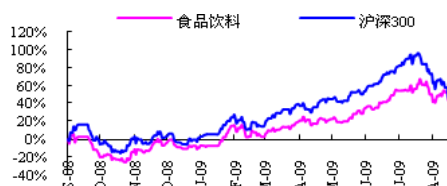


食品饮料

维持评级：强于大市

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
食品饮料	13.7%	17.7%	61.4%
沪深 300	5.7%	7.8%	72.1%

重点公司	6m%	YTD%	评级
贵州茅台	40.9%	29.6%	增持
泸州老窖	57.6%	15.5%	增持
双汇发展	32.4%	44.1%	增持
山西汾酒	104.1%	235.6%	增持
张裕 A	32.2%	8.2%	增持
金枫酒业	35.9%	21.6%	增持

相关报告

景气趋好和估值优势并举	2009 年 9 月
酿酒板块估值优势明显	2009 年 6 月

分析师

刘金沪

电话：0755-83704943

邮件：liujh01@ghzq.com.cn

分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 2009 年 1-8 月食品饮料行业经济效益呈现稳定增长态势，重要子行业也都保持了平稳增长的势头，利润大户酿酒行业实现利润 253.6 亿元，同比增长 23.0%，基本保持了和产量同步的增速。软饮料、禽畜屠宰、肉制品、蔬果加工等子行业也都保持了 20%以上的利润平稳增长；制糖、乳制品等去年受利空压制的子行业也恢复状况良好，整体来看食品饮料行业全年的平稳增长可期。
- 已公布的重要公司 3 季报符合或超出预期。
- 猪肉价格较为稳定，肉制品行业利润增长逐季加速，龙头公司有能力保持利润稳定增长。
- 8 月中旬以来的国家严查酒后驾驶对酒类消费短期影响较大，但从长期来看，并不会改变酒类消费背后的传统文化和人们为了宣泄情感而引发的酒类消费动机。一旦国人适应了“饮酒不开车，开车不饮酒”的健康饮酒观念，饮酒人群的安全保障度将得到实质性提高，社会效益改善显著，酒类消费可望迎来更为稳固的消费基础。
- 09 年全部 A 股和食品饮料行业动态市盈率分别为 23 和 33.5 倍，估值倍数为 1.45 倍，继续保持着对市场的估值优势。白酒、啤酒、葡萄酒和肉制品这几个大市值子行业对市场的估值倍数均在 1.5 以下，板块估值的安全性比较明显。
- 尽管酿酒板块在短期面临政策压力导致的需求下滑，但我们认为长期消费习惯难以实质性改变，酒类饮料在人们生活中所扮演的情感催化剂和社交润滑剂功能不会发生根本弱化，再加上显著的估值优势，我们因而维持行业“强于大市”的评级。
- 基于对白酒、啤酒行业渡过政策压制期之后持久发展前景的看好和对明年世博会对上海本地黄酒的消费拉动预期，我们推荐配置“泸州老窖”、“燕京啤酒”、“金枫酒业”。

2009 年 1-8 月全行业保持稳定增长态势

今年 1-8 月食品饮料行业保持了平稳增长的态势，食品制造业实现销售收入和税前利润分别为 5418 亿元和 370 亿元，分别同比增长 14.5% 和 21.9%；饮料制造业实现销售收入和税前利润分别为 4684 亿元和 443 亿元，分别同比增长 17.2% 和 22.7%；作为前端的农副产品加工业收入和利润增速分别为 14.6% 和 12.3%，弱于食品饮料业的整体表现。

重要子行业的利润情况也都保持了平稳增长的势头，最大的利润大户酿酒行业实现利润 253.6 亿元，同比增长 23.0%，基本保持了和产量同步的增速。软饮料、禽畜屠宰、肉制品、蔬果加工等子行业也都保持了 20% 以上的利润平稳增长；随着消费者信心的逐步恢复，乳制品的增长也呈现稳定之势，乳制品行业已经逐步走出三聚氰胺事件的阴影；而随着糖价的飚升，供需关系的改变，制糖业的利润降幅也迅速收窄，行业利润也进入了上升周期。

