

朱卫华 86-755-82943101
zhuweihua@cmschina.com.cn
董广阳、黄珺 86-755-82943140
donggy@cmschina.com.cn

2009年7月1日

高端品行情淋漓尽致，大众品中报值得期待

食品饮料业2009年6月月报

日用消费

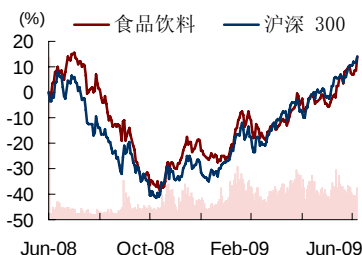
上证指数 2975

行业规模

		占比%
股票家数(只)	47	3.0
总市值(亿元)	4940	2.3
流通市值(亿元)	3824	4.3

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	18.8	52.6	14.2
相对表现	3.6	-18.9	1.2



相关报告

1. 《山西汾酒(600809)-量增价涨,业绩可观》2009/6/30
2. 《食品饮料业 2009 年中期投资策略-大众品正黄金时期,高端品承通胀预期》2009/6/15
3. 《青岛啤酒(600600)-华南模式筑基础、收购兼并催化剂》2009/6/5
4. 《食品饮料业 2009 年 2 季度投资策略-寻找补涨机会》2009/5/4
5. 《伊利股份(600887)-夯实产业基础,积极引导消费》2009/5/4
6. 《贵州茅台(600519)-收入确认继续延迟,预收大减别有原因》2009/4/22
7. 《双汇发展(000895)-大开“杀”戒的 09 年》2009/4/20

本文谢绝媒体以任何形式转载或转述

食品饮料

推荐(维持)

中期投资策略报告中我们上调行业投资评级至“推荐”，近期板块表现不错。本文分析了国家统计局 1-5 月份行业公司数据，并研究了通胀通缩期高端品大众品投资的一般规律。

- **食品饮料板块近期表现不错。**6月5日开始的白酒行情以泸州老窖、贵州茅台为首，表面上看是因为消费税严格征管一事可能从轻发落，其实消费税仍是悬而未决，白酒公司则是各有各的题材。泸州老窖先是流传历时三年的股权激励方案终于要出炉了，后是说其旗下华西证券可能 IPO；贵州茅台则是媒体对其提价的呼声很高，五粮液则是流传要与进出口公司成立子公司并控股，增厚股份公司业绩，不过我们认为，泸州老窖事情可信度更大，茅台提价、五粮液的收购都只能在消费税方案明朗之后才能推出，否则会相当被动。
- **通胀预期再次抬头，高端品需求“预期”回升，大众品成本“实际”最低。**高端品估值修复，大众品看中报业绩行情。我们认为高端品的估值修复行情在 6 月份展现得淋漓尽致，短期可能要暂告一段落，未来需要通胀上行、市场上行对板块估值作进一步刺激、或者越靠近年底按明年业绩估值定位产生新的空间。大众品的中报行情仍值得期待。
- **小品种弹性足。**贵州茅台上年同期基数高，业绩增速不快，我们预计今年中期业绩同比增长也就在 10%水平，不过上年的下半年基数低，茅台今年全年 30%的净利润增长仍然可期。相对小市值的汾酒业绩同比增长很快，我们在调研报告《山西汾酒(600809)-量增价涨,业绩可观》2009/6/30 中调高了其盈利预测与投资评级。
- **大众品目前主要看中报行情，尚有机会。**尽管从 1-5 月份公司分部数据中看不出青啤、燕京中期业绩能大幅增长，我们仍是非常期待，6 月份是销售旺季、北方数日持续高温，而且成本又是最低时期，创造奇迹完全可能。双汇 30%的业绩增长非常稳定，估值最低，值得关注；伊利则是等待“戈多”（见中期策略报告中的说法），7 月份有些关键。

重点公司主要财务指标

	股价	08EPS	09EPS	10EPS	09PE	10PE	PB	评级
贵州茅台	148	4.03	5.24	6.75	28.2	21.9	12	强烈推荐-A
张裕 A	56	1.70	2.04	2.55	27.6	22.1	12	强烈推荐-A
泸州老窖	29	0.91	1.02	1.22	28.1	23.5	12	强烈推荐-A
金枫酒业	17	0.57	0.60	0.70	28.8	24.6	7	审慎推荐-A
五粮液	20	0.48	0.63	0.78	31.3	25.3	7	中性-B
双汇发展	36	1.15	1.50	1.87	24.0	19.3	9	审慎推荐-A
伊利股份	15	-2.11	0.51	0.62	29.0	23.9	4	审慎推荐-A
青岛啤酒	27	0.53	0.81	0.98	32.8	27.1	6	审慎推荐-A
燕京啤酒	15	0.38	0.48	0.56	31.6	27.1	3	审慎推荐-A

