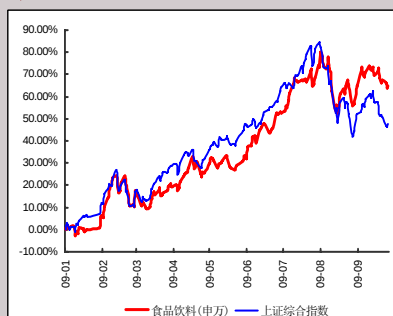




行业评级:

谨慎推荐 (维持)

行业指数



消费旺季来临 盈利增长确定

— 食品饮料行业 2009 年四季度投资策略

投资要点:

◇我国经济处于复苏通道，但回升基础还不稳固，如果贸易战升级导致出口低迷将影响 4 季度乃至明年上半年的经济增长速度。在此不确定的大背景下，食品饮料行业的增长还是比较确定的。一方面，四季度是食品饮料行业的消费旺季，去年同期基数较低，因此行业实现利润正增长的概率很大；另一方面，对于啤酒、乳业、肉制品等大众消费品板块，企业将继续享受成本下降带来的业绩增厚，对于白酒、葡萄酒等可选消费品板块，在经济复苏过程中反弹力度更大。因此四季度的食品饮料板块将是很好的防御型品种。

◇白酒：09 年 1-8 月，白酒行业累计实现产量 420.38 万吨，同比增长 21.57%，环比增速基本持平；8 月单月销量为 51.38 万吨，同比增长 21.64%，增速环比下降了 16.40 个百分点，但仍维持在正常水平。我们认为 6、7 月消费淡季白酒产量仍维持较高增速与白酒提价预期强烈经销商囤货有关，因此 8 月份白酒消费新政出台后有所回落，而且 8 月公安部严查酒后驾车对白酒的消费还是产生了一定程度的影响，在为期 2 个月的严查后可能会出现一定恢复。年底前后是白酒的消费旺季，三大白酒企业提价可能性很大，白酒企业业绩持续增长确定性高，四季度白酒板块的投资机会较为明显。

◇葡萄酒：09 年 1-8 月，葡萄酒行业累计实现产量 53.90 万吨，同比增长了 12.27%，增速环比增长了 4.09 个百分点。8 月单月葡萄酒销量为 7.15 万吨，同比增长 43.63%，增速环比增长了 17.98 个百分点。葡萄酒行业的产销量增速自 08 年中期开始就持续下降，今年 1-4 月甚至出现持续的负增长，自 5 月以来单月产量逐步提升。葡萄酒属于典型的消费升级品种，受经济不景气的影响最大，行业再度繁荣要等待实体经济的全面复苏，进口葡萄酒也对行业产生一定影响。

◇啤酒：国际大宗商品价格下跌降低了啤酒企业的成本，进口啤酒价格跌

齐鲁证券有限公司
研究所
行业公司部

分析师
傅苏

Tel: (8621) 58306749
Fax: (8621) 58318543
Email: fusu@qlzq.com.cn

重要声明：本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。



至 2007 年水平。金融危机对啤酒行业影响很小，啤酒生产企业甚至迎来了难得的成本下降的发展机会，经营情况大为改善。2009 年啤酒行业的产量和利润增速超过了 2008 年水平。进入 8 月份以来，啤酒月度产量增速放缓，禁酒令的颁布实施对啤酒消费产生一定影响。

◇黄酒：行业整体规模比较稳定，市场竞争加剧后企业盈利状况下降，金融危机降低了对高端产品的市场需求。黄酒行业产量增长比较稳定，但利润增速下滑。黄酒行业的发展还有待龙头企业加快整合力度，产生良性竞争，以保证利润空间。

◇乳制品：受国际奶粉价格下跌影响和三聚氰胺事件使得国内原奶需求下降，原奶价格在上半年一直处于低位。预期四季度原奶价格维持低位，成为乳品企业业绩增长的保障。

◇肉制品：二季度国家收储推动生猪价格出现反弹，生猪价格在连续上升了 12 周以后，于 9 月份略有回落。四季度是消费旺季，猪肉价格或将呈现小幅回升的态势，但价格低于去年同期水平，对加工企业的成本不会造成大的压力。

◇在三季度，食品饮料板块上涨 3.38%，同期 A 股市场平均涨幅为 0.11%，在分板块涨跌幅统计中，食品饮料板块涨幅相对较小排第五，体现出防御型特征。

◇食品饮料行业相对于 A 股平均估值溢价水平处于历史低位。

◇维持食品饮料行业“谨慎推荐”的投资评级。推荐组合如下：

表：食品饮料行业重点公司评级一览

代码	简称	股价	EPS			PE			评级
			08	09E	10E	08	09E	10E	
600600.SH	青岛啤酒	29.42	0.53	0.86	1.09	55.51	34.21	26.99	推荐
000895.SZ	双汇发展	41.86	1.15	1.43	1.70	36.40	29.27	24.62	谨慎推荐
600887.SH	*ST伊利	19.67	(2.11)	0.53	0.78	(9.32)	37.11	25.22	谨慎推荐
000858.SZ	五粮液	20.91	43.56	29.87	20.30	0.48	0.70	1.03	推荐
000568.SZ	泸州老窖	29.40	0.91	1.15	1.40	32.31	25.57	21.00	谨慎推荐
600519.SH	贵州茅台	164.86	4.03	5.01	6.30	40.91	32.91	26.17	推荐
000869.SZ	张裕A	61.50	1.70	2.00	2.46	36.18	30.75	25.00	谨慎推荐

资料来源：公司公告，齐鲁证券研究所





正文目录

一、四季度食品饮料行业运行环境	- 5 -
1、经济步入复苏通道，回升基础仍不稳固	- 5 -
2、四季度是消费旺季，实现增长的确定性高	- 6 -
3、行业景气度回升，成本压力依然较小	- 6 -
二、食品饮料行业运行情况	- 8 -
1、子行业前三季度运行数据分析	- 8 -
白酒：迎来消费旺季，年底提价概率大	- 9 -
葡萄酒：行业盈利情况缓慢恢复中	- 11 -
啤酒：需求稳定增长，成本显著下降	- 12 -
黄酒：尚未走出低谷，期待龙头整合	- 13 -
乳制品：原奶价格低位，增厚企业盈利	- 14 -
肉制品：四季度生猪价格或将回升	- 15 -
2、行业重大事件的影响分析	- 16 -
“禁酒令”对中档白酒、啤酒、葡萄酒消费产生负面影响	- 16 -
白酒消费税新政将增加企业税负，白酒提价势在必行	- 17 -
3、板块三季度跑赢大盘	- 18 -
4、板块估值溢价率处于历史低位	- 19 -
三、四季度食品饮料行业投资策略	- 20 -
1、大众消费品：成本处于低位，盈利稳步增长	- 20 -
2、可选消费品：经济复苏阶段的投资优选，具备估值优势	- 21 -
3、投资建议	- 21 -
4、重点上市公司	- 22 -
青岛啤酒（600600）	- 22 -
双汇发展（000895）	- 23 -
张裕A（000869）	- 24 -



图目录

- 2 -

图 1: 食品饮料行业景气指数开始见底回升	- 6 -
图 2: PMI指数保持在 50%之上	- 7 -
图 3: 非制造业PMI商务活动指数快速回升	- 7 -
图 4: 食用农产品价格下半年有所回升	- 8 -
图 5: 农副食品加工业主营收入、利润总额同比增长走势	- 8 -
图 6: 食品制造业主营收入、利润总额同比增长走势	- 9 -
图 7: 饮料制造业主营收入、利润总额同比增长走势	- 9 -
图 8: 白酒行业利润增速淡季回升	- 10 -
图 9: 白酒淡季产量增速超同期	- 10 -
图 10: 葡萄酒行业盈利状况缓慢恢复	- 11 -
图 11: 葡萄酒月度产量缓慢稳步回升	- 11 -
图 12: 09 年进口葡萄酒同比减少	- 12 -
图 13: 啤酒行业利润增速超过去年同期水平	- 12 -
图 14: 啤酒月度产量 8 月份有所回落	- 13 -
图 15: 黄酒行业利润增速负增长	- 13 -
图 16: 黄酒月度产量增速比较稳定	- 14 -
图 17: 乳业盈利能力显著改善	- 14 -
图 18: 乳制品月度产量快速恢复	- 15 -
图 19: 原奶价格低位徘徊	- 15 -
图 20: 生猪价格反弹后回落	- 16 -
图 21: 屠宰及肉制品加工业利润增速提升	- 16 -
图 22: 2009 年三季度食品饮料板块二级市场走势	- 18 -
图 23: 2009 年三季度分板块二级市场涨跌幅统计	- 19 -
图 24: 分板块食品饮料行业市盈率处于中游水平	- 19 -
图 25: 食品饮料板块相对A股PE溢价率处于历史低位	- 20 -

