

扩内需背景下食品饮料行业 2009 年第四季度投资策略

2009 年 9 月 15 日

投资要点:

●国家发展改革委下半年巩固经济企稳回升势头八项措施将促进消费放到突出重要的位置。食品饮料行业是消费领域的重要行业，政府促进消费政策将有利于食品饮料行业上市公司扩大经营规模，提高经营业绩。

●今年第四季度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。

●第四季度是白酒生产和消费旺季。白酒行业龙头上市公司中，贵州茅台产能扩张比较稳健；五粮液产品结构经过三年战略调整，取得明显成效；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。高档白酒公司通过提价将白酒消费税转嫁给消费者。

●第四季度是葡萄酒生产和消费旺季。我国葡萄酒行业 6 家上市公司中，张裕居于行业龙头地位；ST 中葡拥有资源、生产能力、产品等优势，有巨大发展潜力，通过非公开发行股票有望走出市场营销和财务困境；通葡股份通过发行股份购买资产和重大资产重组后，经营规模和盈利水平大幅度上升。

●第四季度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。

●白糖价格已经走出谷底，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。

●我国猪肉价格进入周期波动的上升阶段，猪肉价格将震荡上行，养猪、生猪屠宰和猪肉加工行业上市公司经营业绩将迎来 1 年以上的上升时期。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。

●给予食品饮料行业“强于大市”评级。

请务必阅读正文之后的重要声明

食品饮料行业评级 强于大市 (提高)

动态市盈率: 44.24
市净率: 4.7

行业表现



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
行业涨跌(%)	2.03	58.76	50.39
大盘涨跌(%)	-3.62	42.18	45.54

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	5.13	6.31
五粮液	推荐	0.48	0.73	0.94
张裕 A	推荐	1.70	2.01	2.41
中粮屯河	推荐	0.31	0.45	0.53
双汇发展	推荐	1.15	1.43	1.74

资料来源: 公司公告

吴正武

行业研究员

电话

021-3222 9888-3506

邮箱

wuzhengwu@ajzq.com

相关报告

《扩内需背景下食品饮料行业 2009 年下半年投资策略》

《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》

目录

一、促进消费是政府巩固国民经济企稳回升势头的必然选择.....	4
二、2009 年第四季度我国粮食以防止价格下跌为主, 有利于食品饮料企业降低生产成本。.....	7
三、生产和消费旺季和白酒涨价预期给第四季度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第四季度葡萄酒行业上市公司带来投资机会.....	10
五、生产和消费旺季和江浙沪地区经济恢复活力预期给黄酒行业上市公司带来投资机会.....	14
六、兼并、重组预期给第四季度啤酒行业相关上市公司带来投资机会.....	14
七、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.....	16
八、我国猪肉价格进入周期波动的上升阶段给猪肉制品行业上市公司带来投资机会.....	19
九、三聚氰胺事件影响逐渐降低和政府调控政策给乳业上市公司带来的投资机会.....	23
十、行业投资建议和评级.....	25
十一、重点上市公司盈利预测和评级.....	26

图形

图 1: 2008 年 7 月以来我国外贸情况.....	4
图 2: 美国与中国玉米价格指数.....	7
图 3: 美国与中国小麦价格指数.....	7
图 4: 2008 年-2009 年我国白酒月度产量.....	8
图 5: 2004 年-2008 年 4 家白酒公司营业利润率.....	9
图 6: 2009 年上半年 4 家白酒公司营业利润率.....	9
图 7: 我国白酒行业 11 家上市公司 2008 年消费税额占该公司白酒销售收入比例.....	9
图 8: 2008 年-2009 年我国葡萄酒月度产量.....	11
图 9: 2003 年-2007 年各地葡萄和葡萄酒累计产量占同期全国产量比例.....	11
图 10: 2008 年-2009 年我国葡萄酒月度进口量.....	12
图 11: 2004 年-2008 年 3 家葡萄酒公司营业利润率.....	12
图 12: 2009 年上半年 3 家葡萄酒公司营业利润率.....	12
图 13: 2008 年-2009 年我国黄酒月度产量.....	14
图 14: 2008 年-2009 年我国啤酒月度产量.....	15
图 15: 2008 年-2009 年我国进口大麦数量和价格.....	15
图 16: 嘉士伯与啤酒花、兰州黄河和西藏发展股权关系图.....	16
图 17: 南宁历年白砂糖现货价走势图.....	17
图 18: 2008 年 1 月-2009 年 6 月我国食糖进口量价图.....	17

图 19: 2004 年-2008 年 3 家制糖公司营业利润率.....	18
图 20: 2009 年上半年 3 家制糖公司营业利润率.....	18
图 21:《调控预案(暂行)》预警示意图.....	20
图 22: 2008 年 3 月-2009 年 8 月全国鲜猪肉(胴体)批发价格走势.....	21
图 23: 2004 年-2008 年 2 家猪肉制品公司营业利润率.....	22
图 24: 2009 年上半年 2 家猪肉制品公司营业利润率.....	22
图 25: 2007 年-2009 年我国乳制品月度产量.....	23
图 26: 2007 年-2009 年我国液体乳月度产量.....	23
图 27: 我国城市和农村人口年乳品消费量.....	23
图 28: 我国原奶收购价格.....	23
图 29: 2008 年 1 月以来我国乳制品出口月度走势图.....	24
图 30: 2008 年 1 月以来我国乳制品进口月度走势图.....	24
图 31: 2009 年初-2009 年 9 月中旬食品饮料行业涨幅在所有行业涨幅中排名.....	26

表格

表 1: 2009 年 6 月我国分地区出口总值.....	4
表 2: 国家发展改革委下半年巩固经济企稳回升势头八项措施.....	6
表 3: 4 家龙头白酒上市公司 2009 年 6 月末白酒存货.....	10
表 4: 注入 4 家公司合并利润表和通葡股份利润表主要项目比较.....	13
表 5: 1994 年以来我国生猪和猪肉价格周期波动.....	19
表 6:《调控预案(暂行)》预警指标和调控目标.....	20
表 7:《防止生猪价格过度下跌调控预案(暂行)》预警区域与响应机制.....	20
表 8: 2008 年 3 月-2009 年 8 月全国猪肉(精瘦肉)零售价格.....	21
表 9: 2009 年上半年, 4 家上市公司乳品业务主要经营指标.....	24
表 10: 重点上市公司盈利预测和评级.....	26

一、促进消费是政府巩固国民经济企稳回升势头的必然选择

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”。由于我国贫富两级分化、养老、医疗、失业、教育等保险体制不健全，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。

1、我国商品出口形势严峻，出口被损坏在相当长时期内将无法恢复

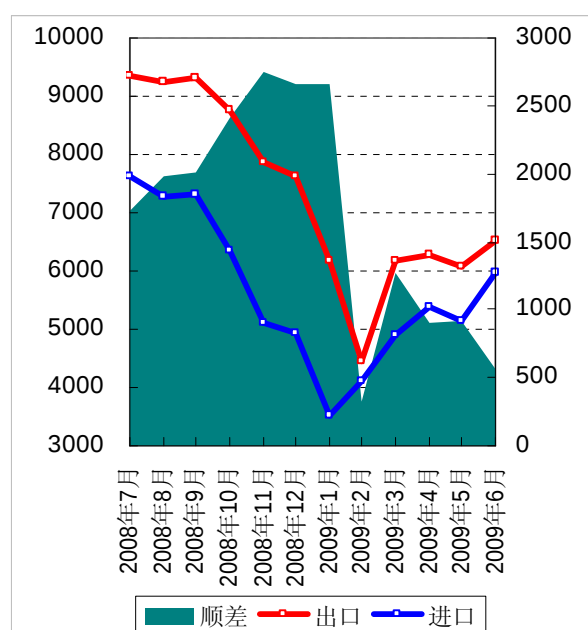
我国商品出口国主要是美国、欧洲、日本等发达国家和地区，通过香港的转口贸易最终也主要进入这些国家和地区。2008 年下半年，全球经济危机爆发，经济危机的性质是生产过剩危机，我国被称为“世界工厂”，全球经济危机沉重打击了我国出口。2008 年下半年和 2009 年初，我国出口总值和贸易顺差迅速大幅度下降，最大降幅 50%左右。2009 年 2 月以后，我国出口总值弱势反弹，贸易顺差短期反弹后继续下降。

表 1：2009 年 6 月我国分地区出口总值

出口最终目的国（地）	当月		1 至当月累计	
	金额	同比	金额	同比
总值	955.1	-21.3	5216.3	-21.8
其中：美国	177.4	-16.6	970.8	-16.9
香港	131.6	-18.0	697.5	-23.1
日本	74.1	-21.9	440.3	-20.3
韩国	43.7	-33.5	238.3	-33.4
德国	36.4	-24.4	216.6	-19.3
荷兰	29.4	-20.0	152.8	-29.3
英国	24.1	-18.0	131.3	-19.2
印度	22.6	-25.5	130.2	-16.8
新加坡	23.8	-12.1	127.0	-14.5
意大利	17.6	-27.8	95.0	-23.8

资料来源：中国海关

图 1：2008 年 7 月以来我国外贸情况（人民币亿元）



资料来源：中国海关

尽管我国政府出台了降低出口关税率、提高出口退税率等促进出口政策，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。

由于生产过剩，美国、欧洲、日本等发达国家和地区的厂商裁减员工和降低薪酬，失业率上升到过去 20 年以来的最高水平，接近 10%。失业率上升、薪酬下降和家庭财产缩水迫使居民缩减消费支出。消费是拉动这些国家和地区 GDP 增长的主要贡献力量，贡献份额在 80%左右，居民缩减消费支出导致 GDP 反弹软弱无力。国际货币基金组织在 2009 年 7 月出版的《世界经济展望》中预测，2009 年，美国、欧洲和日本等发达国家和地区经济处于衰退之中，GDP 同比下降、私人部门需求疲软、失业率上升、物价处于低水平。2010 年，这些地区经济将基本处于 2009 年的低水平，GDP 增长微弱，私人部门需求仍然疲软，失业率继续上升，物价保持在低水平。

美国政府受巨额贸易逆差、巨额外债、巨额财政赤字“三座大山”压迫，政府和学术界都认为这

种状况若不改变，美国经济无法恢复健康成长。政府刺激经济必将加重“三座大山”的压迫，进一步刺激经济的空间很小。政府刺激经济的正面效应基本释放以后，私人部门需求能不能接替政府需求成为拉动经济增长的主要动力仍然有很大的不确定性。政府在经济形势好转以后将采取“退出”政策，重建国民账户平衡。政府重建国民账户平衡的过程就是增加税收、缩减开支、偿还债务、增加储蓄的过程，与反经济衰退的刺激经济政策背道而驰，势必延缓经济复苏。经济危机以后相当长时期内，美国等发达国家和地区的居民和政府过度消费的局面很可能不再重现，居民储蓄将增加，政府巨额贸易逆差、巨额外债、巨额财政赤字将被缩减，中国产品出口需求可能在相当长时期内无法恢复到经济危机爆发前水平。

产能过剩和失业率上升迫使美国、欧洲、日本等发达国家和地区政府采取贸易保护主义政策。在经济繁荣阶段，中国的廉价商品受到这些国家消费者的欢迎；在经济衰退和萧条阶段，这些国家的失业者认为中国的廉价商品抢走了他们的饭碗，政府认为中国的廉价商品冲击了他们的经济，出台限制中国商品进口的政策是必然的。

国际货币基金组织在 2009 年 7 月出版的《世界经济展望》中预测，2009 年，先进经济体进口和出口同比分别下降-13.6%和-15.0%；新兴和发展中经济体进口和出口同比分别下降-9.6%和-6.5%。2010 年，先进经济体进口和出口同比分别增长 0.6%和 1.3%；新兴和发展中经济体进口和出口同比分别增长 0.8%和 1.4%。从这些预测数据中可以看出，2010 年，美国、欧洲、日本等发达国家和地区进口基本维持在 2009 年的低水平。我国商品出口形势严峻，出口被损坏在相当长时期内将无法恢复。