资料来源：招商证券

一、通胀预期下高端品与大众品的投资

通胀、通缩对高端品、大众品实体经营的不同影响

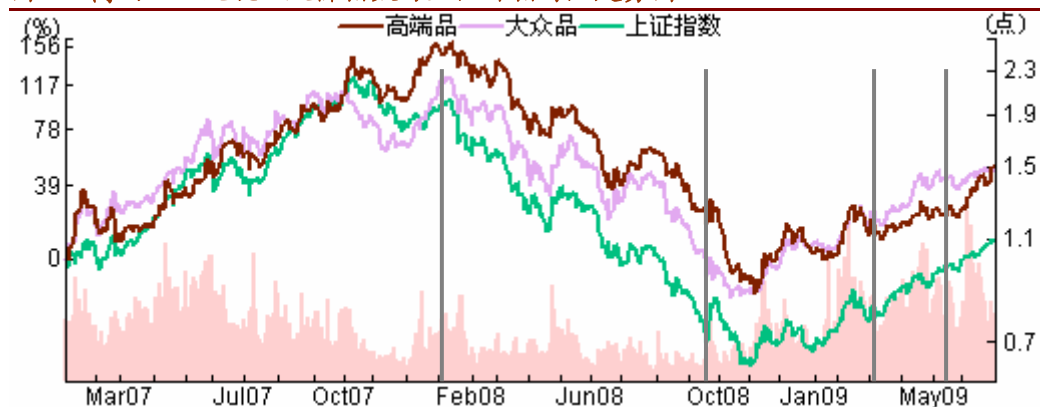
温和通胀下，高端品需求拉动，大众品成本推动。高端品指白酒、红酒、黄酒，大众品指啤酒、乳业、肉制品。温和通胀下，高端品可以不断提价，尤其可以借成本上升大胆提价，于是有了茅台、五粮液、国窖 1573 争相涨价之举；而大众品一方面面临严重的成本问题，另一方面还不能通过涨价来化解，或是因为竞争形势所迫、或是因为国家要求关乎国计民生的商品不能随便涨价，大众品公司只能在产品质量方面做文章以降低成本，所以有了乳业的三聚氰胺事件。

通缩时则刚好相反，高端品需求下滑明显，大众品成本压力大幅减轻。高端品销量下降明显，这时高端品公司还不能随意降价，因为降价也扩大不了多少销量，不过过量的渠道库存会令价格体系松动，这时谁能把整个价格体系稳定好，复苏时谁最受益；大众品的需求也受一些影响，比如东莞民工的返乡造成该地很多食品消费大减，不过从全国来看，需求的减少相对有限，而另一方面成本压力的减轻其实让企业非常轻松。

通胀、通缩对高端品、大众品股票投资的不同影响

考虑股票投资，除了业绩因素，还要看估值因素，下面我们从 07 年开始给行情分了几段来分析：

图 1、高端品、大众品股价指数与上证综指对照走势图



资料来源：招商证券

- **07 年度及之前：**通胀期，高端品需求拉动，大众品成本推动。估值同时提升。高端品业绩增长更快，略胜大众品。
- **08 年 9 月之前：**通胀后期，高端品需求“预期”回落，大众品成本“预期”回落。估值同时下降。大众品略胜。

- **09 年 4 月之前：**通缩期，高端品需求“实际”回落，大众品成本“预期”回落，估值先跌后反弹。高端品公司该阶段受影响较大，补跌滞涨。大众品公司有相当大高价原材料库存需要消化，成本下降需要过程。
- **09 年 6 月之前：**通胀预期再次抬头，高端品需求“预期”回升，大众品成本“实际”回落。估值提高。大众品略胜。高端品中白酒股价受压于消费税严格征管一事。
- **09 年 6 月份：**高端品需求预期回升更为强烈，大众品成本“最低”时，高端品略胜。

6 月 5 日开始的白酒行情以泸州老窖、贵州茅台为首，表面上看是因为消费税严格征管一事可能从轻发落，其实消费税仍是悬而未决，白酒公司则是各有各的题材。泸州老窖先是流传历时三年的股权激励方案终于要出炉了，后是说其旗下华西证券可能 IPO；贵州茅台则是媒体对其提价的呼声很高，五粮液则是流传要与进出口公司成立子公司并控股，从而减少利润外流，增厚股份公司的利润，不过我们认为，只有泸州老窖的事情可信度更大，茅台的提价、五粮液的收购都只能在消费税方案明朗之后才能推出，否则会相当被动。

- 未来，高端品需求实际回升？大众品成本实际回涨？这是趋势，各品种程度会有所不同。

我们认为高端品的估值修复行情在 6 月份展现得淋漓尽致，短期可能暂告一段落，未来需要通胀上行、市场上行对板块估值作进一步刺激、或者越靠近年底按明年业绩估值定位产生新的空间。

大众品目前主要看中报行情，尚有机会。尽管从 1-5 月份公司分部数据中看不出青啤、燕京中期业绩能大幅增长，我们仍是非常期待，6 月份是销售旺季、北方数日持续高温，而且成本又是最低时期，创造奇迹完全可能。双汇 30% 的业绩增长非常稳定，估值最低，值得关注；伊利则是等待“戈多”（见中期策略报告中的说法），7 月份有些关键。

二、行业热点评述

表1、食品饮料公司事件分析

事件	点评
白酒消费税征管传闻反复，最新说法是销售公司进销差价 200% 以上均由国税总局核定税基，茅台涨价预期较高。政策最终如何出台要看酒企、地方政府和国税总局间的博弈。	5 月份消费税严格征管抑制了股价上行，6 月初国税总局关于酒企销售公司进销差价 400% 以上才由国税总局核定税基的征求条例好于预期，白酒板块启动。6 月中下旬酒企认为此次消费税针对性强，且监管将更为严格，进销差在 200% 以上都将由国税总局核定。媒体说的 6 月 23 日正式方案事实上没有出台，市场解读为利好。从企业应对看，茅台有提价空间，经销商备货增加；老窖认为影响不大，有应对措施，公司自己的财务测算仅影响利润三四千万；汾酒消费税率本就较高，基本不受影响；五粮液则谨慎得多。

山西汾酒十年陈老白汾自 6 月 26 日起提价约 10%。

山西汾酒 09 年销售恢复形势大好，主力产品青花瓷和老白汾增长较快，而产品毛利率分别达到 90% 和 80%，青花瓷占收入近 20%，老白汾系列占比 45% 左右。此次十年陈老白汾出厂价提高到 70 多元，09 年收入贡献约 7000 万元，增厚 EPS 近 0.05 元。公司 09 年得益于省内和省外恢复性增长，09 年后关键在于省外能否打开。请参阅我们报告《山西汾酒（600809）-量增价涨，业绩可观》2009/6/30。