表目录

表 1: 重点公司盈利预测、估值与投资建议	- 22 -
表 2: 青岛啤酒 (600600) 主要财务指标	错误! 未定义书签。
表 3: 双汇发展 (000895) 主要财务指标	错误! 未定义书签。
表 4: 张裕A (000895) 主要财务指标	- 24 -





一、四季度食品饮料行业运行环境

1、经济步入复苏通道，回升基础仍不稳固

二季度以来中国经济步入明显的复苏通道。在经历了金融危机的冲击，全球经济增长放缓的背景下，中国经济仍取得二季度 GDP 同比增 7.9%，环比增幅上升 1.8 个百分点的增长。一直处于负增长的 CPI 数据，也在 8 月份出现环比 6 个月来首次由负转正，专家预计 CPI 将于 11 月份有负转正。十七届中央委员会第四次全体会议公报指出，去年下半年以来我国经济增长明显下滑趋势得到遏制，经济形势总体呈现企稳向好势头。十七届四中全会强调“经过全党全国共同努力，去年下半年以来我国经济增长明显下滑趋势得到遏制，经济形势总体呈现企稳向好势头。同时，世界经济复苏将是一个缓慢曲折的过程，我国经济回升基础还不稳定、不巩固、不平衡，国际国内不稳定不确定因素仍然很多，我国经济发展仍处在保增长的关键阶段……要继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，保持宏观经济政策的连续性和稳定性”。多数机构、学者对四季度中国经济增长预测乐观。亚洲开发银行此前就发布报告称，面对全球性经济低迷，亚洲国家正在证明自身要比最初预期的更具活力，预计中国 2009 年和 2010 年的增长率将超过 8%，将成世界经济复苏的“领头羊”。该报告还预测，明年中国政府将继续保持财政刺激政策，而世界经济也会温和复苏，这将推动明年中国经济增长率达到 8.9%。目前中国经济的增长情况好于美国、日本、欧洲、俄罗斯以及“金砖四国”中的其他国家，是世界主要经济体中最好的。

然而下半年以来各国贸易保护性措施增加，“出口轮胎案”、“进口鸡肉案”、“无缝钢管案”等贸易摩擦有升级趋势，这对我国出口恢复相当不利。如果四季度出口恢复受到抑制，将影响经济复苏的恢复程度。

因此，虽然我们对经济复苏之路充满信心，但目前经济回升的基础仍不稳固，如果出口持续低迷，我国经济或将面对“W 型”复苏过程，经济恢复增长仍存在不确定性。



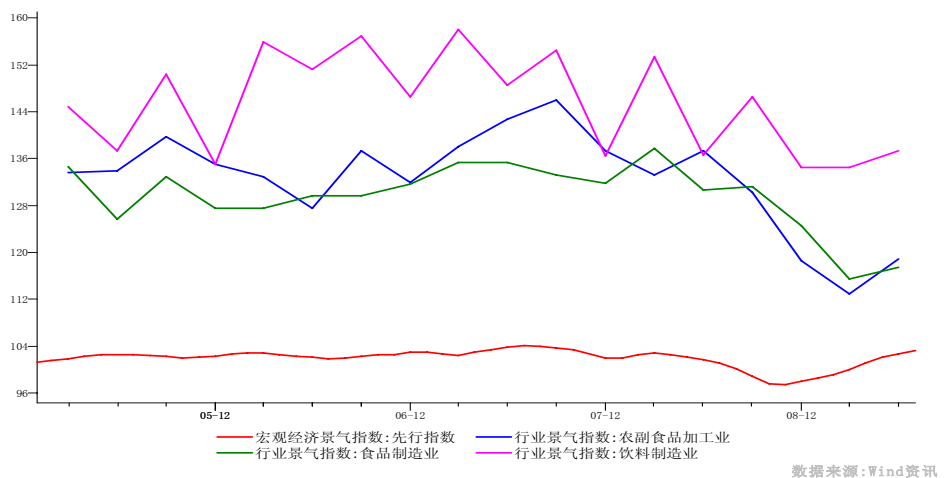
2、四季度是消费旺季，实现增长的确定性高

在此背景下，四季度是食品饮料行业的传统消费旺季，企业业绩恢复增长的确定性很强。而且，国家刺激投资的政策或将趋于温和，而拉动内需的潜力还很大，食品饮料行业的防御型特征再度显现。

3、行业景气度回升，成本压力依然较小

食品饮料行业的景气回升往往滞后于宏观经济景气指数。从历史经验可以看出，宏观经济景气指数会先于食品饮料行业景气指数见底，并且食品饮料行业指数往往在宏观经济景气指数反弹数月后创下阶段性低点，而后反弹。在经历了 2008 年的持续下滑后，宏观经济景气先行指数在 2009 年稳步回升，食品饮料行业景气指数也在 09 年 6 月份开始触底反弹。食品饮料行业景气指数随宏观经济景气先行指数呈现企稳回升态势。

图1：食品饮料行业景气指数开始见底回升

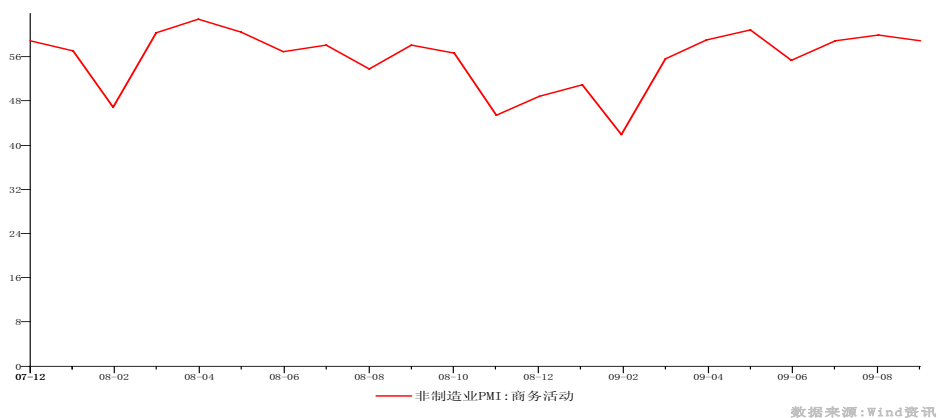


资料来源：WIND 资讯，齐鲁证券研究所

09 年 3 月份起，采购经理人指数 PMI 再度回到 50% 之上，被视为经济扩张的信号。非制造业 PMI 商务活动指数快速回升，经济活动的活跃程度对于餐饮渠道中食品饮料尤其是酒类消费的刺激作用很大。

