

2009 年中期食品饮料行业报告

► 2009 年 6 月 30 日 ► 行业深度报告

超额收益曲线的吸引力

谨慎推荐 维持评级

核心观点:

- **2009 年下半年将出现短期内个人消费品和政商务消费品两翼齐飞的盛景。**个人消费品以啤酒行业为代表,我们认为此行业今年经济效益实现高增长,吨酒价格持平,产量增长率、销售收入增长率、利润率和净利率分别有望达到 10%、10%、6.5%和 5%左右;政商务消费品以高端白酒和葡萄酒为代表,今年出现政务消费方面政策性利空概率很小,消费税变化的影响也需要观察,景气度有望随同宏观经济 U 型反转而明显回升,判断白酒和葡萄酒行业吨酒价格持平,产量或销售收入分别增长(15%,5%),毛利率为(33%,31%)。
- **2009 年下半年资产配置策略原则是:不论市场涨跌,均应超配食品饮料板块,重个股轻行业。**具体来说,如果大盘继续上涨,那么基本面良好的个人消费品将会同基本面有望快速恢复的政商务消费品,联袂上涨;如大盘调整,则食品饮料特别是个人消费品行业良好的防御性将有助于获取相对收益。
- **个股方面将出现“U”型和“T”型走势共存的超额收益曲线,两条线有望在年底相交。**上半年业绩高预期的股票在下半年有望走出“U”型超额收益曲线,如伊利股份和双汇发展;上半年未被充分认可的股票在下半年有望走出“T”型超额收益曲线,如燕京啤酒和政商务消费品。从市值贡献比例角度推荐青岛啤酒(600600.SS)、伊利股份(600887.SS)、燕京啤酒(000729.SZ)、双汇发展(000895.SZ)、贵州茅台(600519.SS)、泸州老窖(000568.SZ)、张裕 A(000869.SZ)、五粮液(000858.SZ)和三全食品(002216.SZ),CAGR08-11 分别为(31%,-28%,20%,18%,18%,15%,19%,18%)。

分析师

董俊峰

✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn

☎: (8610)6656 8780

博客: <http://dongjunfeng.blog.cnstock.com>

相关研究

1. 食品饮料行业 2009 年第三季: 左侧和右侧交易黄金交叉 09.06.28
2. 泛政商务消费品行业: 六月初抬头 09.06.06
3. 食品饮料行业 2009 年第二季: 政商务和个人消费品“分水岭”悄然出现 09.03.31
4. 食品饮料行业 2009 年第一季: 关注整体疲软下的相对机会 09.02.02
5. 2009 年食品饮料行业报告: 个人消费品凸现并购三金 08.11.12
6. 产业逻辑投资线路图——俊峰品牌渠道评级体系——快速消费品(食品饮料为主)行业研究模型 06.11.15

需要关注的重点公司

股票名称	股票代码	评级	股价(元)	合理估值(元)	PE (X)			08-10EPS CAGR	ROE2008
					2008	2009	2010		
青岛啤酒	600600	推荐	26.55	37	50	31	29	36%	11.5%
伊利股份	600887	推荐	15.03	13-20	-	22	18	-	-60.5%
燕京啤酒	000729	推荐	14.96	18	39	27	23	30%	6.66%
双汇发展	000895	推荐	35.97	41	31	28	19	27%	29.2%
山西汾酒	600809	推荐	23.92	30	42	28	24	33%	16.7%
贵州茅台	600519	谨慎推荐	137	161	34	27	23	22%	33.8%
泸州老窖	000568	谨慎推荐	27.71	33	30	25	21	21%	36.4%
三全食品	002216	谨慎推荐	18.5	21	43	38	31	18%	9.22%
张裕 A	000869	谨慎推荐	50.55	66	30	25	22	21%	35.2%
五粮液	000858	谨慎推荐	18.91	23	39	33	28	16%	15.9%

资料来源: 中国银河证券研究所

分析师简介

董俊峰

食品饮料行业分析师 总监

1994年—1998年消费品营销策划业四年从业经历、1998年—1999年超市业一年从业经历、2001年至今证券业八年从业经历。清华大学工商管理硕士。

2003年业界首创消费品行业数量化研究模型《品牌渠道评级体系》，已获国家版权局著作权登记证书。



投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

(1) GDP 增长、居民可支配收入提高和城市化水平提高等保障行业可持续性发展的根本因素将在 2009 年发生微妙变化。银河证券预测 2009 下半年 GDP 增速 9.3%，呈 U 型反转，城市化率 47.2%，城镇居民可支配收入和农民实际可支配现金收入同比增长 13% 和 10%，社会消费品零售总额增速 14% 等；

(2) 在全球经济危机和国际国内大宗农产品和商品市场仍将处于调整反弹市的背景下，个人消费品将面临比以中高端白酒、葡萄酒为代表的政商务消费品更好的相对机遇，但是如果宏观经济快速回升，那么政商务消费品较强的周期性将赋予其更大的弹性。2009 年①啤酒行业吨酒价格持平、产量和销售收入增长率均有望达到 10% 左右；②白酒行业吨酒价格持平、产量和销售收入增长率均有望达到 15%、毛利率下降到 33% 左右，高端酒销售有望随着宏观经济 U 型反转快速回升，由此存在进一步提价的预期，引发经销商在双节前备货的动力较足；③葡萄酒行业吨酒价格持平、产量和销售收入增长率都有望达到 5% 左右、毛利率则下降到 31% 左右水平，吨酒利润和行业利润率将回落到 2006 年的水平；

我们与市场不同的观点:

市场普遍使用动态 PE 进行上市公司估值。

为了寻求投资安全边际，我们为大家提供了一种投资思路，即 (a) 从市值对比角度，采用品牌渠道评级模型获取相对高品牌价值空间上市公司，(b) 投资于未来 3 年高确定性成长龙头公司，以便寻求投资安全边际，这两方面合集构成了个股投资策略；另外我们认为至少应该结合 2001 - 2005 年调整市的静态 PE 估值理念后，再使用动态 PE 估值。

行业估值与投资建议:

本次行情以来，食品饮料板块与市场 PE 走势完全背离，相对大盘 PE 已经在同点位上证指数时点对比中，处于较低的水平；与 2001-2005 年间和 2005 年静态 PE 相比，目前部分龙头企业估值水平距此仍然存在一定距离，但动态 PE 已经低于某些投资品上市公司；从投资角度来看，在目前点位的微妙环境下，食品饮料板块已经成为相对安全的投资品种，存在着极大的补涨行情的概率。

综合考虑基本面因素和交易性机会的把握，个人消费品方面，推荐成长性良好的青岛啤酒 (600600) 和燕京啤酒 (000729) 等，建议择时关注伊利股份 (600887) 和双汇发展 (000895)；政商务消费品方面，推荐基本面稳健的贵州茅台 (600519)、贝塔值较高的泸州老窖 (000568)、山西汾酒 (600809)、五粮液 (000858) 和张裕 A (000869)。

行业表现的催化剂:

未来消费数据显示食品饮料行业返回上升通道；部分行业龙头公司能够实现不限量前提下再次成功提价；乳品销售完全恢复；市场热点概念凸现。

主要风险因素:

食品安全问题出现在食品饮料其它细分行业；宏观经济减速对消费市场影响超出现有预期；业绩低于预期。

目 录

一、各子行业表现：啤酒和乳品相对领跑.....	1
（一）2009 年驱动因素短期波动无妨行业长期趋势	1
（二）2009 年下半年各子行业：个人和政商务消费品联袂表现	3
二、寻求最优投资收益与安全边际配比	11
（一）从市值对比角度寻求安全边际	12
（二）高估值水平有望回归常态	14
（三）高确定性成长寻求安全边际	16
（四）投资策略：看好收益风险配比较高的龙头公司	17
青岛啤酒（600600.SS）：利润导向转变下的超预期	18
燕京啤酒（000729.SZ）：多重高弹性高增长	21
伊利股份（600887）：超越预期 迎接历史机遇	24
三、附录：银河品牌渠道评级体系	27
插图目录	30
表格目录	30

一、各子行业表现：啤酒和乳品相对领跑

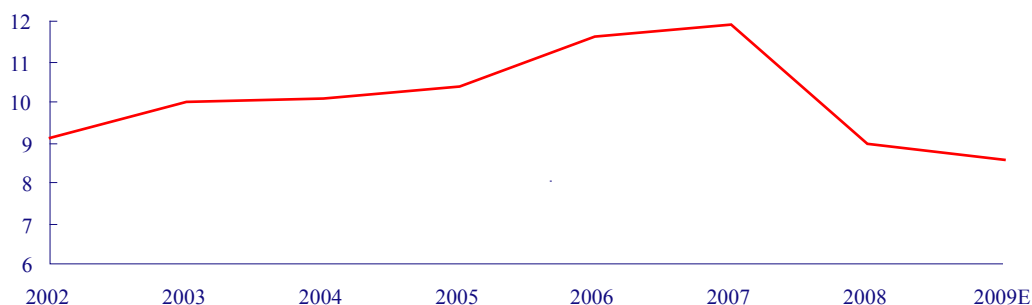
（一）2009 年驱动因素短期波动无妨行业长期趋势

GDP 增长、居民可支配收入提高和城市化水平提高等因素铸就了食品饮料行业展开历史性发展的基石，也是保障行业可持续性发展的根本，不过随着全球经济危机的发展，2009 年行业发展驱动因素已然发生了变化。

1) GDP 增长。

2009 年 GDP 增速不高于 9%，上半年和下半年分别为 6.9%和 9.3%（银河证券预测），对政商务和个人消费品市场将产生不同的影响。

图 1：未来两三年重上 10%以上增长水平的概率较小（%）

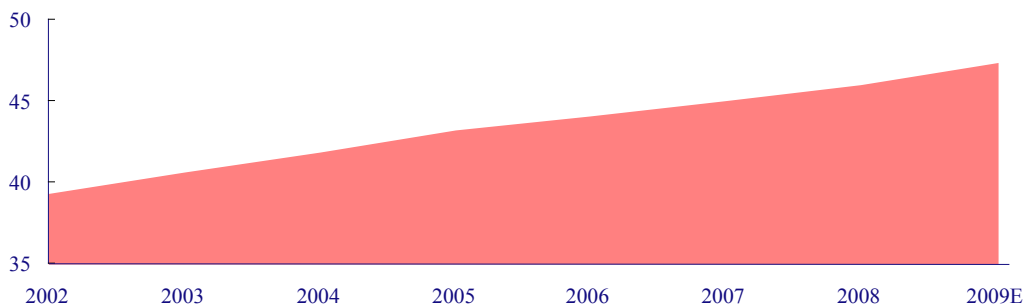


资料来源：中国银河证券研究所

2) 城市化率的提高。

有数据表明城市化率每提高 1 个百分点，拉动消费增长 1 个百分点以上。2006 年我国的城市化率已经达到 44.9%，银河证券预测 2009 年达到 47.2%。根据历史数据分析判断，在未来的 10 年左右，我国城市化率至少达到 55—60%。如果按此水平重新计算食品饮料市场增长空间，同时再考虑到人口基数的增长，那么很显然未来市场容量增长空间巨大。

图 2：城市化率稳步提高（%）

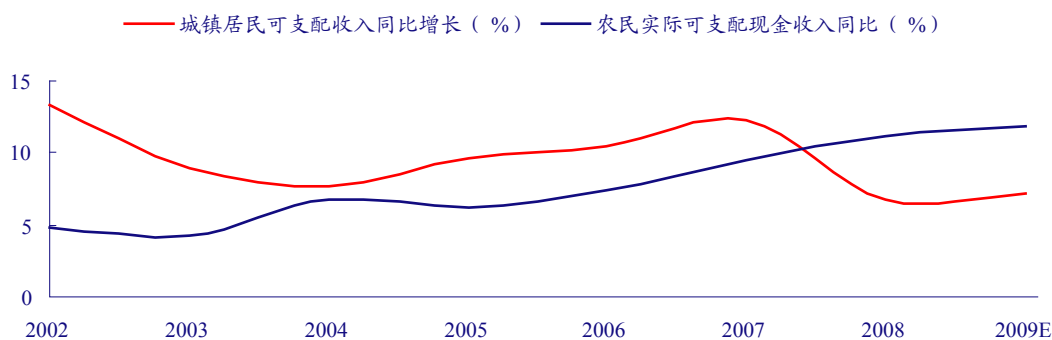


资料来源：中国银河证券研究所

3) 居民可支配收入提高促使消费习惯的改变, 造就长期消费升级。

- 居民收入的增长影响消费习惯。收入水平提高将推动需求结构的升级, 曾经是奢侈品的某些食品饮料例如高端啤酒、乳品和葡萄酒等正逐渐转化为日常生活必需品, 同时随着农民现金收入稳步提高, 未来县乡市场将成为行业发展亮点。银河证券预测 2009 年城镇居民可支配收入和农民实际可支配现金收入同比增长 7.1% 和 11.8%。