安徽古井集团 40% 国有股权转让的对手选定为上海浦创投资有限公司。

古井集团 40% 的国有股权挂牌价为 4.65 亿元，价格并不算高，集团对投资方的主要要求是为古井瑞福祥公司新建一个具有较高科技含量和较高利润的农副产品深加工项目。上海浦创由此间接控股上市公司 24% 的股份。受益于公司改制和安徽地区建设带动，古井 09 年处于向上拐点。请参阅《糖酒会见闻录之三 - 古井贡酒（000596）年份原浆初露锋芒》2009/4/1 以及我们的中期投资策略报告。

青岛啤酒将出资 2.5 亿元收购济南鲁商趵突泉啤酒销售有限公司 100% 股权和“趵突泉”系列商标权等。

青啤在山东的主要对手不是国内啤酒巨头，而是济南啤酒、新银麦等当地企业，收购济南趵突泉后，青啤山东大本营更为稳固，市场份额 50% 目标应能轻松逾越。请参阅《青岛啤酒（600600）-华南模式筑基础，收购兼并催化剂》2009/6/4。

资料来源：招商证券研究

三、盈利预测与投资评级

表 2、龙头公司估值表

	代码	名称	投资评级	股价	每股盈利				P/E				08-11EPS 复合增长	PEG
					08	09E	10E	11E	08	09E	10E	11E		
高端阳型	600519	贵州茅台	强烈推荐-A	148.0	4.03	5.24	6.75	8.83	37	28.2	22	17	29.9%	0.73
	000869	张裕 A	强烈推荐-A	56.3	1.70	2.04	2.55	3.26	33	27.6	22	17	24.2%	0.91
	000568	泸州老窖	强烈推荐-A	28.7	0.91	1.02	1.22	1.47	32	28.1	24	20	17.3%	1.36
	600616	金枫酒业	审慎推荐-A	17.3	0.57	0.60	0.70	0.78	30	28.8	25	22	11.0%	2.24
	000858	五粮液	中性-B	19.7	0.48	0.63	0.78	1.00	41	31.3	25	20	27.7%	0.91
	600059	古越龙山	中性-B	7.4	0.18	0.12	0.13	0.15	41	61.3	57	49	-5.9%	-
大众阳型	600809	山西汾酒	审慎推荐-B	26.3	0.57	0.92	1.15	1.38	46	28.6	23	19	34.3%	0.67
	000895	双汇发展	审慎推荐-A	36.0	1.15	1.50	1.87	2.27	31	24.0	19	16	25.4%	0.76
	600887	伊利股份	审慎推荐-A	14.8	-2.11	0.51	0.62	0.90	-	29.0	24	16	-	-
	600600	青岛啤酒	审慎推荐-A	26.6	0.53	0.81	0.98	1.19	50	32.8	27	22	30.9%	0.88
	000729	燕京啤酒	审慎推荐-A	15.2	0.38	0.48	0.56	0.65	40	31.6	27	23	19.6%	1.38
	600597	光明乳业	中性-B	7.0	-0.27	0.10	0.17	0.20	-26	70.3	41	35	-	-

资料来源：招商证券研究，注 1：皆为 6 月 30 日收盘价；注 2：泸州老窖业绩中包含华西证券收益，我们预测 09、10 年酒类业绩分别为 0.92 元、1.12 元，华西证券贡献收益 0.2 元，不过考虑到股权激励行权费用摊销，我们暂不调高整体业绩预测；注 3：业绩按除权计算；古越龙山 10 转增 5；注 4：阳型是销售半径大公司，阴型是销售半径小公司

