

行业业绩处于快速回升期 – 2009 年食品饮料行业三季度报综述

食品饮料行业

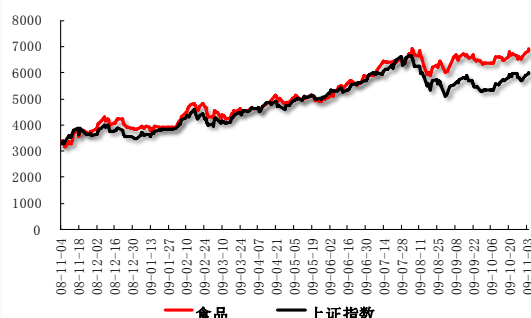
增持（维持）

报告日期：2009 年 11 月 04 日

行业指数与相关市场指数比较

	收盘	月涨幅（%）
天相行业指数	6623	3.87%
天相流通指数	3473	9.23%
上证指数	2996	7.79%

行业指数近一年走势图



相关报告：

《关注面扩大，四季度建议标配—2009 年 3 季度基金重仓食品股变化分析》 2009-10-30

《经济回暖，葡萄酒重回高速增长轨道—食品饮料行业 10 月刊》 2009-10-26

《沉“醉”其中，业绩可期—1-8 月食品饮料行业经营数据分析》 2009-09-29

《禁酒后驾车对酒类消费影响初步显现—食品饮料行业 9 月刊》 2009-09-14

《白酒行业：消费税“靴子落地”，幅度超预期》 2009-07-27

《“洗牌”变局中的机会选择——葡萄酒行业专题报告》 2009-06-22

天相农业食品组

联系人—王爽

021-58824282-807 wangs@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

本报告关注点：

- 分析白酒消费税从严征收对上市公司利润的影响；
- 分析行业上市公司半年报业绩；
- 分解行业净利润增长率，分析盈利能力的贡献比率；
- 比较分析行业单季经营数据，观察细分行业回暖情况。

投资要点：

- **第三季度，白酒消费税从严征收吞噬上市公司利润。**随着三季报的公布完毕，新消费税政策对白酒公司的影响浮出水面，在11家白酒上市公司中，税率增值幅度最大的是水井坊，其次是古井贡酒和贵州茅台。其中，贵州茅台与水井坊的消费税增长幅度超过我们此前的预期，并对公司第三季度净利润增速形成了较大的拖累；高端酒中泸州老窖受此的影响最小，二线白酒中，山西汾酒、金种子酒、伊力特、古井贡酒和老白干酒由于税基较高，受到消费税从严征收的影响相对较小。预计从严征收消费税对贵州茅台全年的利润影响在5%左右，对五粮液的影响尚难判断，对泸州老窖的影响较小，在2%上下；对水井坊的利润吞噬在10%左右。
- **毛利率水平提升对净利润增长的贡献最大。**我们将食品行业净利润增长43.31%进行环节贡献分解，得出2009年前三季度对食品饮料行业利润增长贡献最大的是主业的增长，其次是费用率的良好控制和盈利能力的提升，与我们此前的预期相符，三项对净利润增量的贡献比重分别达到18.48%、13.81%和13.62%。我们认为，随着行业性利好政策的减少，后续食品饮料行业的净利润增长依然主要来自于主业增长和盈利能力提升，以及适当的费用控制。
- **生猪疫病有向南方蔓延的趋势。**目前疫病仍集中在中小养殖户，大型养猪场相对稳定，对整体存栏量的影响有限，但由于流感的高发季刚刚到来，后续生猪疫病的控制不容乐观。生猪价格方面，由于要处理病猪，生猪价格年内大幅回升的可能性不大，疫病的控制将决定10年生猪价格上涨的幅度。
- **行业投资策略：**我们预计2009年食品饮料行业净利润增速将达到60%，剔除乳企数据，增速也将达到30%左右。第四季度，随着经济的回暖带动商务消费的回暖，高端酒类终端消费有望再次启动。相关公司的业绩将会受益。重点推荐：五粮液、贵州茅台、泸州老窖和张裕A；大众消费品看好乳制品行业的发展潜力，推荐*ST伊利；从公司层面来讲，看好业绩稳定增长的新疆白酒企业伊力特及成长性较强的金种子酒。

正文目录

1. 消费税从严征收吞噬白酒上市公司三季度利润.....	3
2. 2009 年第三季度食品饮料行业上市公司业绩分析	4
2.1 行业数据逐季转好	4
2.2 上市公司业绩环比大幅提升	6
2.3 净利润增长构成的分解---毛利率水平上升是最大贡献者.....	8
3. 细分行业运行分析	9
4. 2009 年第四季度暨明年一季度食品饮料行业投资策略	11
5. 重点公司的评级和盈利预测	13

图表目录

图 1: 食品饮料行业及行业上市公司收入（左）和净利润单季比较	5
图 2: 饮料制造、食品制造和食品加工三板块的收入（左）和净利润占比	6
图 3: 2009 年前三季度净利润增长构成的分解图	8
图 4: 2008 年前三季度净利润增长构成的分解图	8
图 5: 天相各行业阶段涨幅情况图	11
图 6: 行业 PE 估值相对沪深 300PE 估值的倍数.....	11
表 1: 从严征收白酒消费税对上市公司的影响.....	3
表 2: 从严征收白酒消费税对公司利润影响测算.....	3
表 3: 2009 年 1-8 月食品行业各细分行业主要经营指标（单位：亿元）	4
表 4: 主要细分行业 2009 年 1-8 月销售收入、利润总额增长率情况.....	5
表 5: 主要细分行业 2009 年 1-8 月毛利率情况.....	5
表 6: 47 家食品行业上市公司 2008 年和 2009 年前三季度业绩汇总	6
表 7: 28 家饮料制造与 8 家食品加工上市公司 2008 年和 2009 年前三季度业绩汇总	7
表 8: 细分行业发展现状和展望.....	9
表 9: 食品行业重点公司评级及盈利预测（股价为 2009-11-03 的收盘价）	15
表 10: 2009 年前三季度食品饮料行业全部上市公司主要经营指标	15

1. 消费税从严征收吞噬白酒上市公司三季度利润

随着三季报的公布完毕，新消费税政策对白酒公司的影响已经开始显现，除了五粮液关联交易解决增厚公司利润影响了测算结果之外，税率增值幅度最大的是水井坊，其次是古井贡酒和贵州茅台。

表 1：从严征收白酒消费税对上市公司的影响

代码	简称	营业税金及附加/营业收入				备注
		3Q2008	3Q2009	新税率	增量	
600559	老白干酒	13.61%	20.43%	23.84%	10.23%	数据异常，暂时无法做出较为合理的解释
600779	水井坊	7.50%	11.72%	13.84%	6.34%	
000596	古井贡酒	10.40%	14.03%	15.85%	5.45%	
600519	贵州茅台	8.74%	11.42%	12.75%	4.01%	
600702	沱牌曲酒	8.14%	10.69%	11.96%	3.82%	
600809	山西汾酒	12.95%	14.69%	15.56%	2.62%	
000799	酒鬼酒	13.37%	14.73%	15.40%	2.03%	
600199	金种子酒	9.33%	10.23%	10.68%	1.35%	
000568	泸州老窖	7.79%	7.99%	8.09%	0.29%	
000858	五粮液	7.31%	6.75%	6.47%	-0.84%	进出口公司关联交易解决增厚公司利润影响测算结果
600197	伊力特	22.23%	19.44%	18.04%	-4.19%	税率本已较高，从严征税对其影响较小

