

[2009.09.09]

业绩增速回暖，防御性特征渐显

——2009 年食品饮料行业中报汇总分析

胡春霞

021-38676186

huchunxia@gtjas.com

洪婷

021-38676550

hongting@gtjas.com

- 销量上升和毛利率回升推动食品饮料行业09年中期净利润实现逐步回升。

本报告导读：

- 业绩的稳定增长和相对合理的估值使行业的防御性显现，看好提价预期明显的贵州茅台、五粮液以及10月行权的青岛啤酒。

投资要点：

- **食品饮料行业 09 年中期净利润实现逐步回升。**在国内经济见底回升的推动下，09 年上半年食品饮料行业的净利润增速为 15.87%，虽然与去年同期 52.23% 的增速仍有较大差距，但较去年下半年-22% 的增速已有较大好转。
- **消费的逐步恢复推动行业收入增速回升。**经济的回升推动食品饮料各类子产品的消费回暖，其中啤酒和乳品的销量增速回升较为明显。行业销量增速的回升推动行业收入从 08 年下半年的负增长转变为正增长，行业收入增速达到 3.82%。
- **原材料价格下降推动行业毛利率上升，市场竞争激烈使销售费用居高不下。**由于大麦的高价库存 4 月才基本消化，大麦价格的下降对青啤和燕啤上半年的毛利率推动作用较小，我们预计两企业下半年毛利率的提升幅度将高于上半年；原奶价格下降推动伊利上半年毛利率同比上升 6 个百分点，预计下半年奶价将有所上升，毛利率较上半年下降。食品饮料市场竞争仍然较为激烈，2 季度大部分食品饮料企业的销售费用率较 1 季度仍有一定的增长。
- **8 月市场表现：市场大跌中的防御性投资品种。**8 月市场大跌食品饮料行业表现出较好防御性特征，主要原因有：行业上半年实现正增长，业绩的持续稳定性保证了行业指数在市场波动中的稳定性；行业指数前期涨幅较小，估值仍处于合理区间。我们认为由于业绩的稳定性增长和相对合理的估值水平，下半年食品饮料行业将是稳定性较强的防御性投资品种。
- **下半年业绩预测及投资建议：**我们预计下半年食品饮料行业的业绩增速将继续回暖超过上半年的水平。**白酒预期的提价将抵消消费税新政的负面影响**，推荐有较强提价预期的**贵州茅台和五粮液**，**泸州老窖**股权激励计划已获国资委审批，对股价将有所推动；**青岛啤酒** 10 月行权对股价将有所推动，其长期投资价值也值得关注，我们继续维持对其的重点推荐；奶粉业务的增长和股权激励行权的可能性都将推动*ST 伊利业绩和股价的增长，维持对其增持评级。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

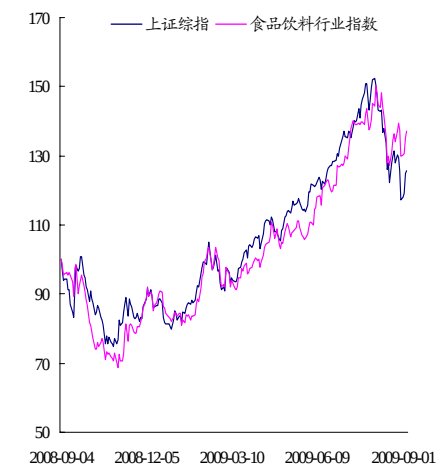
细分行业评级

白酒制造业	增持
葡萄酒制品业	增持
啤酒制造业	增持
屠宰及肉类加工业	增持
乳制品制造业	增持
黄酒制造业	中性

重点公司评级

贵州茅台	增持
泸州老窖	增持
五粮液	增持
张裕 A	增持
双汇发展	增持
青岛啤酒	增持
燕京啤酒	增持
山西汾酒	增持
伊利股份	增持
三全食品	谨慎增持
金枫酒业	谨慎增持
承德露露	谨慎增持

上证综指与食品饮料行业指数变化比较



相关报告

白酒增速创年内新高，啤酒稳定增长
(09.08.17)

最后的靴子落地：消费税从严征收下月实施
(09.07.26)