2、政府实施大规模投资计划和宽松货币政策，短期取得了明显成效，但是负面效益日益显现

在出口受阻、消费不足状况短期内难以突破的情况下，为阻止 GDP 增速逐月迅速下滑的不利局面，政府实施了规模庞大的投资计划，并配合宽松的货币政策。在政府规模庞大的投资计划中，主体部分是固定资产投资计划。从国家统计局公布的 2009 年上半年城镇固定资产投资数据中可以看出，所占比例最大的是制造业投资，其次是房地产业投资，交通、电力、水利、环境等行业投资也是重要组成部分。规模庞大的投资计划并配合宽松的货币政策短期取得了明显成效。受强大投资需求拉动，2009 年 2 月以后我国能源、原材料和动力设备产品产量大幅度上升，5 月超过历史最高水平，6 月继续上升。

但是，政府实施大规模投资计划和宽松货币政策的负面效益日益显现。今年上半年，能源和原材料价格大幅度上涨，推高了企业生产成本；由于消费不足、出口受阻，企业产品销售困难，营业利润下降，投资动力不足，造成规模庞大的信贷资金进入实体经济困难，部分信贷资金进入虚拟经济，推高房地产和证券价格，孕育比较大泡沫风险。

在对外开放的国家和地区，消费、出口和投资是拉动 GDP 增长的“三驾马车”，其中消费和出口是拉动 GDP 增长的最终力量，投资则是拉动 GDP 增长的中间力量，无论是公共部门投资还是私人部门投资，最终都要形成生产能力或者服务能力，生产的产品或者提供的服务需要寻找消费或者出口通道，如果消费或者出口通道受阻，就会出现产能过剩，成本上升，投资亏损的局面。

2008 年下半年以来实施的规模庞大的投资将在 2010 年下半年前后投入使用，开始计提固定资产折旧，并形成生产能力或者服务能力。届时，如果我国消费不足、出口受阻的局面仍然没有突破，企业将面临产能过剩加剧、成本上升加速、产品销售更加困难的境地。

突破消费不足瓶颈，根本措施是促进财富在国民中间的平衡分布，另外一项重要措施是健全养老、医疗、失业、教育等保险体制，降低储蓄应对风险的保险功能。政府提高粮食最低收购价格，增加种植粮食直接补贴、种子补贴和农资补贴有利于提高农村居民消费能力。政府发放消费券、家电下乡补贴、汽车下乡补贴等短期内也有利于促进被补贴产品的消费。

3、国家发展改革委下半年巩固经济企稳回升势头八项措施将促进消费放到突出重要的位置

2009年8月下旬，国家发展改革委表示将采取八项措施巩固经济企稳回升势头。八项措施中，四项措施主要是促进消费，三项措施主要是淘汰落后产能，一项措施是促进出口。

表 2：国家发展改革委下半年巩固经济企稳回升势头八项措施

所属领域	八项措施名称	八项措施内容
促进消费为主	继续扩大内需特别是消费需求	继续实施好促进汽车、家电等消费的政策措施，加快城乡流通网络建设；继续发挥好投资对拉动经济和调整结构的重要作用。
促进消费	保持农业农村经济稳定发展	将保持农业农村经济稳定发展放在重要位置，落实各项强农惠农政策，并落实主要农产品最低收购价政策。
促进消费	加大改善民生工作力度	实施更加积极的就业政策，着力抓好高校毕业生、农民工和城镇困难群体的就业工作。尽快出台养老保险转移接续办法继续探索建立适度普惠型老年福利制度。
促进消费 淘汰落后产能	深化重点领域和关键环节改革	抓紧研究进一步调整国民收入分配格局、提高居民收入占国民收入比重的政策措施。积极改革资源性产品价格形成机制，稳妥推进水价、成品油价格和电力价格改革。
促进出口	努力稳定对外经济特别是外贸出口	落实已确定的稳定外需的各项政策，引导企业加快调整出口结构和开拓新兴市场。
淘汰落后产能	下更大力气推进结构调整	抓紧实施重点产业调整和振兴规划，积极推进企业技术改造、兼并重组和淘汰落后产能。
淘汰落后产能	加快科技创新和培育新兴产业	及早谋划和培育节能环保、信息、新能源、新材料、新医药等新兴产业。
淘汰落后产能	毫不放松地抓好节能减排	强化节能减排目标责任，落实奖惩措施。加强节能减排重大项目建设。坚决防止经济形势好转后一些落后产能死灰复燃。

资料来源：国家发展改革委

国家发展改革委下半年巩固经济企稳回升势头八项措施将促进消费放到突出重要的位置，说明政府已经认识到我国商品出口严峻形势短期内难以改变，实施大规模投资计划和宽松货币政策的负面效益日益显现，促进消费是政府巩固国民经济企稳回升势头的必然选择。食品饮料行业是消费领域的重要行业，在居民消费者价格指数（CPI）中所占的份额是 34%，政府促进消费政策将有利于食品饮料行业上市公司扩大经营规模，提高经营业绩，为食品饮料行业上市公司股票带来投资机会。

二、2009 年第四季度我国粮食以防止价格下跌为主，有利于食品饮料企业降低生产成本。

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。

2008 年下半年以来，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。国家对玉米、小麦、稻谷等关系国计民生的粮食品种实行进口配额管理。截止 2009 年 9 月中旬，国内小麦和玉米价格比美国小麦和玉米价格均高一倍左右。

图 2：美国与中国玉米价格指数（人民币元/吨）

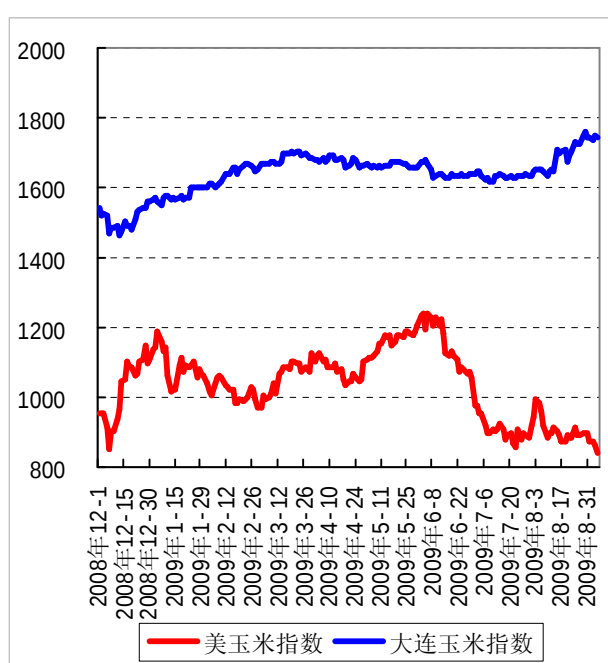
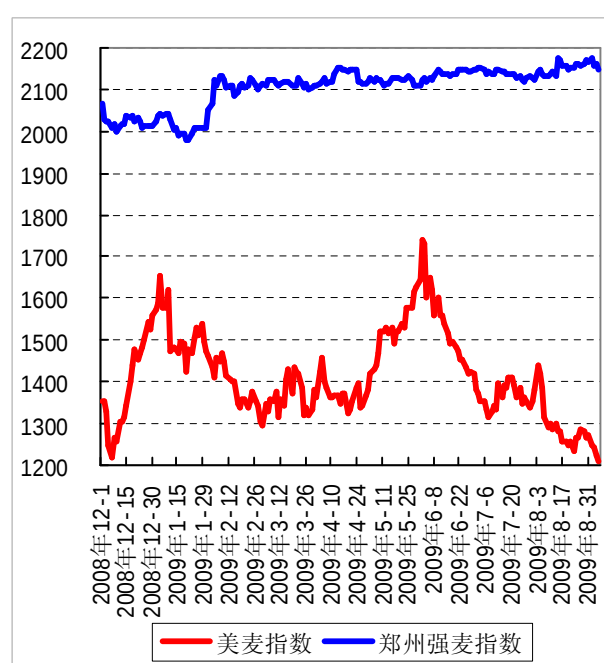


图 3：美国与中国小麦价格指数（人民币元/吨）



资料来源：图 2 和图 3 数据均来源于郑州商品交易所、大连商品交易所和美国芝加哥期货交易所

我国今年夏粮产量同比增长，预计秋粮产量也将同比增长。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。目前国内粮食价格比国外粮食价格高一倍左右，即使今年第四季度国际粮食价格上涨，但是与国内粮食价格相比仍有 100% 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很小。

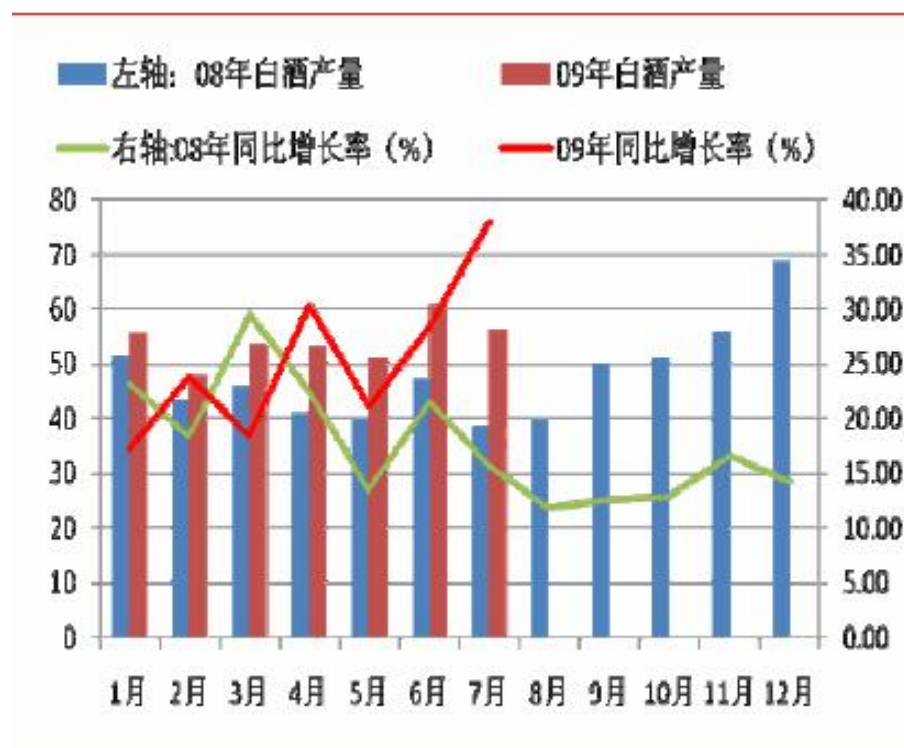
在国内粮食供给充裕，价格大幅度高于国外的背景下，今年第四季度，我国粮食以防止价格下跌为主。粮食是肉、蛋、奶、水产品、酒等众多农产品和食品的原料或者饲料，粮食价格稳定或者下跌有利于相关企业降低生产成本。

三、生产和消费旺季和白酒涨价预期给第四季度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，中秋、国庆、元旦、春节等节日白酒消费量大，夏季是白酒生产和消费的谷底期。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。