数据来源：天相投顾整理

由于三季度中仅两个月实施了新的消费税政策，我们预计第四季度从严征收消费税对相对敏感公司利润的吞噬将更加严重。

表 2：从严征收白酒消费税对公司利润影响测算

代码	简称	增量	净利润率	全年对业绩影响预测
600519	贵州茅台	4.01%	50.98%	接近 5%
000858	五粮液	-	29.67%	尚难判断
000568	泸州老窖	0.29%	39.37%	2%左右
600779	水井坊	6.34%	18.01%	10%左右

数据来源：天相投顾整理

从三季度的情况来看，贵州茅台与水井坊的消费税增长幅度超过我们此前的预期，并对公司第三季度净利润增速形成了较大的拖累；其他公司方面，五粮液由于关联交易的影响影响了测算结果，高端酒中泸州老窖受此的影响最小。

二线白酒上市公司中，山西汾酒、金种子酒、伊力特、古井贡酒和老白干酒由于税基较高，未受到消费税从严征收的影响，沱牌曲酒的影响在 10%左右，酒鬼酒受到影响相对较大。

2. 2009 年第三季度食品饮料行业上市公司业绩分析

2.1 行业数据逐季转好

简单回顾食品饮料板块 1-8 月份的相关财务数据，详细情况请参见我们 9 月 28 日发出的《沉“醉”其中，业绩可期——1-8 月食品饮料行业经营数据分析》。

我们将食品饮料行业分为饮料制造板块、食品制造板块和食品加工板块来分析，其中，饮料制造板块由于受到国内宏观经济放缓的影响，上半年整体增速有较大幅度的下降，但 5-8 月份企稳回升的迹象已经非常明显，单季利润出现较大幅度的上升；

食品制造板块方面，目前乳制品已经走出了去年 9 月三聚氰胺事件的阴影，实现了全面的增长，财务收入也逐季转好，但要恢复 07 年的高增速可能还需一定时间的修复。

食品加工板块，受生猪价格企稳因素影响，肉制品加工行业毛利率同比下降 1.63 个百分点，降为 9.24%，畜禽屠宰行业毛利率同比下降了 0.17 个百分点，降为 9.33%，未来畜禽屠宰以及肉制品加工行业的毛利率水平依然与生猪价格的波动息息相关。

从我们目前了解到的情况来看，生猪疫病有向南方蔓延的趋势。同时，流感的高发季刚刚到来，后续生猪疫病的控制不容乐观。值得庆幸的是，目前疫病仍集中在中小养殖户，大型养猪场相对稳定，对整体存栏量的影响有限，但由于疫病并未消退，一旦大型猪场受到牵连，可能再次引起生猪价格的剧烈波动。

生猪价格方面，在疫情没有结束之前，由于要处理病猪，生猪价格大幅回升的可能性不大，而疫病的控制情况将决定 2010 年生猪价格上涨的幅度。

表 3：2009 年 1-8 月食品行业各细分行业主要经营指标（单位：亿元）

细分行业	销售收入	收入增速			利润总额	利润增速			毛利率		
		1-8 月	1-5 月	1-2 月		1-8 月	1-5 月	1-2 月	1-8 月	1-5 月	1-2 月
饮料制造	4683.8	17.17 ↑	15.98%	14.83%	443.03	22.73 ↑	11.08%	9.87%	27.38 ↓	27.85%	29.56%
白酒行业	1243.23	25.12 ↑	21.95%	20.17%	165.51	23.07 ↑	9.22%	29.71%	33.62 ↓	35.50%	35.60%
黄酒行业	52.16	5.12% ↑	4.60%	4.98%	4.35	-3.55 ↑	-10.36%	-14.29%	26.36 ↓	27.63%	33.09%
啤酒行业	843.64	11.02 ↑	9.57%	14.72%	62.71	30.97 ↑	10.78%	-58.33%	31.27 ↑	29.68%	29.14%
葡萄酒行业	153.24	14.02 ↑	7.03%	0.65%	17.59	6.54% ↑	1.11%	-11.13%	30.75 ↓	31.98%	41.06%
软饮料制造	1790.26	14.86 ↑	16.20%	13.97%	164.16	25.49 ↑	17.89%	5.27%	24.88 ↓	25.78%	25.93%
食品制造	5418.11	14.45 ↑	13.47%	12.30%	369.59	21.9% ↑	17.11%	15.72%	21.60 ↓	21.80%	19.89%
液体乳及乳制品	1018.92	5.44% ↑	4.87%	2.85%	60.6	14.36% ↓	17.56%	78.69%	25.36% ↑	25.25%	17.94%
速冻食品	186.08	24.84% ↑	23.31%	10.11%	7.63	65.87% ↑	58.52%	58.22%	17.59% ↓	17.93%	16.66%
罐头制造	398.7	13.88% ↓	14.72%	18.41%	19.34	53.25% ↑	39.79%	24.05%	14.88% ↑	13.74%	14.56%
调味品、发酵制品	775.81	14.5% ↓	17.41%	13.88%	54.74	26.33% ↑	8.84%	-17.77%	17.62% ↑	17.49%	19.56%
食品加工	16653.23	14.58% ↑	13.70%	14.79%	687.37	12.34% ↑	2.53%	-8.00%	10.77% ↓	11.39%	11.57%
畜禽屠宰	2010.25	21.3% ↑	18.25%	-17.54%	64.48	26.06% ↑	25.81%	-239.43%	9.33% ↓	9.56%	14.54%
肉制品副产品加工	1558.5	12.91% ↑	10.86%	19.06%	73.82	27.43% ↑	24.54%	9.53%	9.24% ↓	11.13%	9.57%

数据来源：国家统计局、天相投顾整理

表 4：主要细分行业 2009 年 1-8 月销售收入、利润总额增长率情况

	白酒		啤酒		黄酒		葡萄酒		乳制品		制糖		肉制品	
	收入	利润	收入	利润	收入	利润	收入	利润	收入	利润	收入	利润	收入	利润
增减	-10.82%	-22.63%	-4.98	26.76%	-26.66%	-76.56%	-9.48%	-38.64%	-23.75%	-10.42%	-23.17%	13.74%	-17.18%	7.66%
09 年 1-8 月	25.12%	23.07%	11.02%	30.97%	5.12%	-3.55%	14.02%	6.54%	5.44%	14.36%	-4.36%	-35.41%	12.91%	27.43%
08 年 1-8 月	35.94%	45.70%	16.00%	4.21%	31.78%	73.01%	23.50%	45.18%	29.19%	24.78%	18.81%	-49.15%	30.09%	19.77%
07 年 1-8 月	33.63%	59.43%	18.26%	29.65%	30.01%	47.19%	23.40%	22.32%	23.51%	28.29%	12.75%	-26.10%	31.32%	29.02%
06 年 1-8 月	24.37%	24.84%	15.89%	17.32%	29.26%	11.19%	27.55%	19.48%	25.32%	16.47%	40.38%	108.55%	19.54%	37.31%
05 年 1-8 月	22.51%	23.15%	15.72%	15.24%	14.06%	-4.10%	41.52%	33.76%	32.88%	34.82%	9.44%	9.84%	36.62%	60.87%