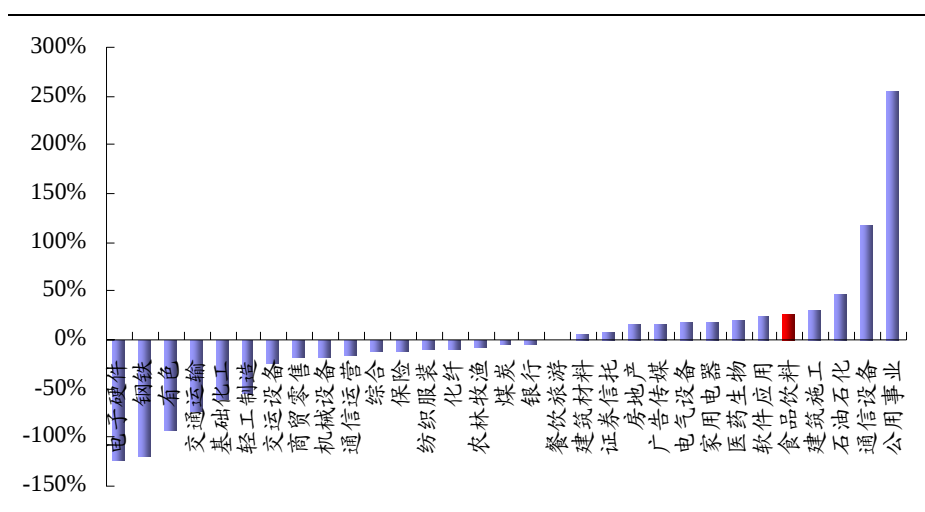
白酒增速提升明显 啤酒和葡萄酒稳步增长
(09.07.20)

1. 行业 09 年中期净利润增速逐步回升

今年上半年在政府加大固定资产投资以及扩大信贷规模的推动下，国内经济减速的阴霾开始逐渐消散，中期国内经济逐渐见底回升。食品饮料行业净利润增长情况较好，在各行业中位列第五。

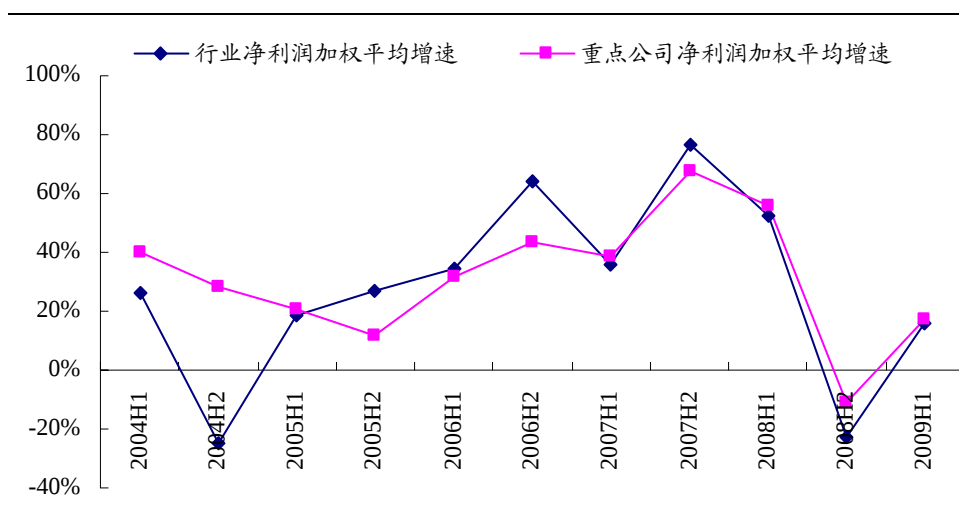
扣除伊利和光明净利润大幅波动的影响，食品饮料行业 09 年上半年净利润的加权平均增速为 15.87%，虽然较 08 年上半年 52.32% 的增速仍有较大的差距，但较 08 年下半年-22% 的增速有了较大的回升。行业内重点公司净利润的变化趋势与行业基本相似，其加权平均增速达到 16.93%，虽然较 08 年同期 55.83% 的增速有所下降，但较 08 年下半年-10.83% 的增速已有较大的回升。

图 1 各行业 09 年上半年净利润增速



数据来源：WIND, 国泰君安证券

图 2 2004H1-2009H1 食品饮料行业及重点公司净利润增速



数据来源：WIND, 国泰君安证券

注：已剔除 08、09 年伊利股份、光明乳业业绩大幅波动的影响

1.1. 消费逐步恢复推动行业收入增速回升

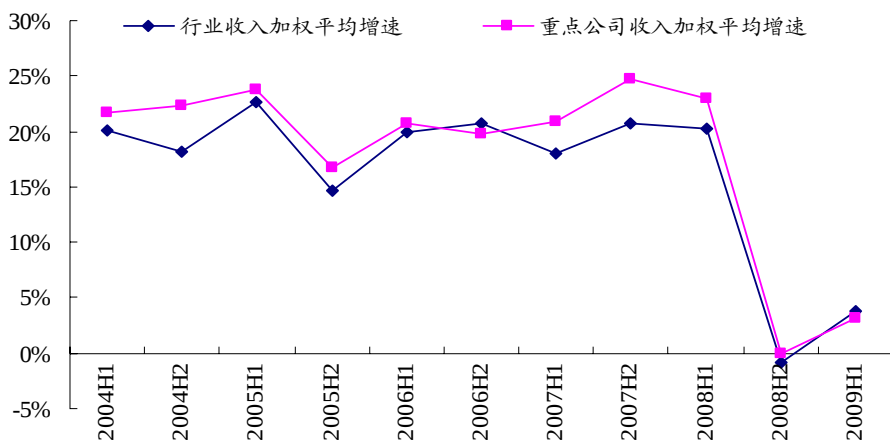
今年上半年国内的消费随着经济的回升而逐渐回暖。食品饮料各子行业的产品产销量的增速逐步上升推动行业的收入由 08 年下半年的负增长变为正增长。