方便面、方便面、调味及发酵制品和速冻米面食品等子行业也都保持了较快的利润增速。近日公布的 3 季度国民经济运行数据显示我国经济也持续反弹，正在走出低谷。在宏观经济逐步走好的背景下，受企业利润和居民收入增长的需求驱动，制糖、乳制品等去年受利空压制的子行业也恢复状况良好，食品饮料行业全年的平稳增长可期。

表 1 2009 年 1-8 月主要子行业销售收入及利润同比增长情况

主要子行业	1-8月 销售收入 (亿元)	收入 增长率 (%)	1-8月 税前利润 (亿元)	利润总额 增长率 (%)	1-8月 税前利润 率(%)	去年同期 税前利润 率(%)	利润率相 对增幅
酿酒	2352.2	18.7	253.6	23.0	10.8	10.3	5.2%
软饮料	1790.3	14.9	164.2	25.5	9.2	8.5	8.4%
液体乳及制品	1018.9	5.4	60.6	14.4	6.0	5.3	12.9%
速冻食品	186.1	24.8	7.6	65.9	4.1	3.0	38.5%
方便面	469.1	8.8	39.9	35.2	8.5	6.8	25.4%
禽畜屠宰	2010.3	21.3	64.5	26.1	3.2	3.3	-1.2%
肉制品	1558.5	12.9	73.8	27.4	4.7	4.1	16.5%
蔬果加工	1246.4	21.3	75.9	23.7	6.1	6.0	1.3%
水产品	1645.9	13.5	69.1	21.1	4.2	4.0	5.0%
制糖业	383.5	-4.4	10.6	-35.4	2.8	4.3	-35.4%
调味及发酵制品	775.8	17.5	54.7	26.3	7.1	6.5	8.1%

资料来源：Wind、国海证券研究所

利润占比最大的酿酒和软饮料子行业都表现不错，特别是白酒和啤酒两个市值最大的三级子行业的利润增速令人满意，弥补了葡萄酒、黄

酒和其他小酒种利润增长相对乏力的空间。软饮料各子行业之间的利润增速此消彼长，反映了消费者口味不断呈现多元化趋势以及各子行业之间较强的替代性，但整体表现平稳。

表 2 酿酒各子行业收入利润增长情况

酿酒各行业	1-8月 销售收入 (亿元)	收入 增长率 (%)	1-8月 税前利润 (亿元)	利润总额 增长率 (%)	1-8月 税前利润 率(%)	去年同期 税前利润 率(%)	利润率相 对增幅
白酒	1243.2	25.1	165.5	23.1	13.3	13.6	-2.3%
啤酒	843.6	11.0	62.7	31.0	7.4	6.0	24.7%
葡萄酒	153.2	14.0	17.6	6.5	11.5	12.1	-5.1%
黄酒	52.2	5.1	4.4	-3.6	8.3	9.0	-7.3%
其他酒类	60.0	37.9	3.5	24.1	5.8	6.8	-15.3%
酿酒行业	2352.2	18.7	253.6	23.0	10.8	10.3	5.2%