请务必阅读正文之后的重要声明

图 4：2008 年-2009 年我国白酒月度产量（万千升）



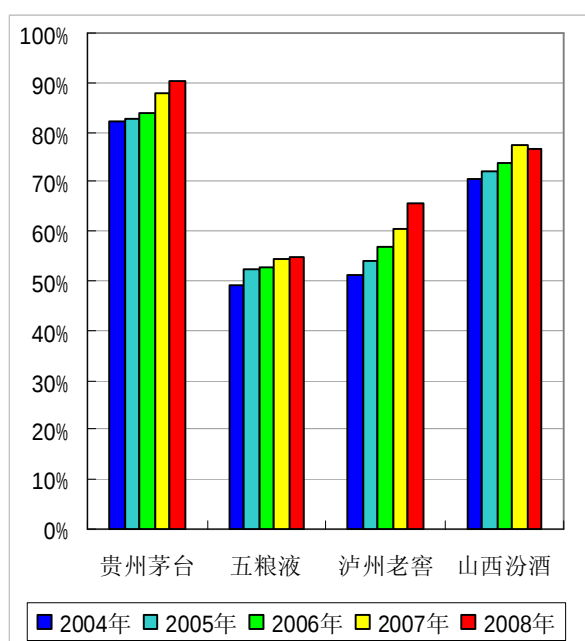
资料来源：中国酿酒工业协会

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，贵州茅台经营比较稳健，基本上坚持走高档白酒之路，总体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。2004年-2008年，我国4家龙头上市白酒公司中，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，五粮液白酒毛利率增长缓慢。

2009年上半年，白酒上市公司经营业绩整体大幅度上升。龙头公司贵州茅台和五粮液的营业利润和净利润同比增幅都在25%左右；酒鬼酒和山西汾酒的营业利润和净利润同比增幅分别达到2倍多和8倍多；金种子酒和古井贡酒的营业利润和净利润同比增幅分别将近1倍。

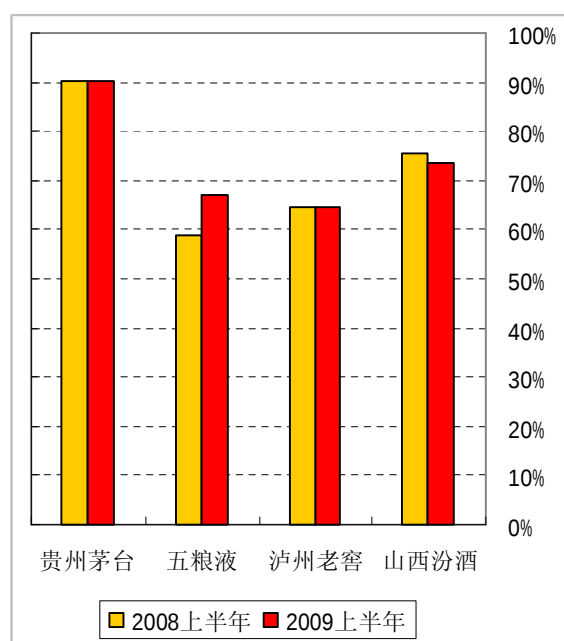
2009年上半年，白酒上市公司营业利润率整体稳定上升。贵州茅台和泸州老窖营业利润率同比基本稳定，贵州茅台营业利润率90.42%，继续保持行业第一位置，泸州老窖营业利润率64.45%。五粮液营业利润率66.97%，同比上升7.86个百分点。五粮液从2007年开始对产品结构进行战略调整，压缩中低档次产品生产和销售，扩大高档次产品生产和销售，经过将近三年的战略调整，取得了明显成效。山西汾酒营业利润率75.59%，同比下跌了1.92个百分点，说明汾酒从山西走向全国面临的竞争压力越来越大。除4家龙头白酒公司外，酒鬼酒、沱牌曲酒、老白干酒、金种子酒和古井贡酒营业利润率同比也有增长。说明这些公司都在进行产品结构调整，促进产品由中低档次向中高档次发展。

图 5：2004 年-2008 年 4 家白酒公司营业利润率



资料来源：公司公告

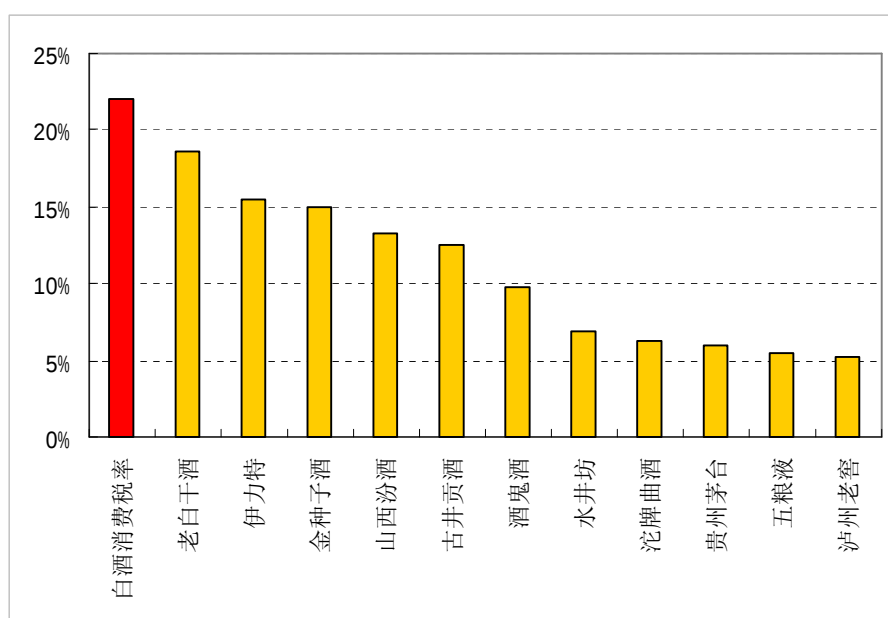
图 6：2009 年上半年 4 家白酒公司营业利润率



资料来源：公司公告

2009 年 7 月 25 日，国家税务总局发布《白酒消费税最低计税价格核定管理办法（试行）》，自 2009 年 8 月 1 日起执行。规定白酒消费税最低计税价格核定标准是：白酒生产企业销售给销售单位的白酒，生产企业消费税计税价格低于销售单位对外销售价格 70%以下的，消费税最低计税价格由税务机关根据生产规模、白酒品牌、利润水平等情况在销售单位对外销售价格 50%至 70%范围内自行核定。其中生产规模较大，利润水平较高的企业生产的需要核定消费税最低计税价格的白酒，税务机关核价幅度原则上应选择在销售单位对外销售价格 60%至 70%范围内。

图 7、我国白酒行业 11 家上市公司 2008 年消费税额占该公司白酒销售收入比例



资料来源：公司 2008 年年报

我国白酒行业 11 家上市公司中，位于四川省的泸州老窖、五粮液、沱牌曲酒和水井坊 4 家上市公司避税情况比较严重。2008 年，4 家上市公司消费税额占该公司白酒销售收入的比例分别是 5.26%、5.41%、6.22%和 6.84%，远低于白酒消费税率。贵州茅台避税情况也比较严重，2008 年，公司消费税额占白酒销售收入的比例是 5.93%。酒鬼酒、古井贡酒、山西汾酒、金种子酒和伊力特 5 家上市公司避税情况相对轻一点，2008 年，5 家上市公司消费税额占该公司白酒销售收入的比例分别是 9.81%、12.45%、13.34%、15.00%和 15.45%。11 家上市公司中，老白干酒消费税额占该公司白酒销售收入的比例接近于白酒消费税率，为 18.57%。

高档白酒拥有市场垄断地位，可以通过提价将白酒消费税完全转嫁给消费者，并且可以乘机达到更高提价目标。中低档白酒市场竞争激烈，价格是主要竞争工具，相关上市公司不敢贸然大幅度提价，因为担心提价以后市场会被竞争对手抢去，预计只能将白酒消费税部分转嫁给消费者。

沱牌曲酒决定从 2009 年 8 月 1 日起对“陶醉”、“舍得”系列产品的对外售价在原价格基础上上调 6.5%-10%左右。金种子酒决定从 2009 年 8 月 10 日起对“地蕴醉三秋”、“柔和种子酒”和“祥和种子酒”系列产品的对外销售价格在原价格基础上上调 10%—18%。五粮液决定从 2009 年 8 月 18 日起对 52 度五粮液和 39 度五粮液产品的对外销售价格在原价格基础上上调 6.7%和 3.9%。贵州茅台至今尚未发布正式的提价通知，但是主要产品已经提价，提价幅度超过五粮液。2009 年第四季度，高档白酒上市公司经营业绩同比预计继续大幅度增长。

白酒与一般商品不同，白酒越陈越香，价格越高。4 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 3：4 家龙头白酒上市公司 2009 年 6 月末白酒存货（亿元）

	贵州茅台	五粮液	泸州老窖	山西汾酒
白酒存货成本	27.13	28.36	10.58	6.64
2009 年上半年白酒销售毛利率	90.42%	66.97%	64.45%	75.59%
白酒存货潜在销售毛利额	283.19	85.86	29.76	27.20

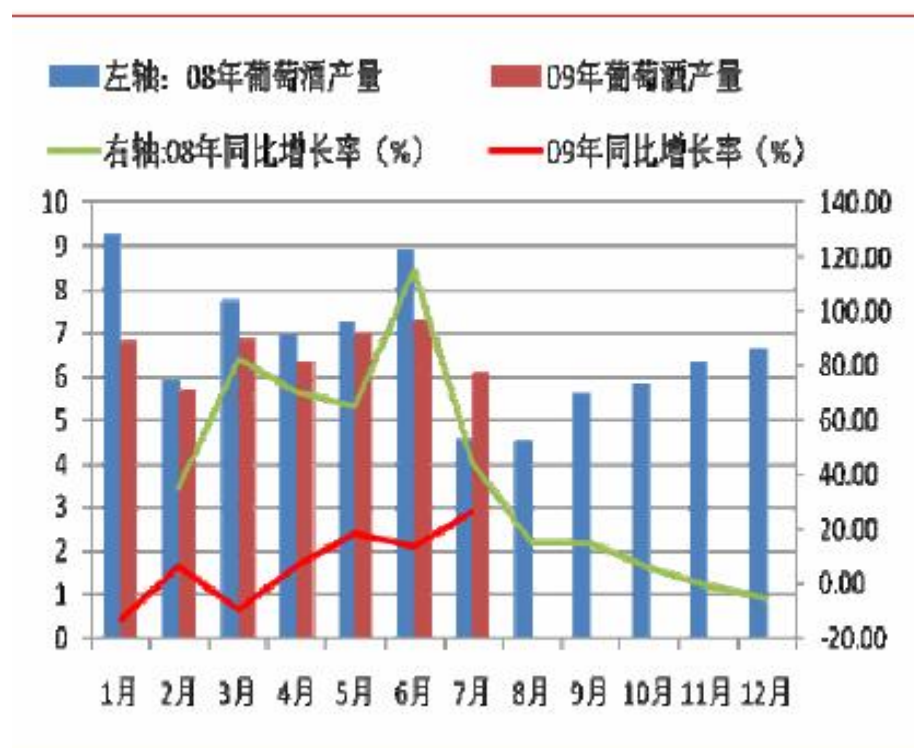
资料来源：公司公告

2009 年 6 月末，贵州茅台、五粮液、泸州老窖和山西汾酒 4 家龙头白酒上市公司白酒存货成本分别是 27.13 亿元、28.36 亿元、10.58 亿元和 6.64 亿元。根据各公司 2009 年上半年白酒销售毛利率，估计各公司存货潜在销售毛利额分别是 283.19 亿元、85.86 亿元、29.76 亿元和 27.20 亿元。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第四季度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，葡萄酒生产和销售量将逐月上升，给相关上市公司带来投资机会。