数据来源：国家统计局、天相投顾整理

表 5：主要细分行业 2009 年 1-8 月毛利率情况

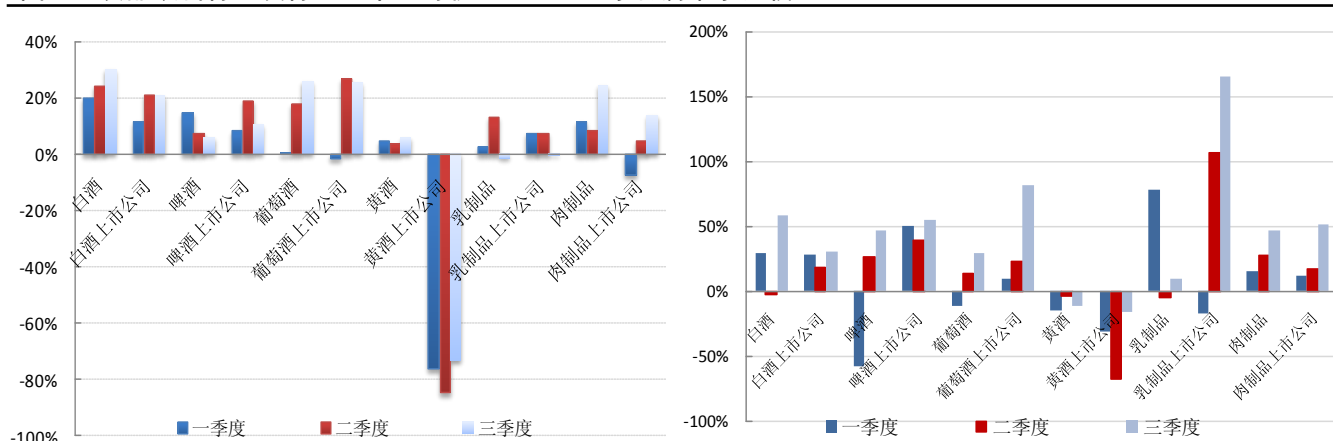
	白酒	啤酒	黄酒	葡萄酒	乳制品	制糖	肉制品
增减（百分点）	-0.63 ↓	-0.64 ↓	-2.89 ↓	-3.55 ↓	3.98 ↑	-0.54 ↓	-1.14 ↓
2009 年 1-8 月	33.62%	31.27%	26.36%	30.75%	25.36%	13.75%	9.24%
2008 年 1-8 月	34.25%	31.91%	29.25%	34.30%	21.38%	14.29%	10.38%
2007 年 1-8 月	36.11%	33.94%	28.28%	36.09%	22.35%	19.93%	10.86%
2006 年 1-8 月	34.73%	34.71%	29.44%	34.87%	22.87%	25.48%	10.64%
2005 年 1-8 月	37.21%	35.37%	30.95%	36.71%	24.48%	21.36%	9.64%

数据来源：国家统计局、天相投顾整理

6-8 月份，三大板块的利润总额增速均有较大幅度的回升。其中受宏观经济不景气影响最大的饮料制造板块在宏观经济回暖的情况下反弹的力度也最大。6-8 月份，饮料制造板块利润总额增速大幅上升 20.36 个百分点，达到 42.69%。其中，白酒板块利润总额同比大幅增长了 58.36%；葡萄酒方面，6-8 月行业收入同比增长了 25.68%，利润总额同比增长了 29.73%，环比 3-5 月份分别增长了 7.81 个百分点和 16.14 个百分点，行业逐季回升的趋势已经非常明显。

我们相对看好饮料制造板块，尤其看好高端白酒行业和葡萄酒行业，预计行业的景气度将随着宏观经济的继续回暖而继续回升。

图 1：食品饮料行业及行业上市公司收入（左）和净利润单季比较



数据来源：国家统计局、上市公司年报、天相投顾整理

2.2 上市公司业绩环比大幅提升

2009 年前三季度，47 家食品饮料类上市公司合计实现营业收入 1168.01 亿元，同比增长 4.82%，延续了二季度的上升势头；实现归属于母公司净利润 134.45 亿元，同比增长 45.13%，环比上半年大幅提升 20.39 个百分点；合计毛利率同比增加 4.45 个百分点，达到 39.08%。

2009 年前三季度，在 47 家上市公司中，出现亏损的 4 家，同比减少了 6 家，亏损亿元以上的仅 ST 中葡 1 家，亏损额合计达到 2.74 亿元，亏损额同比下降 4.12 亿元，共有 15 家上市公司净利润出现了下滑。

从这些合计数据中我们可以看出，食品饮料行业上市公司整体盈利能力相比上半年有所好转，但整体收入增速同比明显放缓。我们通过分析公司的具体情况，得出盈利向龙头企业集中的趋势趋缓，从统计的 18 家行业龙头公司的情况看，1-9 月份合计收入 951.76 亿元，同比增长 3.55%，合计净利润 117.91 亿元，同比增长 35.51%，收入和净利润增速均低于行业的数据。

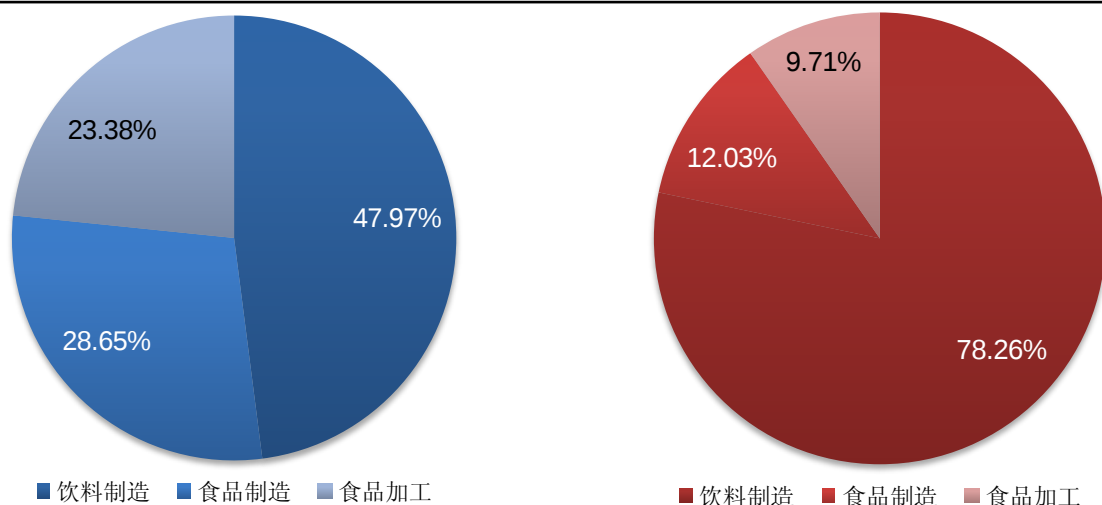
表 6：47 家食品行业上市公司 2008 年和 2009 年前三季度业绩汇总

	2008-9-30	2009-9-30	增幅
营业收入（亿元）	1168.01	1224.26	4.82%
利润总额（亿元）	132.06	186.40	41.15%
净利润（亿元）	92.64	134.45	45.13%
毛利率	34.63%	39.08%	-
所得税/利润总额	25.39%	22.98%	-
净利润率	7.93%	10.98%	-
净资产收益率	12.15%	15.08%	-

数据来源：上市公司年报、天相投顾整理

（注：文所指的净利润为归属于母公司所有者的净利润，下同）

图 2：饮料制造、食品制造和食品加工三板块的收入（左）和净利润占比



数据来源：上市公司年报、天相投顾整理

我们从三大板块上市公司的收入、净利润等主要的财务指标进行分析，饮料制造业的景气程度依然较高；食品制造业收入、净利润增速最高，主要是维维股份、安琪酵母业绩大幅增长带来的。饮料制造板块上市公司的合计收入和净利润分别增长 4.73%和 29.39%，该板块收入占比、净利润占比依然最高，分别达到 47.94%、78.26%，环比上半年分别下降 15.23、12.35 个百分点，所占份额下滑。