09 年上半年食品饮料行业收入加权平均增速达 3.82%，重点公司的收入加权平均增速达 3.12%，较 08 年下半年均有一定幅度的回暖。各子行业的产品产销量实现较快的增长推动了收入增速的回升，其中较为突出的是啤酒和乳品。

由于今年夏季气温较高，高温持续时间较长，1-7 月国内啤酒的销量增速达到 6.55%，较去年同期略有增长，特别是青啤、燕啤两家龙头企业销量增速更快，我们坚持之前全年啤酒的增速将高于去年的预测。

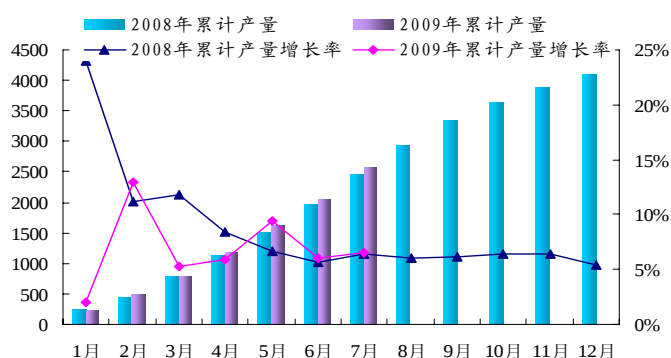
三聚氰胺事件后，国内乳品行业的产销量迅速实现恢复和增长，从年初开始液体乳的产销量由负转正，到目前为止已经基本恢复到事件发生之前的水平。

图 3 行业收入和重点公司的加权平均增速



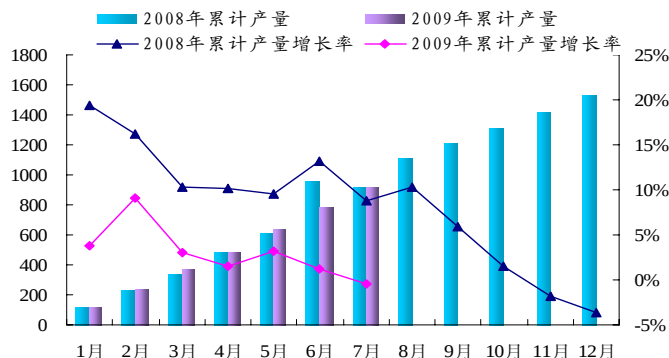
数据来源：WIND，国泰君安证券

图 4 啤酒的累积产销量及增速变化



数据来源：WIND，国泰君安证券

图 5 液体乳的累积产销量及增速变化



数据来源：WIND，国泰君安证券

1.2. 成本下降推动行业毛利率上升

由于原奶、大麦和生猪等原材料价格的下降，09 年上半年食品饮料部分子行业的毛利率实现较大的上升，部分重点公司的毛利率达到自 2003 年以来的高点。

吨酒价格上升和大麦价格下降推动啤酒企业毛利率上升。自 08 年下半年开始进口大麦价格从高位开始下落，从最高时的 500 美元/吨下降到目前的 250 美元/吨左右，国内大麦的价格也随着进口大麦价格的下降而下降。但由于啤酒企业生产周期的问题，其高价大麦到 09 年 4 月才基本消化完毕，成本的下降对青岛啤酒和燕京啤酒上半年毛利率的推动作用很小，两企业毛利率的上升主要还是来自于成本结构提升带来的吨酒价格的提升。我们预计下半年大麦价格下降的因素对两企业成本下降的作用将更为明显，09 年下半年两企业的毛利率将继续上升。

原奶价格大幅下降推动乳品企业毛利率上升。由于国际牛奶价格下降以及 08 年下半年发生的三聚氰胺事件，国内原奶的收购价格出现较大幅度的下降，河北部分地区的奶价已低于 1.5 元/公斤。而原奶占乳品企业的成本的 50%以上，奶价的下降推动伊利公司的毛利率从去年同期的 29.23%上升到 35.45%；光明乳业的毛利率从去年同期的 31.61%上升到 37.81%。我们预计下半年奶牛产奶量将下降，原奶的收购价格将有所增长，但增幅有限，今年全年两乳品企业的毛利率较上半年将略有下降。

生猪价格下降推动双汇毛利率上升。上半年由于生猪供应量上升和猪流感的影响，国内的生猪价格延续了 08 年下半年以来的跌势，成本的下降推动双汇的毛利率从去年同期的 8.13%上升到 11.04%，但由于相关猪肉制品的价格也在下降，上半年双汇的收入基本与去年持平。