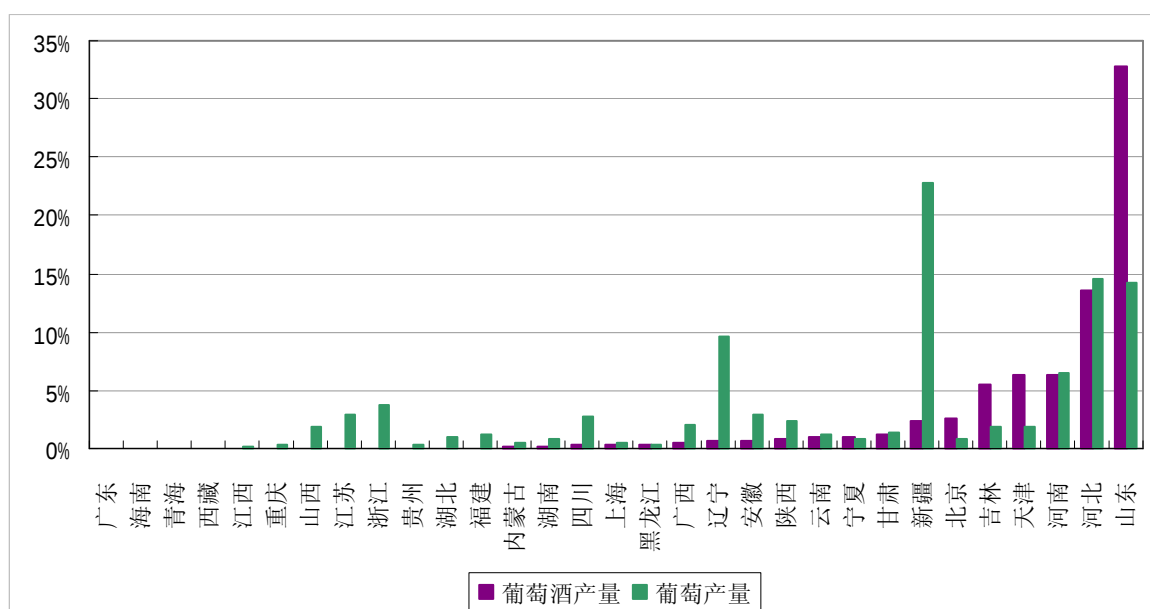
图 8：2008 年-2009 年我国葡萄酒月度产量（万千升）



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；我国葡萄酒产地也主要分布在这些地区。

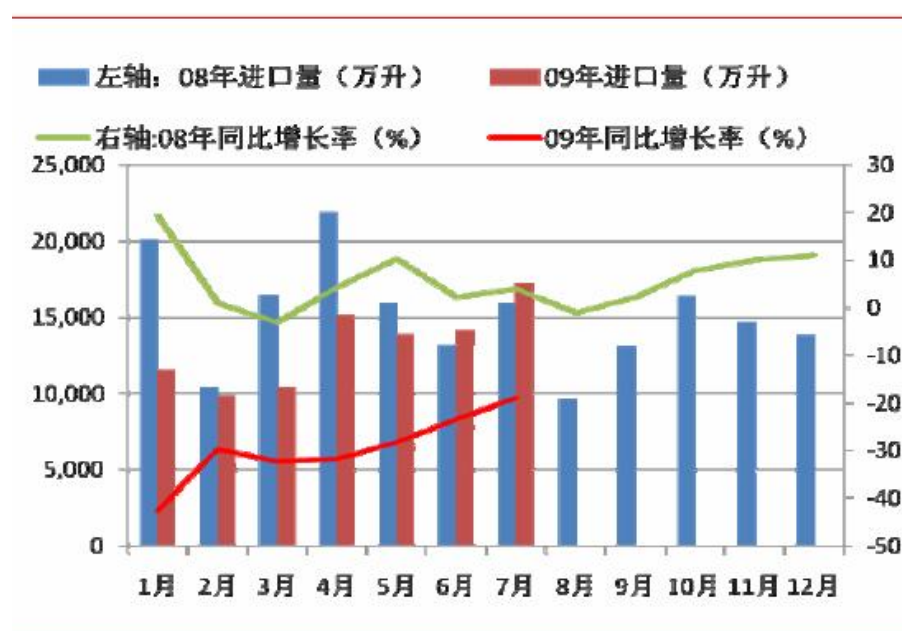
图 9：2003 年-2007 年各地葡萄和葡萄酒累计产量占同期全国产量比例



资料来源：国家统计局、中国农业年鉴

我国每年进口葡萄酒数量比较大。国外葡萄酒大量进口到国内，冲击了国内葡萄酒市场，对国产葡萄酒形成激烈竞争。

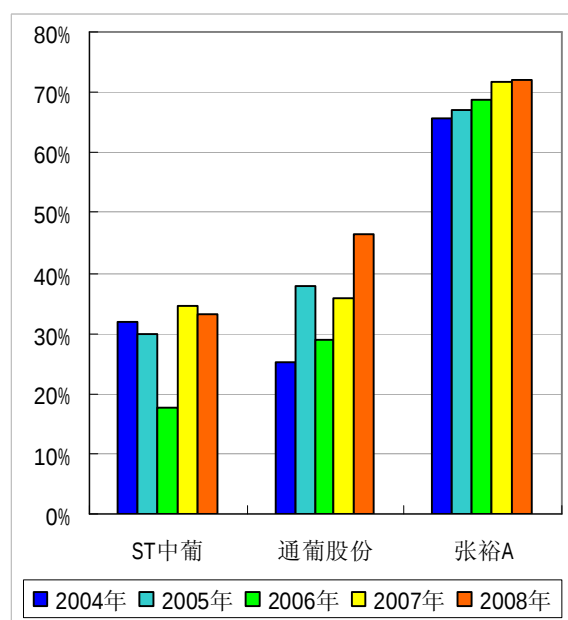
图 10：2008 年-2009 年我国葡萄酒月度进口量



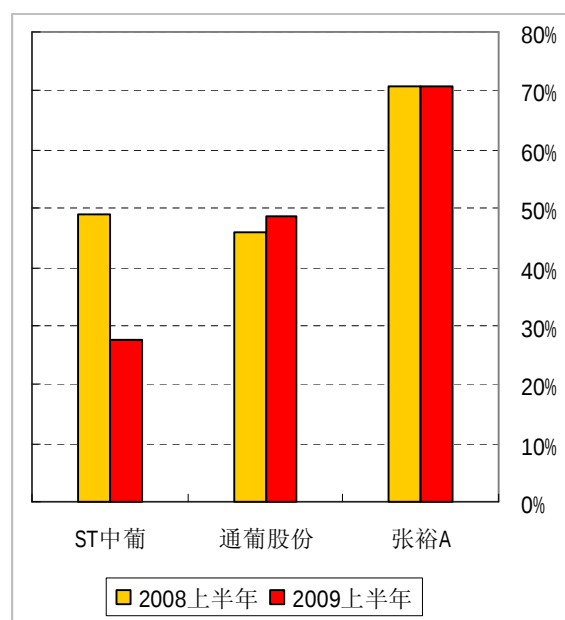
资料来源：中国海关

目前，我国葡萄酒行业有张裕 A、通葡股份、莫高股份、ST 中葡、ST 银广夏、*ST 皇台等 6 家上市公司，其中张裕 A 居于行业龙头地位；ST 中葡拥有资源、生产能力、产品等优势，有巨大发展潜力；通葡股份发行股份购买资产和重大资产重组后，将拥有云南省葡萄酒市场占有率绝对优势地位和拓展附近市场的便利条件，经营规模和盈利水平大幅度上升。

图 11：2004 年-2008 年 3 家葡萄酒公司营业利润率 图 12：2009 年上半年 3 家葡萄酒公司营业利润率



资料来源：公司公告



资料来源：公司公告

2009年8月12日，通葡股份（600365）公布发行股份购买资产暨重大资产重组预案。私人企业香港通恒国际投资有限公司将下属云南红酒庄葡萄酒有限公司、云南高原葡萄酒有限公司、昆明云南红酒业发展有限公司和云南高原生物资源有限公司共4家公司100%股权注入上市公司。4家公司同时注入上市公司有利于上市公司在云南迅速组织葡萄酒生产、销售和果渣的综合利用。

酒庄葡萄酒、高原葡萄酒和酒业发展3家公司生产和销售“云南红”系列葡萄酒，目标市场主要集中在西南、华中地区，其中在云南市场占有率处于绝对优势地位。云南省是我国葡萄主产区之一，而且周边十多个省都不是我国葡萄主产区，长江以南各省葡萄酒产量几乎是空白。长江以南地区是我国人口稠密、经济发达、对外开放程度高的地区，葡萄酒需求量大而且稳定，市场空间广阔，“云南红”系列葡萄酒公司注入通葡股份，将形成东北、西南对进，共同拓展中间广阔市场的战略态势。

表 4：注入 4 家公司合并利润表和通葡股份利润表主要项目比较

单位：万元

	2009年7月31日		2008年12月31日		2007年12月31日	
	通葡股份	4 家公司	通葡股份	4 家公司	通葡股份	4 家公司
营业收入	4,569	8,305	8,742	14,775	8,179	12,031
利润总额	56	1,568	283	2,724	-24,071	1,822
归属上市公司股东的净利润	74	1,211	215	2,054	-26,419	1,208

资料来源：公司公告

4家公司100%股权注入以后，通葡股份营业收入增长幅度将近2倍，归属上市公司股东的净利润增长幅度10倍以上，将大幅度增加上市公司经营规模和盈利水平。

2009年9月1日，ST中葡公布非公开发行股票发行情况报告。通过非公开发行股票，筹集资金20亿元，其中3亿元用于葡萄酒营销网络体系建设、2亿元用于补充葡萄酒业务流动资金、15亿元用于偿还债务以改善财务结构。

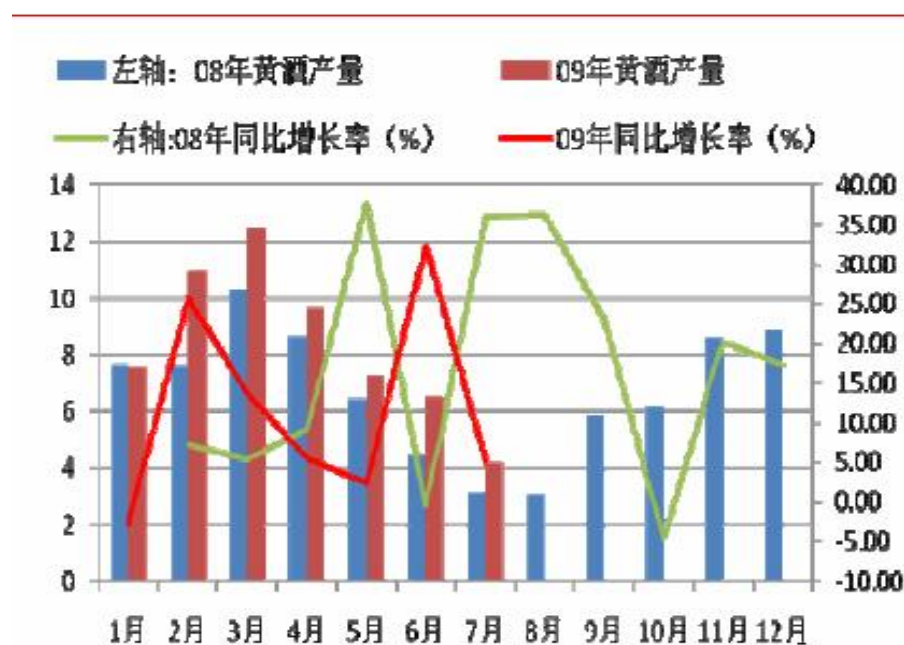
2008年末，ST中葡在新疆天山北坡沿线有12万亩葡萄种植基地。同期，葡萄酒行业龙头公司张裕有葡萄种植基地有8万亩，分布在华东、华北、西北宁夏和东北等地。ST中葡葡萄种植基地比张裕葡萄种植基地面积更大，更便于管理，更能满足大型葡萄酒厂对原料的需要。ST中葡在葡萄种植基地及其附近布局有四个葡萄酒厂，年加工葡萄能力合计10万吨左右。2008年末，公司年加工葡萄能力超过张裕、威龙、王朝、长城等我国葡萄酒行业龙头公司，是我国年加工葡萄能力最大的葡萄酒企业。公司生产的葡萄酒含糖量较高，含酸量适中，颜色较深，芳香浓郁，酿造的葡萄酒具有明显地域特色。公司目前面临的根本问题是市场营销瓶颈限制了公司自然资源优势、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结构不佳。