表 7：28 家饮料制造与 8 家食品加工上市公司 2008 年和 2009 年前三季度业绩汇总

饮料制造	2008-9-30	2009-9-30	增幅	食品加工	2008-9-30	2009-9-30	增幅
营业收入（亿元）	568.34	595.25	4.73%	营业收入（亿元）	276.05	283.73	2.78%
利润总额（亿元）	120.73	156.21	29.39%	利润总额（亿元）	9.56	14.53	51.91%
净利润（亿元）	85.72	112.44	31.18%	净利润（亿元）	6.72	10.44	55.31%
毛利率	49.46%	55.13%	-	毛利率	11.51%	12.56%	-
所得税/利润总额	25.04%	23.90%	-	所得税/利润总额	21.73%	16.63%	-
净利润率	15.08%	18.89%	-	净利润率	2.44%	3.68%	-
净资产收益率	15.88%	17.16%	-	净资产收益率	7.45%	9.41%	-

数据来源：上市公司年报、天相投顾整理

表 9：11 家食品制造上市公司 2008 年和 2009 年前三季度业绩汇总

	2008-9-30	2009-9-30	增幅	（剔除伊利、光明）	2008-9-30	2009-9-30	增幅
营业收入（亿元）	323.61	345.28	6.70%	营业收入（亿元）	73.53	91.51	24.45%
利润总额（亿元）	1.77	15.66	785%	利润总额（亿元）	3.32	7.18	117%
净利润（亿元）	0.2	11.56	5723%	净利润（亿元）	2.59	5.14	98.20%
毛利率	28.30%	33.20%	-	毛利率	23.32%	24.85%	-
所得税/利润总额	68.51%	19.75%	-	所得税/利润总额	12.69%	16.78%	-
净利润率	0.06%	3.35%	-	净利润率	3.53%	5.62%	-
净资产收益率	0.15%	9.20%	-	净资产收益率	3.82%	7.20%	-

数据来源：上市公司年报、天相投顾整理

注：（剔除*ST 伊利、光明股份）、净利润大幅增长主要是维维股份、安琪酵母带来的

表 11：行业全部上市公司 09 年第三季度盈利指标相比 09 年第一、二季度有所回升

	营业收入 YOY			净利润 YOY		
	09 年 Q1	09 年 Q2	09 年 Q3	09 年 Q1	09 年 Q2	09 年 Q3
食品饮料行业	-2.13%	7.35%	7.36% (10.91%)	23.72%	25.96%	99.49% (52.76%)
饮料制造	-2.67%	6.52%	7.68%	34.05%	16.89%	42.43%
白酒行业	11.78%	21.02%	20.67%	28.04%	18.34%	31.13%
啤酒行业	8.77%	19.09%	10.94%	50.54%	39.30%	54.71%
食品制造	10.90%	10.93%	2.54% (27.89%)	-7.78%	100.49%	225.4% (388%)
乳制品	7.67%	7.74%	27.89% (106%)	-16.54%	106.63%	388.17%
食品加工	-13.58%	4.36%	13.18%	-53.70%	90.28%	103.12%
肉制品	-7.24%	5.17%	14.08%	12.59%	17.06%	51.80%