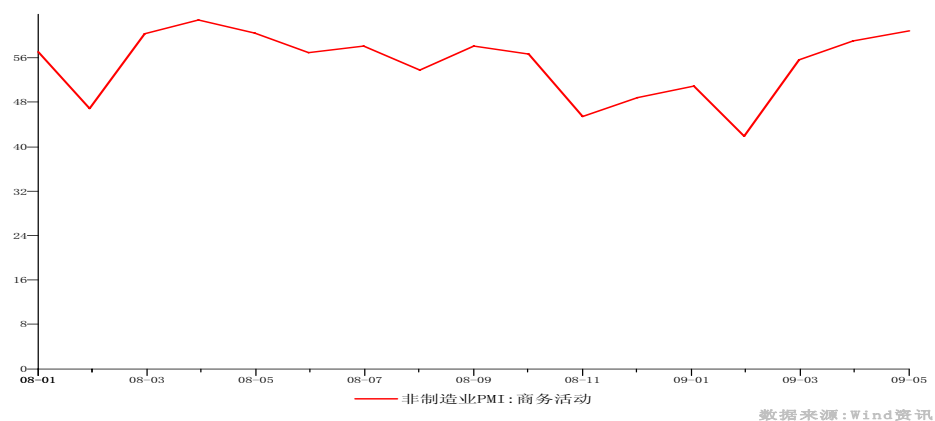


图2: PMI指数保持在50%之上



资料来源: WIND 资讯, 齐鲁证券研究所

图3: 非制造业PMI商务活动指数快速回升



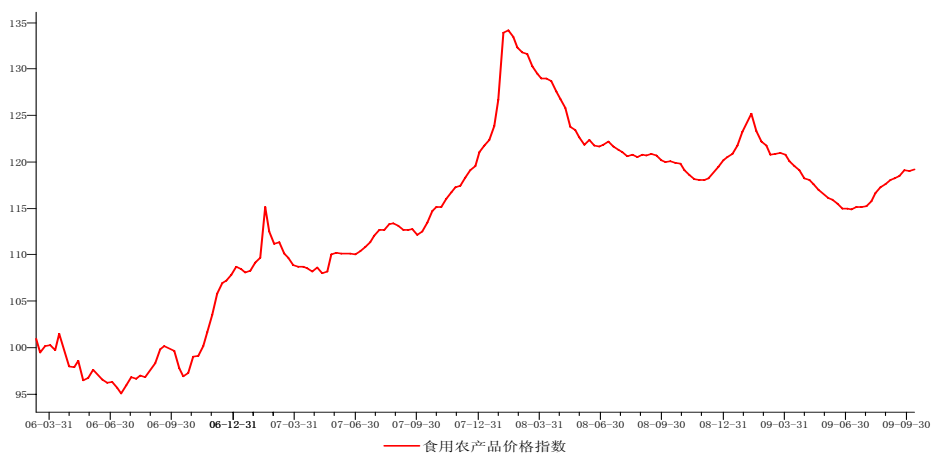
资料来源: WIND 资讯, 齐鲁证券研究所

在经济复苏的背景下, 食品饮料行业的产品需求增长, 农产品价格在下半年有所反弹, 但仍低于去年同期水平。

2009 年夏粮丰收, 我国已经实现连续六年丰收增产, 粮食库存保证了农产品价格的稳定。



图4：食用农产价格下半年有所回升



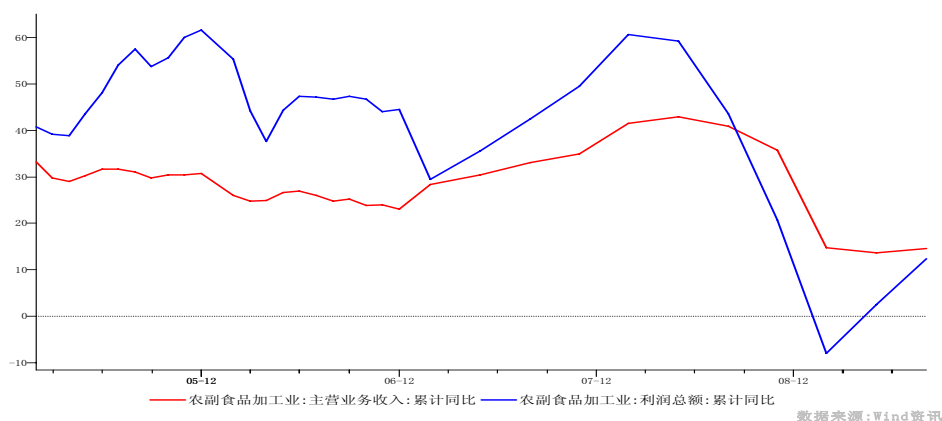
资料来源：WIND 资讯，齐鲁证券研究所

二、食品饮料行业运行情况

1、子行业前三季度运行数据分析

随着经济的回暖，食品饮料行业业绩从今年二月份开始呈现快速恢复增长。尤其是饮料制造业的利润增速快速回升。

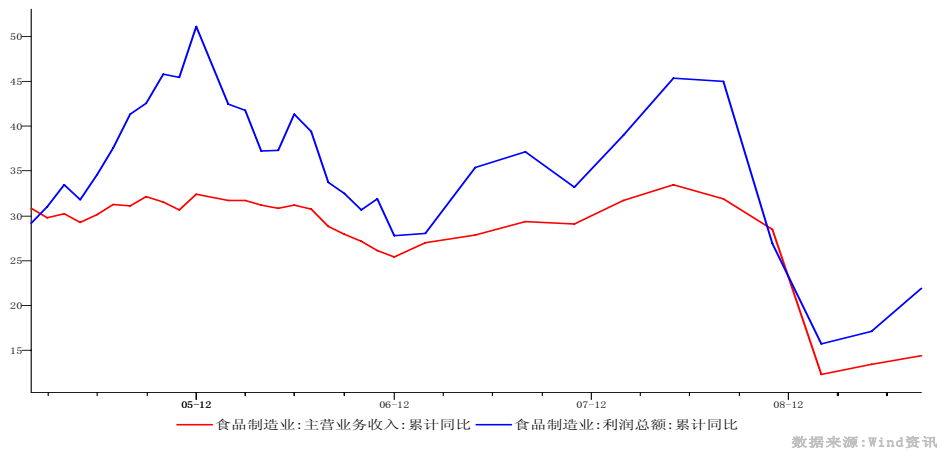
图5：农副食品加工业主营收入、利润总额同比增长走势



资料来源：WIND 资讯，齐鲁证券研究所

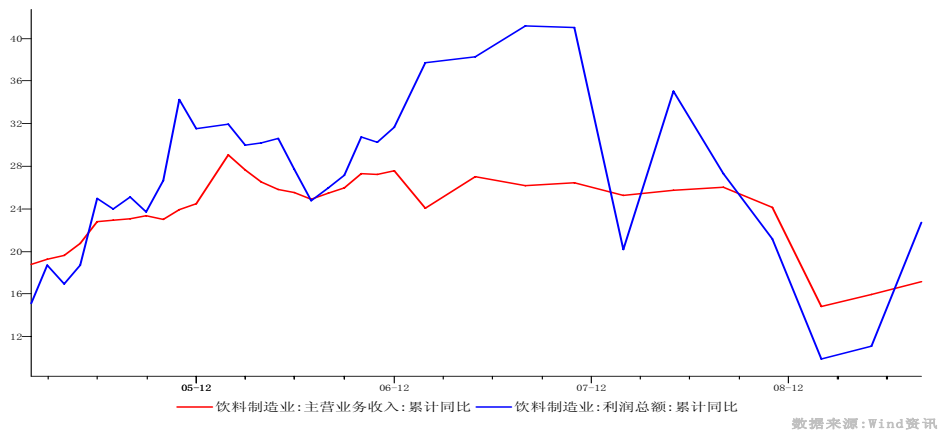


图6：食品制造业主营收入、利润总额同比增长走势



资料来源：WIND 资讯，齐鲁证券研究所

图7：饮料制造业主营收入、利润总额同比增长走势



资料来源：WIND 资讯，齐鲁证券研究所

从主要子行业月度产销量的数据来看，在上半年行业业绩较快回暖的基础上，7-8 月食品饮料各子行业的产销量的增速也继续实现了稳步的回升。1-8 月白酒累计产量为 420.37 万千升，增速 21.6%，较去年同期上升 3.70 个百分点；啤酒累计产量为 3064.94 万千升，增速 6.6%，较去年同期上升了 0.60 个百分点；葡萄酒累计产量为 53.88 万千升，增速 12.2%，比 1-7 月的增速上升 4.02 个百分点，但较去年同期仍有差距；液体乳累计产量为 1065.93 万吨，同比下降 1.30%。

白酒：迎来消费旺季，年底提价概率大

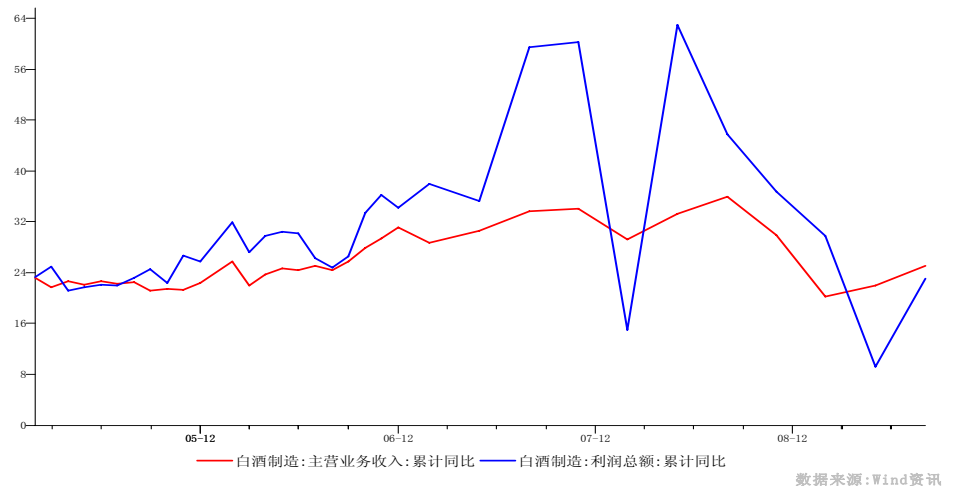
09 年 1-8 月，白酒行业累计实现产量 420.38 万吨，同比增长 21.57%，