表 3、国际估值对照表

	名称	国别	滚动				市值	营收	利润率		月市值 变动%
			PE	PE09	PE10	PB			ROE	%	
酒类 (不含啤酒)	DIAGEO	GB	13.2	13.0	11.9	5.8	35868	16205	40.7	18.8	3.4
	贵州茅台	CH	36.7	28.2	23.6	12.4	20451	1088	39.0	50.3	25.7
	PERNOD-RICARD	FR	12.0	10.4	10.2	1.8	16289	9663	13.2	12.8	2.0
	五粮液	CH	41.4	30.0	25.6	6.6	10965	1060	17.3	24.6	16.1
	BROWN-FORMAN	US	14.9	15.4	13.9	3.6	6635	2481	24.6	17.0	-2.0
	泸州老窖	CH	31.5	24.9	21.0	11.5	5858	509	41.0	35.8	27.7
	张裕	CH	24.8	21.4	17.8	8.7	3977	466	37.5	27.6	11.9
	THAI BEVERAGE	TH	12.3	12.1	11.7	2.4	3729	3156	19.0	9.8	7.5
	CONSTELLATION	US	7.9	7.9	7.3	1.5	2798	3655	-12.9	-8.3	9.7
	CAMPARI GROUP	IT	13.0	11.9	10.9	1.7	2326	1379	13.8	13.4	3.5
	REMY COINTREAU	FR	14.0	15.3	13.7	1.3	1714	1009	11.1	12.0	2.5
	UNITED SPIRITS	IN	27.6	21.8	16.3	3.7	1823	1150	15.8	6.4	-0.8
	山西汾酒	CH	46.5	31.3	26.1	7.8	1668	193	17.8	18.3	27.5
	TAKARA HOLDINGS	JN	22.5	23.8	22.9	1.4	1335	1918	5.8	2.4	5.0
	水井坊	CH	25.8	23.3	21.1	5.6	1183	154	22.9	29.2	14.0
	金枫酒业	CH	30.3	29.8	26.1	7.0	923	662	22.6	4.5	7.8
	古越龙山	CH	42.4	27.9	32.7	3.3	601	103	8.0	13.8	4.3
	王朝酒业	HK	15.6	15.2	14.2	1.3	286	175	8.7	10.5	9.2
啤酒	AB INBEV	BE	20.0	15.2	12.7	2.5	57924	23562	8.7	8.0	4.2
	SABMILLER	GB	16.2	14.4	12.6	2.1	31943	18703	11.4	11.9	-2.4
	HEINEKEN	NE	61.5	13.0	11.1	2.9	18188	20953	4.2	1.5	3.8
	KIRIN HOLDINGS	JN	16.1	21.9	20.4	1.4	13794	22275	8.1	3.5	11.0
	GRUPO MODELO	MX	17.3	17.6	14.7	2.4	11459	6755	14.4	12.0	3.7
	CARLSBERG	DE	15.2	13.4	10.7	1.0	9838	11765	7.1	4.4	1.9
	MOLSON COORS	US	13.7	12.9	11.6	1.3	7802	4774	5.9	8.1	-3.8
	ASAHI BREWERIES	JN	14.4	13.5	13.7	1.2	6962	14144	8.7	3.1	5.4
	LION NATHAN	AU	21.7	20.0	18.9	6.9	4982	1895	32.0	13.0	0.3
	青岛啤酒	CH	49.8	35.6	29.4	5.7	4622	2270	12.1	4.4	8.3
	燕京啤酒	CH	36.1	28.6	24.2	2.7	2684	1046	7.4	6.4	10.6
	BALTIKA BREW	RU	3.6	7	6	1.8	3338	3717	30.7	16.8	48.6
非酒 精饮 料	COCA-COLA	US	28.4	68.7	53.3	1.9	2265	4009	6.3	1.8	23.4
	PEPSICO	US	15.3	15.7	14.4	5.4	111097	31944	27.5	18.2	-2.4
	FOMENTO ECON	MX	15.0	14.9	13.7	8.4	85561	43251	35.1	11.9	5.6
	汇源果汁	CH	24.3	16.4	13.6	2.2	10780	15061	10.1	4.0	-1.1
	承德露露	CH	80.0	28.0	26.2	1.6	1040	406	1.9	3.2	-1.6
肉类 加工	HORMEL FOODS	US	16.7	15.0	13.8	2.2	4637	6755	14.7	4.2	-0.6
	TYSON FOODS	US	-	165.9	13.4	1.0	4761	26862	1.8	0.3	-5.3
	双汇发展	CH	31.3	26.0	22.2	9.1	3194	3734	30.6	2.7	7.0
	雨润食品	CH	15.7	15.0	12.5	3.4	2319	1673	24.3	8.7	3.0
	SMITHFIELD FOODS	US	-	-	10.3	0.8	2006	12488	-6.8	1.1	12.4
	SANDERSON FARM	US	-	11.3	9.8	2.5	915	1724	-11.4	-2.5	3.2
乳业	NESTLE	SZ	8.4	14.0	12.8	2.9	144366	101499	34.9	16.4	5.7
	UNILEVER	NE	10.9	13.6	12.1	4.6	72253	59298	45.0	12.4	-1.4
	KRAFT FOODS	US	13.3	13.2	12.3	2.0	37319	42201	11.7	6.9	-2.9
	DANONE	FR	16.8	13.8	13.2	2.1	31956	22272	14.9	8.6	4.8
	SAPUTO	CA	17.0	15.8	13.2	2.6	4326	5145	15.5	5.7	12.4
	PARMALAT	IT	3.8	18.9	18.9	1.0	4084	5722	24.6	17.2	-3.0
	YAKULT HONSHA	JN	28.0	35.5	30.6	1.5	3363	2920	5.1	5.3	4.6
	DEAN FOODS	US	12.1	11.6	10.5	4.6	3517	12455	60.3	1.5	2.1

名称	国别	滚动				市值	营收	ROE	利润率 %	月市值变动%
		PE	PE09	PE10	PB					
蒙牛乳业	HK	-	30.6	23.2	5.6	3639	3433	-19.8	-4.0	7.6
伊利股份	CH	-	28.2	22.3	4.2	1733	3098	-48.2	-7.8	1.5
MEIJI DAIRIES	JN	-	-	-	-	-	7077	4.1	1.3	-
光明乳业	CH	-	67.0	37.8	3.7	1072	1056	-13.1	-3.9	-1.0
GENERAL MILLS	US	14.3	14.3	13.4	3.3	18429	13652	22.5	9.5	9.5
KELLOGG	US	14.9	15.0	13.7	11.0	17815	12822	57.8	9.0	7.7
HJ HEINZ	US	12.5	13.3	12.4	9.2	11247	10148	59.4	8.4	-2.4
CADBURY	GB	22.7	15.4	12.8	2.0	11649	9867	9.5	6.8	-3.7
其他 康师傅控股	CH	35.4	27.5	23.2	7.6	9213	4272	23.3	6.1	10.2
统一企业	CH	39.3	19.0	16.7	2.4	1979	1329	6.3	3.7	9.0
中国食品	HK	26.9	19.2	15.8	2.6	1678	1829	10.0	3.4	3.8
三全食品	CH	41.2	24.9	27.8	3.9	490	198	13.8	5.8	-3.8
思念食品	CH	9.0	6.4	5.6	0.5	214	306	8.0	10.5	-19.6

资料来源：BLOOMBERG，注：分类别按市值降序排列；市值、主营收入的单位统一为百万美元；主营收入、利润率、ROE 数据统一为最近财政年度数据；PE、PB 数据按 6 月 30 日价格计算