数据来源：上市公司年报、天相投顾整理

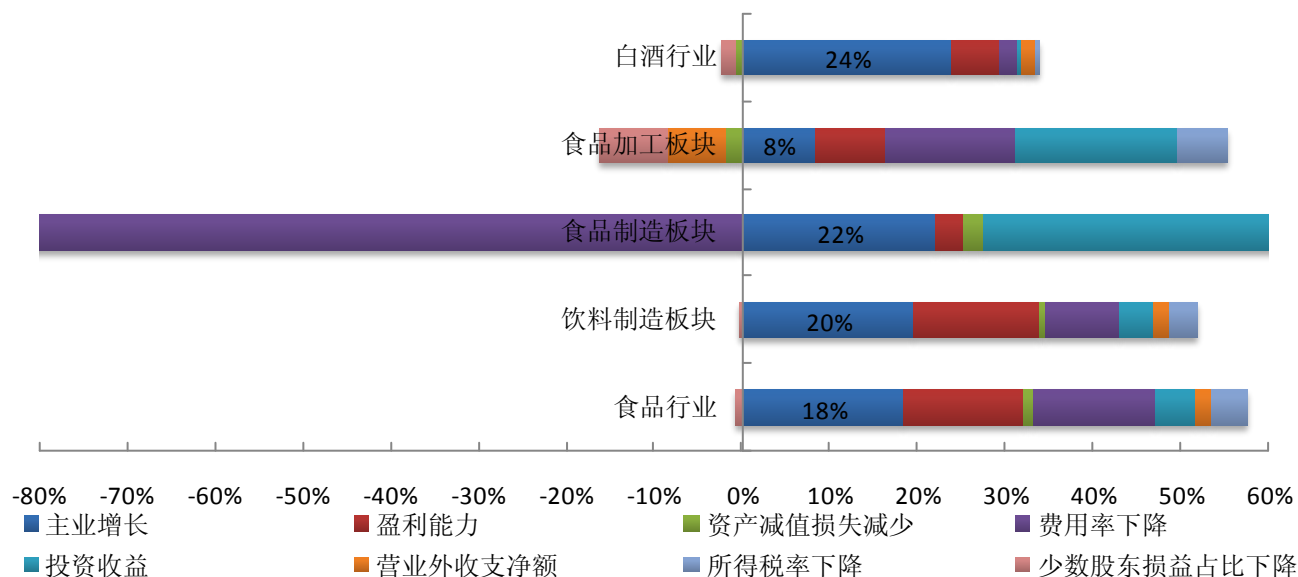
注：括号内为剔除*ST 伊利、光明股份两家公司后的数据

注：三季度食品制造行业利润大幅增加，主要是维维股份利润同比大增，其利润增量占比高达 89%

2.3 净利润增长构成的分解——毛利率水平上升是最大贡献者

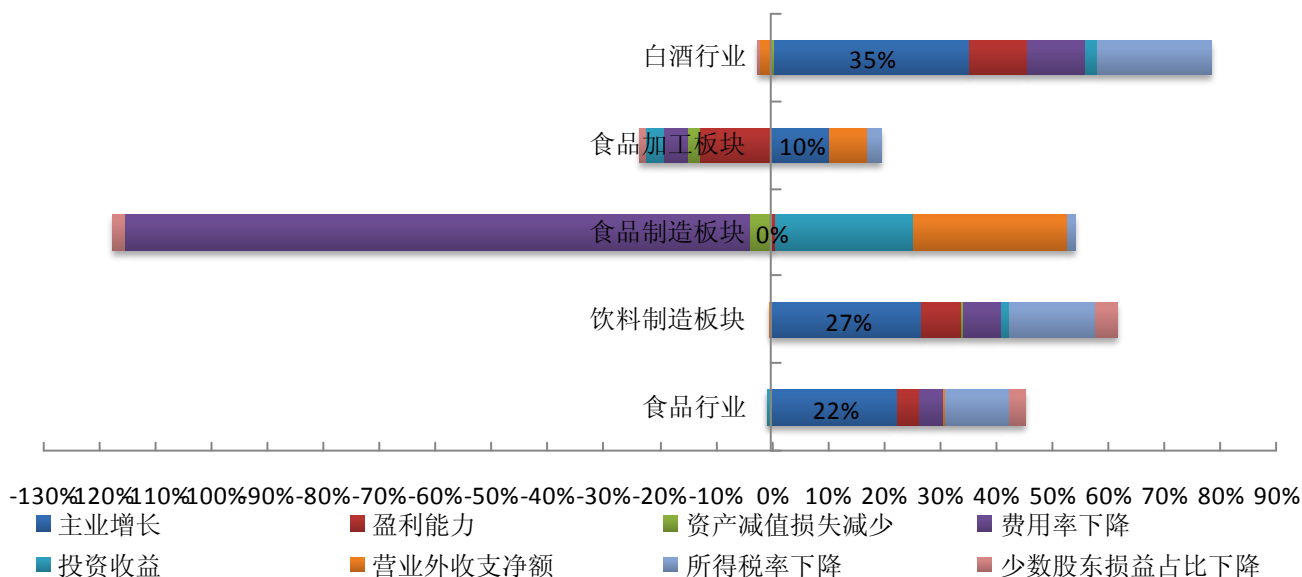
我们通过分析食品行业主要板块的经营情况，将经营活动各个环节对净利润增长率贡献进行了分解。我们将食品行业净利润增长 43.31% 进行环节贡献分解，得出 2009 年前三季度对食品饮料行业利润增长贡献最大的是主业的增长，其次是费用率的良好控制和盈利能力的提升，与我们此前的预期相符，三项对净利润增量的贡献比重分别达到 18.48%、13.81% 和 13.62%。

图 3：2009 年前三季度净利润增长构成的分解图



数据来源：天相投顾整理

图 4：2008 年前三季度净利润增长构成的分解图



数据来源：天相投顾整理

我们认为，随着行业性利好政策的减少，后续食品饮料行业的净利润增长依然主要来自于主业增长和盈利能力提升，以及适当的费用控制。

3. 细分行业运行分析

各个细分行业近期运行情况，以及细分行业产品产量和价格的详细跟踪和分析，请参考我们在 2009 年 9 月 25 日发出的食品饮料行业月刊《经济回暖，葡萄酒重回高速增长轨道—食品饮料行业 10 月刊》。在此，我们简单总结各个细分行业前三季度的运行情况，并分析可能出台的相关政策或事件对行业的影响，并展望行业的后续发展。

表 8：细分行业发展现状和展望

	前三季度运行状况	第四季度暨明年一季度展望	股价的可能促发因素
白酒 推荐： 五粮液 泸州老窖 贵州茅台 金种子酒 伊力特	从三家比较有代表性的高端白酒企业的三季报情况来看，贵州茅台、五粮液在粗略剔除预收账款和五粮液进出口公司的影响之后，酒类的销量均有所回升，而泸州老窖的高端酒依然受到一定的抑制，综合而言，高端白酒的终端消费有回暖的迹象，龙头公司茅台的利润增速虽然不尽人意，但销量增速依然可观。	随着宏观经济的回暖，我们看好第四季度，尤其是四季度末及明年一季度高端酒销量的增长；但提价预期减弱。 目前，各公司新消费税政策的影响已经显现，预计第四季度新消费税政策对利润的吞噬将进一步加剧。	（1）经济转好促使商务、个人消费增加； （2）龙头公司的提价行为； （3）行业龙头企业的低估值及二线酒企的高速成长。
啤酒 推荐： 燕京啤酒	在半年报综述中，我们提出行业面临最大的不确定性因素就是严打酒后驾车对旺季啤酒消费量的影响，从目前的情况来看，由于醉驾的严打，啤酒行业的销量被严重抑制，拉低了全年增速的预期；但低价啤麦却依然支撑着啤酒企业盈利能力的上升。	由于旺季遇到了严打醉驾，影响了全年销量的增速，我们下调啤酒行业销量增速至 5%，第四季度开始啤酒行业进入淡季，但低价啤麦依然会大幅贡献利润。	（1）大麦原料价格全年保持低位；（2）行业可能发生的并购行为。
葡萄酒 推荐： 张裕 A	前三季度葡萄酒行业产量增速逐月上升，9 月份葡萄酒行业更是延续了 8 月份的高速增长势头，同比大幅增加 51.83%，增速环比提升 8.43 个百分点。消费市场在转暖的同时，原装葡萄酒进口量的激增同样不能忽视，目前进口葡萄酒对国内市场已经形成了一定冲击，对百元左右这一价格带冲击相对较大。	随着葡萄酒消费旺季的来临，以及宏观经济回暖带动商务消费的启动，行业回暖基本确定，产量高速增长势头有望延续，尤其是行业龙头公司，业绩表现值得期待。	（1）受益于宏观经济回暖带动的商务消费及个人消费的增加； （2）葡萄酒消费旺季的来临。

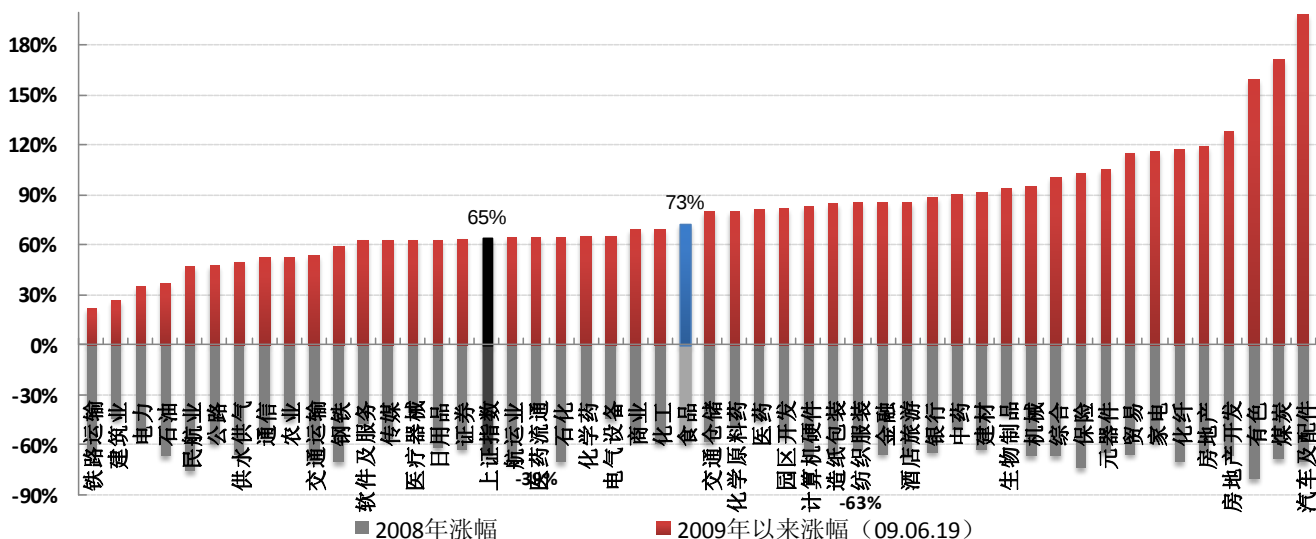
	前三季度运行状况	第四季度暨明年一季度展望	股价的可能促发因素
肉制品 推荐: 双汇发展	肉质品企业的盈利能力处于上升期，享受低成本的生猪价格，生猪供给充足，企业屠宰量同比有较大幅度提高。	目前生猪疫病的情况不容乐观，虽然尚未扩散到大型养殖场，对整体存栏量的影响程度有限，但随着进入流感高发季节，对疫病控制的难度将进一步加剧。 受处理病猪以及生猪集中出栏的因素影响，目前生猪价格仍处于低位运行，但是如果疫情大面积爆发，2010年生猪市场难保不重蹈 2007 年的覆辙；不过如果疫情得到有效控制，考虑到目前的存栏量尚属正常，生猪价格上涨的幅度有限。	(1) 上市公司集团的股权变动情况；(2) 疫情的控制程度；(3) 消费旺季的到来。
乳制品 推荐: *ST 伊利	行业处于三聚氰胺事件后的恢复关键期，目前来看，龙头企业恢复良好。且行业享受较长时期的低价原奶成本，但这种趋势可能在四季度出现逆转，行业的继续回暖仍然要靠企业巨额的营销费用投入。	目前，乳制品各上市公司已经全面实现增长。四季度的原奶价格处于上升期，行业内公司的盈利能力将受到一定程度的影响。关注四季度公司费用支出的情况和企业上游原奶基地的建设情况。	(1) 税收政策变化，如果国家出台行业的增值税优惠政策，将极大提振行业发展和相关公司业绩水平；(2) 奶粉收储；(3) 旺季消费。