环比增速基本持平；8月单月销量为51.38万吨，同比增长21.64%，增速环比下降了16.40个百分点，但仍维持在正常水平。我们认为6、7月消费淡季白酒产量仍维持较高增速与白酒提价预期强烈经销商囤货有关，因此8月份白酒消费新政出台后有所回落，而且8月公安部严查酒后驾车对白酒的消费还是产生了一定程度的影响，在为期2个月的严查后可能会出现一定恢复。

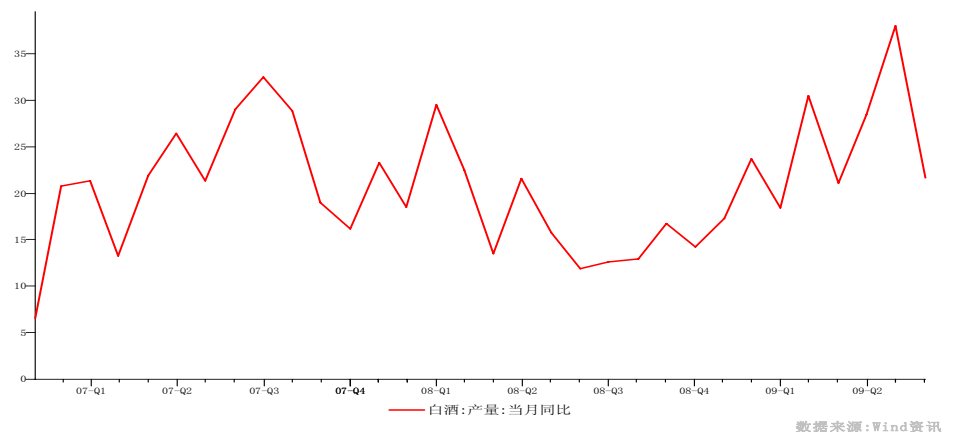
年底前后是白酒的消费旺季，三大白酒企业提价可能性很大，白酒企业业绩持续增长确定性高，四季度白酒板块的投资机会较为明显。

图8：白酒行业利润增速淡季回升



资料来源：WIND 资讯，齐鲁证券研究所

图9：白酒淡季产量增速超同期



资料来源：WIND 资讯，齐鲁证券研究所

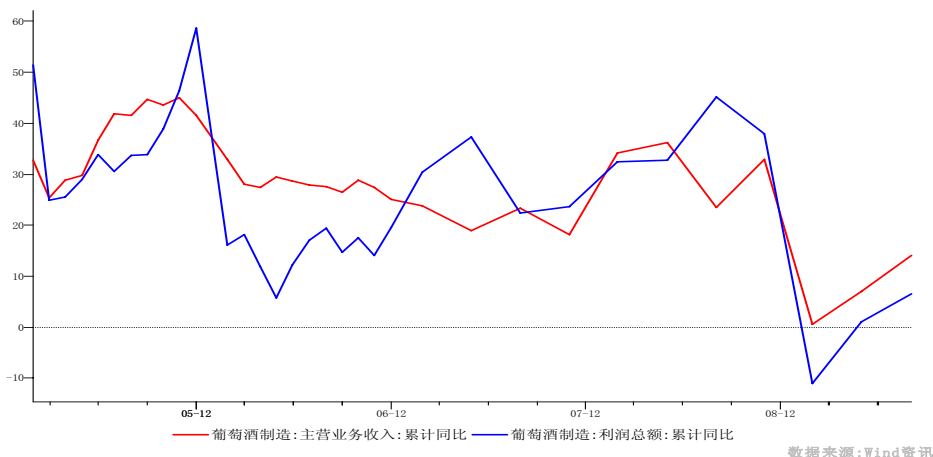


葡萄酒：行业盈利情况缓慢恢复中

09 年 1-8 月，葡萄酒行业累计实现产量 53.90 万吨，同比增长了 12.27%，增速环比增长了 4.09 个百分点。8 月单月葡萄酒销量为 7.15 万吨，同比增长 43.63%，增速环比增长了 17.98 个百分点。

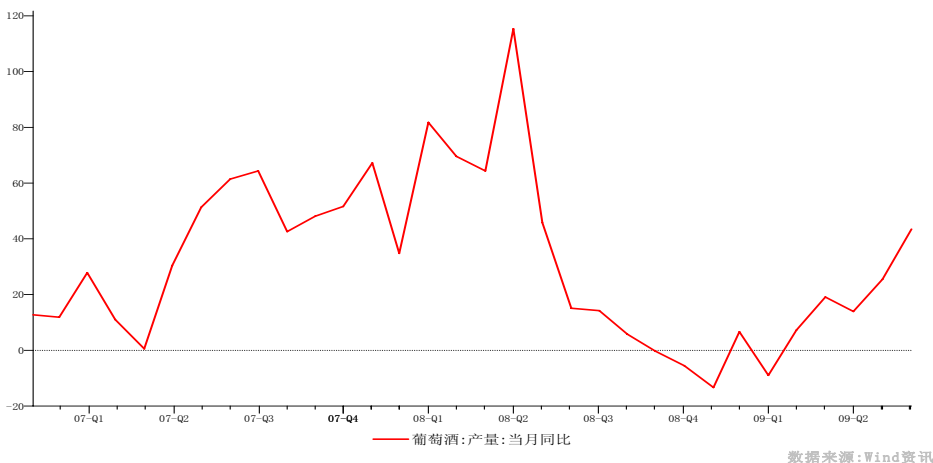
葡萄酒行业的产销量增速自 08 年中期开始就持续下降，今年 1-4 月甚至出现持续的负增长，自 5 月以来单月产量逐步提升。葡萄酒属于典型的消费升级品种，受经济不景气的影响最大，行业再度繁荣要等待实体经济的全面复苏，进口葡萄酒也对行业产生一定影响。

