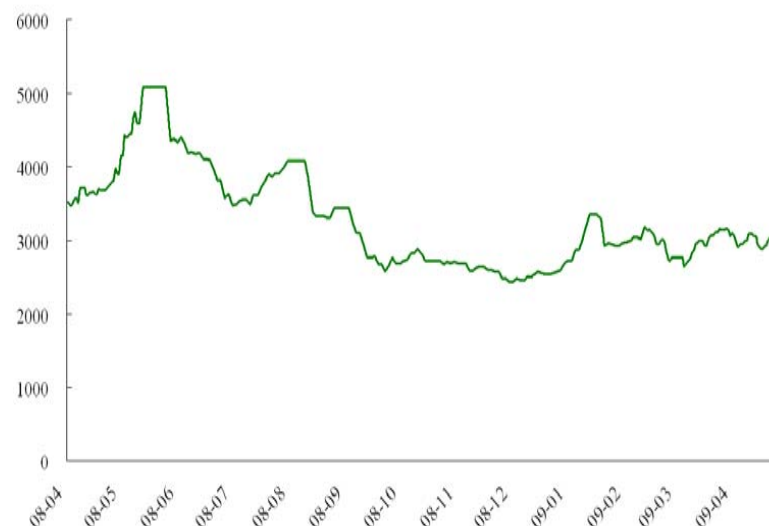
- 按照我国生猪价格走势周期以及国家冷冻猪肉收储计划的实施，预计猪肉价格下跌有限，第三季度价格将见底。目前猪肉价格9元/公斤，比去年同期下降40%，5月猪肉价格环比下降9.7%。
- 猪肉价格下降，各肉制品企业一季度毛利率都得到了改善。我们预计全年毛利率能够改善。