数据来源：天相投顾整理

4. 2009 年第四季度暨明年一季度食品饮料行业投资策略

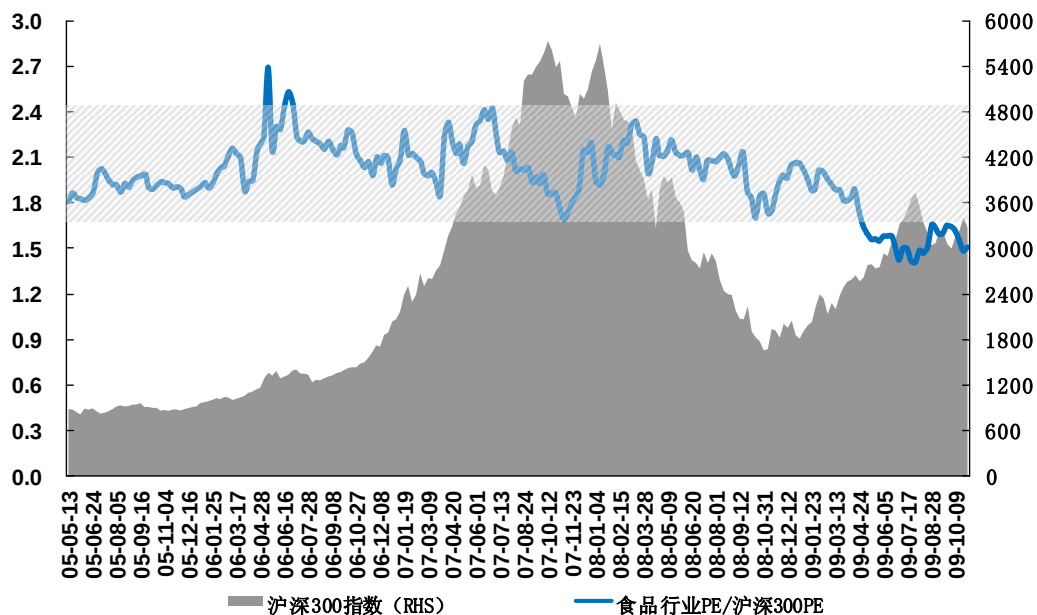
食品饮料行业 PE 相比沪深 300 样本股 PE 的比值继续回落, 较 1.8-2.4 的合理区间有较大的偏离, 行业估值压力有很大的缓解, 相关公司投资机会愈发明显。

图 5: 天相各行业阶段涨幅情况图



数据来源：天相投资分析系统

图 6: 行业 PE 估值相对沪深 300PE 估值的倍数



数据来源：天相投资分析系统

食品行业投资策略：

（1）目前行业相对沪深 300 样本公司的估值倍数为 1.51，依然处于相对较低的位置。第四季度，随着经济的回暖带动商务消费的启动，高端酒类终端消费有望启动。加上通胀预期的存在，相关高端酒类的景气程度将会逐步恢复，相关公司的业绩将会受益。

重点推荐：

高端白酒公司：五粮液、贵州茅台、泸州老窖

高端葡萄酒公司：张裕 A。

从公司层面来讲，看好业绩稳定增长的新疆白酒企业伊力特及成长性较强的金种子酒。

（2）大众消费品方面，我们看好乳制品行业的发展潜力，重点推荐：*ST 伊利；肉制品方面，疫情如果不能得到有效控制，后续生猪价格可能会有较大幅度的波动，暂时回避肉制品深加工企业；而啤酒方面，销售旺季遇上了严打酒后驾车，影响了全年销量增速的提升，但成本的下降依然推动上市公司利润上升。

行业面临的主要风险：

- （1）经济增速的可能放缓对消费需求的不利影响；
- （2）食品安全对行业发展的影响；
- （3）生猪疫情的蔓延将影响肉制品行业明年的毛利率水平。



5. 重点公司的评级和盈利预测

泸州老窖 (000568): 白酒行业龙头企业, 生产浓香型白酒。2009 年 1-9 月, 公司实现营业收入 32.11 亿元, 同比增长 4.35%; 营业利润 16.04 亿元, 同比增长 13.23%; 实现归属母公司净利润 12.55 亿元, 同比增长 15.72%, 实现每股收益 0.9 元。公司未来的主要看点是: (1) 关注老窖特曲的销售情况; (2) 国窖 1573 销量增长情况。我们预计公司 09-11 年白酒业务 EPS 分别为 0.93 元、1.08 元和 1.26 元; 考虑到 34.86% 的华西证券股权带来收益, 预计 09-11 年 EPS 分别为 1.15 元、1.32 元和 1.51 元, 维持“增持”评级。具体请参考我们的最新报告《泸州老窖 (000568): 期待第四季度的奢华开启》。

五粮液 (000858): 白酒行业龙头企业, 生产浓香型白酒。2009 年 1-9 月, 公司实现营业收入 80.3 亿元, 同比增长 22%; 营业利润 31.51 亿元, 同比增长 47.76%; 实现归属母公司净利润 22.99 亿元, 同比增长 45%, 实现每股收益 0.61 元。公司未来的主要看点: (1) 公司关联交易解决贡献的利润显现; (2) 元旦、春节临近的提价预期; (3) 五粮液销量情况。我们预计公司 2009-2010 年 EPS 分别为 0.72 元和 1.08 元, 维持“增持”评级。具体请参考我们的最新报告《五粮液 (000858): 关联交易解决带来业绩大增》。

张裕 A (000869): 葡萄酒行业的龙头。2009 年 1-9 月, 公司实现营业收入 29.5 亿元, 同比增加 15.1%; 营业利润 9.5 亿元, 同比增加 22%; 实现归属母公司净利润 7.3 亿元, 同比增加 23.6%, 实现每股收益 1.38 元。公司后续的主要看点有: 1、行业加速回暖, 销售收入增速环比提升; 2、公司主要销售区域位于东部沿海地区, 回暖速度快于行业平均水平。我们预计 2009-2011 年的 EPS 分别为 2.07 元、2.58 元和 3.13 元, 维持对公司的“增持”评级。具体请参考我们的最新报告《张裕 A (000869): 行业回暖明确, 销售逐季改善》。