图 3: 农民实际可支配现金收入可望首次改变近年来与城镇居民可支配收入增速之间对比关系



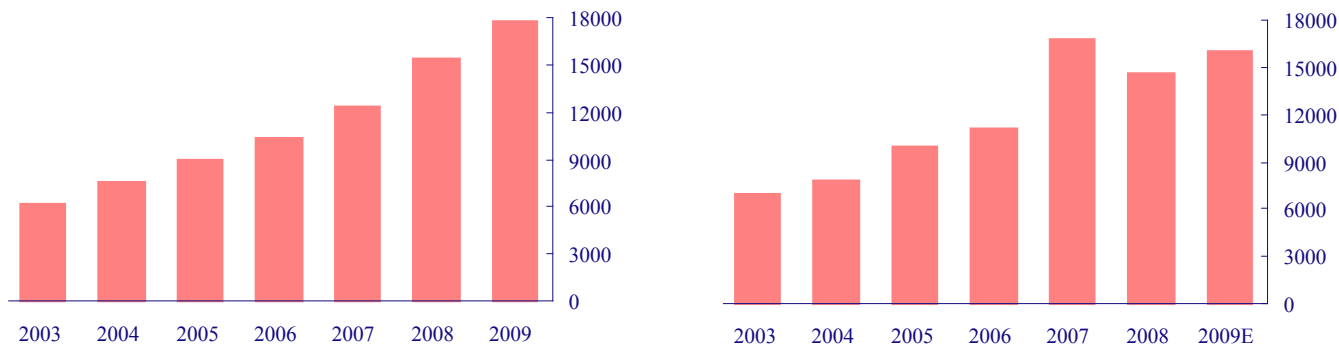
资料来源: 中国银河证券研究所, WIND

- 消费观念的改变。营养、健康的消费观念日益被居民特别是高收入城镇居民所接受, 从而进一步促进了食品饮料的消费。
- 人均消费量增长。

4) 人口增长。

5) 随着经济发展, 行业上下游经营环境的改变。

图 4: 餐饮业销售总额、限额以上批发和零售业食品饮料烟酒类批发额 (亿元)



资料来源: 中国银河证券研究所, WIND

(二) 2009 年下半年各子行业：个人和政商务消费品联袂表现

按最终消费群分类，我们将食品饮料行业分为个人消费品和政商务消费品行业，其中高中端白酒和葡萄酒等为政商务消费品，其它为个人消费品。2009 年度食品饮料行业仍将保持连年增长的良好发展趋势，原因是驱动因素没有发生本质改变。不过，国际国内宏观经济的微妙变化将对食品饮料消费市场产生重大影响，各子行业将面临不同的挑战和机遇。

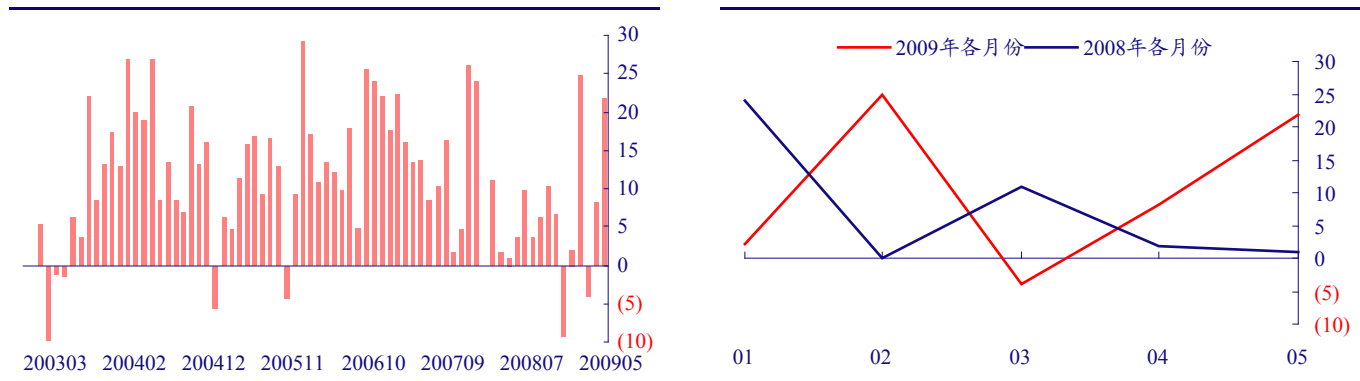
1、啤酒：消费增速表现较好

啤酒行业 2008 年提价大幅影响销售量，行业数据显示影响时间点提前程度令人吃惊，当年 4 月份以来，啤酒行业产量增速急剧滑落到 5% 以下水平，充分显示了个人消费品属性的啤酒在面临历史性第一次直接提价时，三大因素引发的消费环境变化对于行业的巨大影响。

不过我们认为，未来啤酒将形成提价心理惯性，未来提价对销量的影响不会重复此次调整幅度和时间跨度。

进入 2009 年后，啤酒行业表现远好于政商务消费品，增速保持了稳定，产量方面表现较好。5 月份当月产量增速喜人，我们对比如图 5 右图可看出除了基数因素，还存在着内生消费增长良好趋势。

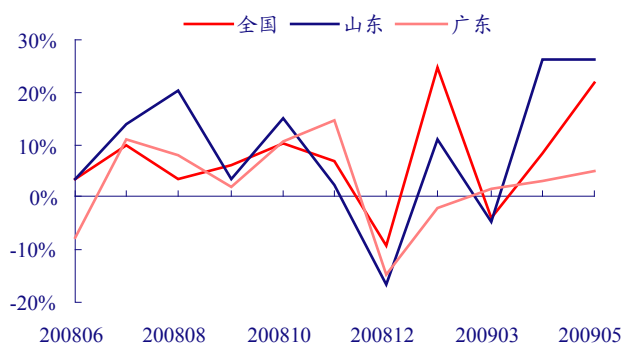
图 5：啤酒当月产量增速再次提高（%）



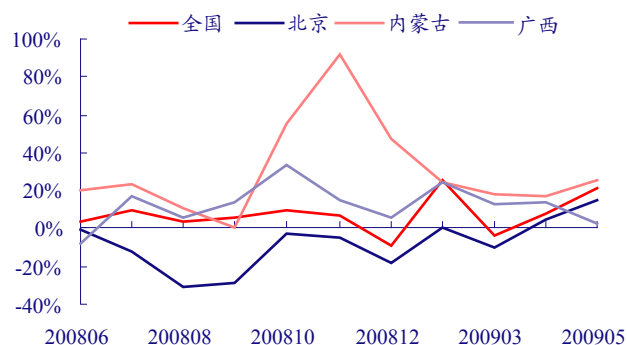
资料来源：中国银河证券研究所，WIND

分地区来看，涉及大市值 A 股上市公司的当月产量分化明显。山东增速表现非常平稳，3 月份以来一直好于全行业水平，啤酒消费基数较小的内蒙古表现更是连续好于全行业；北京则一年来一直位于下降通道运行，不过可喜的是 4 月份以来增速快速回升。

图 6: 啤酒当月产量分地区增速表现有区别 (%)

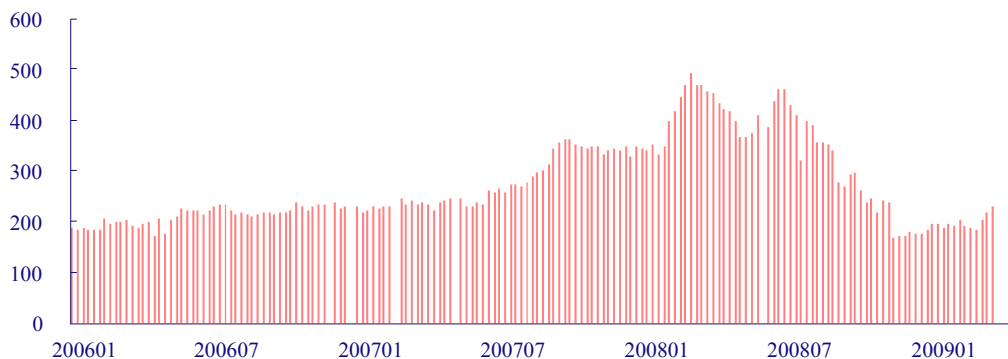


资料来源: 中国银河证券研究所, WIND



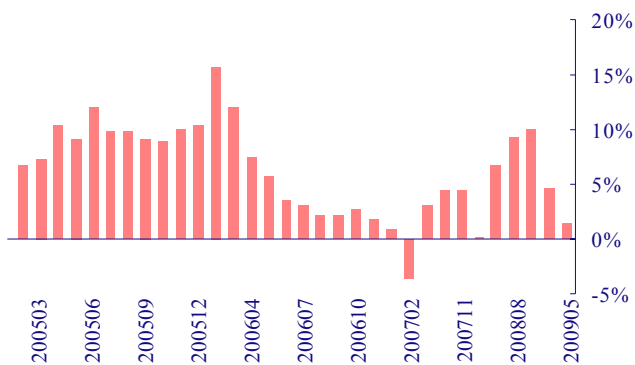
随着商品牛市开始调整引发的农产品市场调整, 啤酒大麦价格持续回落, 近期已经下降到 2006 年的水平, 预计此后即使商品市场持续反弹, 啤酒大麦价格持续反弹到 200 美元/吨以上, 也能够直接释放行业成本压力, 如图所示。

图 7: 啤酒麦价格从高点回落 (美元/吨)



资料来源: 中国银河证券研究所, Bloomberg

图 8: 2009 年啤酒吨酒价格和销售收入增长率分别有望达到 0% 和 10% 左右



资料来源: WIND

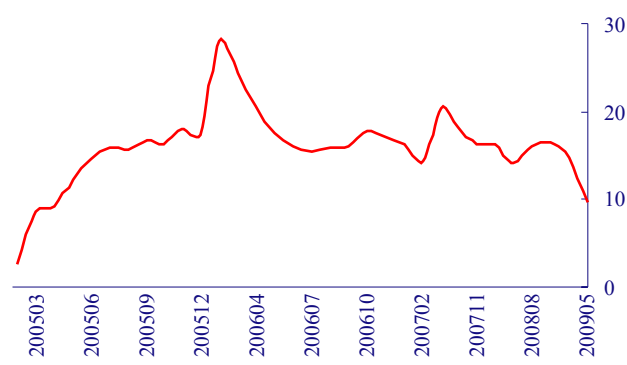
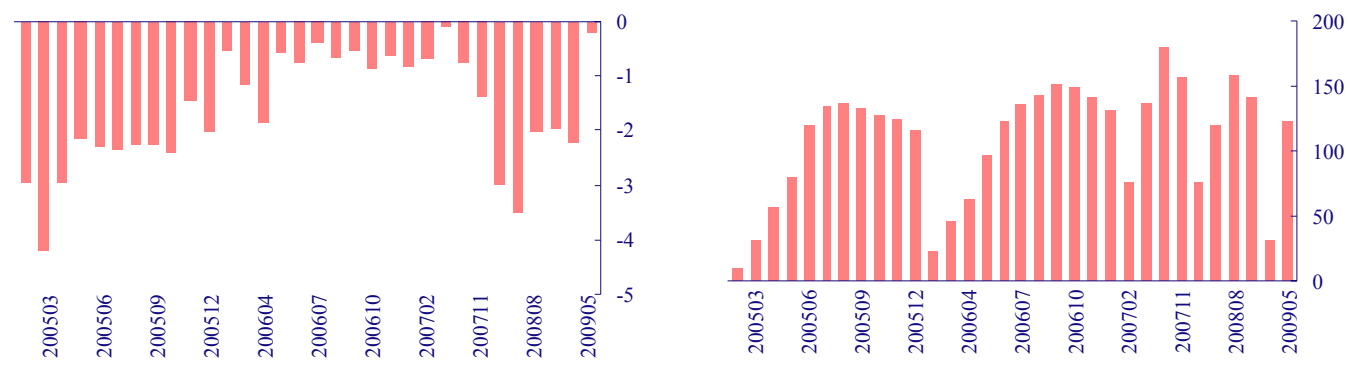


图 9: 2009 年啤酒毛利率和吨利润同比提高 1 个百分点和持平 (百分点, 元/吨)