图10：葡萄酒行业盈利状况缓慢恢复



资料来源：WIND 资讯，齐鲁证券研究所

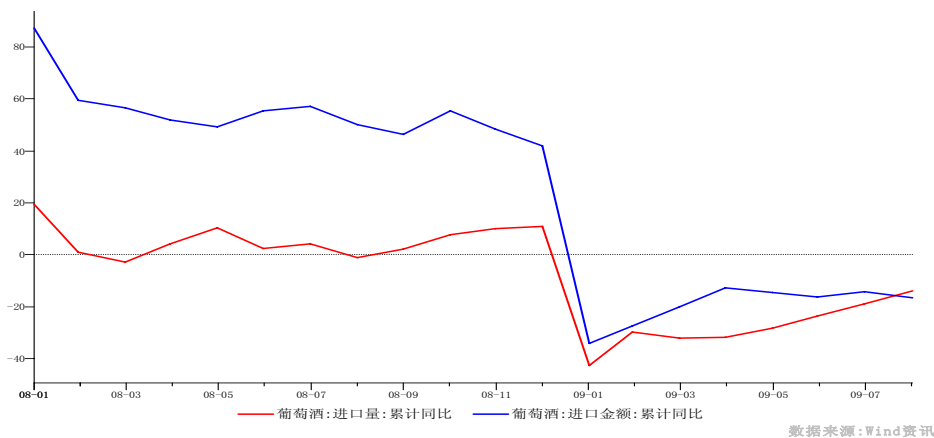
图11：葡萄酒月度产量缓慢稳步回升



资料来源：WIND 资讯，齐鲁证券研究所



图12: 09年进口葡萄酒同比减少

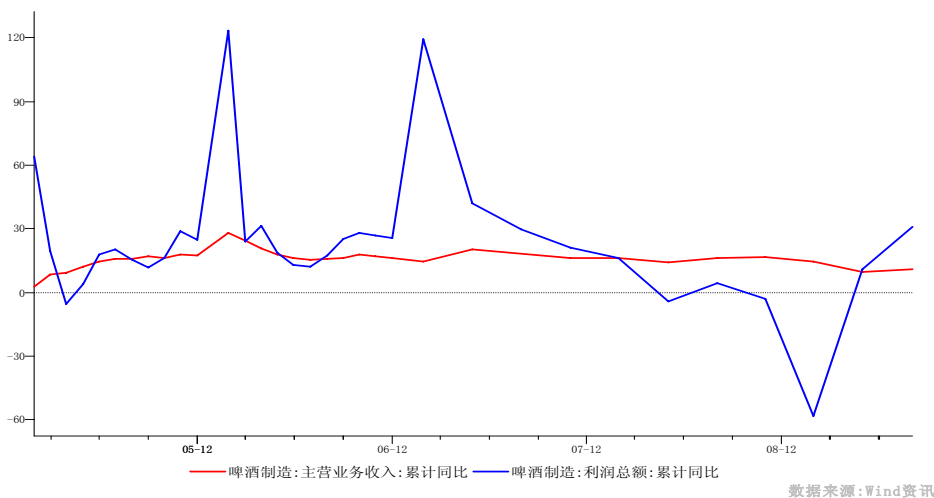


资料来源: WIND 资讯, 齐鲁证券研究所

啤酒: 需求稳定增长, 成本显著下降

国际大宗商品价格下跌降低了啤酒企业的成本, 进口啤麦价格跌至 2007 年水平。金融危机对啤酒行业影响很小, 啤酒生产企业甚至迎来了难得的成本下降的发展机会, 经营情况大为改善。2009 年啤酒行业的产量和利润增速超过了 2008 年水平。进入 8 月份以来, 啤酒月度产量增速放缓, 禁酒令的颁布实施对啤酒消费产生一定影响。

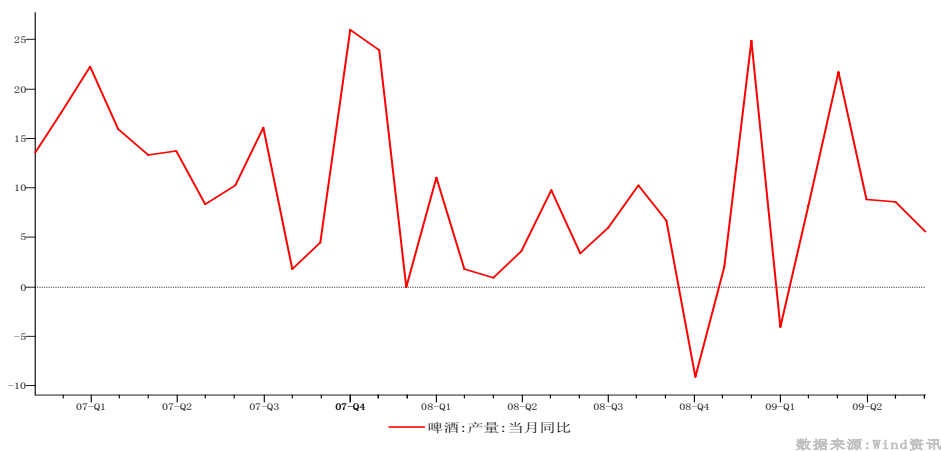
图13: 啤酒行业利润增速超过去年同期水平



资料来源: WIND 资讯, 齐鲁证券研究所



图14: 啤酒月度产量8月份有所回落

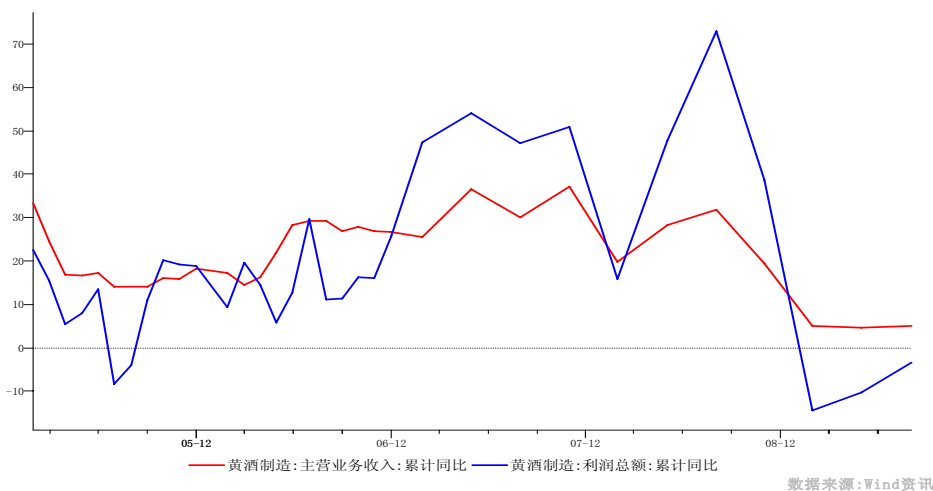


资料来源: WIND 资讯, 齐鲁证券研究所

黄酒: 尚未走出低谷, 期待龙头整合

黄酒行业整体规模比较稳定, 扩张难度较大, 市场竞争加剧后企业盈利状况下降, 金融危机降低了对高端产品的市场需求, 对黄酒企业盈利雪上加霜。从行业财务数据来看, 黄酒企业利润增速下滑(08年中超高增长为古越龙山销售原酒导致行业利润增加所致), 产量增长还是比较稳定的(波动大为黄酒生产季节性强)。黄酒行业有待古越龙山、金枫酒业、会稽山三家龙头加快整合力度, 产生良性竞争, 以保证利润增长空间。

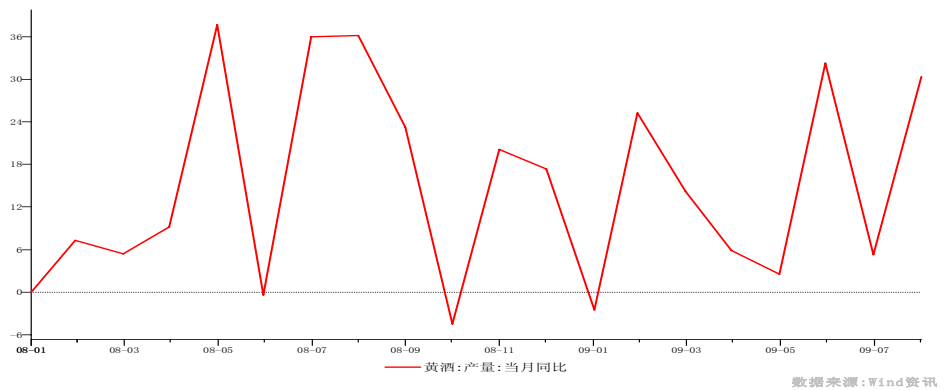
图15: 黄酒行业利润增速负增长



资料来源: WIND 资讯, 齐鲁证券研究所



图16: 黄酒月度产量增速比较稳定

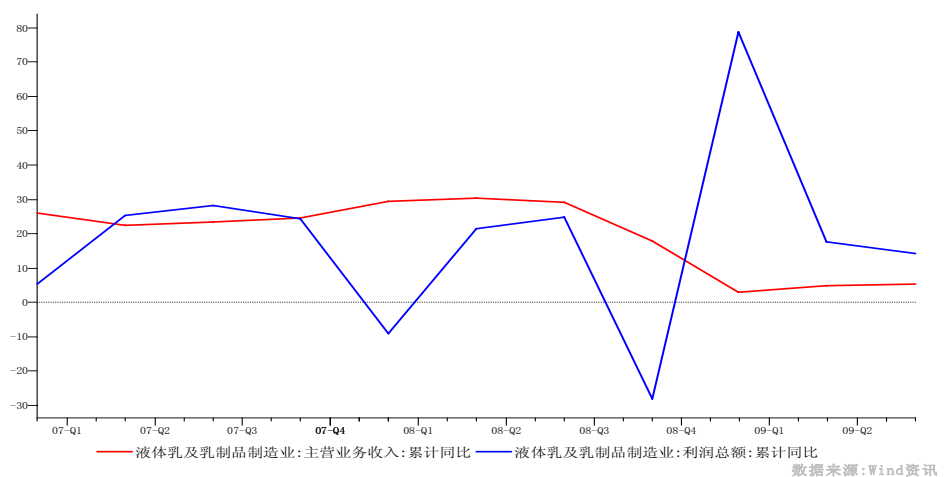


资料来源: WIND 资讯, 齐鲁证券研究所

乳制品: 原奶价格低位, 增厚企业盈利

乳制品属于大众消费品,从营养角度考虑消费量受收入下降影响较小,基本属于刚性需求。受国际奶粉价格下跌影响和三聚氰胺事件使得国内原奶需求下降,原奶价格在上半年一直处于低位。预期四季度原奶价格维持低位,成为乳品企业业绩增长的保障。