图20：猪肉价格图走势（元/斤）



资料来源：国家统计局 招商证券（香港）

图21：豆粕价格走势图（元/吨）

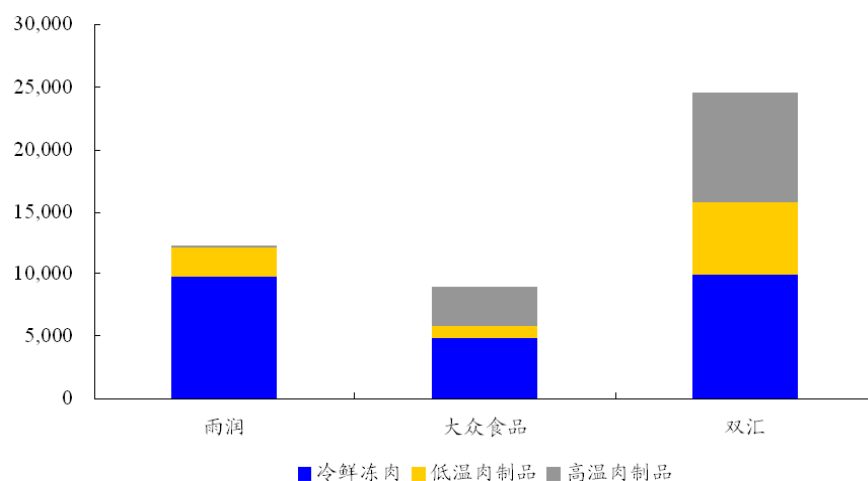


资料来源：国家统计局 招商证券（香港）

肉制品企业将走向低温肉制品和冷鲜肉时代

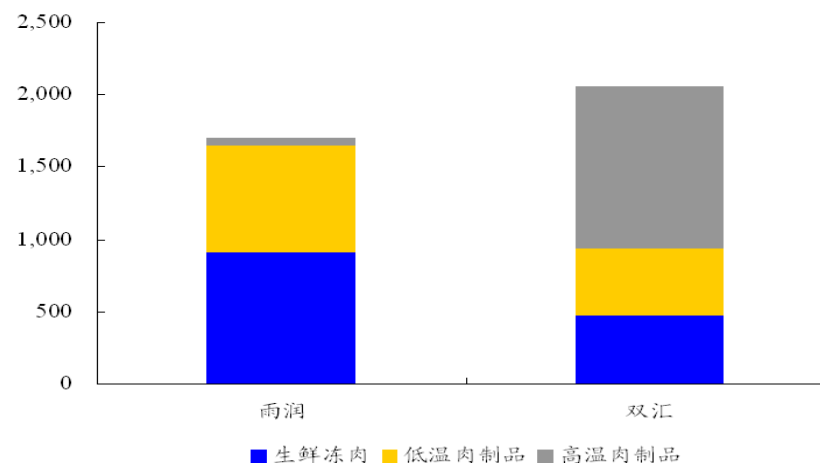
- 随着健康生活理念的加强，猪肉销售未来将以冷鲜肉和低温肉制品为主。业内预计2010年低温肉制品市场容量可达4100万吨。而双汇和雨润目前的低温肉制品产量在24.1万吨和11.6万吨，未来发展空间大。
- 在毛利产品结构组成上，雨润低温肉制品、生鲜冻肉和高温肉制品占比分别为54%、43%和3%，而双汇主要为23%，23%和54%。

图22：主要猪肉制造企业的销售产品结构



资料来源：公司资料 招商证券（香港）

图23：双汇和雨润的毛利结构

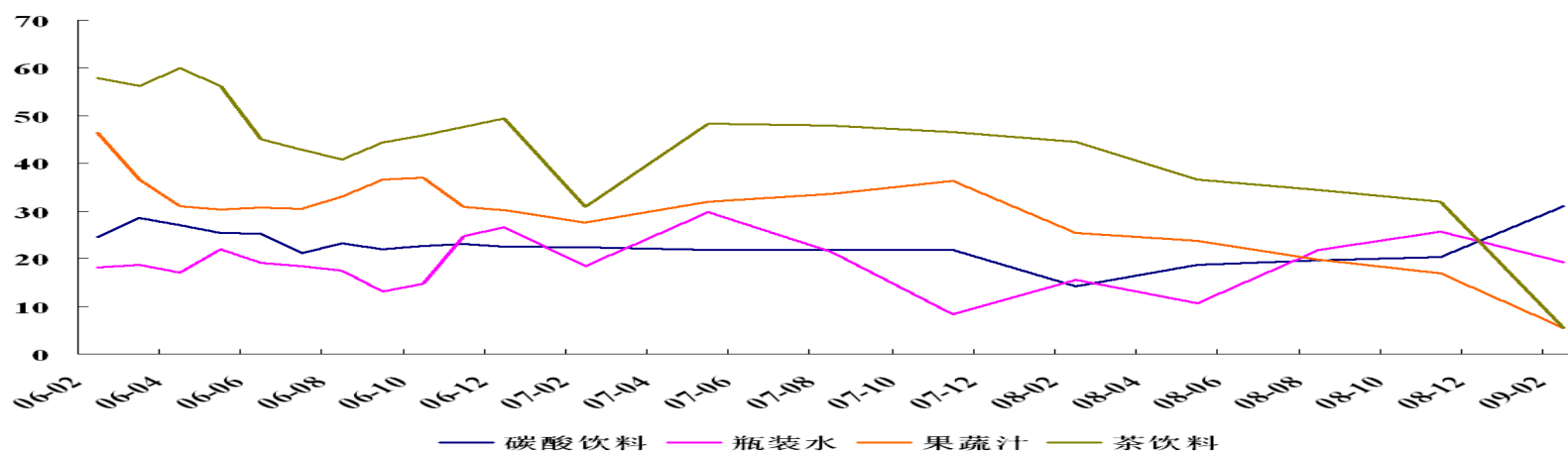


资料来源：公司资料 招商证券（香港）

饮料业：果汁饮料、茶饮料空间巨大

- 对于消费者对健康生活的理念的追求，我们认为果汁饮料、茶饮料发展空间巨大。根据国家统计局的数据，果汁饮料、茶饮料4月份产量同比增速分别为23.6%、17.7%。从2006-2008年，果汁饮料、茶饮料增长幅度超过瓶装水和碳酸饮料。
- 未来果汁饮料和茶饮料将是饮料企业的竞争焦点。