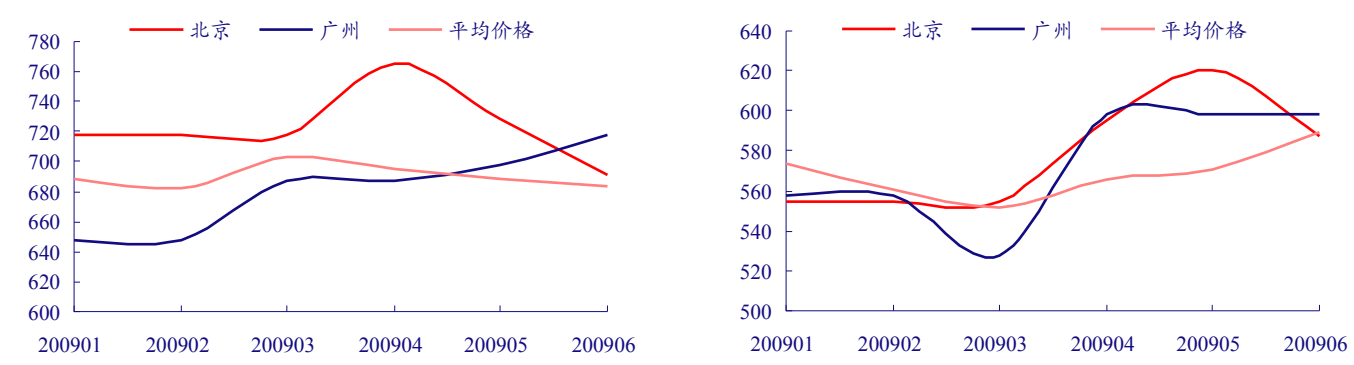
资料来源: WIND

展望 2009 年, 啤酒行业各项经济指标将较近年来有所提高。随着原材料成本下降, 以及维持去年销售吨价的概率较大, 因此综合判断吨酒价格持平、产量和销售收入增长率分别有望达到 10% 和 10% 左右、毛利率提高 1 个百分点、吨酒利润和行业利润率将同比持平。

2、白酒行业: 双节备货因素或将显现

高中端白酒是典型的政商务消费品行业, 近年来增速突出; 作为个人消费品的中低端白酒在宏观经济减速时反倒有望表现大大好于近年来傲视群酒的高中端白酒, 特别是受益于消费降级的地产酒市场。今年下半年, 我们预计第三季度经销商节前备货的动力较足, 生产商后续几个月出货量将提速。总之, 下半年 GDP 增速等关键因素能否产生实质性变化, 将决定政商务消费品市场的景气度水平和能否回归高速增长通道。

图 10: 2009 年 53° 茅台和 52° 五粮液各月零售价 (元/瓶)

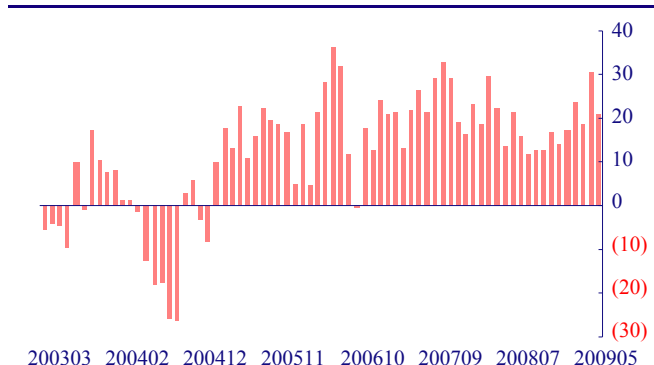


资料来源: 中国银河证券研究所

如图所示, 在经历了第一季度价格低迷徘徊后, 高端白酒如茅台和五粮液 4、5 月份开始, 零售价开始回升。不过, 似乎是贝塔值较高的国窖 1573 和五粮液价格反弹更为明显; 茅台更为稳定, 不过 6 月份广州价格创新高、全国和北京价格低于年初水平。

产量方面表现较好。虽然 5 月份当月产量环比下降, 但增速仍然维持在较高水平。

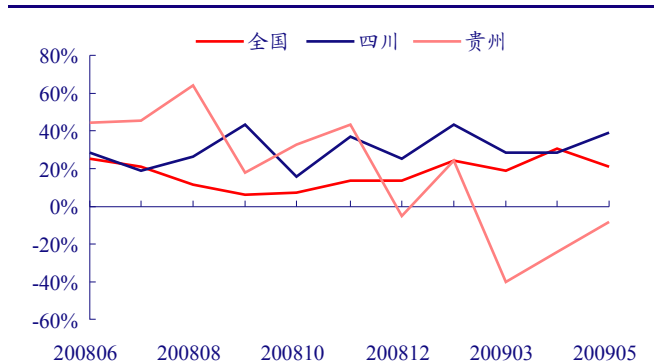
图 11: 白酒当月产量增速继续保持较高水平 (%)



资料来源: 中国银河证券研究所, WIND

分地区来看, 当月产量分化明显。四川增速表现非常平稳, 一直略好于全行业水平; 贵州则一年来一直在下降通道运行, 不过可喜的是4月份以来增速快速回升。

图 12: 白酒当月产量分地区增速表现有区别 (%)



资料来源: 中国银河证券研究所, WIND

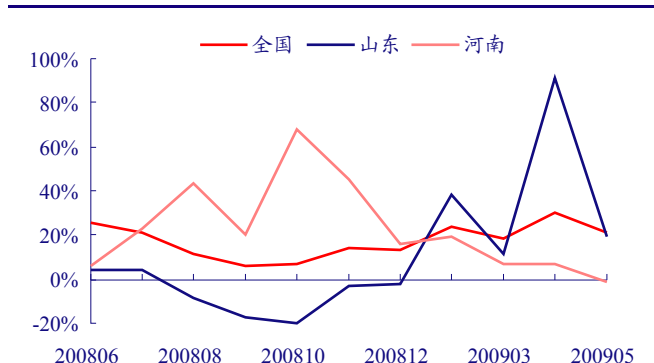
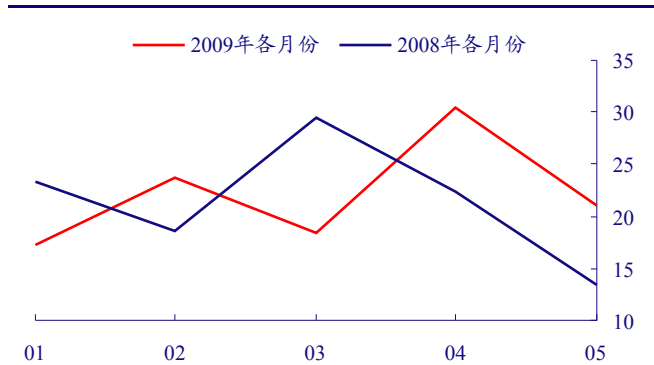
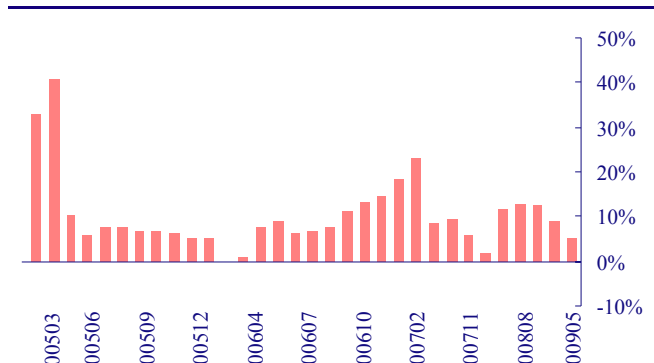


图 13: 2009 年白酒吨酒价格增长率和销售收入增长率有望达到 0%和 15%左右



资料来源: 中国银河证券研究所, WIND

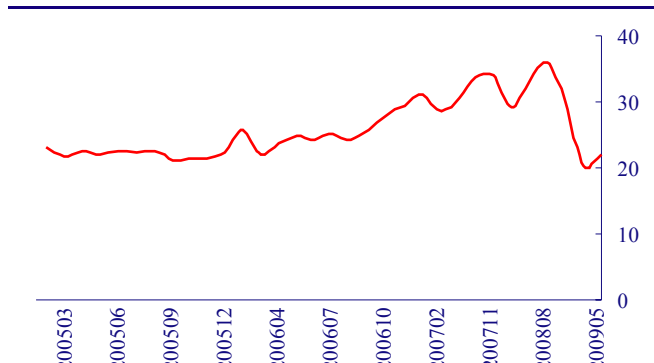
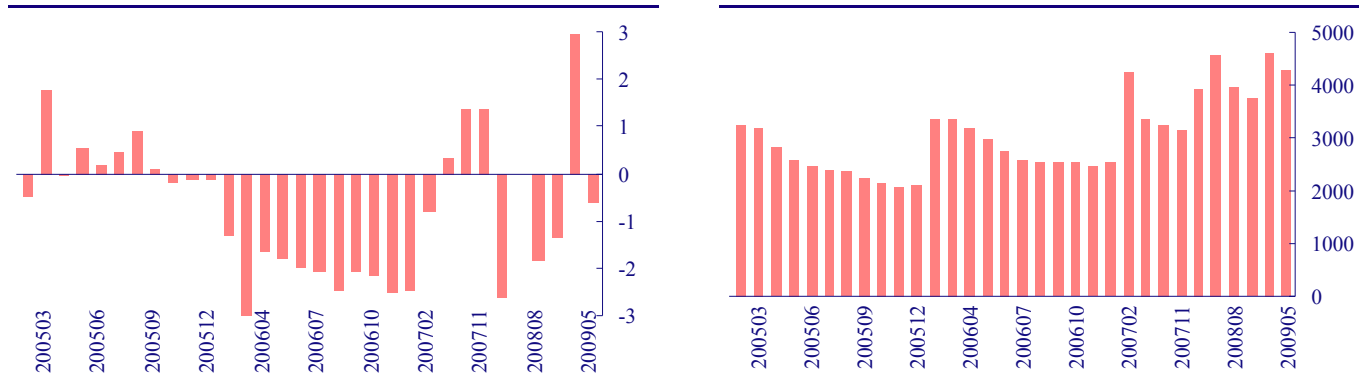


图 14: 白酒毛利率和吨利润同比情况 (百分点, 元/吨)



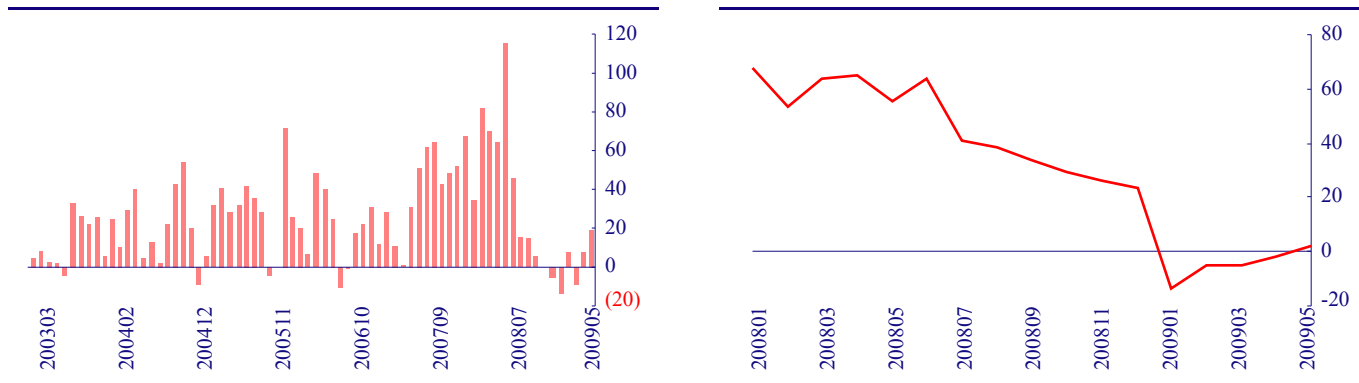
资料来源: 中国银河证券研究所, WIND

我们认为白酒行业今年不会重现往年量价齐升局面, 高端白酒产品除了消费税因素外的直接提价, 仍然存在着随着宏观经济 U 型反转进行直接提价的概率, 另外中低端品牌占比提高, 因此综合判断吨酒价格增长率为 0% 左右、产量增长率和销售收入增长率均有望达到 15%、毛利率下降到 33% 左右水平, 吨酒利润和利润率将回归到 2006 年的水平。

3、葡萄酒: 累计增速负值迅速翻红

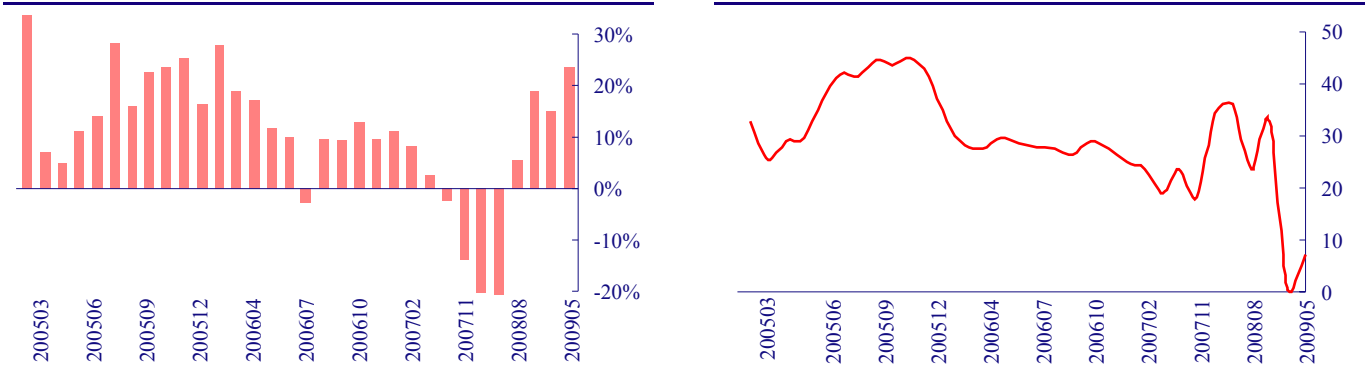
凭借 2009 年 2、4 和 5 月份 19% 的增长, 葡萄酒行业累计产量增速迅速回升到 2%, 运行趋势向好, 扭转了去年当月产量增速直到 7 月份开始低于同期高增速水平, 进入 11 月份后, 增速跳水到负增长的困境。