7 月在国内猪肉收储及猪肉需求量上升的推动下，生猪与猪肉价格回升，我们预计下半年上升趋势将继续，双汇毛利率将有所下降。

图 6 2003H-2009H 重点公司毛利率变化

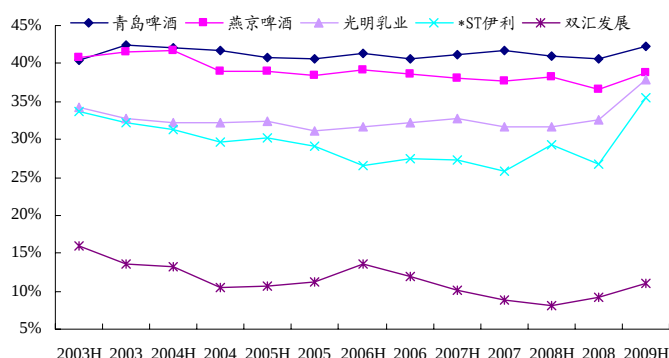
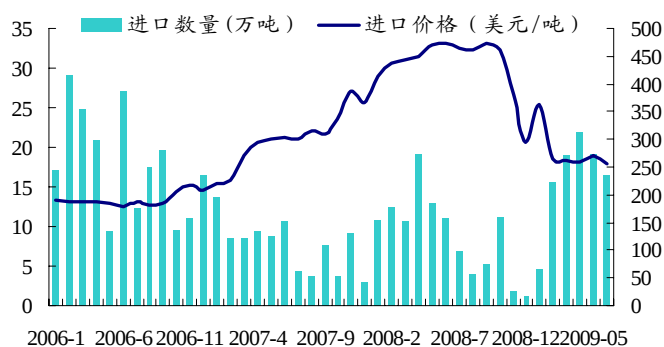


图 7 进口大麦量价变化 (200606-200906)



数据来源：WIND，国泰君安证券

数据来源：WIND，国泰君安证券

图 8 原奶收购价格 (200606-200905)

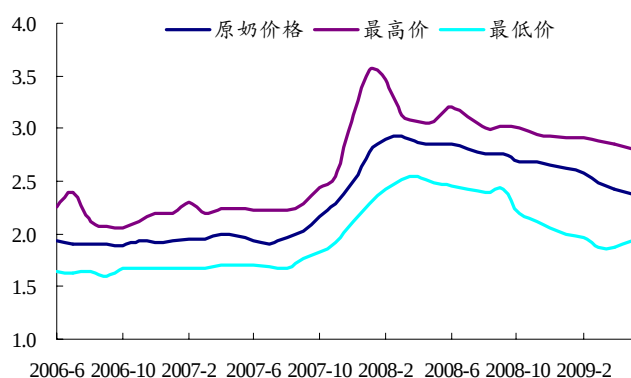
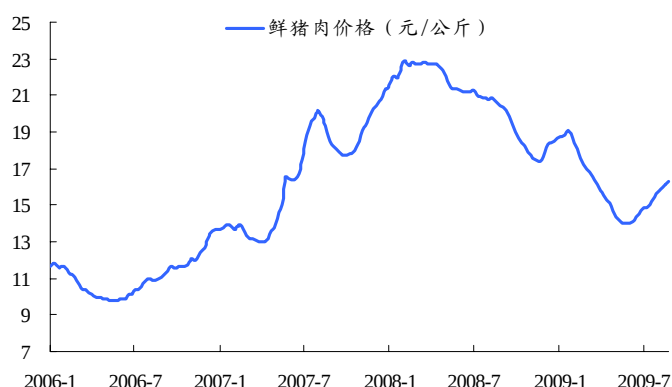


图 9 商务部鲜猪肉价格 (200601-200908)



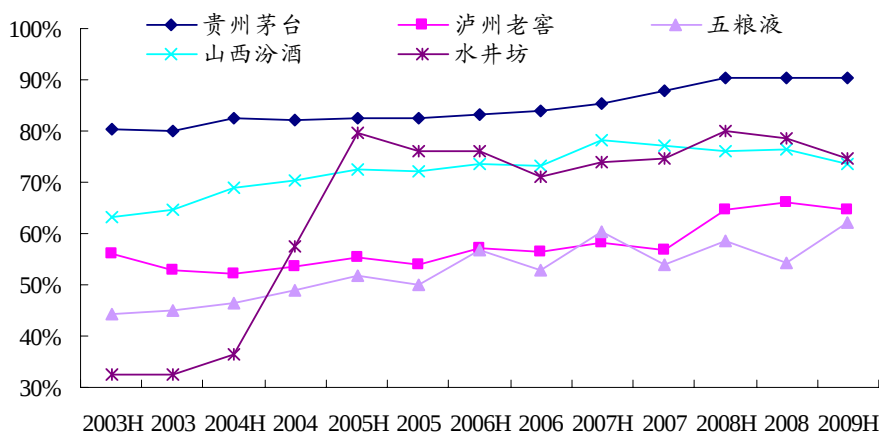
数据来源：农业部网站, 国泰君安证券

数据来源：农业部网站, 国泰君安证券

白酒企业上半年涨价受阻，毛利率基本保持稳定。到目前为止贵州茅台、五粮液和国窖 1573 均未直接提高出厂价，几家龙头白酒企业的毛利率基本没有大的变化，贵州茅台的毛利率从去年同期的 90.43% 下降到 90.41%，泸州老窖从 64.79% 下降到 64.53%，五粮液从 58.46% 上升到 62%。