ST中葡葡萄酒年生产量总体上在5.5万吨到6万吨左右，受市场营销瓶颈制约，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，产品库存水平上升。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。

五、生产和消费旺季和江浙沪地区经济恢复活力预期给第四季度黄酒行业上市公司带来投资机会

黄酒生产和消费也具有明显的季节性特征，冬季是黄酒生产和消费的高峰期，夏季是黄酒生产和消费的谷底期。

图 13：2008 年-2009 年我国黄酒月度产量（万千升）



资料来源：中国酿酒工业协会

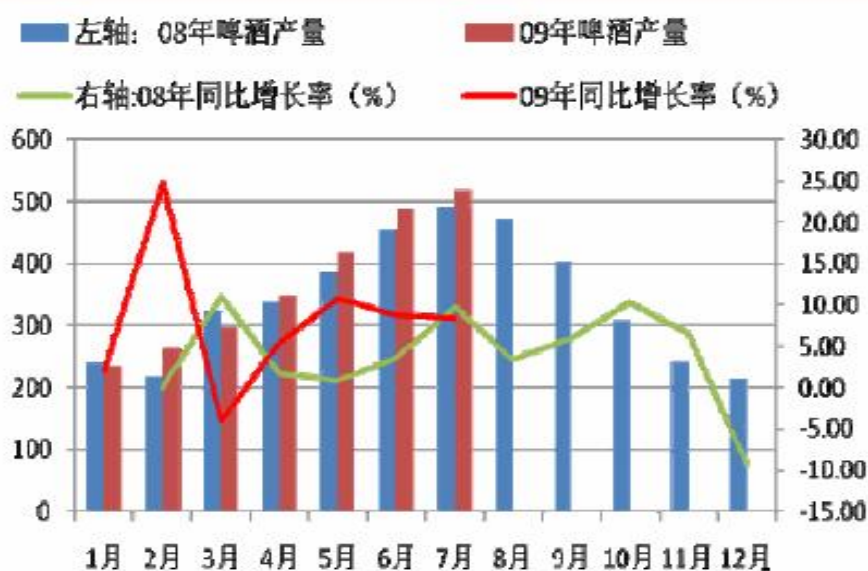
黄酒传统生产和消费区域是江浙沪地区，并向福建、江西、湖南、四川、安徽南方地区发展。2000 年以前，江浙沪地区黄酒生产和消费量占全国比例 90% 以上，到 2008 年该比例缩小到 70% 左右。2008 年下半年爆发的金融和经济危机对江浙沪地区外向型经济负面影响相当大，中高端酒销售受到一定程度影响。黄酒行业有金枫酒业和古越龙山 2 家上市公司，2 家上市公司黄酒年产能都在 16 万吨左右。金枫酒业黄酒销售区域集中在上海市，在江苏省也有少量销售；古越龙山黄酒销售区域相对分散，40% 集中于浙江、30% 集中于上海和江苏、其他地区约占 30%。2009 年上半年，金枫酒业黄酒营业收入 4.73 亿元，同比增加 0.88%，毛利率 55.63%，同比增加 2.12 个百分点，毛利率增加的主要原因是生产成本下降。同期，古越龙山黄酒营业收入 3.26 亿元，同比降低 28.75%，毛利率 38.95%，同比降低 2.27 个百分点，毛利率降低的主要原因是高档黄酒销售比例下降。可以看出，金枫酒业比古越龙山产品档次更高，抗金融和经济危机的能力更强。

2009 年第四季度，随着生产和消费旺季的到来，2 家黄酒上市公司的销售收入和盈利水平将逐月上升。随着国际贸易和投资恢复增长，江浙沪地区外向型经济预计将恢复活力，金融和经济危机对黄酒消费的负面影响预计逐渐减轻，2 家黄酒上市公司的经营规模和盈利水平将恢复增长。

六、兼并、重组预期给第四季度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 14：2008 年-2009 年我国啤酒月度产量（万千升）

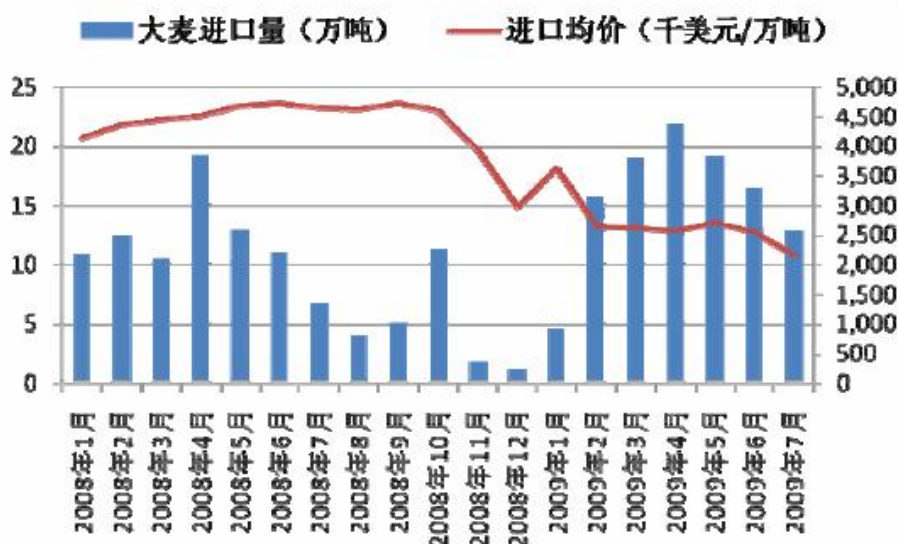


资料来源：中国酿酒工业协会

第四季度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。

大麦是生产啤酒的主要原料之一，我国每年进口大麦数量比较大，2009 年进口大麦价格同比大幅度下降，有利于降低啤酒生产成本。

图 15：2008 年-2009 年我国进口大麦数量和价格



资料来源：中国海关

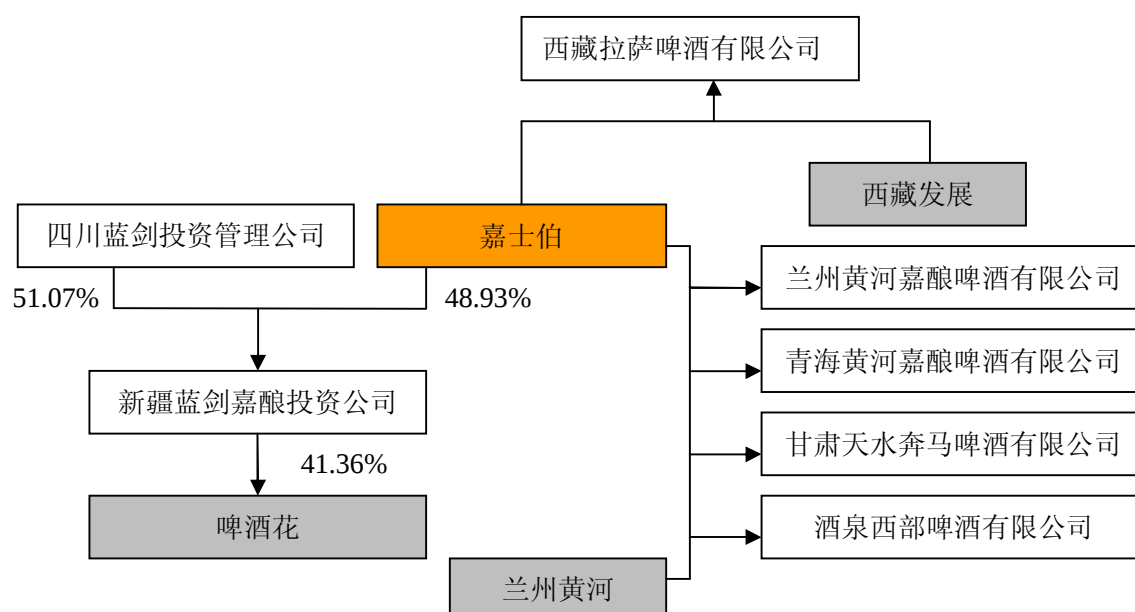
啤酒行业的激烈竞争导致一些经营规模比较小、经营业绩比较差的啤酒生产厂商在竞争中失败，被行业内一些优势企业兼并，行业内一些龙头企业为了获得更加有利的竞争地位，通过新建、兼并等途径扩展经营和盈利规模。啤酒行业不是涉及国家安全的命脉行业，国家对外资进入该行业管制比较

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。

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。3 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。3 家啤酒上市公司被外资兼并重组的可能性很大。

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。

图 16：嘉士伯与啤酒花、兰州黄河和西藏发展股权关系图



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。

七、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

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。广西自

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。从广西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%。

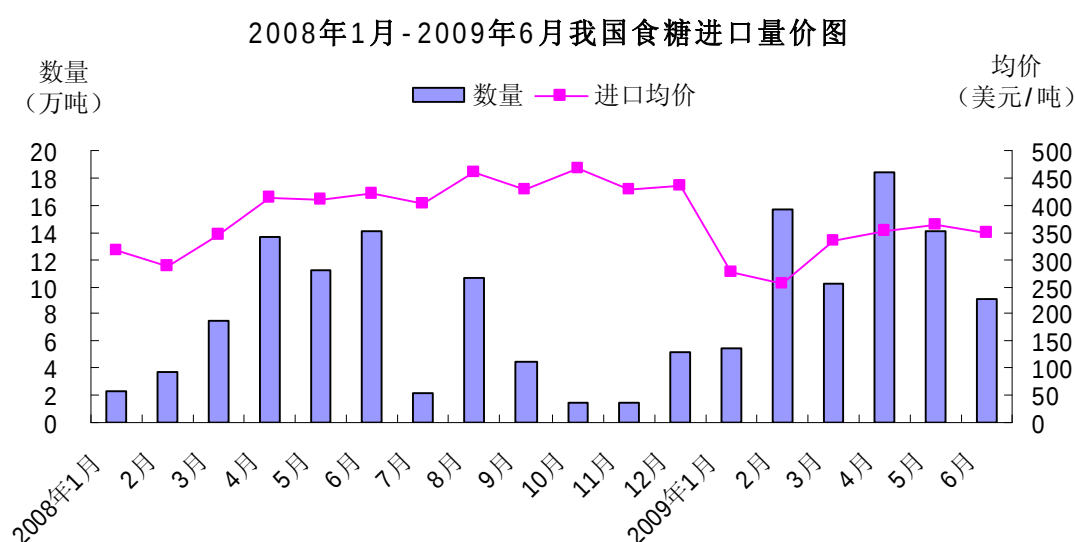
图 17



资料来源：广西糖网

根据海关统计数据，今年上半年，我国累计进口食糖 73 万吨，比去年同期增长 38.8%，价值 2.4 亿美元，增长 15.4%；进口平均价格由 1 月份每吨 278.1 美元，逐步攀升至 6 月份的 349.8 美元，仍然明显低于去年全年平均每吨 401.1 美元的价格水平。

图 18



资料来源：中国海关

古巴、巴西和东盟是我国进口食糖的主要进口来源地。今年上半年，我国自古巴进口食糖 28.2 万吨，增长 5.4%；自巴西进口 19 万吨，去年同期不足千吨；自东盟进口 12.1 万吨，增长 1.9 倍。自上述 3 个市场进口食糖量合计占我国同期食糖进口量的 81.2%。