图 15: 葡萄酒当月产量增速好转、累计增速收窄翻红 (%)



资料来源: WIND

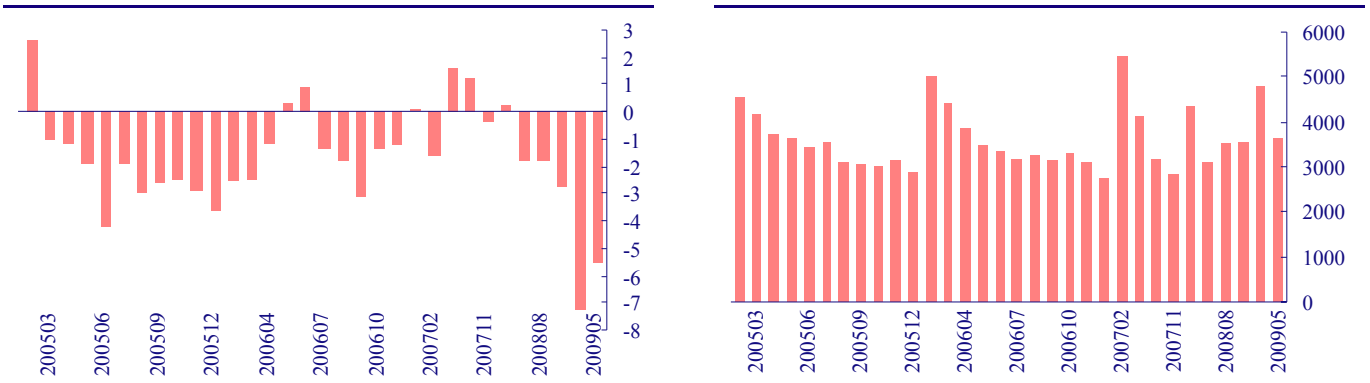
图 16: 2009 年葡萄酒吨酒价格和销售收入增长率分别有望达到 0%和 5%左右



资料来源: WIND

展望 2009, 我们认为, 吨酒价格持平、产量增长率和销售收入增长率都有望达到 5%、毛利率下降到 31%左右水平, 吨酒利润和行业利润率将回落到 2006 年的水平。

图 17: 葡萄酒毛利率同比下降、吨利润有所回落 (百分点, 元/吨)



资料来源: WIND

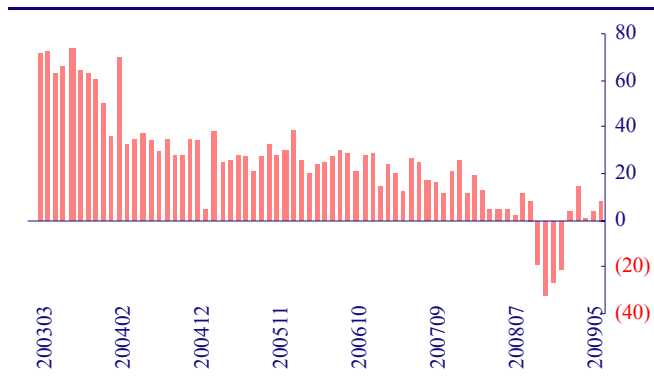
4、液体乳及乳制品: 利润率大幅提高

液体乳及乳制品行业在去年前 8 个月保持了稳步增长的趋势, 不过三聚氰胺事件却迫使行业发展趋势出现短期下挫, 除了北京、黑龙江和上海稍好以外, 内蒙古和河北均出现销售收入大幅下挫的尴尬局面。

我们认为三聚氰胺事件不利影响持续时间在半年以上, 乳品行业从 2009 年下半年开始全面恢复的概率较大, 建议投资者密切关注下半年内行业的发展动向。

产量方面恢复较好。不仅 5 月份当月产量增速超过去年水平, 而且液体乳前 5 个月中值在 3% 以上, 第一季度和第二季度前 2 个月平均增速也在 3% 以上, 乳制品相对于液体乳, 增速更好看。

图 18: 液体乳当月产量增速恢复良好 (%)



资料来源: 中国银河证券研究所, WIND

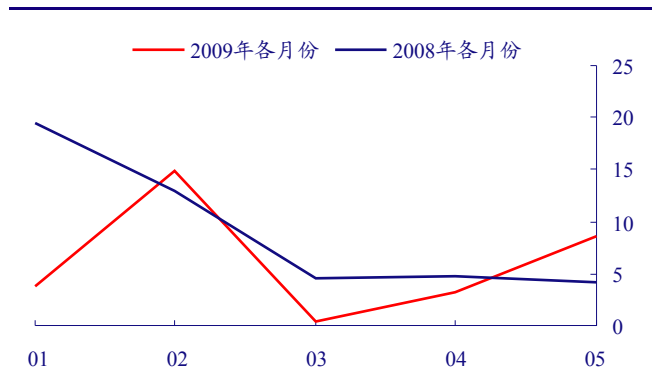
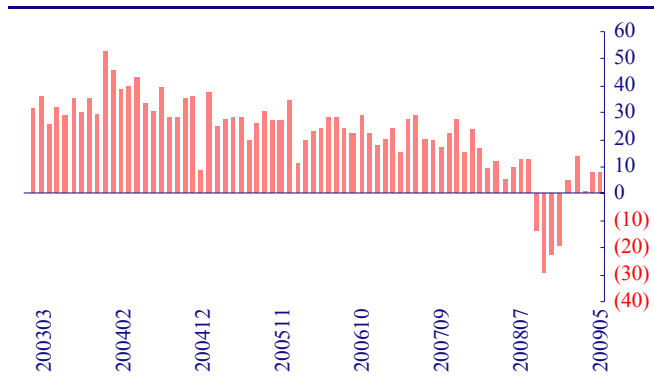
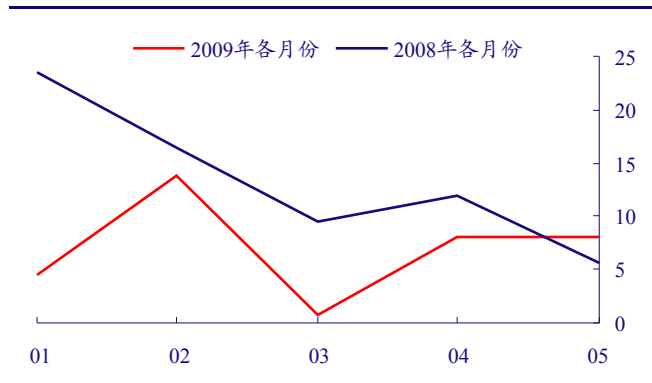


图 19: 乳制品当月产量增速恢复良好 (%)

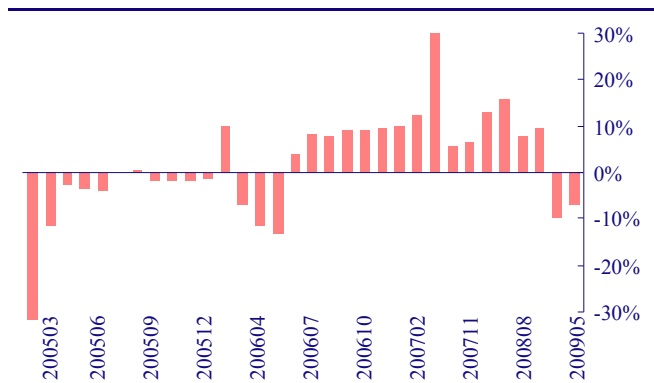


资料来源: 中国银河证券研究所, WIND



另外，进口奶粉价格大跌，夏季进入奶牛产奶旺季，因此原奶价格有望有所下降，但随之即来的市场份额争夺及消费环境变化引发行业竞争加剧，将限制乳品行业盈利能力上升。

图 20: 液体乳及乳制品 2009 年吨产品价格和销售收入增长率分别有望达到-5%和-10%左右



资料来源: WIND

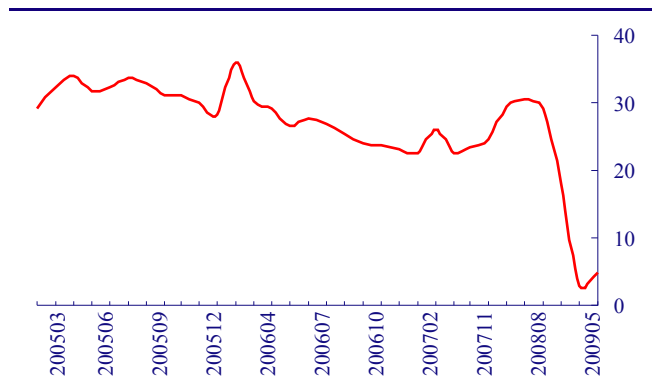
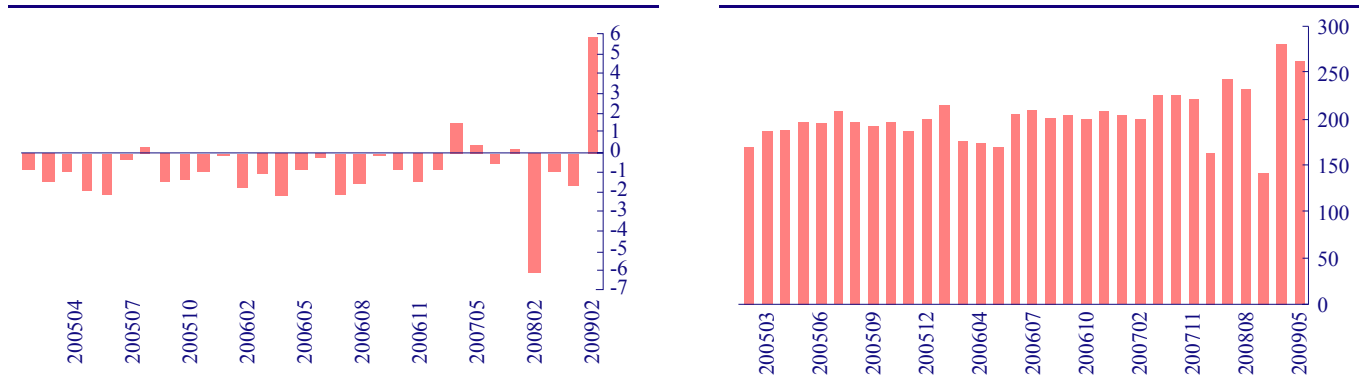


图 21: 液体乳及乳制品毛利率同比上升、吨利润有望稳定 (百分点, 元/吨)



资料来源: 中国银河证券研究所, WIND

展望 2009, 我们认为, 吨产品价格和产量增长率下降 5%、销售收入增长率-10%、毛利率提高到 25%左右水平, 吨产品利润和行业利润率将创 2005 年以来新高。

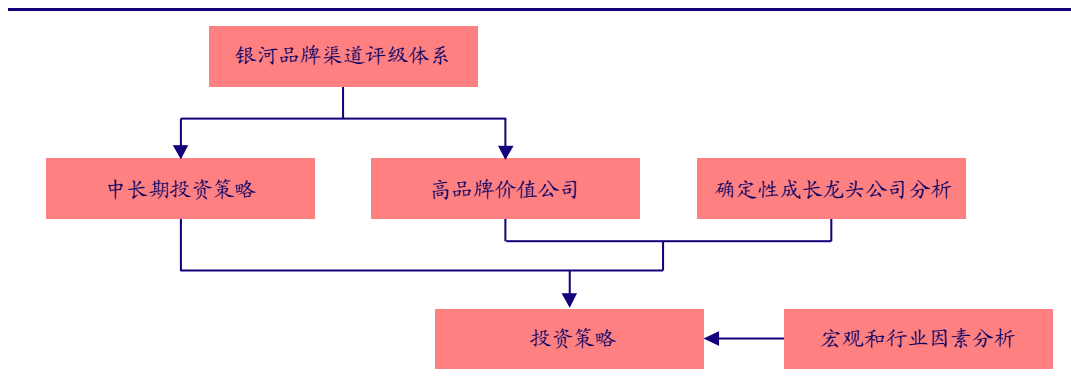
二、寻求最优投资收益与安全边际配比

2009 下半年投资收益与安全边际配比凸显重要性：食品饮料行业超越大盘的概率较大，且龙头股收益相对更好；同时 2009 下半年食品饮料股 PE 高启持续时间不定，因此风险控制也不容忽视。