山西汾酒于 6 月 26 日开始将主力产品 10 年陈老白汾出厂价提高 10%。但由于公司今年将全部的产品包装收回公司制作导致成本上升，毛利率也从 76.05% 下降到 73.48%。水井坊由于高档产品销量的大幅萎缩，毛利率从 79.93% 下降到 74.60%。

图 10 各白酒上市企业的毛利率变化



数据来源：WIND, 国泰君安证券

1.3. 市场竞争激烈，销售费用率居高不下

上半年消费品市场内部的竞争仍然较为激烈，食品饮料企业特别是大众消费型食品饮料企业 2 季度的销售费用率仍然保持在较高的水平，部分企业销售费用率较 1 季度有所上升。

图 11 2007Q1-2009Q1 重点公司单季度销售费用率变化

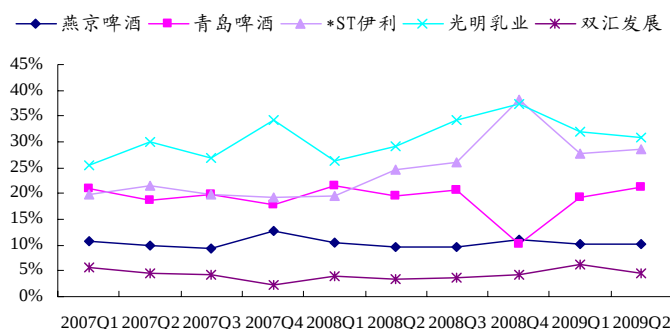
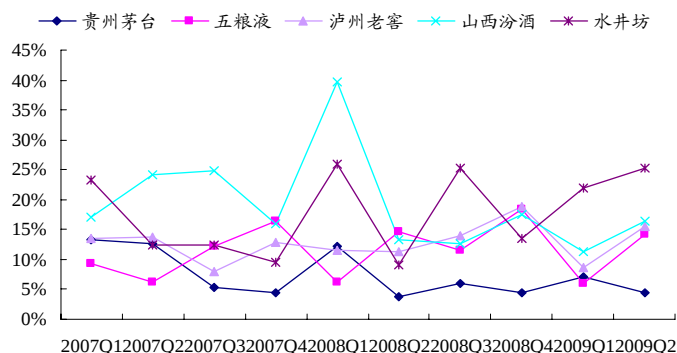


图 12 2007Q1-2009Q1 重点公司单季度销售费用率变化



数据来源：WIND，国泰君安证券

数据来源：WIND，国泰君安证券

2. 8 月市场表现：大盘下跌中的防御品种

8 月市场进入整体的下跌，所有行业指数都出现不同程度的下跌，其中有色、地产等周期性行业的下跌幅度最大，而食品饮料行业的下跌幅度较小，显示出一定的防御能力。我们认为主要原因有以下几点：

- **中期业绩稳定回升增强股价的稳定性。**食品饮料行业的业绩表现较为稳定，上半年业绩增速由负转正实现了一定的好转，其业绩的稳定性和防御性增强了股价在市场波动中的稳定性。
- **行业指数在 09 年上半年未有较大的上涨，目前行业估值相对偏低。**在上半年的大涨行情中，食品饮料行业指数的涨幅弱于大盘，目前的行业估值水平相对于周期性行业偏低，同时也在历史的相对合理区间，股价下跌的空间有限。

由于食品饮料行业业绩一直保持稳定，今年上半年业绩增速由负转正，未来的业绩增长也较为确定，其估值水平较其他周期类行业更为合理。我们预计未来如果大盘继续下跌行业将体现一定的防御性获得强于大盘的相对收益，而如果未来大盘反弹上涨，由于公司较为稳定而明确的业绩增长，行业估值随着大盘整体估值的上升而上升，食品饮料板块也有一定的上涨空间。我们继续维持对食品饮料行业的增持评级。