资料来源：Wind、国海证券研究所

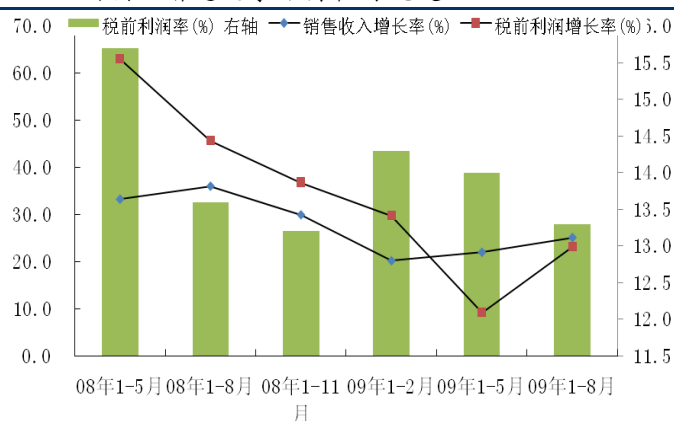
表 3 软饮料各子行业收入利润增长情况

软饮料各行业	1-8月 销售收入 (亿元)	收入 增长率 (%)	1-8月 税前利润 (亿元)	利润总额 增长率 (%)	1-8月 税前利润 率(%)	去年同期 税前利润 率(%)	利润率相 对增幅
碳酸饮料	386.9	13.1	31.7	24.6	8.2	6.9	18.4%
饮用水	329.2	20.8	23.6	60.0	7.2	5.2	39.2%
果菜汁及饮料	376.2	8.4	24.9	15.2	6.6	7.2	-8.4%
含乳及植物蛋白饮料	240.7	17.8	35.7	74.7	14.8	8.6	72.3%
固体饮料	140.3	4.8	10.8	10.4	7.7	7.9	-1.8%
茶饮料及其他	316.9	22.7	37.5	-3.4	11.8	16.2	-27.0%
软饮料行业	1790.3	14.9	164.2	25.5	9.2	8.5	8.4%

资料来源：Wind、国海证券研究所

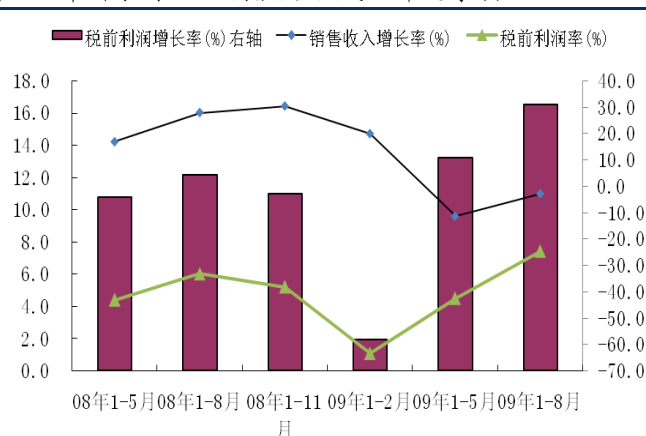
作为全行业市值最大的两个子行业，白酒和啤酒的季度表现都令人满意。白酒虽然已经告别了上一轮经济景气周期时的增速峰值，但凭借着最为成功的产业升级和强势龙头公司的卓越表现，依旧可以维持着 20% 以上的产量和利润增速，这对于以嗜好性特征为主的消费品在经济下行周期里的表现是难能可贵的。啤酒更是拜产业升级渐入佳境和成本降低之赐，在消化了高价啤麦库存之后利润如期劲升。有了这两个最重要子行业的稳定表现，特别是其中的龙头公司竞争优势非常突出，占有重要的市值比重，我们认为全行业的投资价值仍然值得关注。

图 1 白酒利润增速逐季保持相对稳定



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 2 啤酒子行业盈利能力触底反弹迹象明显



资料来源：Wind、国海证券研究所

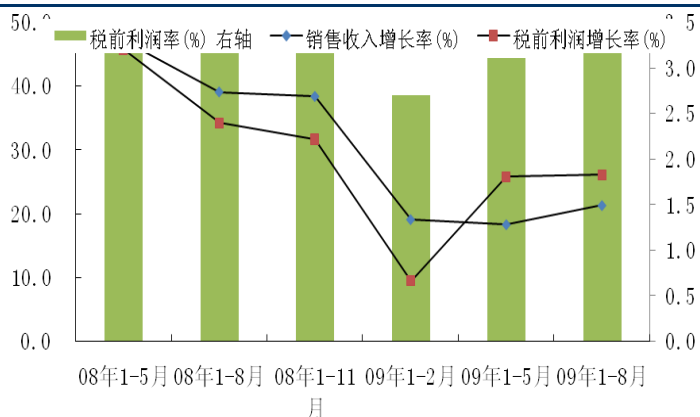
重要公司 3 季报符合或超出预期

近期逐步披露的三季报显示大多数重点公司业绩符合或超出预期，验证着行业景气度稳健增长的判断。如五粮液前三季营收 80.30 亿，同比增长 22.06%；净利润 22.99 亿，同比增长 44.67%，超出市场预期。泸州老窖、山西汾酒净利润分别同比增长 15.72%、84%，符合市场预期。青岛啤酒预告前三季度净利润同比增长约 75%至 85%。