图24：饮料子行业产量增长情况



资料来源：国家统计局 招商证券（香港）

我们看好市场份额不断扩大的饮料企业

- 茶饮料：康师傅占据半壁江山。
- 瓶装水：竞争激烈，无绝对竞争优势企业。
- 果汁饮料：竞争性激烈市场，可口可乐目前市场份额暂居第一，达到30%。统一和康师傅分别位之其后。
- 我们看好康师傅在饮料市场的综合实力，可口可乐在碳酸饮料领域的固有优势以及中国果汁市场份额的扩大也不可忽视。

图25：瓶装水市场份额

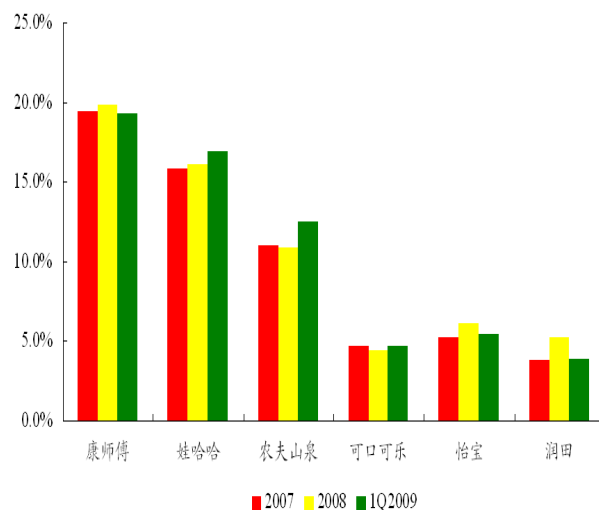


图26：茶饮料市场份额

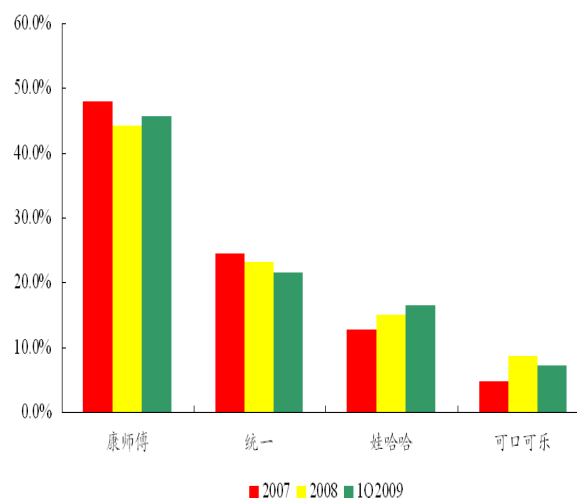
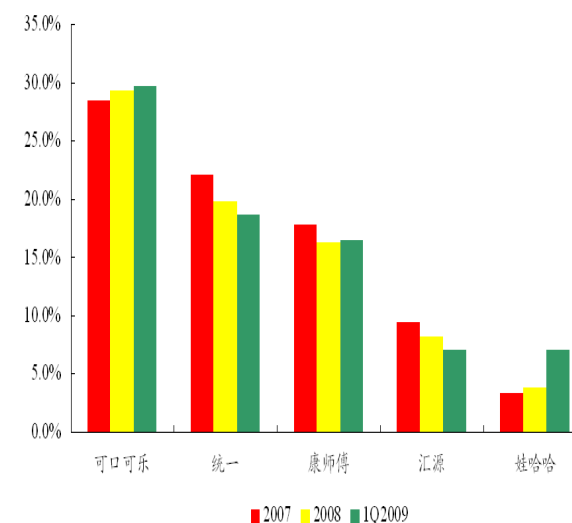


图27：果汁市场份额



资料来源：AC Nielson 招商证券（香港）

目 录

- 1、行业概况
- 2、行业展望
- 3、估值预测

香港食品饮料板块上半年表现优于大市

- 根据我们对香港上市食品饮料公司2008年以来的相对大市的收益的加权平均，板块在2H2008，2008以及1H2009 的超额收益分别为17%、35%和14%，而消费类整体上半年跑赢大盘21%。
- 板块估值在23X09PE，估值已经不便宜，我们下半年给予行业中性评级。