附一：2009 年 1-5 月份行业收入、利润数据

注：国家统计局 09 年 1-2 月份收入利润数据请参阅《食品饮料业 2009 年 2 季度投资策略 - 寻找补涨机会》2009/5/4。09 年 1-5 月份产量数据请参阅《食品饮料业 2009 年中期投资策略-大众品正黄金阶段，高端品承通胀预期》2009/6/15。

行业收入实现较快增长。09 年 1-5 月各子行业收入增速均显示良性增长，高端品方面白酒继续保持横向最高增速，且纵向改善。葡萄酒增速提升最大，从几乎零增长到增速 7.02%，葡萄酒消费以商务人士居多，该酒的增速回升最能显示经济运行面的复苏。黄酒保持低位稳定增长。大众品方面啤酒收入增速首次回落至 10%以内，估计是价格折让减缓了收入增速，考虑到 6 月份以来全国许多地区天气炎热，倒是可以促进啤酒消费。乳业收入增幅环比继续提高，显示乳品消费需求刚性；肉类加工业和速冻食品增速依旧不错，速冻食品增速在 1-2 月触底回升，显示人们闲暇时间减少。考虑食品类 CPI 为负的背景，各行业实际增速比较乐观。

大众品盈利普遍回升，高端品利润增速稍逊。啤酒业利润增速环比回升最为明显，而毛利率由 19.55%升至 22.12%，说明行业高价大麦库存在一季度已基本得到消化，二季度起享受低成本原料，龙头企业业绩得以保障。肉类加工业毛利提升未在数据中体现，但行业利润增速显著提高。乳业利润增速回到正常水平（我们上期分析过 1-2 月份增速异常的原因），17.55%的增速显示行业整体增长乐观。速冻食品利润增速非常高，值得关注。高端品中白酒利润增速与收入增速分化，1-5 月份仅为 9.22%，似乎印证了白酒业 1-5 月呈高端弱而中低端较强的市场态势，与茅台的控货关系很大。葡萄酒和黄酒的利润增速均有改善，前者恢复到 08 年水平。

表 4、食品饮料主要子行业 2009 年 1-5 月份经济指标

单位：百万元，%	乳业	白酒	啤酒	葡萄酒	黄酒	肉类加工	其中：肉制品	速冻食品
销售收入	60110	76740	44512	9383	3568	206196	93101	11146
销售收入增长率	4.87%	21.95%	9.57%	7.02%	4.61%	14.79%	10.86%	23.31%
利润总额	3636	10747	2004	1183	320	7896	4425	428
利润总额增长率	17.55%	9.22%	10.79%	1.06%	-10.01%	25.10%	24.55%	58.07%
主营业务利润率	24.90%	28.99%	22.12%	27.71%	24.38%	9.91%	10.79%	17.59%
同比变动 (+/-)	3.79%	-0.10%	0.03%	-4.73%	-0.96%	0.64%	1.17%	1.18%
营销费用/销售收入	13.80%	8.46%	9.86%	11.70%	7.15%	2.18%	2.78%	6.82%
同比变动 (+/-)	0.93%	-1.30%	-2.03%	-3.56%	-0.49%	-0.42%	0.06%	-0.37%
管理费用/销售收入	3.35%	5.36%	6.37%	3.47%	6.41%	1.87%	1.99%	4.47%
同比变动 (+/-)	0.66%	0.19%	0.15%	-0.43%	0.62%	-0.42%	0.17%	0.33%
销售利润率	6.05%	14.00%	4.50%	12.60%	8.98%	3.83%	4.75%	3.84%
同比变动 (+/-)	0.81%	-1.71%	0.07%	-0.72%	-1.48%	0.20%	0.58%	0.81%

资料来源：国家统计局，注：乳业与肉类统计数据的指导意义不如酒类强。

表 5、食品饮料主要子行业 2009 年 1-2 月份经济指标

单位: 百万元, %	乳业	白酒	啤酒	葡萄酒	黄酒	肉类加工	其中: 肉制品	速冻食品
销售收入	21476	33492	14231	3898	1644	71793	32807	4420
销售收入增长率	2.85%	20.17%	14.72%	0.65%	5.01%	15.57%	11.69%	10.11%
利润总额	1476	4794	155	599	174	2462	1415	231
利润总额增长率	78.76%	29.71%	-58.40%	-11.07%	-14.52%	13.02%	15.73%	58.04%
主营业务利润率	23.42%	31.80%	19.55%	29.77%	27.34%	10.18%	10.82%	18.54%
同比变动 (+/-)	5.78%	3.14%	-2.16%	-6.40%	-2.23%	0.60%	0.80%	2.15%
营销费用/销售收入	13.94%	9.32%	10.16%	11.63%	7.82%	2.35%	2.90%	7.35%
同比变动 (+/-)	3.18%	0.38%	-0.23%	-5.21%	-1.61%	0.10%	0.23%	0.47%
管理费用/销售收入	3.51%	4.62%	7.32%	3.19%	6.28%	2.06%	2.13%	4.07%
同比变动 (+/-)	0.74%	0.22%	-0.28%	-0.46%	0.52%	0.33%	0.30%	-0.05%
销售利润率	6.87%	14.31%	1.09%	15.37%	10.57%	3.43%	4.31%	5.23%
同比变动 (+/-)	3.27%	1.09%	-1.70%	-0.58%	-2.61%	-0.11%	0.14%	1.69%