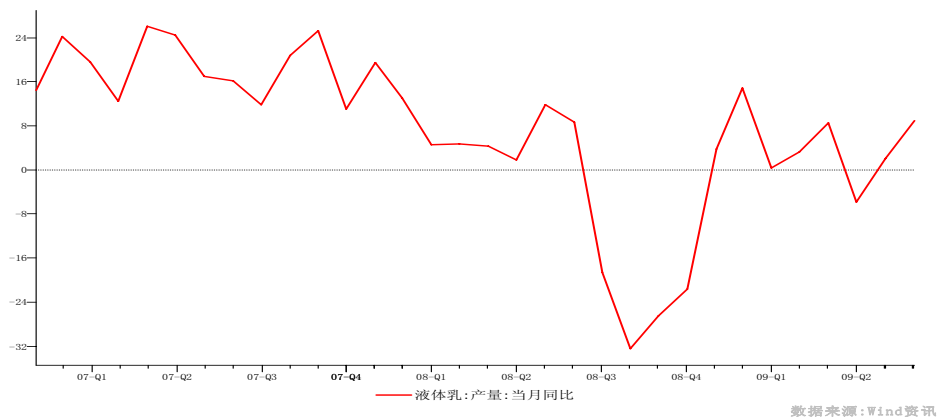
图17: 乳业盈利能力显著改善



资料来源: WIND 资讯, 齐鲁证券研究所

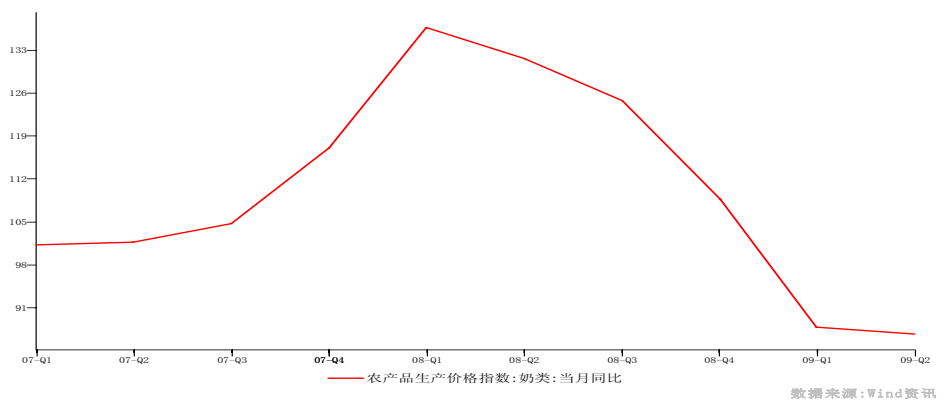


图18: 乳制品月度产量快速恢复



资料来源: WIND 资讯, 齐鲁证券研究所

图19: 原奶价格低位徘徊



资料来源: WIND 资讯, 齐鲁证券研究所

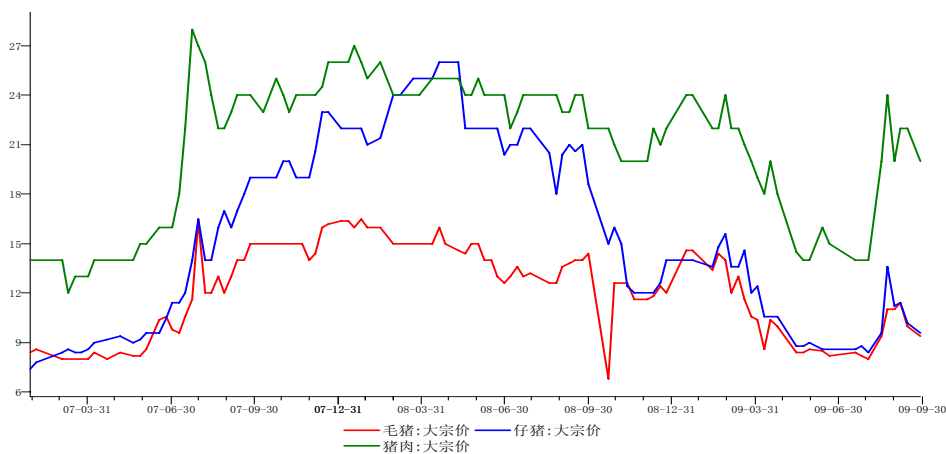
肉制品: 四季度生猪价格或将回升

肉制品属于大众消费品, 由于饮食习惯消费量受金融危机影响不大, 企业业绩主要受到生猪屠宰价格影响。随着肉猪出栏数的恢复, 08 下半年生猪价格开始走低, 大大缓和了肉制品企业的成本压力。09 年爆发的猪流感疫情对于猪肉消费的影响也非常短暂, 猪肉存栏量没有显著下降, 上半年生猪价格一路走低, 肉制品行业将继续享受成本下降的幸福时光。

二季度国家收储推动生猪价格出现反弹, 生猪价格在连续上升了 12 周以后, 于 9 月份略有回落。四季度是消费旺季, 猪肉价格或将呈现小幅回升的态势, 但价格低于去年同期水平, 对加工企业的成本不会造成大的压力。

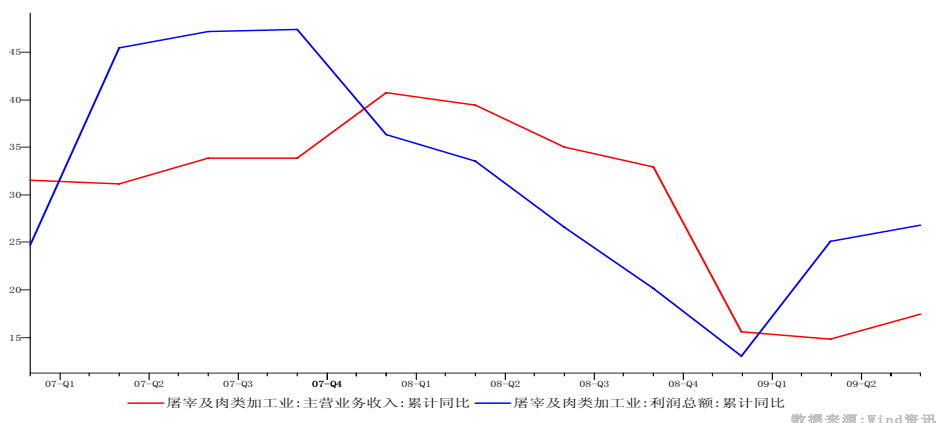


图20: 生猪价格反弹后回落



资料来源: WIND 资讯, 齐鲁证券研究所

图21: 屠宰及肉制品加工业利润增速提升



资料来源: WIND 资讯, 齐鲁证券研究所

2、行业重大事件的影响分析

近期食品饮料行业重大事件主要集中在白酒行业, 白酒消费税新政、“禁酒令”、五粮液遭证监会立案调查事件, 均对白酒行业产生一定的负面影响, 而白酒是食品饮料行业中“白马”、“黑马”最多的板块。

“禁酒令”对中档白酒、啤酒、葡萄酒消费产生负面影响

为了整顿酒后驾车, 公安部自 8 月 15 日开始进行为期 2 个月的针对酒后驾车的专项治理清查活动。此次清查惩罚力度和范围都较大, 对酒类消费产生较大的负面影响。由于酒后驾车的主体多为餐饮消费, 因此对餐饮



渠道的白酒、啤酒、葡萄酒消费均产生不利影响。而高端白酒由于饮用者通常有司机驾车，因此所受影响反而相对较小。

白酒消费税新政将增加企业税负，白酒提价势在必行

8月1日起实施的《白酒消费税最低计税价格核定管理办法(试行)》直接把征税目标指向出厂价低于对外销售价70%的企业。《办法》规定，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(不含增值税)70%以下的，税务机关应核定消费税最低计税价格。白酒企业普遍采取设立销售公司的方式避税，目前A股白酒上市公司的出厂价普遍低于对外销售价的70%，因此白酒税收新政将增加企业的税收负担。以茅台为例，公司半年报显示上半年缴纳消费税金额为2.85亿元，减去其中按1元/KG缴纳的从量税，实际缴纳的从价税只占到55亿元销售收入的4.75%，远低于20%的消费税率。以高度飞天茅台为例，出厂价每瓶439元，终端零售价为700元左右，如果按半年报显示的平均消费税率计算，销售公司拿货价仅为出厂价的1/4左右，如果按照白酒税收新政策规定的至少出厂价60%的税基计算，每瓶酒需多缴纳消费税30元左右。企业税负明显增加。