图28：标普非可选消费指数表现

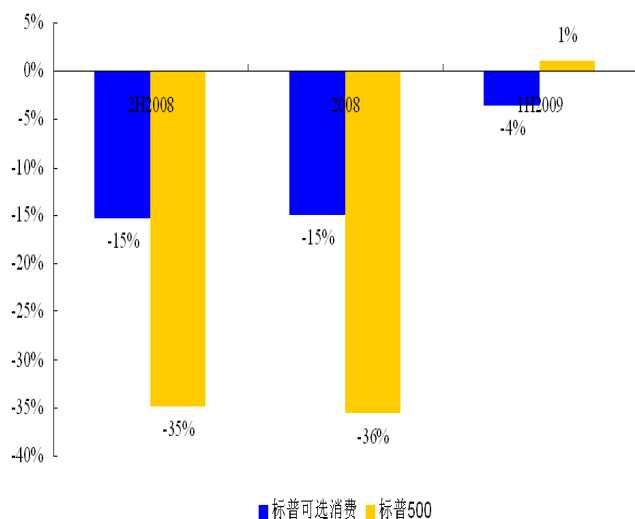


图29：沪市食品饮料板块表现

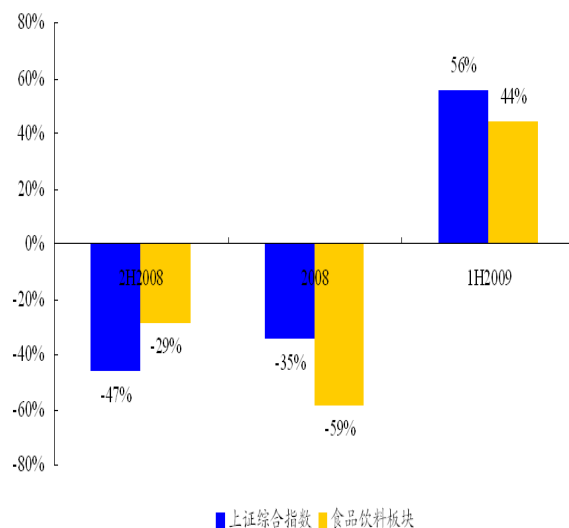
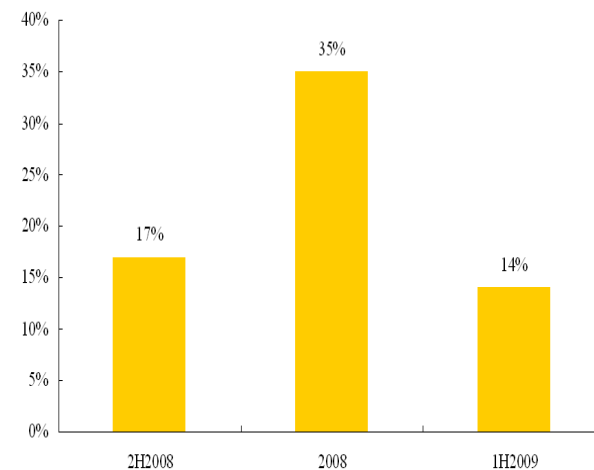