猪肉价格较为稳定，肉制品行业利润增长逐季加速

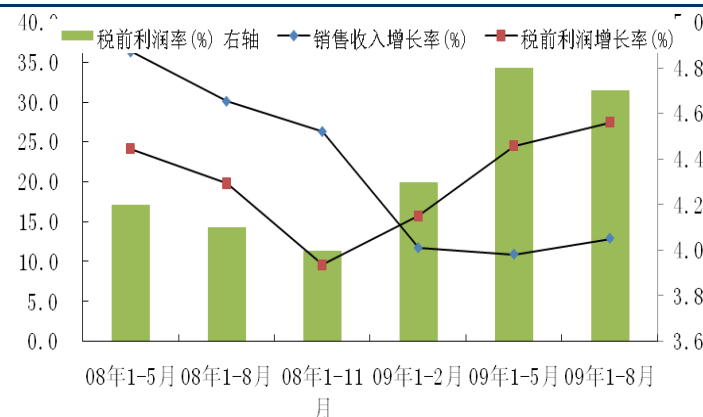
猪价网数据显示，10 月下旬全国各地生猪出场价格大多在每公斤 10-12 元之间，相对较为稳定。成本压力缓解也驱动肉制品行业盈利能力逐季攀升态势明显。

图 3 屠宰业利润率情况 1 年来较为稳定



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 4 肉类加工业盈利能力逐季回升趋势明显



资料来源：Wind、国海证券研究所

由于国家已建立了加强信息引导、冻肉收储等机制，调控能力显著增强，从目前的能繁母猪存栏量等数据判断，再度出现类似 2007 年猪价快速上涨的可能性不大。如不发生大的疫情，今年底生猪市场供求关系不会出现大的变化，总体将继续保持宽松格局，价格有望保持基本平稳，不会出现大起大落的情况。

综合来看，随着玉米价格的温和上涨，猪肉价格更多可能的是保持温和上涨的态势，产业链下游的肉制品加工企业利润所受挤压远远弱于上一轮猪肉价格飞涨时的情况。双汇、雨润等肉制品龙头公司都积极致力于自建养殖基地打造完整产业链，我们认为即使猪肉价格反弹超过预期，这些龙头公司依然可以通过强大的管理等综合优势保持盈利能力。

国家严查酒后驾驶对酒类消费短期影响较大

自 8 月 15 日起,公安部就在全中国开展为期两个月的严厉整治酒后驾驶交通违法行为专项行动,全力预防重特大交通事故。根据要求,对饮酒后驾驶机动车的,一律暂扣驾驶证 3 个月;对醉酒驾驶机动车的,一律拘留 15 日,暂扣驾驶证 6 个月;对一年内 2 次醉酒驾驶的,一律吊销驾驶证,2 年内不得重新取得驾驶证。

专项行动得到了较为彻底的贯彻,并且成果斐然。截至 10 月 15 日,全国共查处酒后驾驶违法行为 12.2 万起,其中醉酒驾驶 1.9 万起,罚款处罚 12.2 万人次,暂扣驾驶证 10.8 万本,行政拘留 1.7 万人次。作为良性的效果显现之一,因酒后驾驶导致事故起数、死亡人数比去年同期分别下降 34.5%、38%。为巩固这一成果并培养国民良好健康的饮酒文化,公安部近期决定把该项行动延续至 12 月底,进一步加大酒后驾驶整治的力度,在巩固大城市整治成果的同时,向中小城市和城乡结合部延伸。

由于许多有车一族都是商务、公务人士,也构成了高端酒类的重要消费主体,不可避免的受到负面影响。自整治活动以来,全国大多数城市餐饮渠道的酒水消费都出现下滑,酒楼、夜场等地场所尤为明显,据多方了解下滑幅度约在 3 成左右。此外,国庆黄金周期间国内多数城市的白酒销量整体出现下滑,部分城市的销量下滑甚至高达 50%。

从发达国家的类似经验来看,加大酒后驾驶处罚力度并不会影响到长期的消费习惯,何况我国目前的处罚绝对严厉程度和发达国家动辄监禁入狱的力度尚有差距。纠正以前国人广泛存在的酒后驾驶习惯虽然从短期上遏制了由于以前不良习惯造成的餐饮渠道酒类消费下滑,但从长期来看,并不会改变酒类消费背后的传统文化和人们为了宣泄情感而引发的酒类消费动机。一旦国人适应了“饮酒不开车,开车不饮酒”的健康饮酒观念,饮酒人群的安全保障度将得到实质性提高,社会效益改善显著,酒类消费可望迎来更为稳固的消费基础。