图 13 09 年 1-7 月各行业指数涨幅

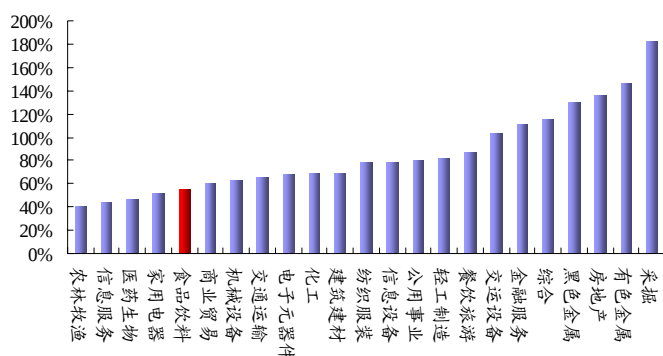
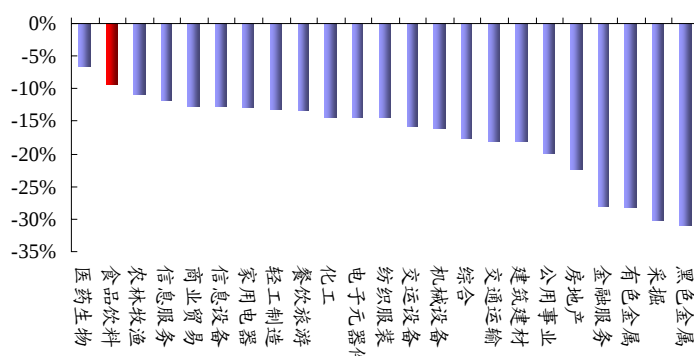


图 14 8 月各行业指数跌幅



数据来源：WIND，国泰君安证券

数据来源：WIND，国泰君安证券

图 15 食品饮料重点公司平均的 PE 变化

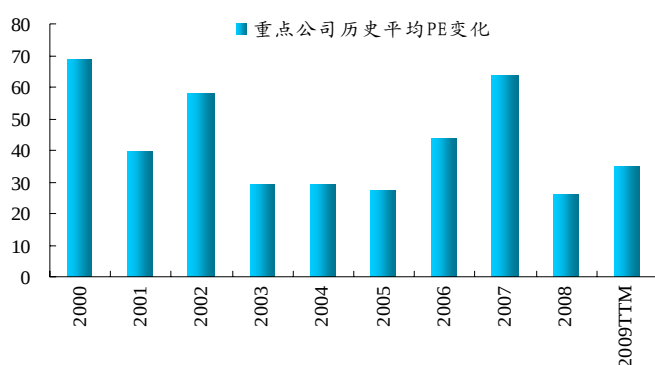
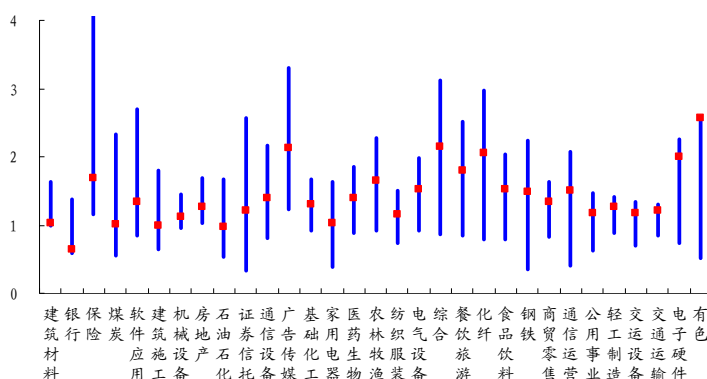


图 16 各行业相对估值水平比较



数据来源：WIND，国泰君安证券

数据来源：WIND，国泰君安证券

3. 行业及重点公司下半年业绩预测和投资建议

随着经济的复苏和国内消费的恢复，我们预计下半年食品饮料行业的收入和净利润的增速将超过上半年。

白酒：年底提价可能性较大，抵消消费税政策的负面影响

国税总局自 8 月 1 日开始从严征收白酒消费税，税基提高到销售价格的 50-70%。由于大部分白酒企业都通过建立销售公司降低计税价格的形式来规避白酒消费税，之前其缴纳的消费税基本都未达新政策的要求。本次消费税新政的实施将对白酒企业的业绩有一定的负面影响。

为弥补消费税新政的负面影响，沱牌曲酒公告于 09 年 8 月 1 日起对“陶醉”、“舍得”系列产品的对外售价上调 6.5%-10%。茅台、五粮液等高档白酒龙头企业虽然尚未提高出厂价，但其终端价和批发价已经有了较大幅度的提高：上海地区 53 度贵州茅台的超市零售价已从 698 上涨到 758 元；52 度五粮液的零售价格从 598 上升到 658；国窖 1373 从 598 上升到 658。终端零售价格的上涨表明市场和经销商对酒厂提价的预期更加明确。同时据我们了解近一个月来五粮液等高档酒的发货量出现较大的下降，这也表明各大白酒企业正在为提价作前期准备。