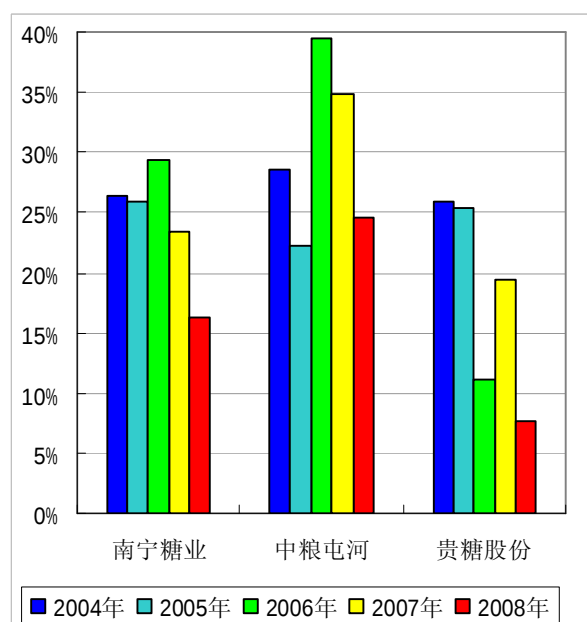
目前我国食糖价格大幅度高于国际食糖价格，2009 年 9 月初，我国郑州商品交易所白糖期货价格运行在 4500 元/吨左右，同期纽约商品交易所白糖期货价格换成人民币元/吨计价在 3300 元/吨左右，国内白糖期货价格比国际白糖期货价格高出将近 40%。国内食糖价格与国际食糖价格存在巨大差距的主要原因是国内糖料生产和压榨成本大幅度高于国外。

今年以来我国食糖进口大幅增长的主要原因是：国内食糖减产，且国内糖价显著高于国际糖价。当前，2008/2009 年制糖期食糖生产已全部结束，本制糖期全国共生产食糖 1243.1 万吨，较上一制糖期减产 240.9 万吨。由于国内食糖产量下滑，导致食糖供需紧张，国内食糖价格持续走高。根据中国糖业协会统计显示，重点制糖企业 2009 年 6 月份成品白糖平均销售价格每吨 3665.4 元，而 6 月份进口食糖平均价格约为每吨 2500 元，即使加上运输、加工、损耗、进口环节税等成本因素，进口食糖仍具有较强的成本优势。

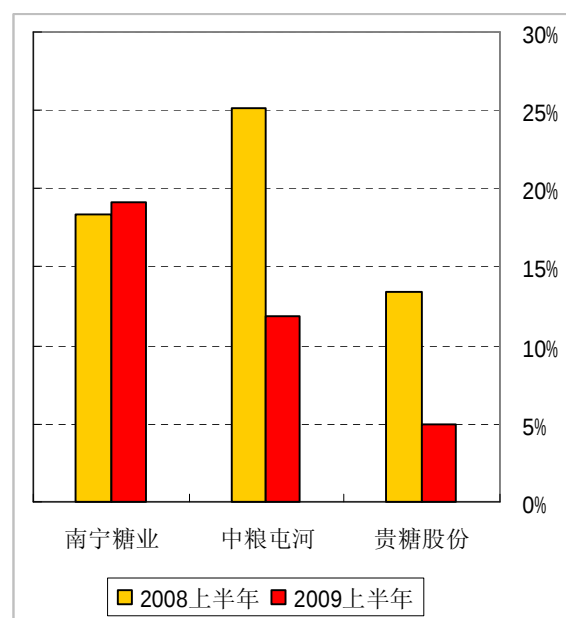
值得关注的是：今年 6 月底以来，广西部分地区暴雨成灾，不少蔗区被淹，这对明年食糖生产又是一个不利因素。截止到 7 月 6 日，广西柳州甘蔗受灾面积初步预计达到 12 万亩，其中成灾面积 7 万多亩，绝收面积 6000 多亩。广西是我国最大的食糖主产区，原糖产量占全国 6 成以上。目前甘蔗种植已进入中期，无法进行补种等补救措施，下一个榨季广西糖料产量将会受到明显影响。

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 6 家，其中前 3 家为甘蔗制糖公司，后 3 家为甜菜制糖公司。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。

图 19：2004 年-2008 年 3 家制糖公司营业利润率 图 20：2009 年上半年 3 家制糖公司营业利润率



资料来源：公司公告



资料来源：公司公告

2006 年以后，制糖行业上市公司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，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。

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。

八、我国猪肉价格进入周期波动的上升阶段给猪肉制品行业上市公司带来投资机会

从1994年我国建立畜产品及相关生产资料价格统计报表至今，15年猪肉价格经历了5个谷底，4个完整周期。生猪和猪肉价格以大约三年为一个周期上下剧烈震荡，被称为“过山车”式价格波动。决定这种经济现象的经济规律是猪肉需求具有比较强的刚性，猪肉供给从养殖母猪到养殖仔猪再到养殖生猪一般需要两到三年时间，本期猪肉价格决定本期养殖业者的养殖规模，本期养殖规模决定下期的猪肉供给量和价格，猪肉价格波动引起养猪产业链的连锁反应，导致猪肉供给和价格的大起大落。

表 5：1994 年以来我国生猪和猪肉价格周期波动

第一谷底		第二谷底		第三谷底		第四谷底		第五谷底		预计第六谷底	
1995 年 1 月		1998 年 3 月		2001 年 2 月		2006 年 5 月		2009 年 5 月		2012 年 5 月以后	
←	第一周期		第二周期		第三周期		第四周期		第五周期		→

资料来源：中国畜牧业协会

从表中可以看出，我国生猪和猪肉价格波动周期大约为三年，最近一个周期从2009年5月开始，预计将在2012年5月以后结束。在此期间，我国生猪和猪肉价格将经历上涨和下跌两个阶段。

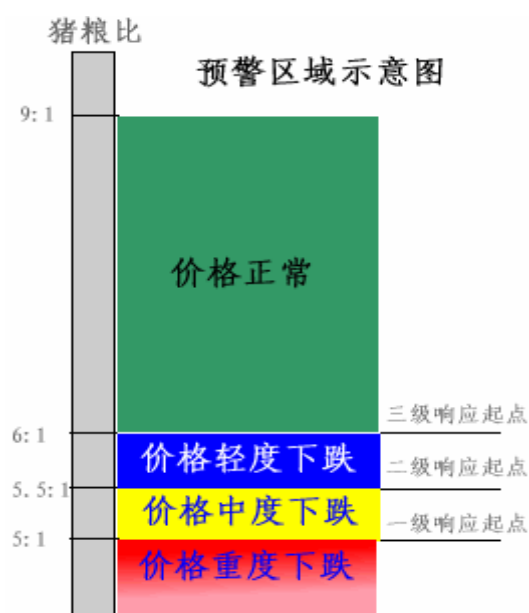
在居民消费指数（CPI）中食品价格所占权重为1/3，肉价在食品价格中所占权重为7%。猪肉价格的大起大落带动其他畜产品价格大起大落，导致食品价格剧烈波动，最终导致CPI剧烈波动。为了稳定猪肉价格，维护广大养殖业者和消费者的利益，建立生猪生产稳定发展的长效机制，发改委等六部门于2009年1月9日发布了《防止生猪价格过度下跌调控预案（暂行）》。

表 6:《调控预案(暂行)》预警指标和调控目标

预警指标	国家在判断生猪生产和市场情况时,将猪粮比价作为基本指标,同时参考仔猪与白条肉价格之比、生猪存栏和能繁母猪存栏情况,并根据生猪生产方式、生产需求和市场需求变化等因素适时调整预警指标及具体标准。
调控目标	主要目标是猪粮比价不低于 5.5 : 1; 辅助目标是仔猪与白条肉价格之比不低于 0.7 : 1; 生猪存栏不低于 4.1 亿头; 能繁母猪存栏不低于 4100 万头。

资料来源:国家发展改革委员会

图 21:《调控预案(暂行)》预警示意图



资料来源:国家发展改革委员会

表 7:《防止生猪价格过度下跌调控预案(暂行)》预警区域与响应机制

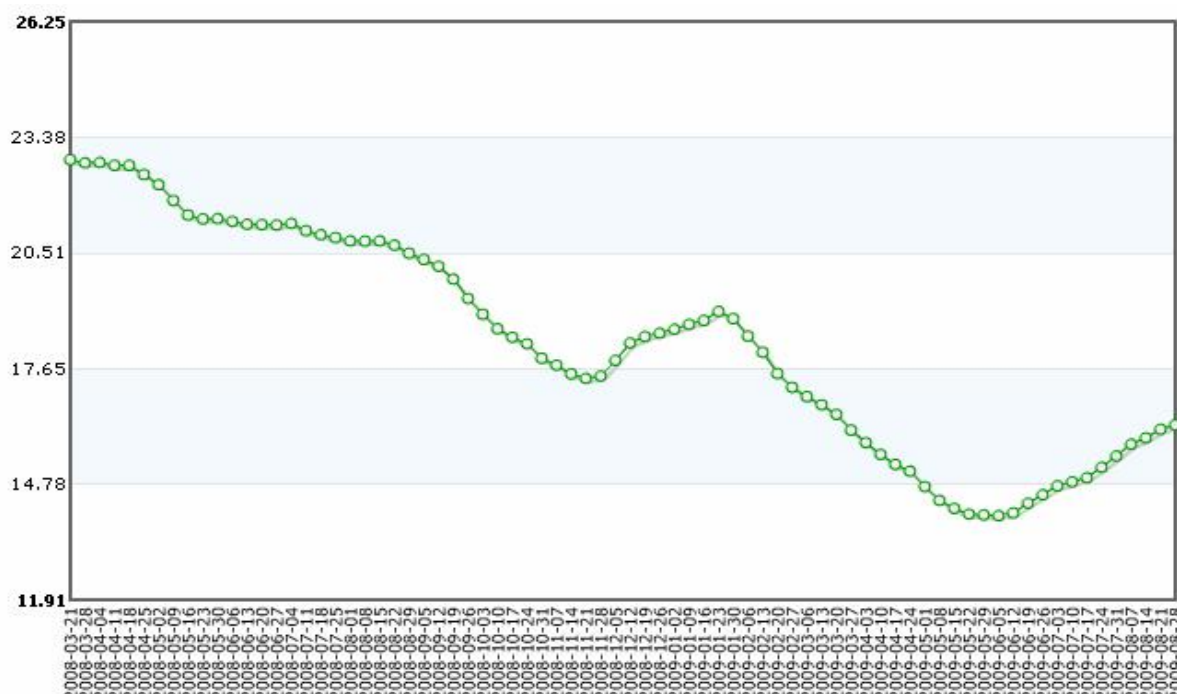
猪粮比价	预警区域	响应机制
高于 9 : 1		适时投放政府冻肉储备,必要时向城乡低保对象和家庭经济困难的大中专院校学生发放临时补贴。
9 : 1-6 : 1	绿色区域 (价格正常)	做好市场监测工作,密切关注生猪生产和市场价格变化情况。各部门根据职责定期发布生猪生产和市场信息。中央和地方正常猪肉储备规模主要用于满足应急和救灾的需要。
低于 6 : 1	三级响应起点	在中国政府网及时向社会发布生猪市场预警信息,并通过其他媒体向社会发布。
6 : 1-5.5 : 1	蓝色区域 (价格轻度下跌)	连续四周,根据市场情况增加必要的中央和地方冻肉储备,并着手做好实施二级响应的前期准备工作。
低于 5.5 : 1	二级响应起点	通过财政贴息的形式鼓励大型猪肉加工企业增加商业储备和猪肉深加工规模。
5.5 : 1-5 : 1	黄色区域 (价格中度下跌)	连续四周,进一步增加中央政府冻肉储备,同时要求主销区和沿海大中城市增加地方冻肉储备,还可以适当增加地方政府的活体储备。
低于 5 : 1	一级响应起点 红色区域 (价格重度下跌)	1.较大幅度增加中央冻肉储备规模。2.增加政府储备后,猪粮比价仍然低于 5 : 1,而且出现养殖户过度宰杀母猪的情况,月度母猪存栏量同比下降较多时,对国家确定的生猪调出大县的养殖户(场),按照每头能繁母猪 100 元的标准,一次性增加发放临时饲养补贴;对国家确定的优良种猪场的养殖户(场),按每头公种猪 100 元的标准,一次性发放临时饲养补贴。3.适当限制猪肉进口,减少当期市场供应;完善食品安全体系建设,鼓励猪肉及其制品出口。