就投资现实来说，关注热点机会与提升风险控制力度同等重要，寻找合适投资品种或做好个股波段操作比行业判断更为重要。

从获取最大投资机会和投资安全边际角度考虑，如图所示，我们为大家提供了一种投资思路，即（1）从市值对比角度，获取具备产业并购价值的相对高品牌价值上市公司，（2）投资于未来 3 年确定性成长龙头公司，这两方面合集构成了 2009 下半年食品饮料行业投资策略；另外需要从宏观和行业因素探讨其是否支持投资策略。

图 22：投资策略逻辑



资料来源：中国银河证券研究所

从这三个角度推导投资策略，可以获取较高投资安全边际：

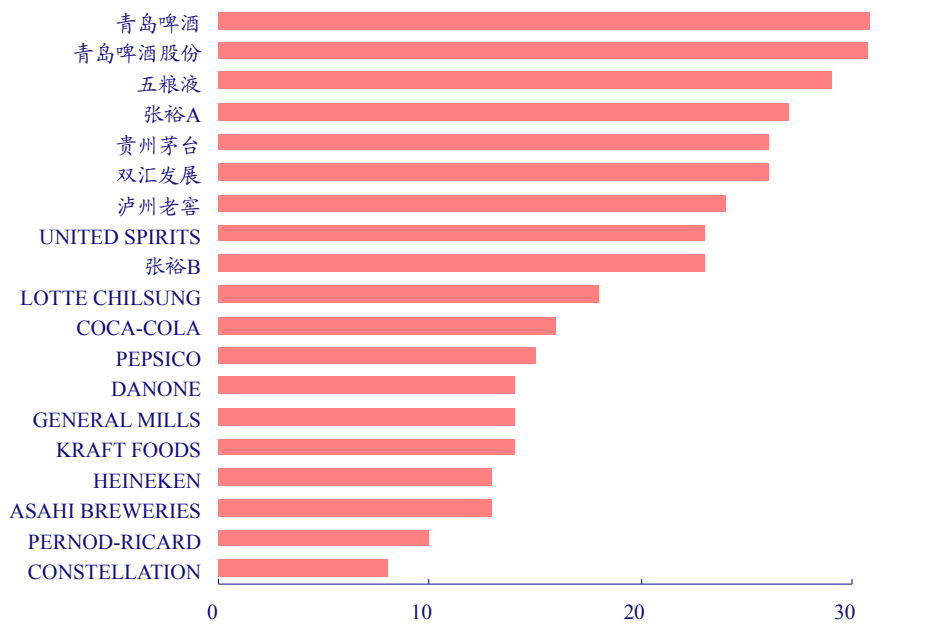
（1）从市值和行业估值对比角度思考投资策略，可以获取具备产业并购价值的相对高品牌价值上市公司，同时确保在中长期投资方向性方面，尽量减少偏差；

（2）在目前市场热情升温的环境下，从投资未来 3 年业绩高成长性龙头公司角度思考投资策略，可以：

- 如果市场整体平均 PE 进一步上涨，那么未来 3 年业绩高成长性龙头公司可以获取相对更高的估值水平；
- 如果市场整体平均 PE 开始下降，那么未来 3 年业绩高成长性龙头公司可以获取时间上相对更短的估值水平回归速度。

（3）从宏观和行业因素探讨，可以防范行业投资风险，对判断上市公司投资风险也有一定的辅助作用。

图 23: 全球龙头公司 09PE (倍)



资料来源: 中国银河证券研究所

(一) 从市值对比角度寻求安全边际

品牌渠道评级模型为从市值对比角度寻找较高长期投资价值的公司，提供了一种分析工具。逻辑思路和方法请参看附录，分析结果如图和表 1 所示。

图 24: 品牌渠道坐标系

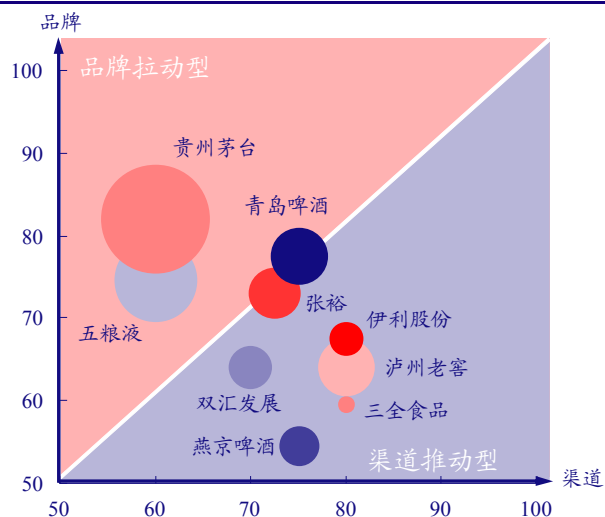


表 1: 品牌渠道评级模型

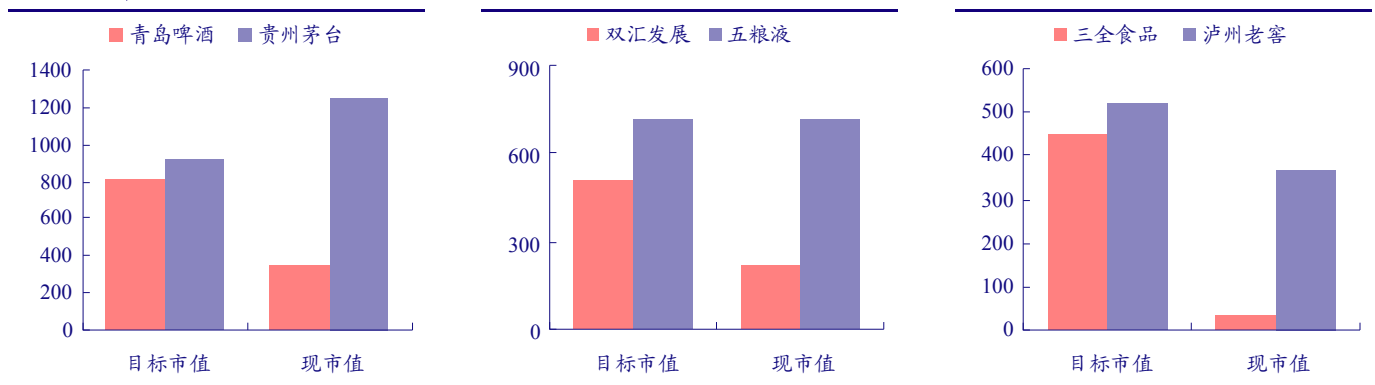
	综合分	市值系数	目标市值	现市值	溢价率排序	长期上涨强度
三全食品	50.76	0.62	448	34	1	
伊利股份	56.46	0.82	592	123	2	
张裕	60.17	0.97	699	279	3	
青岛啤酒	63.79	1.13	814	351	4	
双汇发展	53.08	0.70	503	218	5	
燕京啤酒	45.90	0.48	344	180	6	
泸州老窖	53.64	0.72	517	365	7	
五粮液	60.80	1.00	718	718	8	
贵州茅台	66.69	1.27	915	1258	9	

注: 品牌渠道评级模型在此以五粮液为基准公司, 基准公司如何选择, 不影响溢价率排序

如图所示, 从品牌和渠道角度判断相对估值水平: 目前市场存在着明显的品牌渠道价值与股票市值错位现象, 我们认为未来这一情况将改变。

需要指出的是, 目标市值为相对数值。

图 25: 品牌价值对比



资料来源: 中国银河证券研究所

(二) 高估值水平有望回归常态

1、全球同行对比：寻找可比水平

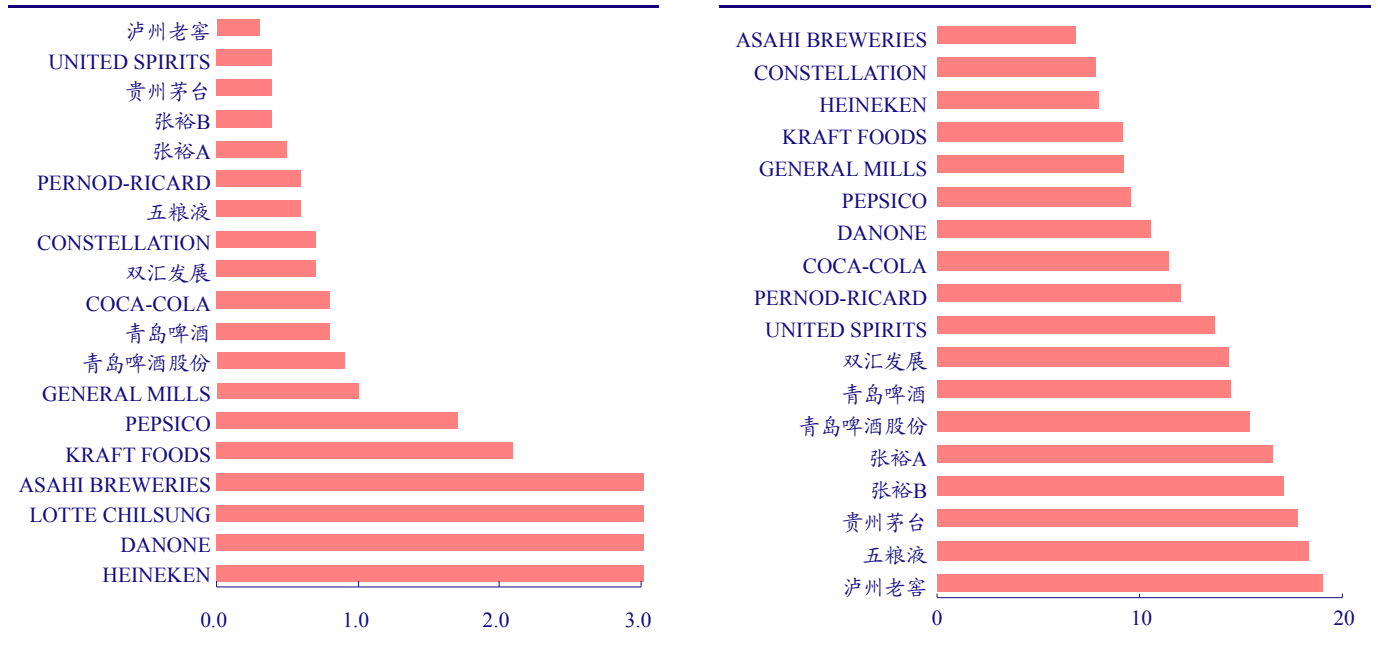
表 2：全球上市公司估值（倍）

公司	货币	股价 (元)	市值 (百万元)	EV/EBITDA		PE			CAGR (07-10)	PEG	ROE	PB	总资产 周转率	股息收益率 (%)
				08E	09E	08E	09E	10E						
青岛啤酒	CNY	26.55	31,407	14.5	12.4	36	30	24	47%	0.8	12.07	5.71	1.31	0.83
双汇发展	CNY	35.97	21,798	14.4	12.0	26	22	17	39%	0.7	30.59	9.11	6.12	1.67
张裕 A	CNY	53.9	25,905	16.6	13.9	27	22	20	54%	0.5	37.49	11.17	0.89	2.23
张裕 B	HKD	45.13	29,376	17.1	13.9	23	19	16	56%	0.4	37.49	8.25	0.89	3.02
贵州茅台	CNY	137	129,301	17.8	14.7	26	22	19	65%	0.4	39.01	11.5	0.58	0.84
五粮液	CNY	18.91	71,782	18.3	15.6	29	25	20	44%	0.6	17.29	6.31	0.59	0.26
青岛啤酒股份	HKD	24.35	35,616	15.4	13.7	35	29	25	41%	0.9	12.07	4.62	1.31	1.03
泸州老窖	CNY	27.71	38,634	19.0	15.5	24	20	17	91%	0.3	40.95	11.11	0.74	2.35
联合酒业	INR	916.55	91,890	13.7	12.3	23	17	14	60%	0.4	15.79	3.91	0.66	0.16
乐天	KRW	840000	1,039,251	N.A.	N.A.	18	16	13	5%	3.5	4.08	0.76	0.67	0.30
朝日啤酒	JPY	1354	654,775	6.8	6.7	13	13	13	4%	3.4	8.69	1.21	1.12	1.48
百事	USD	53.99	84,051	9.6	9.0	15	14	12	9%	1.7	35.14	8.26	1.22	3.34
可口可乐	USD	47.85	110,773	11.4	10.6	16	14	13	20%	0.8	27.51	5.34	0.76	3.43
卡夫	USD	25.97	38,247	9.1	8.7	14	13	12	6%	2.1	11.72	2.01	0.64	4.47
通用磨坊	USD	55.95	18,406	9.2	8.7	14	13	12	14%	1.0	22.45	3.32	0.73	3.07
星座	USD	12.5	2,753	7.8	7.5	8	7	6	11%	0.7	-12.9	1.44	0.4	0.00
喜力	EUR	26.89	13,175	8.0	7.5	13	11	10	2%	8.7	4.23	2.94	0.88	2.31
保乐利加	EUR	44.98	11,641	12.0	11.7	10	10	9	18%	0.6	13.22	1.78	0.35	2.56
达能	EUR	36.11	18,908	10.5	10.0	14	14	12	4%	3.7	14.87	2.11	0.56	3.14