实际上，近几年白酒产业处于结构升级过程中，中高档产品比例不断提高，白酒企业几乎年年提价。提价的幅度一般在10%左右完全可以覆盖新增的税负，公司利润不降反增。白酒消费税新政反而是认可了白酒企业通过设立销售公司适度避税的做法。虽然8月7日《中国税务报》发表文章《财税部门权威人士明确表示-重核计税价格不应成为白酒涨价理由》，企业短期提价意愿受到抑制，但在年底前后提价的可能性很大。

五粮液被证监会立案调查

证监会9月23日通报了五粮液立案调查进展，经初步调查，发现五粮液存在三方面违法违规行为：(1)未按照规定披露重大证券投资行为及较大投资损失；(2)未如实披露重大证券投资损失；(3)披露的主营业务收入数据存在差错等。证监会有关部门负责人表示，五粮液上述行为涉嫌违反了证券法第六十三条发行人、上市公司依法披露的信息，必须真实、准确、完整，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的规定。目前该案仍在进一步的调查中，证监会将尽快查清事实，并依法按程序作出行政处



罚。

虽然此次调查为历史遗留问题，但或将牵出处罚一部分管理人员，短期负面影响较大。但长期来看，五粮液公司历年诟病关联交易问题已基本解决，真实业绩有望逐步得以恢复，公司投资价值开始显现。

3、板块三季度跑赢大盘

进入 2009 年股指持续反弹，在经济刺激计划引发的流动性充裕行情中，周期性行业成为反弹先锋，食品饮料等防御性板块走势相对平稳，涨幅落后大盘。截至 6 月 30 日，以算术平均法计算统计，全部 A 股涨幅为 89.77%，同期食品饮料板块涨幅为 75.86%，落后于大盘。进入 8 月份以来，大盘开始调整，食品饮料板块表现出防御性特征，在 8 月份和 9 月份均跑赢大盘。

图22：2009年三季度食品饮料板块二级市场走势

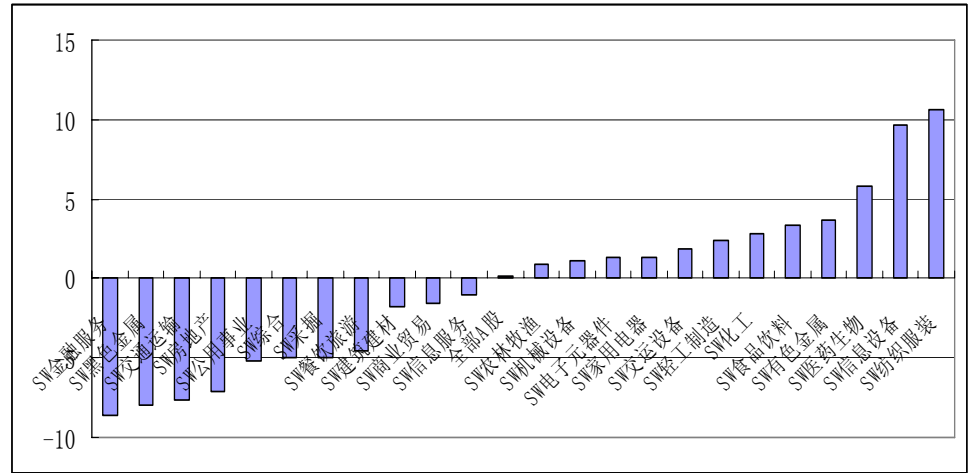


资料来源：WIND 资讯，齐鲁证券研究所

在 09 年三季度里食品饮料板块上涨 3.38%，在分板块涨跌幅统计中，食品饮料板块涨幅相对较小排第五，同期 A 股市场平均涨幅为 0.11%。



图23：2009年三季度分板块二级市场涨跌幅统计



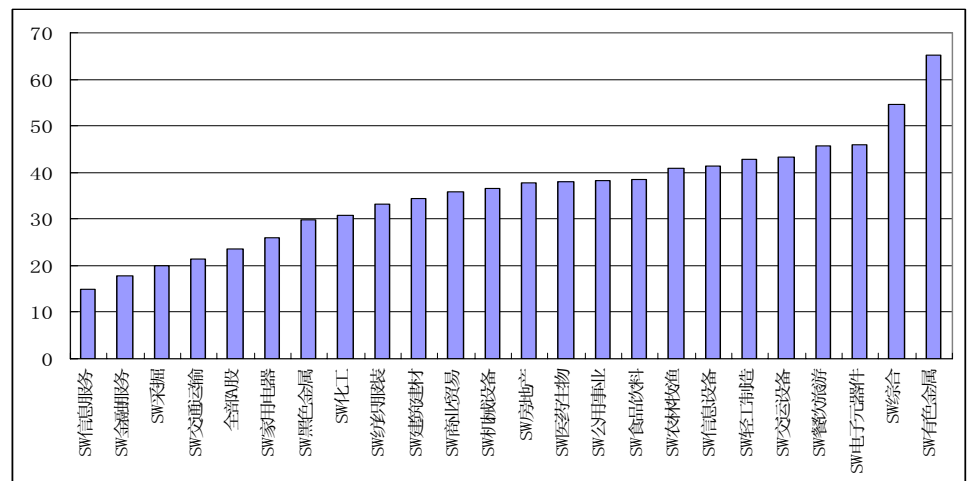
资料来源：WIND 资讯，齐鲁证券研究所

4、板块估值溢价率处于历史低位

食品饮料板块由于具备收益稳定的特征，相对于周期性行业往往享受一定的估值溢价。

市盈率计算方法为整体法，剔除负值，P取2009年9月30日收盘价，EPS取TTM。

图24：分板块食品饮料行业市盈率处于中游水平



资料来源：WIND 资讯，齐鲁证券研究所

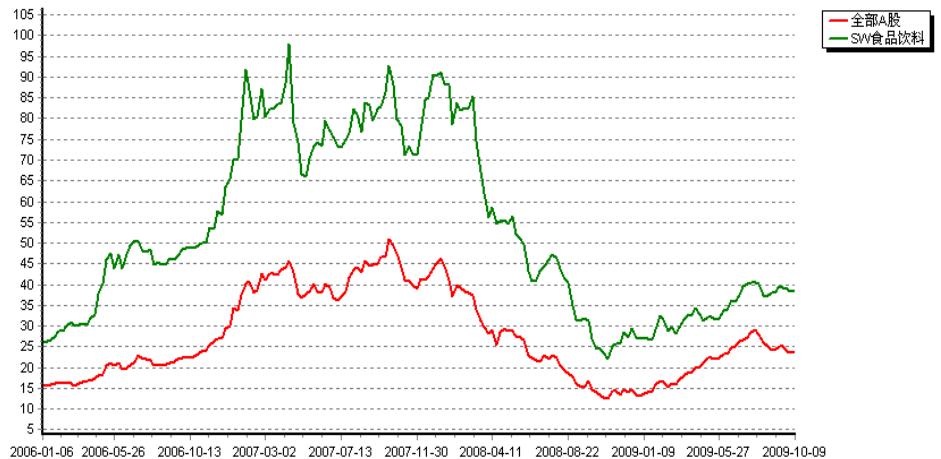
虽然从安全边际的角度来看，食品饮料板块不具备估值优势，但事实上，目前食品饮料板块相对于全部A股的PE溢价率已经接近历史最低水平。





从这个角度来看，并不存在明显高估，考虑到本轮反弹力度低于大盘，甚至存在补涨要求。

图25：食品饮料板块相对A股PE溢价率处于历史低位



资料来源：WIND 资讯，齐鲁证券研究所

三、四季度食品饮料行业投资策略

1、大众消费品：成本处于低位，盈利稳步增长

在食品饮料板块中，啤酒、乳业、肉制品属于大众消费品行业。这些产品虽然同质化现象明显，市场竞争多处于价格战的低级水平，产品结构升级速度缓慢，企业净利率水平偏低，俗称薄利多销的行业。但这些行业的产品需求比较稳定，甚至具备刚性特征，因此即便在金融危机环境下需求基本不受影响。

同时，在经济不景气、农产品等大宗商品价格下跌周期中，这些行业又能最大程度享受成本下降带来的利润增厚。进口啤酒、生猪价格、原奶收购价格，都处于相对低位，企业经营压力大大减轻，盈利能力增强。

因此，对于这部分行业，我们从《期待大众消费品的投资机会——食品饮料行业 2009 年投资策略》开始就上调了投资评级。对于 2009 年四季度，从监测数据来看，通胀尚未来临，农作物、生猪、原奶价格等仍在低位徘徊，这些行业仍将继续享受成本下降的幸福时光。因此，我们维持对啤酒、