图30：香港食品饮料相对大市表现

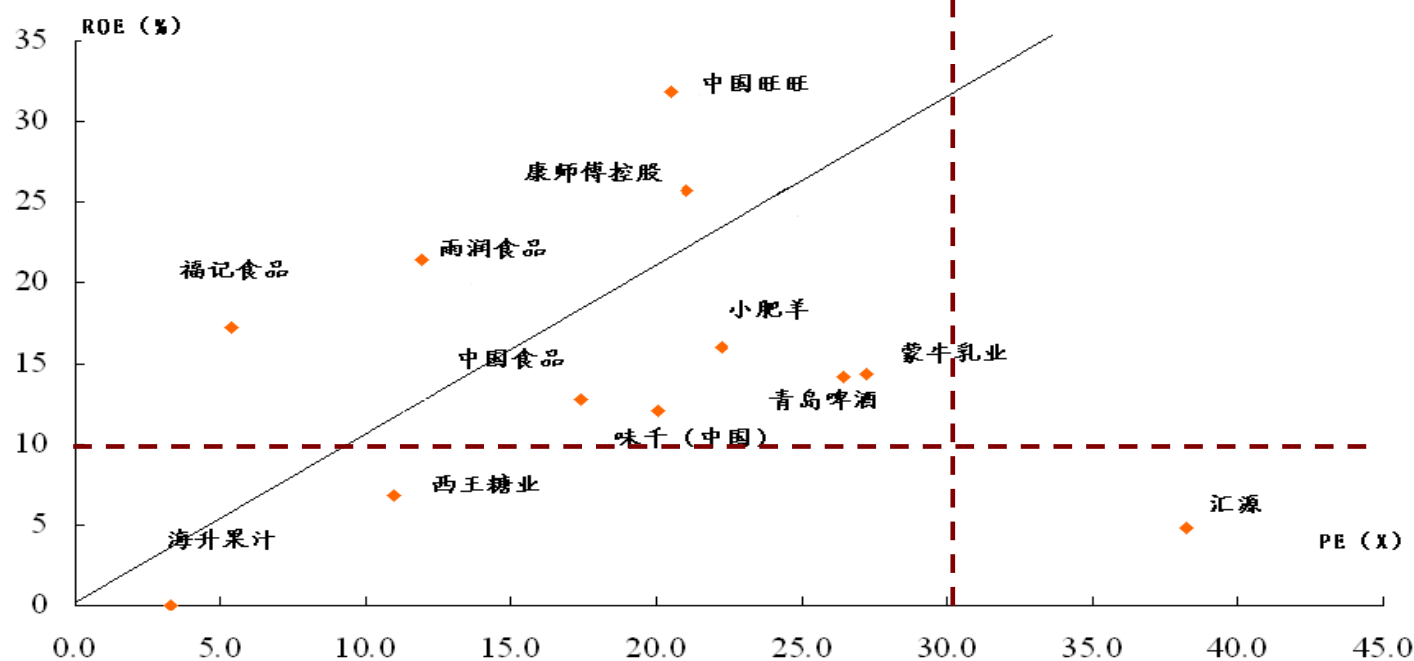


资料来源：Bloomberg 招商证券（香港）

香港市场主要食品饮料企业PE估值比较

- 我们覆盖的香港食品饮料公司估值为23 X 09PE和18.7X10PE，目前相当于恒生指数有40%的溢价。

图31：香港市场主要食品企业2010年PE估值比较

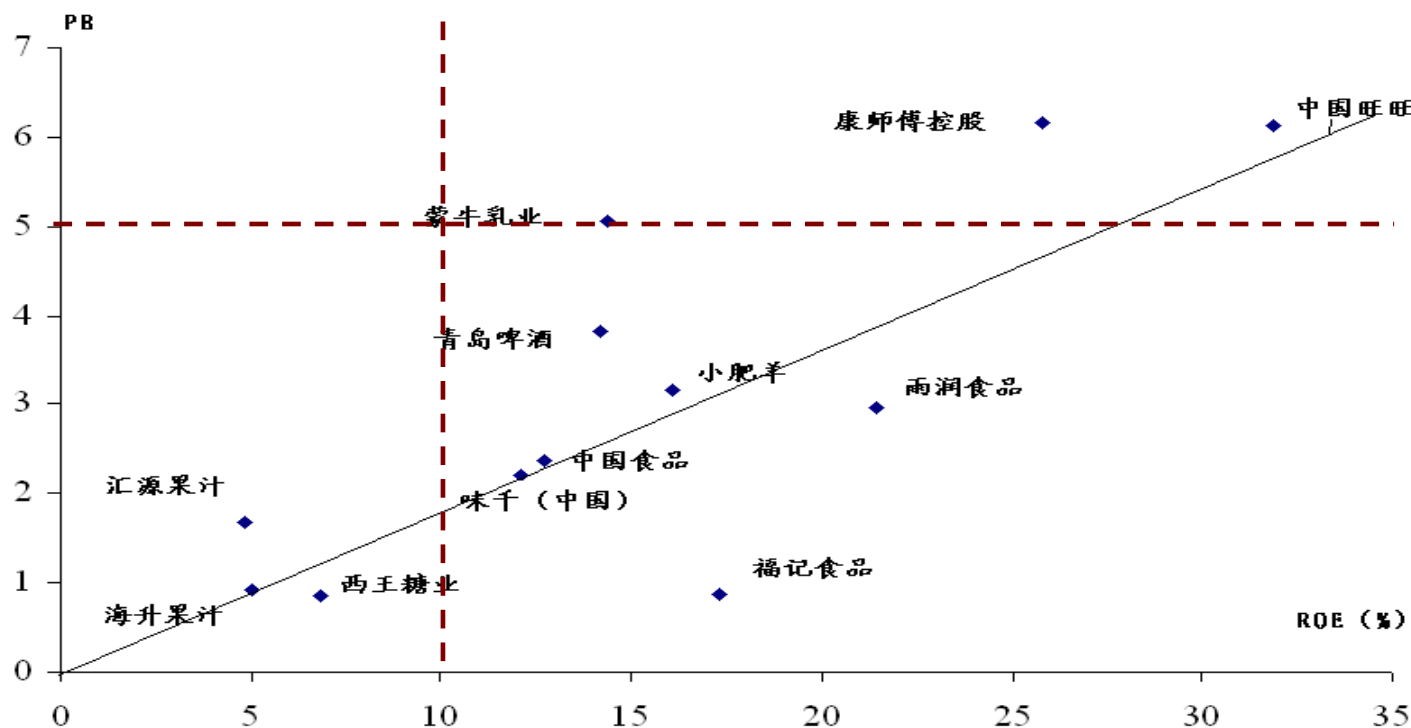


资料来源：招商证券（香港）

香港食品饮料企业PB估值比较

➤ 从2010年的PB估值来看，我们覆盖的公司平均PB为3。

图32：香港食品饮料企业2010年PB估值比较



资料来源：招商证券（香港）

香港市场主要食品饮料公司估值及盈利预测

表-2：主要香港食品饮料公司盈利预测

公司		币别	每股盈利			市盈率			净利润（百万）		
			2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
2319 HK Equity	蒙牛乳业	RMB	0.61	0.75	0.93	35.8	27.2	22.0	902.0	1114.0	1387.0
1068 HK Equity	雨润食品	HKD	0.86	1.07	1.32	14.8	11.9	9.1	1,483	1,867	2032
506 HK Equity	中国食品	HKD	0.24	0.27	0.33	19.6	17.4	14.2	671	760	927