资料来源：Bloomberg

从全球角度来看，个人消费品青岛啤酒（600600）和双汇发展（000895）等 PE 高于所有政商务消费品 A 股龙头，这种排序与欧美市场类似，即 CONSTELLATION、PERNOD-RICARD 等公司 PE 相对较低，而 A-B 啤酒、GENERAL MILLS 食品等公司 PE 相对较高；（2）包括 A 股全球政商务消费品龙头 PEG 处于全球食品饮料龙头上市公司相对低位；（3）A 股龙头公司所示 EV/EBITDA 明显高于其他市场同行业公司，如图所示。

图 26: 全球龙头公司 PEG、09EV/EBITDA (倍)

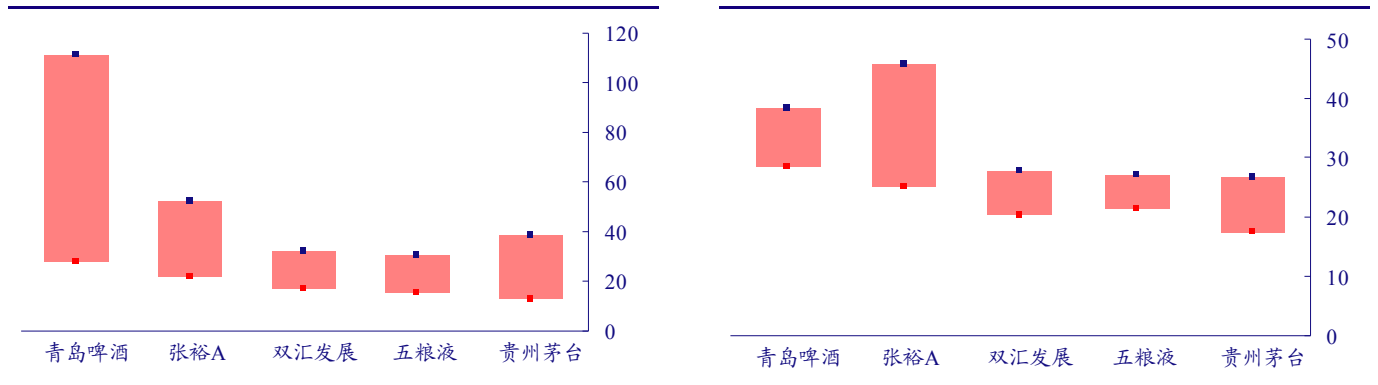


资料来源: Bloomberg

2、历史验证未来

如图所示, 食品饮料五大龙头中, 青岛啤酒 (600600) 和张裕 A (000869) 在 2001-2005 年间和 2005 年静态 PE 相对较高, 其中青岛啤酒 (600600) 2005 年静态 PE 最低也有近 30 倍, 张裕 A (000869) 为 25 倍左右; 贵州茅台 (600519) 静态 PE 则明显较低。

图 27: 2001-2005 年和 2005 年静态 PE (倍)



资料来源: 中国银河证券研究所

我们认为，历史总会重演，虽然 2009 年龙头公司 PE 回归的概率较小，但对风险控制存在着较大的参考意义。

（三）高确定性成长寻求安全边际

在市场情绪持续高涨，食品饮料股票 PE 连续提升的情况下，我们认为具备未来 3 年确定性成长特征的龙头上市公司，存在较大的投资收益与安全边际配比。

如表 3 所示，是符合未来 3 年确定性成长特征的龙头上市公司相关情况。

表 3：未来 3 年高成长行业龙头上市公司

	EPS				CAGR 2008-2010	CAGR 2008-2011	PEG
	2008A	2009E	2010E	2011E			
青岛啤酒	0.53	0.85	0.93	1.09	36%	31%	1.2
燕京啤酒	0.38	0.55	0.64	0.79	27%	25%	1.2
伊利股份	(2.11)	0.68	0.83	1.08	-	-	-
双汇发展	1.15	1.31	1.86	2.00	27%	20%	1.4
贵州茅台	4.03	5.09	6.04	6.60	22%	18%	1.5
泸州老窖	0.91	1.11	1.33	1.50	21%	18%	1.4
五粮液	0.48	0.68	0.78	0.88	19%	16%	2.0
张裕 A	1.70	1.99	2.26	3.00	15%	21%	1.2
三全食品	0.43	0.49	0.59	0.70	18%	18%	2.1
山西汾酒	0.57	0.86	1.00	1.28	33%	31%	0.9

资料来源：中国银河证券研究所

(四) 投资策略：看好收益风险配比较高的龙头公司

从下而上分析，按本文投资策略逻辑，我们看好三方面分析合集的大市值龙头公司：

(1) 个人消费品，综合考虑基本面成长性、估值水平和并购价值，我们推荐：

青岛啤酒（600600）——A 股食品饮料行业长期投资价值第一位，股价波动范围 26 - 39 元；

燕京啤酒（000729）——多重高弹性高增长，股价波动范围 14 - 19 元；

伊利股份（600887）——一年内具有历史性机会，股价波动范围 13 - 22 元；

双汇发展（000895）——两块资产整合前景广阔；

(2) 政商务消费品，综合考虑业绩弹性、基本面预期和估值水平，我们推荐：

贵州茅台（600519）——伴随宏观经济恢复的提价预期；

泸州老窖（000568）——再次创业理念再次赋予市场高预期；

山西汾酒（600809）——超预期业绩可持续性恢复；

(3) 按长期投资价值排序：青岛啤酒（600600）、双汇发展（000895）、张裕（000869、200869）和三全食品（002216），其中，从行业的发展前景、公司核心竞争力如品牌、渠道、战略、管理、业务模式、资源等多方面进行考虑，我们认为有可能进一步稳固或快速发展成为国内行业龙头。

表 4：投资策略重点上市公司投资参考

	合理估值（元）	P/090628（元）	总股本(百万股)	流通 A 股(百万股)	已流通 A 股市值(亿元)	总市值(亿元)
青岛啤酒	37	26.55	1,308.22	653.15	63	347
燕京啤酒	18	14.96	1,210.27	1,210.27	72	181
伊利股份	13 - 20	15.03	799.32	799.32	109	120
双汇发展	41	35.97	605.99	605.99	106	218
贵州茅台	161	137	943.80	943.80	1,293	1,293
泸州老窖	33	27.71	1,394.24	1,394.24	198	386
五粮液	23	18.91	3,795.97	3,795.97	718	718
张裕 A	66	50.55	527.28	348.80	55	267
三全食品	21	18.50	187.00	187.00	9	35
山西汾酒	30	23.92	432.92	432.92	104	104

资料来源：中国银河证券研究所

青岛啤酒 (600600.SS): 利润导向转变下的超预期

投资评级 推荐

	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	13709.2	16023.4	18194.9	20224.5	23460.4
EBITDA(百万元)	1598.6	1772.6	2405.0	2525.6	2789.8
净利润(百万元)	558.1	699.6	1108.5	1210.2	1426.1
摊薄 EPS(元)	0.43	0.53	0.85	0.93	1.09
PE(X)	62.2	49.7	31.3	28.7	24.4
EV/EBITDA(X)	21.9	19.4	13.6	12.6	10.7
PB(X)	5.8	5.4	4.8	4.3	3.8
ROIC	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
总资产周转率	1.3	1.3	1.4	1.5	1.65

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究所

驱动因素、关键假设及主要预测:

通过品牌整合进行促使吨酒价格稳步提升、深耕基地市场、销售量随着规模扩张快速提高等驱动因素, 促使公司利润导向型情况下的业绩稳步提高;

主要假设条件: 2009 年考虑到销售价格变化后成本下降贡献的毛利率提高 1 个百分点, 2010 年前产品结构调整因素促使吨酒名义价格提高 3%, 所贡献的毛利率提高 1 个百分点、2009 下半年原材料成本回落到 2008 上半年水平、费用率维持现有水平。

我们与市场不同的观点:

(1) 品牌战略; (2) 公司发展战略; (3) 组织结构; (4) 经营管理等中长期影响因素是公司长期投资价值的基础, 也是我们认为公司是快速消费品行业中最具长期投资价值的上市公司的关键依据。

公司估值与投资建议:

公司股票 2009PE 为 31 倍。考虑到公司的长期确定性成长概率, 同时鉴于看好 2009 年业绩表现前景, 因此我们给予“推荐”的投资评级。

股票价格表现的催化剂:

中报业绩存在超市场预期扩张的概率。

主要风险:

受宏观经济减速影响的高端产品和一线城市销售量降幅有可能超过我们的预期, 从而对公司的盈利预测。

表 5: 青岛啤酒财务报表预测

资产负债表 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	1334.9	2393.5	3746.7	4710.5	6893.5	营业收入	13709	16023	18194	20225	23460
应收票据	37.3	9.1	10.3	11.4	13.3	营业成本	8001.6	9509.0	10607	11871	13771
应收账款	94.2	81.5	165.5	183.9	257.1	营业税金及附加	1322.0	1424.1	1617.1	1797.5	2085.1
预付款项	862.5	225.5	-485.2	-1280	-2203	销售费用	2651.3	2972.0	3457.0	3842.7	4457.5
其他应收款	214.3	138.4	157.1	174.7	202.6	管理费用	667.3	902.1	1091.7	1213.5	1407.6
存货	2187.3	2756.3	3074.8	3441.2	3991.8	财务费用	-5.9	45.6	0.8	-14.4	-20.0
其他流动资产	0.0	55.3	107.1	155.6	232.9	资产减值损失	166.7	179.1	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	33.6	34.4	34.4	34.4	34.4	公允价值变动收益	-19.1	24.6	0.0	0.0	0.0
固定资产	5414.8	5540.4	4880.3	4662.8	4113.6	投资收益	-1.2	-27.1	140.6	266.3	338.3
在建工程	225.4	108.2	229.1	714.6	407.3	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	886.0	988.9	1561.2	1779.7	2097.3
无形资产	800.4	937.5	843.7	750.0	656.2	营业外收支净额	118.2	119.2	0.0	0.0	0.0
长期待摊费用	8.4	7.2	6.5	5.8	5.1	税前利润	1004.1	1108.1	1561.2	1779.7	2097.3
资产总计	11545	12532	12918	13712	14753	减: 所得税	406.1	374.3	405.9	462.7	545.3
短期借款	971.1	414.9	0.0	0.0	0.0	净利润	598.0	733.8	1155.3	1317.0	1552.0
应付票据	207.3	147.0	164.0	183.5	212.9	归属于母公司的净利润	558.1	699.6	1108.5	1210.2	1426.1
应付账款	1080.8	1208.4	1329.5	1488.0	1726.0	少数股东损益	39.9	34.2	46.8	106.8	125.8
预收款项	482.9	340.8	179.4	0.0	-208.1	基本每股收益	0.43	0.53	0.85	0.93	1.09
应付职工薪酬	155.1	284.9	284.9	284.9	284.9	稀释每股收益	0.43	0.53	0.85	0.93	1.09
应交税费	516.2	317.7	317.7	317.7	317.7	财务指标					
其他应付款	1764.0	1887.2	1887.2	1887.2	1887.2	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	15.9%	16.9%	13.6%	11.2%	16.0%
长期借款	90.9	15.9	15.9	15.9	15.9	EBIT 增长率	22.8%	14.0%	16.9%	5.5%	16.0%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	27.7%	25.3%	58.5%	9.2%	17.8%
负债合计	5556.9	6114.6	5672.9	5668.2	5722.4	盈利性					
股东权益合计	5988.3	6417.6	7245.9	8044.6	9030.8	销售毛利率	41.6%	40.7%	41.7%	41.3%	41.3%
现金流量表 (百万元)						销售净利率	4.1%	4.4%	6.1%	6.0%	6.1%
净利润	598	734	1155	1317	1552	ROE	9.3%	10.9%	15.3%	15.0%	15.8%
折旧与摊销	532	557	984	1027	1051	ROIC	8.81%	9.91%	12.3%	11.9%	12.5%
经营活动现金流	1094	1509	2304	2401	2490	估值倍数					
投资活动现金流	-1115	-854	-208	-934	238	PE	62.2	49.7	31.3	28.7	24.4
融资活动现金流	102	442	-743	-504	-546	P/S	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5
现金净变动	82	1097	1353	964	2183	P/B	5.8	5.4	4.8	4.3	3.8
期初现金余额	1233	1335	2394	3747	4711	股息收益率	0.8%	0.8%	0.9%	1.5%	1.6%
期末现金余额	1314	2432	3747	4711	6893	EV/EBITDA	21.9	19.4	13.6	12.6	10.7