估值及投资评级

长期以来，我国食品饮料行业整体市盈率保持在 A 股整体水平的 2 倍左右，从历史经验来看，当估值倍数低于 1.5 时全行业大多会在未来一段时间内表现强于大市。根据最新数据测算，09 年全部 A 股和食品饮料行业动态市盈率按照整体法统计分别为 23 和 33.5 倍，估值倍数为 1.45 倍，继续保持着对市场的估值优势。

表 4 食品饮料整体及各子行业估值倍数优势明显

板块名称	静态PE	09动态PE	09动态 PE估值倍数	总市值 (十亿元)
肉制品	34.94	27.94	1.21	24.4
制糖	-143.45	72.32	3.14	14.7
食品综合	88.12	43.33	1.88	10.0
调味发酵品	134.58	49.71	2.16	15.1
乳品	-15.05	40.49	1.76	29.1
白酒	42.81	31.4	1.37	328.4
啤酒	51.14	34.49	1.50	77.9
其他酒类	198.31	35.86	1.56	13.4
软饮料	80.72	57.78	2.51	20.0
葡萄酒	127.31	32.16	1.40	47.1
食品饮料	66.15	33.46	1.45	580.1
全部A股	31.57	23	1.00	26,083.2

资料来源：Wind、国海证券研究所 统计日：2009 年 10 月 23 日整体法

白酒、啤酒、葡萄酒和肉制品这几个大市值子行业对市场的估值倍数均在 1.5 以下，板块估值的安全性都比较明显。尽管以酿酒板块为主的全行业在短期面临政策压力导致的需求下滑，但我们认为长期消费习惯难以实质性改变，酒类饮料在人们生活中所扮演的情感催化剂和社交润滑剂功能不会发生根本弱化，再加上显著的估值优势，我们因而维持行业“强于大市”的评级。

重点股票池业绩预测及推荐配置

基于对白酒、啤酒行业渡过政策压制期之后持久发展前景的看好和对明年世博会对上海本地黄酒的消费拉动预期，我们本月推荐配置“泸州老窖”、“燕京啤酒”、“金枫酒业”。

表 5 重点股票业绩预测及估值

代码	证券简称	股价	投资 评级	EPS			PE			股息率 (%)		
				2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
600519	贵州茅台	159.31	增持	4.03	5.20	6.50	39.6	30.6	24.5	0.7%	1.0%	1.2%
000568	泸州老窖	29.22	增持	0.91	1.12	1.37	32.1	26.1	21.4	2.2%	2.3%	2.8%
600809	山西汾酒	33.83	增持	0.57	1.02	1.30	59.7	33.2	26.0	1.2%	1.8%	2.3%
000858	五粮液	23.65	增持	0.48	0.75	1.01	49.6	31.5	23.4	0.2%	1.0%	1.3%
000869	张裕A	62.38	增持	1.70	1.97	2.39	36.7	31.6	26.1	1.9%	2.2%	2.7%
600616	金枫酒业	16.34	增持	0.57	0.57	0.72	28.8	28.8	22.8	1.2%	1.4%	1.8%
600600	青岛啤酒	29.38	增持	0.53	0.80	1.18	54.9	36.7	24.9	0.9%	1.4%	2.0%
000729	燕京啤酒	15.12	增持	0.38	0.60	0.74	39.7	25.2	20.4	1.0%	1.6%	2.0%
000895	双汇发展	40.39	增持	1.15	1.44	1.69	35.0	28.1	23.9	1.5%	2.1%	2.5%
002216	三全食品	19.57	中性	0.44	0.49	0.58	45.0	39.8	33.8	0.5%	0.8%	0.9%
000848	承德露露	18.16	增持	0.58	0.60	0.72	31.6	30.3	25.4	2.2%	1.6%	2.0%
000860	顺鑫农业	15.71	增持	0.50	0.51	0.64	31.2	30.8	24.5	0.6%	1.0%	1.2%

资料来源：国海证券研究所 注：股价为 2009 年 10 月 23 日收盘价

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。