我们预计在终端价格上涨的推动下,茅台和五粮液下半年提价的可能性逐步增大,但由于国税总局近期正在核定各白酒企业的税基,提价时点将会推迟,我们乐观估计茅台和五粮液提价的时点可能会在 11 月左右,而较悲观的情况是两公司的提价时点可能会推迟到去年春节前后。而国窖 1573 由于提价能力较弱,今年主动提价的可能性较低,将会随着茅台的提价而提价。预计茅台将提价 85 元左右,五粮液将提价 50 元左右。

我们预计提价将能够抵销消费税从严征收对贵州茅台和五粮液业绩的负面影响,综合考虑提价和消费税新政的因素,预计贵州茅台、五粮液 2010 年的 EPS 分别为 6.75 和 1.05 元,2010 年的估值水平 22 倍左右,处于历史相对低点,存在一定的上涨空间,我们继续保持对贵州茅台和五粮液的推荐。泸州老窖股权激励方案近期已获国资委审批,对公司的股价将有一定的推动,维持对其的增持评级。

啤酒: 青啤 10 月底行权, 长期投资价值值得关注

今年上半年啤酒行业的销量增速较去年同期略有增长,特别是青岛啤酒和燕京啤酒两大龙头企业的啤酒销量增速提升更快,青岛啤酒 1-7 月累计销量的同比增速达到 14%左右,燕京啤酒的增速快于青岛啤酒。

由于销量的快速增长和大麦等原材料成本的下降,我们将青岛啤酒 2009 年的每股收益提高到 0.93 元,预计前 3 季度的每股收益将达到 0.90 元。同时青岛啤酒认股权证将于 10 月 13 日开始进入行权期,最新的行权价格为 27.82 元/股,在行权的事件性推动下,公司股价有进一步上涨的动力,我们仍然维持 32 元的目标价及对其的重点推荐。

08 年下半年以来青岛啤酒又陆续收购了山东烟台啤酒 39%的股权以及济南趵突泉啤酒,进一步拓展了青岛啤酒的市场占有率,经过近几年的行业整合,行业集中度进一步提高,市场份额逐步集中到青啤、华润和燕啤三家啤酒龙头企业手中,而其中青岛啤酒以其较高的全国品牌知名度和较高的盈利能力成为未来行业第一的有力竞争者,我们认为青岛啤酒存在较大的长期投资价值值得长期关注和持有。

乳业: 奶粉业务的快速增长和股权激励行权刺激将推动伊利股价稳定上涨

从中期业绩的数据看,乳品行业企业已基本摆脱了三聚氰胺事件的阴霾,进入了快速恢复增长的通道。ST 伊利 09 年上半年的收入同比增长 6%,净利润恢复到去年同期水平(去除股权激励费用的影响)。

据了解目前伊利公司奶粉业务增长较为迅速,三鹿奶粉破产为伊利奶粉的增长提供了较大的市场空间,伊利奶粉在南部地区的市场占有率已经达到第一。我们认为奶粉业务将可能成为公司未来业绩新的主要增长点,维持公司 20 元的目标价和增持评级,特别是可能的管理层股权激励行权因素的刺激,公司股价将较为稳定,如果市场大跌公司具有较大的防御性。

肉制品: 生猪价格上涨将使双汇毛利率下降, 整体上市仍需等待

受国内发布的猪肉收储政策及国内猪肉需求量上升的影响,8 月以来国内生猪及

猪肉价格开始触底回升，随着猪肉消费进入旺季，下半年生猪及猪肉价格继续上涨的可能性较大，预计双汇的毛利率将有所下降。

但进入2季度以来，公司提高了生猪屠宰量，预计下半年将继续增加，公司09-10年的业绩仍能够保持在20%左右的增长。公司的整体上市仍需要一段时期的等待，公司股价短期内缺乏大幅上涨的推动因素。

葡萄酒：张裕将暂时告别高速增长，进入稳定增长期

葡萄酒作为新兴的酒类消费品受经济减速，消费下降的负面影响较大，进入09年2季度葡萄酒的消费量才有所回升，回升幅度不及啤酒和白酒等其他酒类消费品。

作为行业龙头张裕受行业整体景气低迷的影响，今年中期的业绩增速也下降到15%左右，公司在其传统优势区域福建、山东等地的收入增长趋缓，新开发市场在短期内还未能贡献业绩，预计公司在未来2-3年将暂时告别前几年40%左右的业绩增长，进入稳定增长期，增速在20%左右。稳定的增速给予公司股价较大的稳定性，我们如果下半年市场继续波动，公司将是较好的防御性品种，保持对其的增持评级。