资料来源:国家发展改革委员会

2009 年 5 月 27 日,猪粮比价为 5.87 : 1,开始达到 2006 年 11 月以来的最低点,并连续 4 周低于《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 月 13 日,为防止生猪价

格过度下跌损害养殖户利益，商务部会同财政部、国家发展改革委启动了冻猪肉政府储备的收储采购，各地方政府也根据当地具体情况采取了相应的调控措施。随着中央和各地方调控措施实施，各地猪肉价格不同程度地回升，6月24日，全国猪粮比价重回盈亏平衡点以上。从2009年6月下旬到2009年8月下旬，猪肉批发价格连涨10周，目前仍然保持良好的上涨势头。

图 22：2008 年 3 月-2009 年 8 月全国鲜猪肉（胴体）批发价格走势（元/公斤）



资料来源：中国畜牧业协会

由于养殖者宰杀生猪和母猪，加上政府启动了国产冻猪肉收储采购，我国生猪和猪肉供求关系已经改变，供给严重过剩的阶段已经结束，生猪和猪肉价格谷底已经出现在2009年5月份。目前，生猪和猪肉价格已经走出谷底，进入新周期的上涨阶段。

猪肉批发价格是猪肉零售价格的基础，从国家发展改革委价格监测中心公布的我国猪肉月度分旬零售价格中可以看出，从2009年6月下旬到2009年8月下旬，猪肉零售价格也是持续上涨。目前，我国猪肉零售价格尚未超过去年同期水平，预计在今年秋冬季节，猪肉零售价格同比将实现上涨。

表 8：2008 年 3 月-2009 年 8 月全国猪肉（精瘦肉）零售价格（元/公斤）

日期	本旬价格	上旬价格	上月同旬	去年同旬	旬比	环比	同比
2009 年 8 月中旬	11.24	10.91	10.44	13.83	3.07%	7.74%	-18.73%
2009 年 8 月上旬	10.91	10.57	10.34	13.88	3.20%	5.50%	-21.41%
2009 年 7 月下旬	10.57	10.44	10.09	13.95	1.29%	4.72%	-24.23%
2009 年 7 月中旬	10.44	10.34	9.88	13.97	0.93%	5.66%	-25.27%

2009 年 7 月上旬	10.34	10.09	9.84	14	2.43%	5.09%	-26.15%
2009 年 6 月下旬	10.09	9.88	9.95	14.02	2.20%	1.47%	-28.02%
2009 年 6 月中旬	9.88	9.84	10.06	14.06	0.38%	-1.79%	-29.76%
2009 年 6 月上旬	9.84	9.95	10.25	14.1	-1.09%	-4.04%	-30.22%
2009 年 5 月下旬	9.95	10.06	10.63	14.14	-1.08%	-6.42%	-29.67%
2009 年 5 月中旬	10.06	10.25	10.84	14.27	-1.93%	-7.23%	-29.51%
2009 年 5 月上旬	10.25	10.63	11.13	14.36	-3.54%	-7.91%	-28.58%

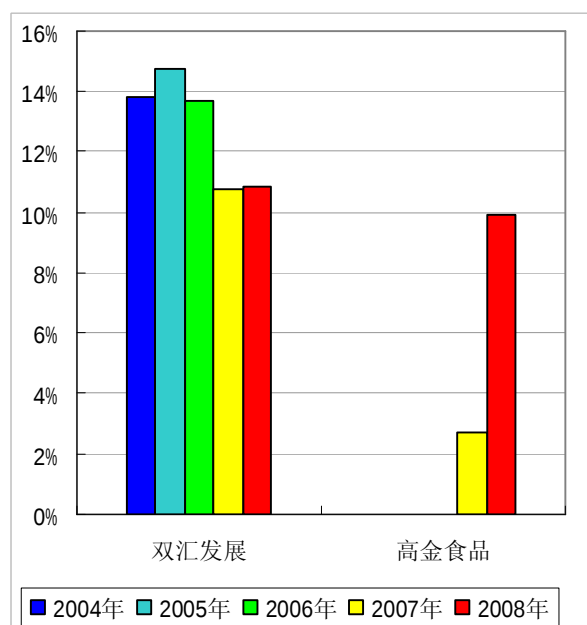
资料来源：国家发展改革委

2009 年 8 月下旬，芝加哥商业交易所五花猪肉近期期货合约周平均价格为每吨 976 美元（44.25 美分/磅），换成人民币元计价，仅为 3.4 人民币元/斤，远低于我国五花猪肉 9.5 人民币元/斤批发价格。从美国大量进口猪肉将冲击国内猪肉市场。

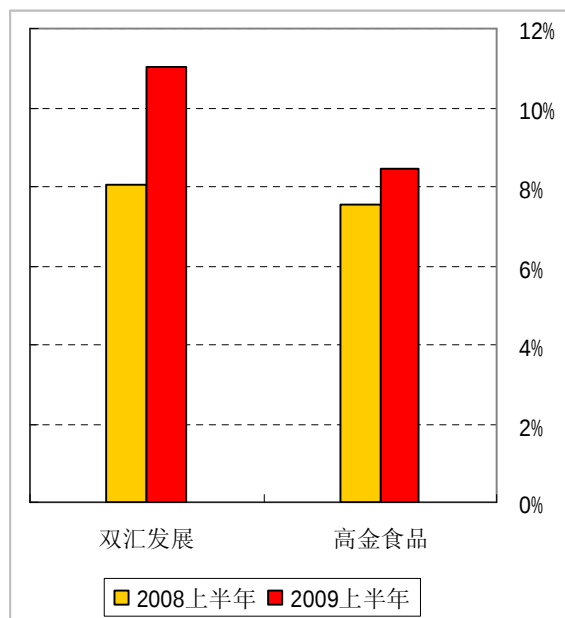
2009 年 8 月下旬，芝加哥商品交易所小麦、玉米和大豆近期期货合约周平均价格分别为每吨 172 美元、125 美元和 368 美元，换成人民币元计价，价格分别是 1175 人民币元/吨、850 人民币元/吨和 2500 人民币元/吨，远低于三种大宗农产品同期国内近期期货合约周平均价格 2155 人民币元/吨、1700 人民币元/吨和 3700 人民币元/吨。小麦、玉米和大豆是主要饲料原料，未来饲料价格仍然以防止下跌为主，成本推动猪肉价格上涨的动力不足。

2009 年下半年到 2010 年下半年我国猪肉价格处于周期波动的上升阶段，猪肉价格将震荡上行，养猪、生猪屠宰和猪肉加工行业上市公司经营业绩将迎来 1 年以上的上升时期。

图 23：2004 年-2008 年 2 家猪肉制品公司营业利润率 图 24：2009 年上半年 2 家猪肉制品公司营业利润率



资料来源：公司公告



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，

请务必阅读正文之后的重要声明

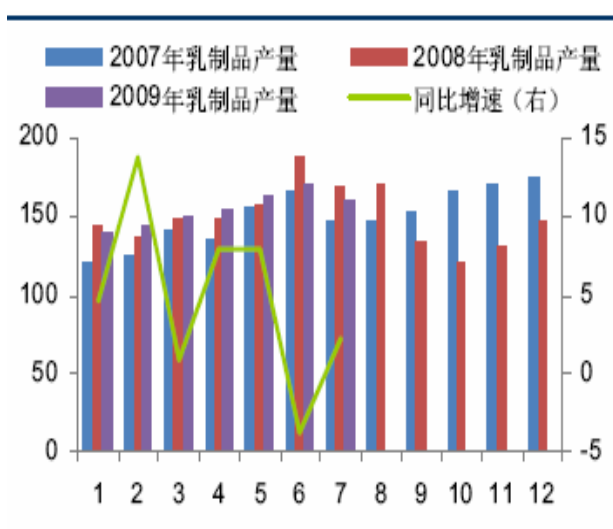
22

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。但是，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。

九、三聚氰胺事件影响逐渐降低和政府调控政策给乳业上市公司带来的投资机会

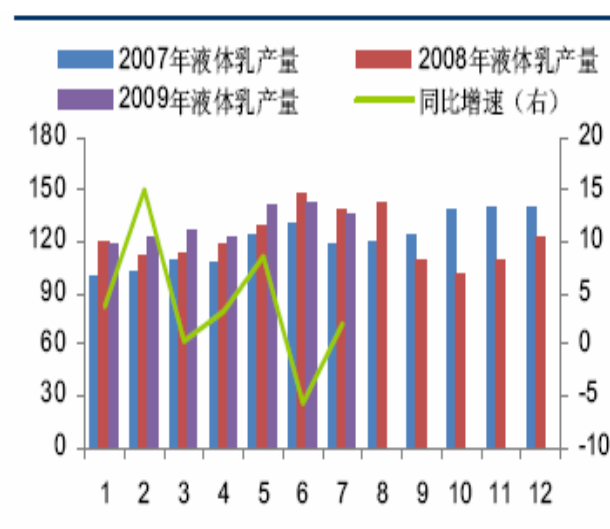
2008 年 9 月份爆发的三聚氰胺事件沉重打击了我国乳行业，乳制品和液体乳月度产量同比出现比较大幅度下降。由于政府和企业对乳品实行严格的质量管理，进入 2009 年以后，三聚氰胺事件影响逐渐降低，乳制品和液体乳月度产量同比恢复增长，预计 2009 年第四季度乳制品和液体乳产量同比将大幅度增长。

图 25: 2007 年-2009 年我国乳制品月度产量 (万吨)



资料来源：中国奶业协会

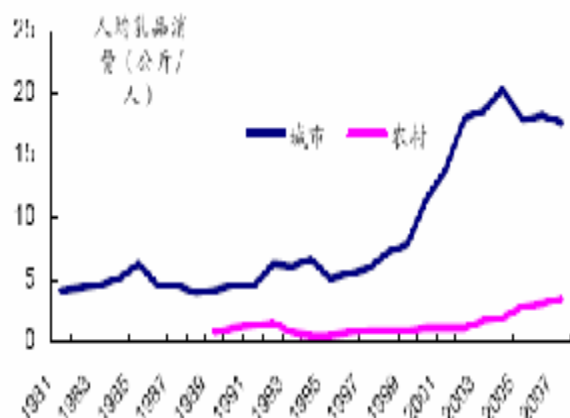
图 26: 2007 年-2009 年我国液体乳月度产量 (万吨)



资料来源：中国奶业协会

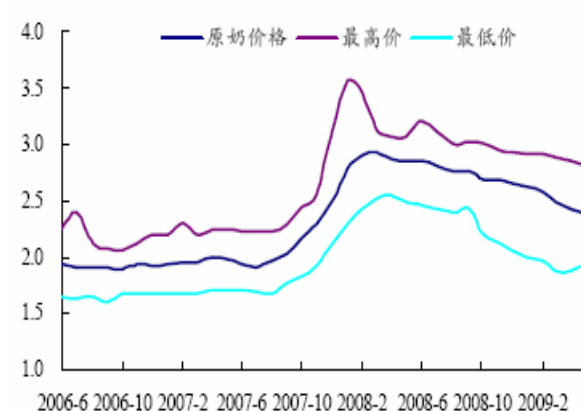
我国乳品消费仍然有广阔的市场空间，农村人口总数超过城市人口总数，农村人口年乳品消费量远低于城市人口。经济危机爆发以后，国际原奶价格大幅度下降，我国原奶收购价格呈缓慢下降趋势。

图 27: 我国城市和农村人口年乳品消费量



资料来源：中国奶业协会

图 28: 我国原奶收购价格 (元/公斤)



资料来源：中国奶业协会

广阔的市场空间和缓慢下降的原奶收购价格为乳品公司经营规模和盈利水平恢复增长提供了有利条件。2009年上半年，我国乳品行业*ST伊利、光明乳业、三元股份、维维股份等4家上市公司乳品业务营业利润率同比均实现增长；除维维股份外，3家上市公司乳品业务营业收入均实现增长。