资料来源: 国家统计局, 注: 乳业与肉类统计数据的指导意义不如酒类强。

白酒业利润整体增速低应缘于贵州省增速大幅回落。09 年以来四川收入、利润增速基本稳定, 贵州省收入利润增速由 1-2 月大幅回落, 由于贵州白酒收入占行业不到 10%, 但利润占比超过 1/3, 因此大幅拉低行业利润增速。贵州茅台由于 08 年上半年基数很高, 加上自 3 月份实行对经销商减半供应计划, 1-5 月份增速较低属意料之内。另一个现象是, 山东、安徽等地收入利润均实现快速增长, 而四川收入和利润增速背离, 暗示了四川的原酒正大量供应地产酒较为强势的地区, 上半年中低档酒、地产酒确实迎来盛宴。

葡萄酒增速回升略微滞后, 但山东地区回升显著。今年 1-2 月份葡萄酒收入利润都大幅度下降, 从 5 月数据看, 天津王朝环比略有恢复, 同比仍然为负, 新疆地区再次陷入亏损, 而张裕山东收入和利润增幅显著, 预计下半年经济回暖后葡萄酒行业也将重拾增速。

黄酒利润数据仍然比较难看。相比 1-2 月份, 黄酒行业上海和浙江收入利润增速并没有多少改观。在上期中我们提到, 上海的金枫酒业 1 季度净利润同比增长大约 10%, 只是因为这里统计的是生产子公司利润, 未包括其新设的销售分公司利润, 所以利润大幅下降是统计口径变化的缘故。今年是金枫酒业的内部整合年, 外部也在扩张, 但增长非常有限, 比如与台湾烟酒股份公司合作进入台湾市场, 不过因为当地仿绍酒的抵制, 金枫只能在台湾烟酒的免税店销售, 收入贡献有限, 此外福建市场也只是试销, 股价上涨的动力可能还是来自于对世博会概念的炒作, 成为又一个“全聚德”。浙江的会稽山引入战略投资者中信投资基金以增强资金实力, 目前表现还比较平淡。

啤酒广东北京市场收入增速大幅改善, 由负增长达到两位数左右的增速。陕西依旧是亮点, 陕西青啤值得关注, 而福建增长不行, 可能更多的是雪津增长乏力, 我们了解到, 百威英博现在更多的拿哈啤主打全国市场, 雪津则自然发展, 这种定位可能导致雪津获得的资源减少了。广西增速较往年放缓。

乳业内蒙古利润实现大幅增长。今年1-5月份乳业内蒙古收入仍未完全恢复，但利润总额无论同比环比都是大幅增长，显示行业格局正重新回归。黑龙江保持收入和利润高速增长，上海则有所回落。

肉制品与屠宰业河南利润增速显著提高。纵向比较，山东和河南市场的收入利润都有提高，横向比较则显示河南地区利润增速远超山东，可以预期龙头公司双汇集团和股份公司09年业绩将有优越表现。

速冻食品河南增长重回快车道。河南速冻食品自08年下半年以后有一个大幅回落，在10-20%的增速低位运行了一段时间，目前原材料成本低位运行，经济回暖，人们闲暇时间减少，三全食品等速冻龙头公司正处黄金阶段。

表 6、主要省份 2009 年 1-5 月份行业经营情况

单位: 万元	销售收入	销售收入增长率	利润总额	利润总额增长率	税前利润率
白酒 (1-5)					
四川省	2995844	22.55%	439817	8.55%	14.68%
山东省	729968	19.73%	44695	24.82%	6.12%
安徽省	416673	18.25%	35234	19.12%	8.46%
贵州省	564793	13.89%	331380	1.44%	58.67%
葡萄酒 (1-5)					
山东省	616235	10.10%	858.59	8.68%	13.93%
天津市	54834	-13.27%	9140	-39.38%	16.67%
新疆区	13537	18.11%	-890	-43.26%	-6.58%
黄酒 (1-5)					
上海市	39323	-14.98%	6466	-44.61%	16.44%
浙江省	162239	-9.07%	9525	-37.02%	5.87%
啤酒 (1-5)					
山东省	839728	7.96%	63746	0.75%	7.59%
广东省	345485	12.08%	3427	210.61%	0.99%
北京市	200584	9.68%	1187	196.88%	0.59%
陕西省	140813	67.25%	11348	63.85%	8.06%
福建省	163608	-0.43%	3540	-45.54%	2.16%
广西区	130519	17.34%	16242	18.17%	12.44%
乳业 (1-5)					
内蒙古	1122543	-9.21%	45204	29.92%	4.03%
黑龙江	953956	32.57%	50037	45.50%	5.25%
上海市	421575	13.43%	42225	-8.47%	10.02%
肉类加工 (1-5)					
山东省	5655780	15.14%	239989	6.92%	4.24%
河南省	2802754	2.31%	221266	24.82%	7.89%
其中: 肉制品					
山东省	2809836	11.05%	127999	8.24%	4.56%
河南省	1783835	-4.57%	147379	28.15%	8.26%
速冻食品 (1-5)					
河南	403475	35.09%	23710	55.29%	5.88%
山东	224748	3.57%	6334	9.11%	2.82%

资料来源: 国家统计局, 注: 白酒中五粮液、泸州老窖看四川, 贵州茅台看贵州; 啤酒中青岛啤酒看山东、广东、陕西, 燕京啤酒看北京、广西、福建; 葡萄酒中张裕看山东, 王朝看天津, 新天国际看新疆; 金枫酒业看黄酒上海, 古越龙山看黄酒浙江。