公司战略与竞争力分析

公司基本情况介绍

公司前身青岛啤酒厂成立于 1903 年 8 月，已具有百年历史。公司率先在全国掀起了购并浪潮，成为中国啤酒业行业整合潮流的引导者。目前，公司在国内 18 个省、市、自治区拥有 50 家左右啤酒生产厂和麦芽生产厂，构筑了遍布全国的营销网络，基本完成了全国性的战略布局，啤酒生产规模、品牌价值、产销量、市场占有率、出口及创汇等多项指标均居国内同行业首位。

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.0
优势	食品饮料行业唯一世界级品牌，国内高端产品销量第一，行业中战略经营能力屈指可数，治理结构良好	分值：4.5
劣势	低端产品提价能力较弱且受成本涨价因素影响大	分值：3.0
机会	酒类饮品低度化趋势，健康理念日益深入人心，2008 年奥运会	分值：4.5
威胁	行业竞争激烈	分值：3.5

注：分值 1-5，越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4.0
供应商力量	除了大麦特别是进口大麦无绝对价格控制力，其他方面占据一定有利地位	分值：3.0
新进入壁垒	品牌和区域市场形成了较大壁垒	分值：4.0
客户力量	客户基本上不具备谈判力量	分值：4.5
替代产品	存在饮料、葡萄酒、白酒等替代品	分值：4.0
竞争对手	行业竞争激烈造成提价谨慎，资金力量强的对手快速抢占市场份额	分值：3.0

注：分值 1-5，越高越好；+ 表示未来好转，- 号表示未来变差

燕京啤酒 (000729.SZ): 多重高弹性高增长

投资评级 推荐

	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	7436.2	8246.5	9364.0	10408.6	12073.9
EBITDA(百万元)	1153.0	1185.3	1674.8	1712.1	1854.3
净利润(百万元)	410	461	660	780	960
摊薄 EPS(元)	0.37	0.38	0.55	0.64	0.79
PE(X)	40.2	39.3	29.5	24.2	19.9
EV/EBITDA(X)	16.2	17.2	11.6	10.8	9.3
PB(X)	2.5	2.2	2.1	1.9	1.8
ROIC	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
总资产周转率	0.8	0.7	0.8	1.0	1.11

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究所

驱动因素、关键假设及主要预测:

通过品牌整合、市场结构调整和产品结构调整促使吨酒价格稳步提升、稳固优势市场、销售量不再受去年各种影响销售因素影响, 同比快速提高等驱动因素, 促使公司业绩稳步提高;

主要假设条件: 2009 年考虑到销售价格变化后成本下降贡献的毛利率提高 1 个百分点以上, 销售收入同比增长 16% 左右、2009 下半年原材料成本回落到 2008 上半年水平、费用率略高于同期水平。

我们与市场不同的观点:

对今年来说, 由于不存在去年各种不利于销售的因素, 因此销售恢复弹性非常大, 因此销售收入同比增速有望在龙头企业里面排名靠前; 啤酒大麦等原材料价格同比下降较大, 赋予公司业绩增长的弹性很大。

公司估值与投资建议:

公司股票 2009PE 为 29 倍。考虑到公司的定增一年锁定期到期因素, 同时鉴于看好 2009 年业绩表现前景, 因此我们给予“推荐”的投资评级。

股票价格表现的催化剂:

中报业绩存在超市场预期扩张的概率。

主要风险:

受宏观经济减速影响的产品结构调整和北京广西销售量降幅有可能超过我们的预期, 从而影响对公司的盈利预测。

表 6: 燕京啤酒财务报表预测

资产负债表(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	利润表(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	1244	871	989	1371	2711	营业收入	7436	8246	9364	10409	12074
应收票据	60	18	20	23	26	营业成本	4629	5221	5827	6526	7570
应收账款	113	129	85	95	132	营业税金及附加	944	978	1105	1228	1425
预付款项	808	442	33	-425	-956	销售费用	767	831	936	1041	1207
其他应收款	81	72	82	91	105	管理费用	497	608	702	801	930
存货	1891	2505	2796	3131	3632	财务费用	64	127	70	23	-2
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	16	19	0	0	0
长期股权投资	72	73	73	73	73	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	5755	6406	5998	5463	4810	投资收益	12	31	141	266	338
在建工程	431	487	419	309	205	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	530	493	864	1055	1283
无形资产	364	551	496	441	385	营业外收支净额	49	148	0	0	0
长期待摊费用	4	0	0	0	0	税前利润	578	642	911	1086	1332
资产总计	10885	11617	11042	10622	11175	减: 所得税	85	101	130	158	192
短期借款	1750	1733	845	0	0	净利润	493	541	781	928	1139
应付票据	93	20	22	25	28	归属于母公司的净利润	410	461	660	780	960
应付账款	581	658	724	811	941	少数股东损益	84	80	121	148	180
预收款项	365	123	-153	-459	-814	基本每股收益	0.37	0.38	0.55	0.64	0.79
应付职工薪酬	27	26	26	26	26	稀释每股收益	0.37	0.38	0.55	0.64	0.79
应交税费	139	52	52	52	52	财务指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
其他应付款	631	626	626	626	626	成长性					
其他流动负债	18	10	0	-10	-25	营收增长率	17.9%	10.9%	16.1%	11.2%	16.0%
长期借款	690	90	90	90	90	EBIT 增长率	39.0%	1.7%	30.4%	2.4%	16.0%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	33.2%	12.6%	33.0%	22.1%	21.6%
负债合计	4319	3528	2400	1325	1082	盈利性					
股东权益合计	6567	8089	8642	9297	10093	销售毛利率	37.7%	36.7%	37.8%	37.3%	37.3%
现金流量表(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	销售净利率	5.5%	5.6%	6.5%	7.2%	7.5%
净利润	493	541	734	897	1090	ROE	6.2%	5.7%	7.1%	8.1%	9.0%
折旧与摊销	555	577	882	900	913	ROIC	5.66%	5.08%	6.92%	7.22%	7.73%
经营活动现金流	878	993	1467	1425	1393	估值倍数					
投资活动现金流	-938	-1613	-209	66	238	PE	40.2	39.3	29.5	24.2	19.9
融资活动现金流	825	306	-1139	-1110	-292	P/S	2.2	2.2	1.9	1.7	1.5
现金净变动	765	-314	118	382	1339	P/B	2.5	2.2	2.1	1.9	1.8
期初现金余额	443	1244	871	989	1371	股息收益率	0.9%	0.9%	1.0%	1.3%	1.6%
期末现金余额	1208	931	989	1371	2711	EV/EBITDA	16.2	17.2	11.6	10.8	9.3

公司战略与竞争力分析

公司基本情况介绍

公司是中国最大啤酒企业集团之一，目前全国市场占有率达到 12%以上，华北市场 45%，北京市场在 85%以上。燕京总部是亚洲最大的啤酒生产厂，连年被评为全国 500 家最佳经济效益工业企业、中国行业百强企业。高品质的燕京啤酒先后荣获“第 31 届布鲁塞尔国际金奖”，“首届全国轻工业博览会金奖”等多项荣誉称号。燕京啤酒被指定为“人民大会堂国宴特供酒”、中国国际航空公司等四家航空公司配餐用酒，1997 年燕京商标被国家工商总局认定为“驰名商标”。

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.0
优势	北京和广西市场稳固	分值：4.0
劣势	优势市场竞争激烈	分值：3.0
机会	居民消费升级有利	分值：5.0
威胁	城市市场饱和度问题	分值：3.0

注：分值 1-5，越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 3.5
供应商力量	供应商具备一定价格控制力	分值：3.5
新进入壁垒	品牌对新进入者分享全国市场形成了较大壁垒	分值：4.0
客户力量	客户基本上不具备谈判力量	分值：4.5
替代产品	替代品较多	分值：3.0
竞争对手	行业竞争激烈造成提价谨慎，主要竞争对手也在快速抢占市场份额	分值：3.0

注：分值 1-5，越高越好；+ 表示未来好转，- 号表示未来变差

伊利股份 (600887): 超越预期 迎接历史机遇

	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	19359.7	21658.6	25100.6	27900.5	32364.6
EBITDA(百万元)	549.2	-1242.1	1154.0	1147.3	1308.2
净利润(百万元)	-19.8	-1687.4	541.2	661.4	866.4
摊薄 EPS(元)	-0.03	-2.11	0.68	0.83	1.08
PE(X)	-506.2	-7.1	22.2	18.2	13.9
EV/EBITDA(X)	17.8	-10.1	9.3	7.7	4.8
PB(X)	2.1	3.7	3.2	2.7	2.2
ROIC	-0.1%	-25.4%	9.9%	10.3%	10.7%
总资产周转率	2.2	2.0	2.1	2.3	2.37

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究所

驱动因素、关键假设及主要预测:

1) 我们延续 2005 年 7 月 23 日行业深度报告《乳品行业: 至少 3 倍增长空间——从全球看中国》观点, 判断未来液体乳市场消费量至少增长 1 倍, 亦即再造一个相同市场容量的市场! 我们判断行业销售收入 CAGR2007-2015 为 6.3%;

2) 三大业务销售下半年全面恢复, 市场份额的提高将促使销售收入 CAGR08-11 和 CAGR08-15 分别达到 14.3%和 12.8%。按收入计算, 2015 年公司市场份额将从 2008 年的 14% 提高到 22%, 我们保守判断 2023 年达到 28%, 对应的销售收入分别为 503 亿元和 932 亿元;

3) 受益于三鹿破产和洋奶粉质量问题频爆, 奶粉业务市场份额迅速提高, 未来成为公司主要利润支柱之一的概率较大, 销售收入 CAGR2008-2011 为 29%, 占比提高到 21%;

我们与市场不同的观点:

(1) 奶粉业务恢复速度超预期来源于三鹿二三线城市以下部分市场份额的让出; (2) 液体乳替代品的缺失, 将保障行业在消费者淡忘三聚氰胺事件后, 继续在上升通道增长, 虽然增速会放缓; (3) 三大业务 2009 年第三和四季度销售恢复比例分别为 100% 和 230%。

公司估值与投资建议:

考虑到公司销售恢复的高确定性, 我们仍然给予公司推荐的投资评级, 基于对公司的估值假设及与同行业上市公司的对比, 我们认为公司具备良好的相对投资价值。

股票价格表现的催化剂:

液体乳销售在第二季度基本恢复; 奶粉在一线城市市场份额开始快速提升; 液体乳部分替代品问题展现; 2010 上海世博会高级赞助商营销效果显著; 市场热点题材出现。

主要风险因素:

销售增速受消费环境变化和食品安全问题影响的程度有可能超过我们的预期。

表 7: 伊利股份财务报表预测

资产负债表 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	1772	2774	3215	4137	6822	营业收入	19360	21659	25101	27901	32365
应收票据	126	23	27	30	34	营业成本	14347	15849	17248	19335	22882
应收账款	205	197	228	254	355	营业税金及附加	83	122	141	84	97
预付款项	497	284	52	-208	-515	销售费用	3911	5532	6175	6864	7444
其他应收款	299	83	96	107	124	管理费用	884	1915	919	1021	1191
存货	1737	2020	2199	2465	2917	财务费用	29	14	99	31	-1
其他流动资产	0	36	90	134	204	资产减值损失	17	296	0	0	0
长期股权投资	390	516	516	516	516	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	4407	5007	4774	4487	4073	投资收益	-3	20	141	266	338
在建工程	472	258	279	240	120	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	32	2	2	2	2	营业利润	85	-2050	660	832	1090
无形资产	180	225	202	180	157	营业外收支净额	22	94	0	0	0
长期待摊费用	17	10	9	8	7	税前利润	106	-1956	660	832	1090
资产总计	10174	11780	11748	12409	14873	减: 所得税	111	-219	99	121	158
短期借款	891	2703	1164	0	0	净利润	-5	-1737	561	711	932
应付票据	20	301	327	367	434	归属于母公司的净利润	-20	-1687	541	661	866
应付账款	2154	2868	3078	3451	4083	少数股东损益	15	-49	20	50	65
预收款项	880	1285	1754	2275	2880	基本每股收益	-0.03	-2.11	0.68	0.83	1.08
应付职工薪酬	305	299	299	299	299	稀释每股收益	-0.03	-2.11	0.68	0.83	1.08
应交税费	-212	-383	-383	-383	-383	财务指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
其他应付款	1004	1024	1024	1024	1024	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	16.8%	11.9%	15.9%	11.2%	16.0%
长期借款	95	55	205	305	405	EBIT 增长率	-68.0%	-	-	3.4%	25.8%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	-114%	-	-	22.2%	31.0%
负债合计	5467	8553	7959	7909	9442	盈利性					
股东权益合计	4707	3228	3789	4500	5432	销售毛利率	25.9%	26.8%	31.3%	30.7%	29.3%
现金流量表 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	销售净利率	-0.1%	-7.8%	2.2%	2.4%	2.7%
净利润	-5	-1737	561	711	932	ROE	-0.4%	-52.3%	14.3%	14.7%	16.0%
折旧与摊销	415	518	536	550	557	ROIC	-0.10%	-25.4%	9.88%	10.3%	10.7%
经营活动现金流	778	183	2088	1951	2246	估值倍数					
投资活动现金流	-1449	-910	-159	66	338	PE	-	-	22.2	18.2	13.9
融资活动现金流	1430	1715	-1488	-1096	101	P/S	0.5	0.6	0.5	0.4	0.4
现金净变动	759	988	441	922	2685	P/B	2.1	3.7	3.2	2.7	2.2
期初现金余额	1012	1772	2774	3215	4137	股息收益率	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	1771	2760	3215	4137	6822	EV/EBITDA	17.8	-	9.3	7.7	4.8