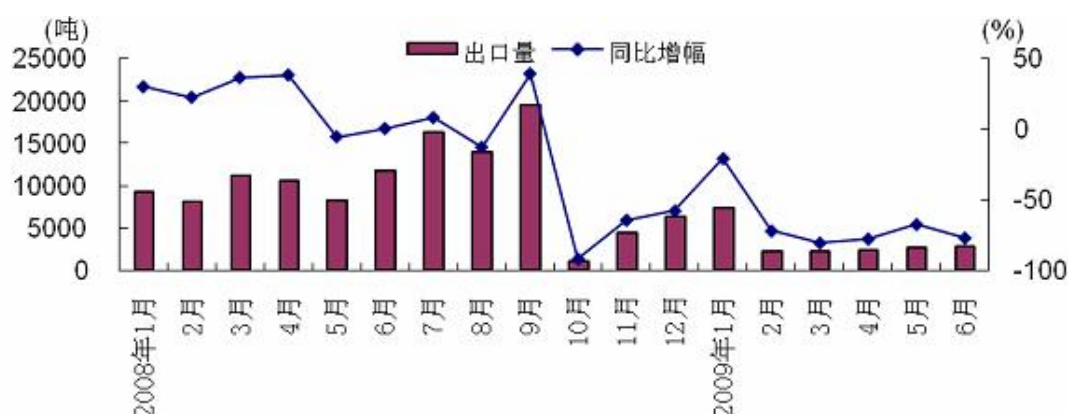
表 9：2009 年上半年，4 家上市公司乳品业务主要经营指标（亿元）

	营业收入	同比	营业利润率	同比
*ST 伊利	120.1	7.86%	35.67%	增加 6.06 个百分点
光明乳业	36.57	0.28%	39.44%	增加 2.02 个百分点
三元股份	11.29	75.76%	26.62%	增加 8.38 个百分点
维维股份	4.78	-10.63%	26.08%	增加 2.02 个百分点

资料来源：公司公告

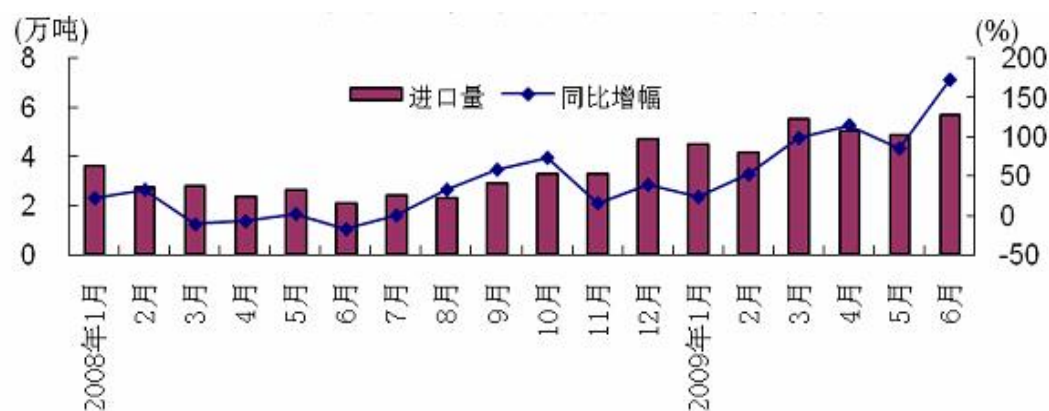
但是，我国乳制品进出口形势仍然严峻。今年上半年我国出口乳制品 2 万吨，价值 3630 万美元，分别比去年同期下降 66.8%和 72%；出口均价为每吨 1849 美元，下跌 15.6%。同期，进口 29.8 万吨，价值 5.2 亿美元，分别增长 83.7%和 17.6%；进口均价为每吨 1733 美元，下跌 36%。

图 29：2008 年 1 月以来我国乳制品出口月度走势图



资料来源：中国海关

图 30：2008 年 1 月以来我国乳制品进口月度走势图



资料来源：中国海关

今年上半年我国乳制品出口量急剧萎缩，进口量大幅攀升。国外进口商对我国的乳制品仍然持观望态度，各国针对我国乳制品出口限制措施也使我国乳品出口阻力重重。国内消费者对国产乳制品的信任危机依然存在，外国品牌乳制品趁机进入国内市场，从而带动乳制品进口大幅增长。

今年上半年我对香港出口乳制品 1.1 万吨，下降 49.9%，占同期我乳制品出口总量的 55%。此外，对委内瑞拉出口 5250 吨，增长 5%，占 26.3%。同期，自新西兰进口乳制品 12.5 万吨，增长 2.3 倍；美国 7.7 万吨，增长 48.5%；欧盟 6.7 万吨，增长 35.7%。上述三者合计占同期我国乳制品进口总量的 90.3%。

值得关注的是，自去年 10 月以来我国进口奶粉价格一路走低，数量持续增长，大大蚕食了国产乳品企业原来占据的市场份额，进一步挤压国内企业的生存空间。4 月份以来，我国北方牛奶主产区进入产奶旺季，在乳品企业库存居高不下的情况下，原奶产量的大幅增加导致短期内原奶供应过剩，收购价格继续下滑，使奶农生产信心受挫，一些地方甚至出现奶农倒奶、杀牛现象。

为了调控我国奶业发展，国家发展改革委和工信部于 2009 年 7 月 17 日联合发布了《乳制品工业产业政策（2009 年修订）》，对乳制品原料采购、生产和销售各个环节质量管理提出了更高的要求，将与新建乳制品加工项目相匹配的稳定可控的奶原基地产生鲜乳的能力由 30% 提高到 40%，扩建乳制品加工项目相匹配的稳定可控的奶原基地产生鲜乳的能力保持在 75% 不变。鼓励国内企业兼并重组国内乳制品企业，培育一批年销售收入超过 20 亿元的骨干企业。自 2009 年 8 月 1 日起，商务部对鲜奶、奶粉和乳清实行进口报告管理；海关总署对鲜奶、奶粉和乳清实施自动进口许可管理。国家对奶业调控政策有利于改善奶业竞争环境，有利于奶业龙头上市公司扩大经营规模和提高盈利水平。

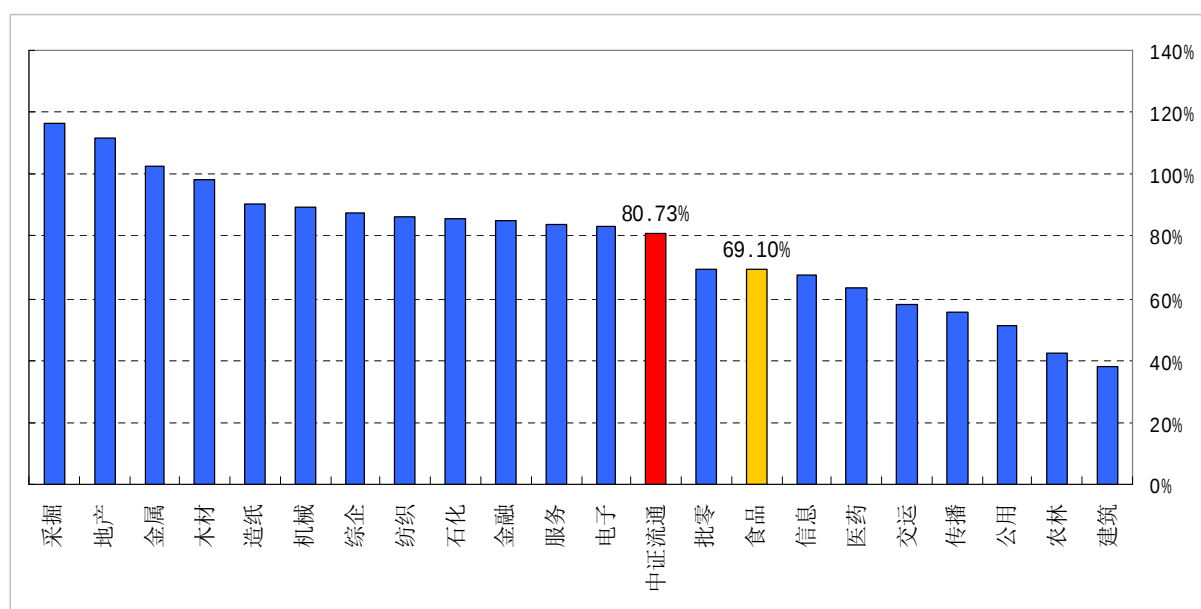
十、行业投资建议和评级

经济危机损害了我国的出口，我国商品出口形势严峻，出口被损坏在相当长时期内将无法恢复。政府实施大规模投资计划和宽松货币政策，短期取得了明显成效，但是负面效益日益显现。国家发展改革委下半年巩固经济企稳回升势头八项措施将促进消费放到突出重要的位置。食品饮料行业是消费领域的重要行业，政府促进消费政策将有利于食品饮料行业上市公司扩大经营规模，提高经营业绩，为食品饮料行业上市公司股票带来投资机会。

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，第四季度仍然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。

第四季度，生产和消费旺季和白酒涨价预期给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葡萄酒行业上市公司带来投资机会；生产和消费旺季和江浙沪地区经济恢复活力预期给黄酒行业上市公司带来投资机会；兼并、重组预期给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；猪肉价格进入周期波动的上升阶段给猪肉制品行业上市公司带来投资机会；三聚氰胺事件影响逐渐降低和政府调控政策给乳业上市公司带来的投资机会。

图 31：2009 年初-2009 年 9 月中旬食品饮料行业涨幅在所有行业涨幅中排名



资料来源：中证指数有限公司

2009 年初到 9 月中旬，食品饮料行业总体上弱于大势，未来这种格局将改变，给予食品饮料行业“强于大势”评级。

十一、重点上市公司盈利预测和评级

表 10：重点上市公司盈利预测和评级

代码	名称	细分行业	9 月 14 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	167.08	4.03	5.13	6.31	41.4	32.5	26.4	推荐
000858	五粮液	粮食白酒	23.07	0.48	0.73	0.94	46.9	30.7	23.	推荐
000869	张裕 A	葡萄酒	56.56	1.70	2.01	2.41	33.1	27.9	23.3	推荐
600737	中粮屯河	制糖番茄酱	14.29	0.31	0.45	0.53	45.1	30.7	26.1	推荐
000895	双汇发展	猪肉加工	40.06	1.15	1.43	1.74	33.6	26.9	22.3	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，通过提价可以实现将增加的白酒消费税完全转嫁给消费者。2009 年 6 月末，贵州茅台白酒存货成本 27.13 亿元，存货潜在销售毛利额 283.19 亿元，未来盈利潜力远远领先于五粮液、泸州老窖和山西汾酒。

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、国外洋酒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。

五粮液（000568） 2008 年 6 月，“五粮液酒传统酿造技艺”入选国家级非物质文化遗产名录。五粮液从 2007 年开始对产品结构进行战略调整，压缩中低档次产品生产和销售，扩大高档次产品生产和销售，经过将近三年的战略调整，取得了明显成效，公司白酒年产量由 2007 年的将近 20 万吨缩减到 2009 年的预计 10 万吨以下，但是白酒营业利润由 2007 年的不到 40 亿元上升到 2009 年的预计 60 亿元以上，白酒营业利润率由 2007 年的不到 50% 上升到 2009 年的预计将近 70%。为应对白酒消费税政策调整，五粮液决定从 2009 年 8 月 18 日起对 52 度五粮液和 39 度五粮液产品的对外销售价格 在原价基础上上调 6.7% 和 3.9%。2009 年 6 月末，五粮液白酒存货成本 28.36 亿元，存货潜在销售毛利额 85.86 亿元，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、国外洋酒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，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。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。葡萄资源供给不足和激烈竞争抑制了东部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，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，糖产量占到新疆糖总产量的 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。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。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，未来一年我国猪肉价格进入周期波动的上升阶段。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

I 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

I 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。