贵州茅台 (600519): 白酒行业龙头企业, 生产酱香型白酒。2009 年 1-9 月, 公司实现营业收入 78.07 亿元, 同比增长 20.36%; 营业利润 53.06 亿元, 同比增长 20.28%; 实现归属母公司净利润 37.87 亿元, 同比增长 20.42%, 实现每股收益 4.01 元。公司未来的主要看点: (1) 公司产能扩张的进展; (2) 茅台酒的销售情况。我们预计公司 2009-2011 年的 EPS 分别为 5.46 元、6.23 元和 7.08 元, 维持对公司的“增持”评级。具体请参考我们的最新报告《贵州茅台 (600519): 暖风轻起, 酒香催人醉》。

青岛啤酒 (600600): 啤酒行业的龙头公司, 品牌优势明显。2009 年 1-9 月, 公司实现营业收入 147.3 亿元, 同比增加 12.7%; 营业利润 15.6 亿元, 同比增加 61.1%; 实现归属母公司净利润 12.5 亿元, 同比增加 79.3%, 实现每股收益 0.96 元。公司未来的主要看点: (1) 主品牌销量有望保持快速增长势头; (2) 大麦价格下降改善毛利率。我们预计 2009-2011 年的 EPS 分别为 0.96 元、1.04 元和 1.15 元, 维持对公司的“中性”评级。具体请参考我们的最新报告《青岛啤酒 (600600): 低价大麦携手产品结构优化》。

燕京啤酒 (000729): 啤酒行业一线公司, 经营稳健。2009 年 1-9 月, 公司实现营业收入 82.9 亿元, 同比增加 19.5%; 营业利润 8 亿元, 同比增加 25.1%; 实现归属母公司净利润 5.6 亿元, 同比增加 26%, 实现每股收益 0.47 元。公司未来的主要看



点：(1) 啤酒销量增速远高于行业平均水平；(2) 大麦价格下降提升公司毛利率；(3) 母公司高新技术企业资格认定进入公示期。我们预计 2009-2011 年的 EPS 分别为 0.50 元、0.64 元和 0.75 元，维持对公司的“增持”评级。具体请参考我们的最新报告《燕京啤酒（000729）：销量增速加快、品牌优势提升》。

金枫酒业（600616）：黄酒行业龙头，公司主要生产“石库门”和“和酒”，整合完成后公司主业为黄酒的生产销售。2009 年 1-9 月，公司实现营业收入 6.4 亿元，同比下降 84.96%；营业利润 1.24 亿元，同比下降 24.73%；实现归属母公司净利润 1.07 亿元，同比下降 25.7%，实现每股收益 0.29 元。公司完成重大资产重组后，产业结构变化导致数据直接对比失去意义。公司未来的主要看点：(1) 黄酒业务双品牌整合效果有待提高；(2) 中高端黄酒的销售情况。我们预计公司 2009-2011 年的 EPS 分别为 0.49 元、0.55 元和 0.62 元。维持公司的评级为“增持”。具体请参考我们的最新报告《金枫酒业（600616）：又到酒香蟹肥时》。

水井坊（600779）：白酒行业的二线公司，主要生产浓香型白酒，公司的产品结构分两个体系，一是“水井坊”品牌体系下的高档品牌水井坊、水井坊典藏、天号陈和公元十三；二是“全兴”品牌体系，属于中低档品牌。2009 年 1-9 月，公司实现营业收入 8.45 亿元，同比下降 3.48%；营业利润 2.25 亿元，同比下降 38.01%；实现归属母公司净利润 1.52 亿元，同比下降 34.56%，实现每股收益 0.31 元。公司未来的主要看点：(1) “水井坊”系列产品的销售能否好转；(2) 蓉上坊房地产项目预收账款情况。我们预计公司白酒业务 09-11 年 EPS 为 0.49 元、0.61 元和 0.77 元，另外蓉尚坊房地产业务贡献 09 年 EPS 为 0.15 元左右。维持对公司的“增持”评级。具体请参考我们的最新报告《水井坊（600779）：静待高端酒消费回暖》。

***ST 伊利（600887）：**乳业龙头。2009 年 1-9 月，公司实现营业收入 192.95 亿元，同比增长 0.97%；营业利润 5.69 亿元，同比增长 5.7 倍；实现归属母公司净利润 5.26 亿元，同比增长 5.8 倍，实现每股收益 0.66 元。公司未来的主要看点：(1) 产品结构升级，推升公司毛利率；(2) 奶粉业务的快速发展，成为未来两年的利润增长点；(3) 管理层行权有助于推动公司业绩上扬。我们上调公司 2009-2011 年的 EPS 分别为 0.73 元、0.98 元和 1.30 元，维持对公司的“增持”评级。具体请参考我们的最新报告《*ST 伊利（600887）：毛利率提升推动业绩增长》。

山西汾酒（600809）：白酒行业龙头企业，生产清香型白酒。2009 年 1-9 月，公司实现营业收入 17.07 亿元，同比增长 51.63%；营业利润 6.39 亿元，同比增长 74.55%；实现归属母公司净利润 3.67 亿元，同比增长 83.94%，实现每股收益 0.85 元。公司未来的主要看点：(1) 销售策略、营销体系调整的继续推进；(2) 恢复性增长能否持续。我们定义公司 2008 年为“调整年”，定义 2009 年为“恢复年”。我们上调公司 2009-2011 年的 EPS 分别为 0.97 元、1.39 元和 1.78 元，当前公司的股价为 33.86 元，维持公司“增持”的投资评级。具体请参考我们的最新报告《山西汾酒（600809）：改革带来业绩跨越式发展》。

双汇发展（000895）：肉制品行业龙头。2009 年 1-9 月，公司实现营业收入 206.66 亿元，同比增长 5.25%；营业利润 9.85 亿元，同比增长 36.6%；实现归属母公司净利润 6.28 亿元，同比增长 29.45%，实现每股收益 1.04 元。公司未来的主要看点：(1) 低温肉制品崭露头角；(2) 生猪价格的行情。我们上调公司 2009-2011 年的 EPS 分别为 1.50 元、1.82 元和 2.22 元，维持公司“买入”投资评级。具体请参考我们的最新报告《双汇发展（000895）：前三季度净利润增长近三成》。



表 9：食品行业重点公司评级及盈利预测（股价为 2009-11-03 的收盘价）

代码	公司名称	评级	盈利预测（元）			市盈率（倍）		
			2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
000568	泸州老窖	增持	0.91	1.18	1.31	32	25	22
	华西证券			0.25	0.23			
000729	燕京啤酒	增持	0.42	0.50	0.64	37	31	24
000858	五粮液	增持	0.48	0.72	1.08	48	32	22
000869	张裕A	增持	1.7	2.07	2.58	39	32	26
000895	双汇发展	买入	1.15	1.50	1.82	41	31	26
600519	贵州茅台	增持	4.03	5.46	6.23	40	29	26
600597	光明乳业	中性	-0.27	0.16	0.21	-	48	37
600600	青岛啤酒	中性	0.53	0.96	1.04	61	34	31
600616	金枫酒业	增持	0.57	0.49	0.55	30	35	31
600779	水井坊	增持	0.64	0.49	0.61	26	34	27
600809	山西汾酒	增持	0.57	0.97	1.39	61	36	25
600887	伊利股份	增持	-2.3	0.73	0.98	-	34	25
002186	全聚德	中性	0.53	0.67	0.8	58	46	39
002143	高金食品	中性	0.04	0.05	0.07	321	257	184
002216	三全食品	中性	0.87	0.48	0.54	22	40	36
000848	承德露露	增持	0.58	0.63	0.75	38	35	29