322 HK Equity	康师傅	HKD	0.46	0.57	0.67	26.0	21.0	17.9	2,597	3,182	3,751
1886 HK Equity	汇源果汁	HKD	0.17	0.24	0.28	38.2	38.2	25.0	249	355	410
1175 HK Equity	福记餐饮服务	HKD	0.90	1.12	1.17	6.7	5.4	4.9	501	655	739
151 HK Equity	中国旺旺	HKD	0.19	0.24	0.31	20.5	20.5	16.6	2,558	3,123	4048
168 HK Equity	青岛啤酒	RMB	0.70	0.84	1.06	31.7	26.4	20.7	910	1,103	1,392
538 HK Equity	味千（中国）	RMB	0.26	0.35	0.43	20.0	20.0	14.8	280	374	455
968 HK Equity	小肥羊	RMB	0.16	0.20	0.23	22.3	22.3	17.6	156	191	221
平均估值						23.6	21.0	16.3			

资料来源：招商证券（香港）

蒙牛乳业 (2319.HK)

- **销售收入增长超预期** 公司2008年销售收入同比增加11.9%至238.6亿元. 根据国家统计局的数据, 公司液态奶、冰淇淋以及总体产品销售量均为行业第一, 公司龙头地位依然保持。
- **高端奶销量高速增长提供盈利支持** 公司高端奶销量增长恢复迅速。我们认为给公司提供了盈利支持。预测09-11年EPS分别为RMB0.61元、0.75元及0.93元。我们给予公司HK\$22元目标价, 给予买入评级。