乳业、肉制品子行业“谨慎推荐”的投资评级。

2、可选消费品：经济复苏阶段的投资优选，具备估值优势

对于白酒、葡萄酒子行业，由于产品结构升级成功，行业中高端产品比例较大，因此行业收益增长的周期性强，我们将其列入可选消费品。由于 08 年的金融危机而减少的需求对于可选消费品影响最大，该板块中历来表现优异的白马股也收起锋芒，在反弹中涨幅显著落后大盘。目前一系列经济数据显示经济基本面也处于景气回升过程，根据美林投资时钟指示，经济复苏阶段可选消费品的上涨弹性更大。

在目前对于下半年我国经济复苏比较确定的共识下，对于可选消费品行业还是应该给予信心。如果下半年股市企稳或者继续上涨，该板块有望获得超过大盘涨幅的超额收益。因此，我们给予白酒、葡萄酒子行业“谨慎推荐”的投资评级。

3、投资建议

我国经济处于复苏通道，但回升基础还不稳固，出口低迷将影响 4 季度乃至明年上半年的经济增长速度。在此不确定的大背景下，食品饮料行业的增长还是比较确定的。一方面，四季度是食品饮料行业的消费旺季，去年同期基数较低，因此行业实现利润正增长的概率很大；另一方面，如前所述，对于啤酒、乳业、肉制品等大众消费品板块，企业将继续享受成本下降带来的业绩增厚，对于白酒、葡萄酒等可选消费品板块，在经济复苏过程中反弹力度更大。



推荐公司投资组合见下表:

表 1: 重点公司盈利预测、估值与投资建议

代码	简称	股价	EPS			PE			评级
			08	09E	10E	08	09E	10E	
600600.SH	青岛啤酒	29.42	0.53	0.86	1.09	55.51	34.21	26.99	推荐
000895.SZ	双汇发展	41.86	1.15	1.43	1.70	36.40	29.27	24.62	谨慎推荐
600887.SH	*ST伊利	19.67	(2.11)	0.53	0.78	(9.32)	37.11	25.22	谨慎推荐
000858.SZ	五粮液	20.91	43.56	29.87	20.30	0.48	0.70	1.03	推荐
000568.SZ	泸州老窖	29.40	0.91	1.15	1.40	32.31	25.57	21.00	谨慎推荐
600519.SH	贵州茅台	164.86	4.03	5.01	6.30	40.91	32.91	26.17	推荐
000869.SZ	张裕A	61.50	1.70	2.00	2.46	36.18	30.75	25.00	谨慎推荐

资料来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

4、重点上市公司

青岛啤酒 (600600)

啤酒行业步入成熟期, 整体扩容空间不大, 但行业集中度偏低, 留给龙头企业的并购空间很大。从品牌的商誉价值来看, 青岛啤酒是中国啤酒的第一品牌。而且“青岛”品牌的注册商标属于上市公司, 这也大大提升了上市公司的内在价值。

公司“1+3”品牌战略基本成型, 前四大品牌所占公司总体份额的比例逐年提高, 带动公司产品结构优化。

09 年原材料成本显著下降、资产减值数额将有所减少、管理层薪酬奖励政策, 都将对公司 09 年业绩提升起到积极作用。

公司 2009 年经营目标是销量增速高于行业两个百分点, 预计公司啤酒销量增速有望达到 10%以上, 并且得益于产品结构升级, 收入增长超过销量增长, 利润增长超过收入增长。预计 09 年 EPS0.86 元, 10 年 EPS1.09 元。对应 09 年 PE34 倍, 10 年 PE26 倍, 绝对估值结果为 38.34 元。

公司属于收益超稳定的消费类公司, 适合长期投资。公司历史 PE 水平基本上都在 30 倍之上, 短期由于刺激因素较多公司业绩有望超预期, 长期





来看公司可以通过并购打开成长空间，给予公司谨慎推荐的投资评级。

表2：青岛啤酒（600600）主要财务指标

（百万元）	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	11832.85	13709.22	16023.44	18032.07	20525.86
增长率 (%)	18.09%	15.86%	16.88%	12.54%	13.83%
净利润	436.96	558.14	699.55	1114.81	1572.21
增长率 (%)	43.76%	27.73%	25.34%	59.26%	41.11%
每股收益	0.334	0.427	0.535	0.861	1.09
每股股利	0.160	0.000	0.000	0.128	0.159
销售毛利率	40.55%	41.63%	40.66%	41.00%	41.00%
销售净利率	3.70%	4.36%	4.58%	6.05%	6.61%
净资产收益率	8.36%	10.13%	11.50%	15.07%	16.19%

数据来源：WIND 资讯，齐鲁证券研究所

双汇发展（000895）

- ◆ 公司是国内规模最大的屠宰与肉制品加工企业。肉制品基本属于必需消费品，受经济周期波动影响很小。肉制品企业盈利主要受到生猪价格影响。随着生猪出栏量的恢复，肉价自 08 年下半年开始下降并趋于稳定，公司成本压力得以缓解。由于公司毛利率水平通常只有个位数，因此公司利润对于成本下降敏感度高，盈利水平有望回升。
- ◆ 我国屠宰工厂化比例很低，仅占 25%，而欧美等发达国家已全部实现工厂化屠宰；我国加工肉制品占肉类总产量的比例也只有 11%，而发达国家这一比重为 50%。我国屠宰与肉制品加工行业的集中度非常低，因此龙头企业的未来整合空间很大。
- ◆ 公司大力发展低温肉制品，通过产品结构优化提升产品的附加值。
- ◆ 风险：生猪疫情；食品安全；集团关联交易影响透明度。
- ◆


表 3: 双汇发展 (000895) 主要财务指标

(百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	15431.35	21844.58	28716	30939	34176
(+/-)	14.65%	41.56%	31.46%	7.74%	10.46%
净利润	467.52	561.88	675.59	840	998.6
(+/-)	25.98%	20.18%	20.24%	24.34%	18.88%
每股盈利 (元)	0.91	0.93	1.15	1.43	1.7
市盈率PE	36.26	35.48	31.3	25.17	21.18
净资产收益率%	24.40%	26.73%	25.8%	28.21%	30.52%
主营毛利率%	11.92%	8.83%	9.17%	12.26%	12%

资料来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

张裕A (000869)

葡萄酒是我国成长空间最大的酒类品种, 产业发展得到国家政策的大力扶持。张裕是我国葡萄酒行业唯一一家百年企业, 品牌价值最高。

公司前期的中高端策略在上一轮消费升级中占据先机, 面对经济不景气的新形势, 公司将实行高、中、低端产品全面推进的经营策略, 公司于2009年推出了“麟球”系列葡萄酒, 以弥补中低端市场份额。白兰地、保健酒等的提价空间较大, 中低端产品有望为公司盈利做出更大贡献。公司丰富的产品层次具备抵御经济危机的能力。

公司打造的深度三级营销体系增强了对渠道的控制能力, 销售模式在行业内处于领先地位。公司产品盈利能力强, 利润增长稳定, 收益质量较高, 具备现金牛特征, 财务状况稳健。

公司2009年度经营计划为实现营业收入不低于37亿元, 主营业务成本及三项期间费用控制在22亿元以下。我们认为在经济不景气背景下公司继续保持高速增长有一定难度。预计公司09年全年业绩增长18%左右, 09年EPS2元, 10年EPS2.46元。对应09年PE31倍, 10年PE25倍, 公司股票价格处于合理估值区间, 考虑到消费品行业龙头可以拥有一定的溢价水平, 给予公司谨慎推荐的投资评级。


表4: 张裕A (000869) 主要财务指标

(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	2167.27	2730.17	3453.44	3905.19	4535.02
增长率 (%)	20.11%	25.97%	26.49%	13.08%	16.13%
净利润	394.52	635.63	894.62	1057.39	1299.66
增长率 (%)	26.30%	61.12%	40.75%	18.19%	22.91%
每股收益 (EPS)	0.748	1.205	1.697	2.005	2.465
每股股利 (DPS)	0.538	0.800	1.100	1.358	1.669
销售毛利率	66.65%	69.71%	70.00%	73.00%	75.00%
销售净利率	18.34%	23.40%	25.90%	27.19%	28.78%
净资产收益率	19.58%	28.52%	35.17%	36.65%	39.33%

资料来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所


投资评级说明

类别	级别	定义
公司	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10%—20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度为-10%—10%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上
行业	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所（上海）

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F（济南）

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791