数据来源：天相投顾整理

表 10：2009 年前三季度食品饮料行业全部上市公司主要经营指标

股票代码	股票名称	EPS 摊薄	营业收入 (亿元)	收入增 长率	毛利率	费用率	费用 增长率	净利润 (万元)	净利润 增长率	净利率	ROE
000019	深深宝 A	0.03	1.40	19.96%	25.43%	28.49%	12.98%	534	-67.90%	3.81%	1.58%
000529	广弘控股	0.07	7.19	563.61%	16.43%	10.17%	2.25%	4104	扭亏	5.70%	6.53%
000557	ST 银广夏	0.34	0.04	-79.81%	25.90%	383.54%	-47.01%	23265	扭亏	5678.11%	0.00%
000568	泸州老窖	0.90	32.11	4.35%	65.59%	17.47%	5.24%	125546	15.72%	39.10%	32.82%
000576	*ST 甘化	-0.04	3.93	-29.65%	6.84%	23.68%	-5.45%	(1417)	亏损	-3.61%	-3.82%
000596	古井贡酒	0.20	9.72	-2.70%	53.57%	32.27%	58.30%	4588	96.36%	4.72%	6.54%
000716	ST 南方	0.07	2.47	-1.86%	38.79%	32.27%	-4.89%	1212	109.45%	4.91%	8.37%
000729	燕京啤酒	0.47	82.85	19.48%	40.69%	19.40%	27.46%	56424	26.04%	6.81%	7.71%
000752	西藏发展	0.08	2.80	33.29%	35.67%	14.92%	38.62%	2122	21.79%	7.57%	3.91%
000799	酒鬼酒	0.12	2.64	39.88%	78.69%	52.12%	1.59%	3712	扭亏	14.05%	5.66%
000833	贵糖股份	0.03	8.45	-21.91%	15.12%	12.64%	-19.55%	1002	-84.20%	1.19%	1.35%
000848	承德露露	0.41	10.25	-13.77%	31.98%	20.47%	-7.58%	7831	-8.34%	7.64%	13.42%
000858	五粮液	0.61	80.30	22.06%	62.25%	16.33%	32.09%	229930	44.67%	28.63%	17.05%
000869	张裕 A	1.38	29.51	15.08%	70.10%	32.34%	16.50%	72723	23.57%	24.65%	27.57%
000895	双汇发展	1.04	206.66	5.25%	10.60%	5.94%	30.41%	62782	29.45%	3.04%	23.63%
000911	南宁糖业	0.26	24.81	-6.14%	18.18%	13.80%	3.90%	7439	-10.08%	3.00%	5.75%
000929	兰州黄河	0.11	7.34	-16.83%	33.74%	18.93%	-8.22%	1999	-9.50%	2.72%	4.60%
000995	*ST 皇台	-0.20	0.28	-49.01%	15.92%	85.26%	16.68%	(3613)	亏损	-127.32%	-16.88%



股票代码	股票名称	EPS 摊薄	营业收入 (亿元)	收入增 长率	毛利率	费用率	费用 增长率	净利润 (万元)	净利润 增长率	净利率	ROE
002143	高金食品	0.06	11.58	-20.99%	7.44%	7.09%	-16.82%	930	27.31%	0.80%	2.01%
002216	三全食品	0.29	10.65	5.51%	36.30%	30.97%	1.90%	5453	3.55%	5.12%	6.07%
600059	古越龙山	0.08	4.67	-23.87%	37.36%	23.06%	-3.32%	4589	-40.08%	9.82%	3.51%
600073	上海梅林	0.01	14.98	100.52%	7.47%	9.92%	4.01%	182	扭亏	0.12%	0.22%
600084	ST 中葡	-0.40	2.70	-7.88%	23.37%	113.53%	6.04%	(20851)	亏损	-77.22%	-19.30%
600090	啤酒花	0.07	8.14	14.01%	42.22%	20.63%	-16.90%	2499	-36.33%	3.07%	7.36%
600132	重庆啤酒	0.30	18.80	7.52%	46.06%	26.19%	24.95%	14445	0.57%	7.68%	12.40%
600191	华资实业	0.12	0.70	-50.95%	-50.45%	92.18%	-16.01%	5996	扭亏	85.93%	3.12%
600197	伊力特	0.22	7.03	17.41%	46.59%	10.42%	12.92%	9896	-2.25%	14.08%	10.20%
600199	金种子酒	0.17	7.44	64.79%	35.94%	16.38%	54.63%	4537	138.76%	6.10%	7.28%
600238	海南椰岛	0.22	2.99	-59.55%	42.04%	53.07%	-11.70%	3707	72.00%	12.39%	4.15%
600298	安琪酵母	0.57	11.89	24.72%	36.10%	18.12%	9.60%	15529	101.50%	13.06%	15.75%
600300	维维股份	0.21	20.38	-7.26%	26.44%	25.92%	51.61%	26952	309.92%	13.23%	11.00%
600305	恒顺醋业	0.12	6.24	31.06%	27.75%	22.45%	25.24%	1498	-36.89%	2.40%	3.49%
600365	通葡股份	0.00	0.55	-15.16%	48.93%	39.70%	-4.49%	30	-71.73%	0.55%	0.16%
600429	三元股份	0.03	18.33	84.29%	24.31%	26.03%	138.96%	1604	-27.77%	0.88%	1.89%
600519	贵州茅台	4.01	78.07	20.36%	90.48%	13.86%	16.52%	378695	20.42%	48.51%	27.17%
600559	老白干酒	0.12	6.33	26.99%	42.12%	20.66%	82.50%	1733	-38.85%	2.74%	4.75%
600573	惠泉啤酒	0.29	9.29	9.39%	33.71%	11.82%	3.95%	7364	25.95%	7.93%	6.70%
600597	光明乳业	0.11	60.82	3.12%	37.45%	34.36%	0.25%	11591	扭亏	1.91%	5.52%
600600	青岛啤酒	0.96	147.35	12.70%	43.56%	24.34%	9.79%	125496	79.33%	8.52%	17.82%
600616	金枫酒业	0.29	6.40	-84.96%	52.74%	29.61%	-64.43%	10691	-25.70%	16.72%	11.42%
600695	大江股份	-0.02	5.17	-14.85%	11.11%	15.63%	-2.14%	(1533)	亏损	-2.97%	-7.10%
600702	沱牌曲酒	0.13	5.48	-16.63%	48.30%	31.41%	-18.92%	4537	10.59%	8.28%	2.54%
600737	中粮屯河	0.24	20.41	3.60%	29.28%	20.22%	-14.58%	23605	42.02%	11.57%	7.93%
600779	水井坊	0.31	8.45	-3.48%	74.19%	37.88%	22.39%	15184	-34.56%	17.97%	11.46%
600809	山西汾酒	0.85	17.07	51.63%	73.87%	20.28%	5.07%	36670	83.94%	21.48%	22.09%
600887	*ST 伊利	0.66	192.95	0.97%	35.82%	32.52%	15.90%	52604	扭亏	2.73%	15.85%
600962	国投中鲁	0.04	6.63	-39.09%	17.14%	16.02%	-39.13%	701	-88.29%	1.06%	0.70%

资料来源：上市公司年报、天相投顾整理

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	济南市高新区华龙路 1825 号嘉恒商务大厦 A 座 1005 室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100