表-3: 盈利预测

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	21,318	23,864	23,837	27,122	32,004
同比增长	31.2%	11.9%	-0.1%	13.8%	18.0%
主营利润	4,804	4,668	5,459	6,184	7,361
同比增长	29.1%	-2.8%	16.9%	13.3%	19.0%
净利润(百万元)	936	(952)	902	1,114	1,387
同比增长	28.7%	-201.7%	-194.8%	23.5%	24.5%
ROE	16.0%	-20.1%	15.4%	15.9%	14.7%
每股收益(元)	0.66	-0.64	0.61	0.75	0.93
P/E(倍)	23.2	-24.0	25.4	20.5	16.5

资料来源: 招商证券(香港)

中国食品 (0506. HK)

- 酒类业务产品不断升级。2008年销量和ASP分别增长11%和27%。营业额增长30%。预计2009年产品持续升级将带来营业额增长16%。
- 饮料业务收益于可口可乐的战略布局。2008年营业业务增长52%至46亿港元。随着可口可乐在中国进一步投资饮料业务，预计公司饮料业务长期收益可口可乐战略布局。
- 小包装食品油和糖果业务开始盈利。随着大豆价格回落，公司小包装食用油开始转亏为盈。而糖果业务在2009年1.2月份已经开始取得较好的增长。
- 我们预计09-11EPS分别为HK\$0.24、0.27、0.33元，上调目标价至HK\$5.5。

表-4 中国食品盈利预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业额	9,743	14,240	15,722	18,623	20,374
销售成本	-7,318	-10,742	-11,320	-13,445	-14,669
毛利	2,425	3,498	4,402	5,177	5,705
除税前溢利	933	757	1,075	1,188	1,468
除税后溢利	798	621	860	927	1,131
股东应占溢利	552	484	671	760	927
每股收益	0.13	0.17	0.24	0.27	0.33
PE	34.6	26.0	18.7	16.5	10.0

资料来源：招商证券（香港）

青岛啤酒 (0168.HK)

- **青岛主品牌销量增长趋势不减** 青岛主品牌09年一季度保持21.7%的销量增长。主品牌的销量占比为49.6%。
- **大麦采购价格大幅降低，成本压力放缓** 08年公司大麦的平均采购价格为420美元/吨，截止09年前3月，公司大麦的平均采购价格为260美元/吨。我们预计大麦采购价格的大幅降低，将改善公司毛利率。
- **我们给予股票优于大市评级** 作为行业龙头企业，公司将加大收购整合力度。我们预计09-11EPS分别为RMB0.81，0.95和1.22。给予股票优于大市评级。

表-5 青岛啤酒财务预测

会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	11,677	13,530	15,781	19,190	23,169	27,775
同比增长	16.5%	15.9%	16.6%	21.6%	20.7%	19.9%
营业利润(百万元)	3,674	4,314	5,011	6,410	7,530	9,027
同比增长	20.8%	17.4%	16.2%	27.9%	17.5%	19.9%
净利润(百万元)	448	539	700	1,054	1,242	1,593
同比增长	46.1%	20.3%	29.9%	50.6%	17.8%	28.3%
EPS(元)	0.34	0.41	0.54	0.81	0.95	1.22
P/E(倍)	51.9	43.1	33.2	22.1	18.7	14.6
P/B(倍)	4.08	3.9	3.6	3.2	3.0	2.7

资料来源：招商证券（香港）

雨润食品（01068.HK）

- 雨润上游产能目前达到屠宰量1805万头，实际屠宰量为600万头。下游加工产能达到24万吨，产能利用率达到了65%，毛利率为13.6%。
- 生猪加工行业面临较大的行业整合机会，雨润作为行业龙头公司之一，发展前景较为明朗。 08年预测P/E 为12倍，09年预测P/E为10倍。

表-6 雨润食品财务预测

百万港币	2008	2009E	2010E	2011E
收入	13,024	16,901	21,692	27,054
Y○Y	51%	30%	28%	25%
毛利	1690	2290	3059	3815
Y○Y	38%	36%	34%	25%
归属公司股东净利润	1138	1332	1641	2031
Y○Y	32%	17%	23%	24%
毛利率	12.98%	13.55%	14.10%	14.10%
每股收益（人民币，元）	0.74	0.86	1.07	1.32
每股股息（人民币，元）	0.19	0.23	0.29	0.22
PE	13.7	11.7	9.4	7.6

资料来源：招商证券（香港）

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。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。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到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。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。