表 7、主要省份 2009 年 1-2 月份行业经营情况

单位: 万元	销售收入	销售收入增长率	利润总额	利润总额增长率	税前利润率
白酒 (1-2)					
四川省	1329731	14.58%	193444	8.53%	14.55%
山东省	268792	22.01%	15856	25.46%	5.90%
安徽省	211187	18.98%	17563	39.29%	8.32%
贵州省	264563	32.42%	162434	56.21%	61.40%
葡萄酒 (1-2)					
山东省	266054	6.49%	43186	2.90%	16.23%
天津市	20363	-43.81%	3200	-68.67%	15.71%
新疆区	652	53.58%	182	扭亏	27.90%
黄酒 (1-2)					
上海市	22347	-16.24%	5770.5	-40.73%	25.82%
浙江省	70284	-13.60%	4321.3	-36.91%	6.15%
啤酒 (1-2)					
山东省	259893	20.50%	19268	-16.79%	7.41%
广东省	108553	-3.26%	-575	-70.50%	-0.53%
北京市	56624	-10.25%	-1862	-28.82%	-3.29%
陕西省	56159	86.90%	3274	108.77%	5.83%
福建省	56356	0.90%	-1055	-129.30%	-1.87%
广西区	51718	26.78%	3753	6.37%	7.26%
乳业 (1-2)					
内蒙古	410740	-9.11%	3318	-74.77%	0.81%
黑龙江	309700	20.94%	21326	240.73%	6.89%
河北省	162891	-54.57%	10866	扭亏	6.67%
上海市	168892	16.04%	22143	24.10%	13.11%
肉类加工 (1-2)					
山东省	1831905	11.84%	68455	-2.07%	3.74%
河南省	1035435	-0.54%	72410	9.88%	6.99%
其中: 肉制品					
山东省	967046	12.24%	36176	-3.42%	3.74%
河南省	656551	-10.36%	44747	5.46%	6.82%
速冻食品 (1-2)					
河南	164938	13.45%	9123	30.27%	5.53%
山东	76626	-21.19%	2331	0.25%	3.04%

资料来源: 国家统计局, 注: 白酒中五粮液、泸州老窖看四川, 贵州茅台看贵州; 啤酒中青岛啤酒看山东、广东、陕西, 燕京啤酒看北京、广西、福建; 葡萄酒中张裕看山东, 王朝看天津, 新天国际看新疆; 金枫酒业看黄酒上海, 古越龙山看黄酒浙江。

附二、部分集团公司协会数据，仅供参考

贵州茅台上年同期基数高，业绩增速不快，我们预计今年中期业绩同比增长也就在 10% 水平，不过上年的下半年基数低，茅台今年全年 30% 的净利润增长仍然可期。汾酒业绩同比增长很快，我们在调研报告《山西汾酒（600809）-量增价涨，业绩可观》2009/6/30 中调高了其盈利预测与投资评级。

表 8、部分公司协会数据 2009 年 1-5 月份(白酒和葡萄酒)

单位: 万元	茅台	枝江大曲	山西汾酒	伊力特	张裕	王朝	新天国际	通葡股份
销售收入	510249	300898	118753	36000	308451	50542	8448	1931
销售收入增长率	17.51%	18.95%	-9.07%	20.00%	3.08%	-15.27%	1.86%	-51.52%
利润总额	328034	10757	27597	6200	58166	8807	-1940	-258
利润总额增长率	1.33%	57.81%	362.88%	21.57%	18.34%	-40.60%	-9.22%	-302.60%
主营业务利润率	79.74%	22.24%	48.04%	27.89%	36.77%	48.19%	6.87%	10.96%
同比变动 (+/-)	2.34%	5.37%	22.61%	-5.78%	-3.95%	-4.55%	-7.70%	-24.01%
营销费用/销售收入	8.78%	10.94%	13.94%	4.44%	16.53%	28.68%	3.92%	1.42%
同比变动 (+/-)	-3.10%	3.46%	0.67%	-8.22%	-4.21%	2.66%	-6.95%	-17.05%
管理费用/销售收入	8.48%	3.48%	8.54%	3.06%	3.26%	3.64%	17.31%	20.98%
同比变动 (+/-)	0.61%	-1.98%	1.31%	-0.61%	-1.79%	0.77%	4.50%	9.33%
销售利润率	64.29%	3.57%	23.24%	17.22%	18.86%	17.42%	-22.96%	-13.33%
同比变动 (+/-)	-10.26%	1.18%	18.67%	0.22%	2.43%	-7.43%	2.80%	-16.52%

资料来源：招商证券研究、行业协会

青啤山东（母公司）业绩不佳，可能与母公司背负下属子公司亏损以降低所得税负有关，请参阅调研报告《青岛啤酒（600600）- 华南模式筑基础、收购兼并催化剂》2009/6/4 中相关内容。

表 9、部分公司协会数据 2009 年 1-5 月份（啤酒）

单位: 万元	青啤山东	燕京北京	珠江广东	百威	雪津	华润蓝剑	燕京漓泉	重啤重庆	华润沈阳	啤酒花
销售收入	353673	162119	64899	25230	74841	82733	100708	53238	59746	46382
销售收入增长率	20.87%	13.98%	-25.90%	-3.10%	-21.48%	13.67%	14.48%	15.15%	2.13%	59.15%
利润总额	29405	8030	3558	978	2808	10229	14869	8173	15239	2533
利润总额增长率	-25.86%	11.38%	-13.37%	-337.74%	-64.53%	-3.20%	11.47%	10.22%	62.28%	-36.28%
主营业务利润率	27.74%	17.74%	26.20%	27.56%	42.55%	32.99%	25.01%	37.69%	34.24%	30.63%
同比变动 (+/-)	-7.60%	-0.74%	7.22%	5.23%	1.22%	-1.26%	2.43%	-1.00%	0.71%	-11.40%
营销费用/销售收入	16.60%	10.40%	9.78%	16.40%	21.96%	13.37%	7.08%	12.28%	8.72%	14.13%
同比变动 (+/-)	-5.86%	1.75%	3.50%	12.28%	1.07%	0.72%	3.84%	0.99%	3.05%	-5.46%
管理费用/销售收入	2.75%	4.88%	7.83%	10.89%	18.68%	6.84%	5.03%	9.61%	7.29%	7.13%
同比变动 (+/-)	0.43%	-0.71%	1.36%	6.70%	4.22%	0.26%	0.04%	1.08%	0.64%	-2.63%
销售利润率	8.31%	4.95%	5.48%	3.88%	3.75%	12.36%	14.76%	15.35%	25.51%	5.46%
同比变动 (+/-)	-5.24%	-0.12%	0.79%	-5.45%	-4.56%	-2.15%	-0.40%	-0.69%	-0.56%	-8.12%