表 1 重点公司的最新盈利预测及估值水平

	收盘价	总市值	EPS					CAGR	PE			投资评级
	20090903	亿元	2008H	2008	2009H	2009E	2010E		2008	2009E	2010E	
贵州茅台	155.11	1463.93	2.37	4.03	2.96	5.24	6.75	29%	38.5	29.6	23.0	增持
泸州老窖	28.23	393.59	0.53	0.91	0.61	1.12	1.25	17%	31.1	25.2	22.6	增持
五粮液	22.82	866.24	0.34	0.48	0.42	0.77	1.05	48%	47.8	29.6	21.7	谨慎增持
山西汾酒	28.10	121.65	0.14	0.57	0.53	0.98	1.24	48%	49.6	28.7	22.7	谨慎增持
水井坊	14.93	72.94	0.27	0.64	0.21	0.71	0.81	12%	23.3	21.0	18.4	谨慎增持
张裕 A	54.08	285.15	0.76	1.70	0.86	2.03	2.45	20%	31.9	26.6	22.1	增持
青岛啤酒	29.00	379.38	0.29	0.53	0.49	0.93	1.18	49%	54.2	31.2	24.6	增持
燕京啤酒	14.33	173.43	0.21	0.38	0.26	0.54	0.64	30%	37.6	26.5	22.4	增持
双汇发展	38.35	232.40	0.46	1.15	0.60	1.34	1.61	18%	33.3	28.6	23.8	增持
金枫酒业	14.76	53.96	0.29	0.57	0.22	0.53	0.66	8%	26.0	27.8	22.4	谨慎增持
三全食品	16.77	31.36	0.25	0.43	0.26	0.52	0.64	23%	39.4	32.3	26.2	谨慎增持
伊利股份	16.91	135.17	0.15	-2.11	0.32	0.69	0.85	-	-8.0	26.8	21.7	谨慎增持
承德露露	15.01	28.53	0.32	0.58	0.28	0.72	0.8	18%	26.0	20.8	18.8	谨慎增持
莫高股份	10.29	33.04	0.06	0.15	0.06	0.17	0.31	20%	66.4	60.5	33.2	中性

数据来源：国泰君安证券

表 2 食品饮料行业国际公司估值表

	币种	PRICE	市值	EPS			PE			PB
				2008	2009	2010	2008	2009	2010	
烈性酒										

帝亚吉欧	GBP	953	238.34	0.65	0.60	0.68	15	13	12	8
保乐利加	EYR	50	131.11	3.88	0.60	0.68	13	12	11	2
人头马	EUR	27	12.92	1.84	0.60	0.68	15	16	14	1
葡萄酒										
Dynasty Wines	HKD	1.67	20.79	0.12	0.12	0.14	17	14	12	1
星座公司	USD	15	33.08	-1.40	1.62	1.77	10	9	8	1
啤酒										
INBEV	EUR	29	468.63	1.89	2.46	3.00	23	17	14	3
SAB Miller	GBP	1416	222.58	1.25	89.86	104.66	18	16	14	2
Heineken NV	EUR	29	144.54	0.43	2.05	2.39	49	14	12	3
Kirin Breweries	JPY	1345	13241.64	84.01	60.90	72.10	92	21	19	1
Asahi Breweries	JPY	1589	7684.18	96.31	103.40	106.70	15	15	15	1
Carlsberg	DKK	365	561.47	22.20	26.72	32.84	17	14	11	1
华润创业	HKD	19	467.48	0.97	0.80	0.94	24	25	21	2
金威啤酒	HKD	1.38	23.62	-0.02	0.02	0.04	-	69	35	1
软饮料										
KO US	USD	49	1148.99	2.51	3.04	3.34	16	16	15	5
PEP US	USD	56	882.37	3.26	3.71	4.09	15	15	14	7
Brown Forman	USD	45	69.77	2.89	2.87	3.11	15	16	15	4
United Spirits	INR	903	975.20	31.59	39.97	54.09	29	23	17	4
海升果汁	HKD	0.70	8.56	-0.05	0.12	0.11	-	5	6	1
安德利果汁	HKD	0.33	14.29	0.04	0.02	0.03	-	14	11	1
汇源果汁	HKD	5.24	76.97	0.06	0.12	0.17	76	37	27	1
屠宰及肉制品										
Smith Fields Foods	USD	12	18.28	-1.35	-0.89	1.20	-	-	11	1
Hormel Foods CP	USD	36	49.26	2.11	2.43	2.59	16	15	14	2
雨润食品	HKD	13	226.35	0.74	0.77	0.93	18	18	15	4
乳制品										
蒙牛乳业	HKD	18	320.06	-0.64	0.61	0.74	-	27	22	6
雀巢	CHF	43	1590.67	4.87	2.92	3.20	9	15	14	3
达能	EUR	37	243.33	2.59	2.53	2.62	14	15	14	2
dean food	USD	18	33.03	1.23	1.65	1.81	11	11	10	3

数据来源：国泰君安证券，BLOOMBERG

作者简介:

胡春霞: 武汉大学金融学硕士, 国泰君安证券食品饮料行业研究员, 从业五年。

2008 年新财富食品饮料行业最佳分析师。

洪婷: 浙江大学金融学硕士, 2007 年 7 月加入国泰君安研究所, 目前从事食品饮料的研究工作。

免责声明

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本公司和作者无关。

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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券销售交易总部网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com