公司战略与竞争力分析

公司基本情况介绍

公司为国家 520 家重点工业企业和国家八部委首批确定的全国 151 家农业产业化龙头企业之一，公司下设液体乳、冷饮、奶粉、酸奶和原奶五大事业部，所属企业 130 多个，生产“伊利”牌雪糕、冰淇淋、奶粉、酸奶等 1000 多种产品，均通过了国家绿色食品发展中心的绿色食品认证。伊利雪糕、冰淇淋连续 13 年产销量居全国第一，伊利超高温灭菌奶产销量连续多年在全国遥遥领先，伊利奶粉、奶茶粉产销量自 2005 年起即跃居全国第一位。

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 3.5
优势	获得“中国驰名商标”，市场占有率连续多年位居行业前列，奶粉和雪糕、冰淇淋业务领先竞争对手	分值：4.0
劣势	液体乳市场占有率低于竞争对手	分值：3.0
机会	食品安全问题频发，消费大环境变化和健康理念日益深入人心	分值：4.0
威胁	国内外品牌进一步提升行业竞争激烈程度	分值：3.5

注：分值 1-5，越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 3.5
供应商力量	原材料方面价格影响力一般	分值：3.0
新进入壁垒	品牌和渠道形成了较大壁垒	分值：4.0
客户力量	客户谈判力量还可以	分值：3.5
替代产品	替代品几乎不存在	分值：4.0
竞争对手	行业竞争激烈，国内外对手抢占市场份额	分值：3.5

注：分值 1-5，越高越好；+ 表示未来好转，- 号表示未来变差

三、附录：银河品牌渠道评级体系

(1)、行业公司分类模型

如图所示，在根据我们多年来产业经验建立的“银河品牌渠道评级体系”中的第一个模型，即“快速消费品行业公司分类模型”中，先将各上市公司归类。本次报告与2006年11月《产业逻辑投资线路图——俊峰品牌渠道评级体系——快速消费品(食品饮料为主)行业研究模型》相比，新增减了几家上市公司。

图 28：品牌渠道分类模型

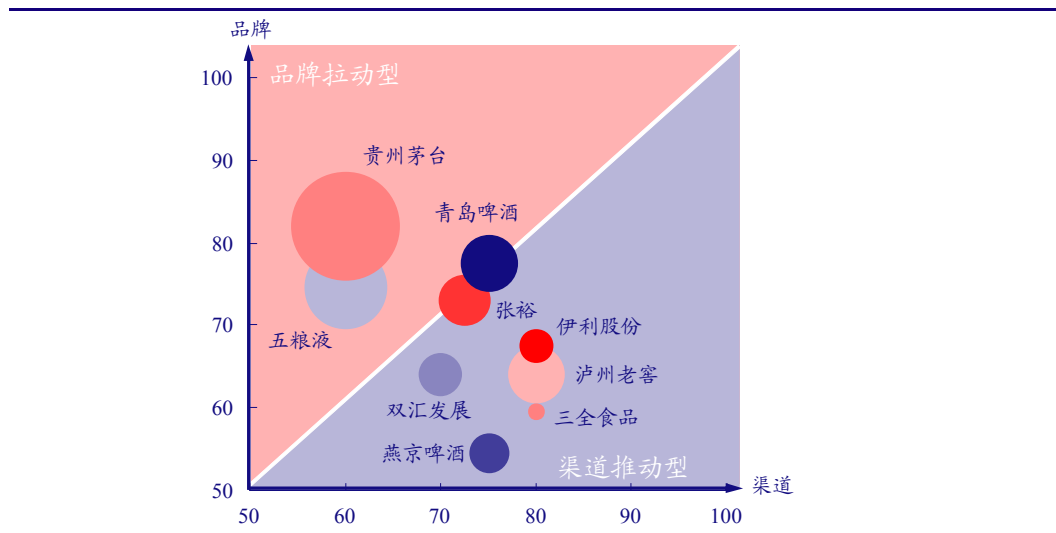
品牌拉动型		渠道推动型	
跨区域品牌	区域品牌	现代	传统
<u>青岛啤酒</u> <u>五粮液</u> <u>茅台</u> <u>张裕</u>		<u>三全食品</u> <u>伊利股份</u>	<u>泸州老窖</u> <u>双汇发展</u> <u>燕京啤酒</u>

资料来源：中国银河证券研究所

(2)、品牌渠道坐标系

接下来，我们将这些上市公司分别确定其各自坐标点后，建立了如图所示的品牌渠道坐标系，图中圆球大小代表各上市公司市值大小。该坐标系是联系各个模型和推导投资策略的枢纽环节和数量化主体。

图 29：品牌渠道坐标系



(3)、品牌渠道评级模型：推导中长期投资策略

品牌渠道评级模型是建立在前述快速消费品行业公司分类模型和品牌渠道坐标系基础上的定量分析模型，也是推导投资策略的关键环节，其逻辑思路如图所示；具体分析结果如表 7 所示。

图 30：品牌渠道评级模型逻辑思路

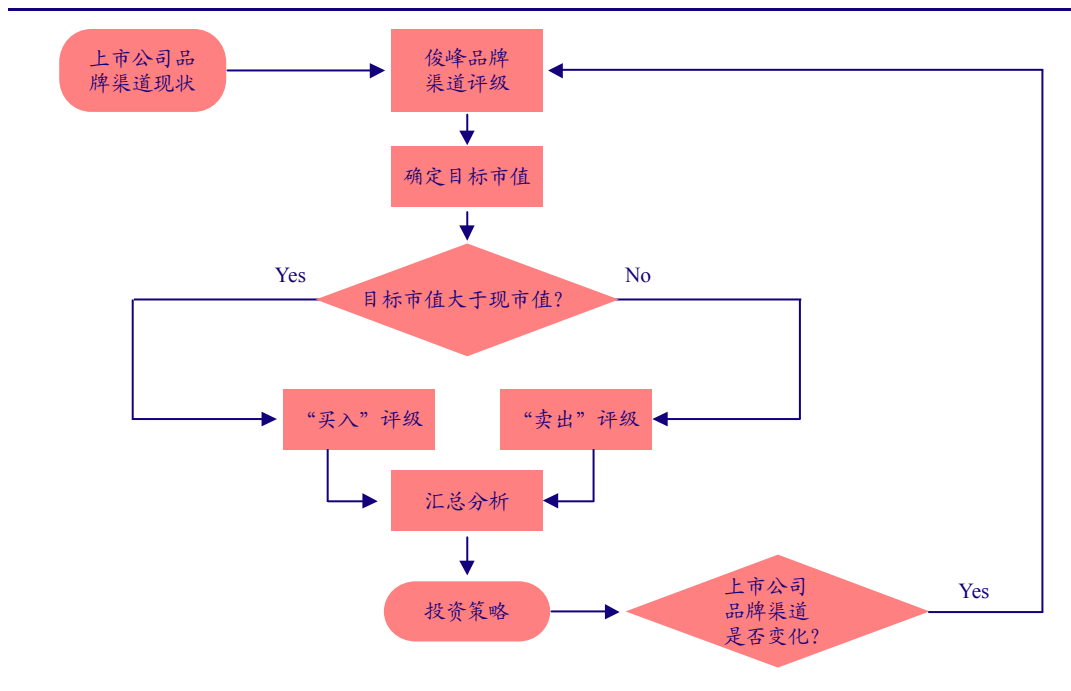


表 8：品牌渠道评级模型

	综合分	市值系数	目标市值	现市值	溢价率排序	长期上涨强度
三全食品	50.76	0.62	448	34	1	
伊利股份	56.46	0.82	592	123	2	
张裕	60.17	0.97	699	279	3	
青岛啤酒	63.79	1.13	814	351	4	
双汇发展	53.08	0.70	503	218	5	
燕京啤酒	45.90	0.48	344	180	6	
泸州老窖	53.64	0.72	517	365	7	
五粮液	60.80	1.00	718	718	8	
贵州茅台	66.69	1.27	915	1258	9	

注：品牌渠道评级模型在此以五粮液为基准公司，基准公司如何选择，不影响溢价率排序

需要说明的是,对上市公司进行定量评级的起始点是给出每个公司品牌渠道评级的标准分F,而标准分F的计算依据源于品牌渠道坐标系,亦即每个上市公司所处的坐标点的横坐标及纵坐标的复合函数:

$$F = f(F_b, F_p) \quad (1)$$

每个坐标点的横坐标和纵坐标计算公式如下:

$$F_b = \sum_{i=1}^{15} \alpha_i f_{bi} \quad (2)$$

$$F_p = \sum_{i=1}^5 \beta_i f_{pi} \quad (3)$$

$$f_{bi} = \sum_{j=1}^n \gamma_j t_{bj} \quad (4)$$

$$f_{pi} = \sum_{j=1}^m \delta_j t_{pj} \quad (5)$$

其中,F_b为上市公司品牌标准分,F_p为渠道标准分;f_b为品牌各大项指标分数,f_p为渠道各大项指标分数;t_b、t_p为品牌和渠道每一大项指标各小项指标相对分数;α、β、γ、δ分别为相应的权重系数。

插图目录

图 1: 未来两三年重上 10% 以上增长水平的概率较小 (%)	1
图 2: 城市化率稳步提高 (%)	1
图 3: 农民实际可支配现金收入可望首次改变近年来与城镇居民可支配收入增速之间对比关系	2
图 4: 餐饮业销售总额、限额以上批发和零售业食品饮料烟酒类批发额 (亿元)	2
图 5: 啤酒当月产量增速再次提高 (%)	3
图 6: 啤酒当月产量分地区增速表现有区别 (%)	4
图 7: 啤麦价格从高点回落 (美元/吨)	4
图 8: 2009 年啤酒吨酒价格和销售收入增长率分别有望达到 0% 和 10% 左右	4
图 9: 2009 年啤酒毛利率和吨利润同比提高 1 个百分点和持平 (百分点, 元/吨)	5
图 10: 2009 年 53° 茅台和 52° 五粮液各月零售价 (元/瓶)	5
图 11: 白酒当月产量增速继续保持较高水平 (%)	6
图 12: 白酒当月产量分地区增速表现有区别 (%)	6
图 13: 2009 年白酒吨酒价格增长率和销售收入增长率有望达到 0% 和 15% 左右	6
图 14: 白酒毛利率和吨利润同比情况 (百分点, 元/吨)	7
图 15: 葡萄酒当月产量增速好转、累计增速收窄翻红 (%)	7
图 16: 2009 年葡萄酒吨酒价格和销售收入增长率分别有望达到 0% 和 5% 左右	8
图 17: 葡萄酒毛利率同比下降、吨利润有所回落 (百分点, 元/吨)	8
图 18: 液体乳当月产量增速恢复良好 (%)	9
图 19: 乳制品当月产量增速恢复良好 (%)	9
图 20: 液体乳及乳制品 2009 年吨产品价格和销售收入增长率分别有望达到 -5% 和 -10% 左右	9
图 21: 液体乳及乳制品毛利率同比上升、吨利润有望稳定 (百分点, 元/吨)	10
图 22: 投资策略逻辑	11
图 23: 全球龙头公司 09PE (倍)	12
图 24: 品牌渠道坐标系	12
图 25: 品牌价值对比	13
图 26: 全球龙头公司 PEG、09EV/EBITDA (倍)	15
图 27: 2001-2005 年和 2005 年静态 PE (倍)	15
图 28: 品牌渠道分类模型	27
图 29: 品牌渠道坐标系	27
图 30: 品牌渠道评级模型逻辑思路	28

表格目录

表 1: 品牌渠道评级模型	13
表 2: 全球上市公司估值 (倍)	14
表 3: 未来 3 年高成长行业龙头上市公司	16
表 4: 投资策略重点上市公司投资参考	17
表 5: 青岛啤酒财务报表预测	19
表 6: 燕京啤酒财务报表预测	22
表 7: 伊利股份财务报表预测	25
表 8: 品牌渠道评级模型	28

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

食品饮料行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围：

A 股：青岛啤酒（600600.SH）、张裕（000869.SZ、200869.SZ）、双汇发展（000895.SZ）、泸州老窖（000568.SZ）、三全食品（002216.SZ）、贵州茅台（600519.SH）、五粮液（000858.SZ）

港股：青岛啤酒股份（0168.HK）、汇源果汁（1886.HK）、中国食品（0506.HK）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908