资料来源：招商证券研究、行业协会

表 10、部分公司协会数据 2009 年 1-5 月份（乳业、调味品）

单位：万元	光明(母)	伊利	蒙牛	恒顺醋业
销售收入	217259	276714	351257	17939
销售收入增长率	5.63%	-30.19%	-12.00%	-20.19%
利润总额	6215	12179	8828	1799
利润总额增长率	-49.63%	-5.35%	49.20%	-43.05%
主营业务利润率	27.74%	31.09%	19.04%	19.42%
同比变动 (+/-)	4.10%	1.04%	-4.12%	-9.18%
营销费用/销售收入	25.94%	23.40%	14.88%	10.22%
同比变动 (+/-)	1.53%	0.13%	-3.13%	0.17%
管理费用/销售收入	2.35%	3.08%	4.66%	6.78%
同比变动 (+/-)	0.14%	0.19%	1.28%	-0.52%
销售利润率	2.86%	4.40%	2.51%	10.03%
同比变动 (+/-)	-3.14%	1.16%	1.03%	-4.02%

资料来源：招商证券研究、行业协会

数据解读方法：

1、请与上期月报对照，一方面是了解各公司新月份之变化，另一方面是通过考察上期数据与公司公开资料的差别以推测各公司最新业绩。

2、白酒、葡萄酒、肉类为集团数据，我们取上市公司合并报表数据与之相对照，一般集团销售收入数据大于上市公司合并报表数据，利润数据有相当指导意义。

3、啤酒数据为主要生产基地数据，我们取上市公司母公司报表数据、分地区数据与之相对照，一般几个主基地的加总数据能反映公司整体经营情况。

4、乳业数据为母公司生产基地数据，但由于财务结算关系的不同，从数据本身并不能推导出公司经营情况，只能通过该数据的长期跟踪猜测公司基本面会发生哪些变化。

5、通过对照，我们发现，通葡股份的两数据一模一样，重啤重庆数据与重庆啤酒公司母公司报表、青啤山东与青啤母公司报表一模一样，光明乳业数据与母公司数据基本吻合，啤酒花数据中销售收入上略大于公开数据，利润总额数据进一步推算上市公司净利润时要注意扣除少数股东损益，因为啤酒花仅持有 50% 的乌苏啤酒股权，西藏发展数据与公开数据一模一样，恒顺醋业数据仅是食品业的数据，未统计房地产、光电等业务，这样有助于更清晰把握其主业发展情况。

参考报告：

- 1、《山西汾酒（600809）-量增价涨，业绩可观》2009/6/30 调高评级，调研
- 2、《食品饮料业 2009 年中期投资策略 - 大众品正黄金阶段，高端品承通胀预期》2009/6/15
- 3、《青岛啤酒（600600）- 华南模式筑基础、收购兼并催化剂》2009/6/5 调研
- 4、《糖酒会见闻录之八 - 酒鬼酒（000799）凤凰涅槃，浴火重生》2009/5/13 调研
- 5、《开创国际（600097）- 远洋捕捞翘楚》2009/5/11 调研

- 6、《食品饮料业 2009 年 2 季度投资策略 - 寻找补涨机会》2009/5/4
- 7、《伊利股份（600887）- 夯实产业基础，积极引导消费》2009/5/4
- 8、《贵州茅台（600519）- 收入确认继续延迟，预收大减别有原因》2009/4/22 用我们独家模型分析茅台收入确认情况
- 9、《双汇发展（000895）- 大开“杀”戒的 09 年》2009/4/20 调高评级，调研
- 10、《糖酒会见闻录之七 - 洋河：蓝色经典蓝动中国》2009/4/17 调研
- 11、《糖酒会见闻录之六 - 张裕 A（000869）积极西进，新天国际（600084）打造优雅生态消费》2009/4/8 调研
- 12、《糖酒会见闻录之五 - 郎酒：群郎共舞，气度不凡》2009/4/7 调研
- 13、《糖酒会见闻录之四 - 水井坊（600779）酒业歉年，地产相补》2009/4/7 调研
- 14、《糖酒会见闻录之三 - 古井贡酒（000596）年份原浆初露锋芒》2009/4/1 调研
- 15、《糖酒会见闻录之二 - 五粮液（000858）发力酱香，加强团购》2009/3/30 调研
- 16、《糖酒会见闻录之一 - 维维股份（600300）旗下双沟酒业发展超预期》2009/3/20 调研

分析师简介

朱卫华：清华大学经济学学士，中国科学技术大学管理学硕士，拥有证券从业资格、注册国际投资分析师 CIIA 资格，8 年证券从业经验。现为招商证券研发中心研究董事、消费品研究小组组长，连续获得《新财富》最佳分析师食品饮料行业 2005、2006、2007 年度第一名、2008 年度第二名，农林牧渔行业 2005 年度第三名。

黄璐：MBA 在读，拥有证券从业资格，4 年证券从业经验，现于招商证券从事食品饮料、农林牧渔行业研究。

董广阳：上海财经大学经济学硕士，2008 年进入招商证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中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。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。