

抗“通胀”和迎“奥运”——2007年年报和2008年季报综述

食品行业

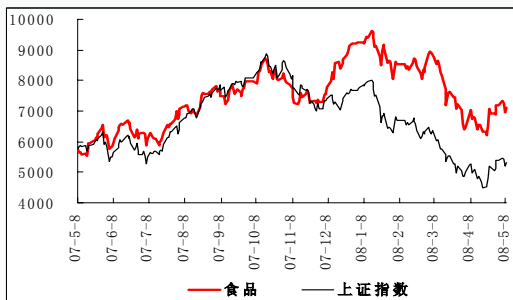
增持（维持）

报告日期：2008年5月9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	7127.76	3.68%
天相流通指数	3941.63	1.74%
上证指数	3656.84	1.59%

行业指数近一年走势图



相关报告：

- 《2008年1季度基金持有食品股变化情况分析》
2008-04-25
- 《政府价格干预措施对食品行业上市公司的影响》
2008-01-17
- 《国际化视角寻找行业“农夫式”公司》2007-12-12
- 《白酒行业：正值白酒企业的收获季节》
2007-09-03
- 《投资龙头 盯紧二线》
2007-05-21
- 《2007年2季度基金持有食品股变化情况分析》
2007-07-23
- 《食品行业：加息 = 加喜》
2007-05-21
- 《食品行业 白马奔腾——2006年行业年报综述》
2007-05-08
- 《行业景气持续看好 龙头值得长期投资——白酒行业投资策略》
2007-04-19

天相消费品小组

联系人—施剑刚

021-58824282-811 shijg@txsec.com

- **食品行业受到较大成本压力。**2007年1-11月，饮料制造业实现销售收入和利润总额分别为4473亿元和385亿元，同比增长26.48%和41%，增速提高明显；食品制造业实现销售收入和利润总额分别为5230亿元和314亿元，同比增长29.09%和33.20%；食品加工业实现销售收入和利润总额分别为15139亿元和668亿元，增速为34.94%和49.53%。2007年，白酒行业良好表现推动了饮料制造业的较快发展。2008年1-2月，食品行业收入和利润保持了稳步发展，但由于成本同比增速更为明显，除了葡萄酒行业外，食品饮料行业各个细分行业的毛利率均出现下滑，尤其是受成本压力较大的乳制品行业，毛利率同比下降6.2个百分点，降为17.92%。
- **上市公司盈利能力继续提升。**2007年，48家上市公司合计实现营业收入1349.44亿元，同比增长19.6%；合计实现净利润97.76亿元，同比增长70.7%。加权平均EPS 0.42元。2008年1季度，上市公司的合计收入和净利润增速分别为21.2%和58.3%，增速略有上升。白酒行业表现较为突出，2007年，受主要白酒公司产品提价和产品销售结构调整的推动，其收入和净利润增速分别为21.1%和76.9%，08年1季度，净利润继续保持57.8%的增长，实际所得税率下降近10个百分点，两税合并利好明显。
- **下半年行业选股逻辑。**(1) 抗通胀品种。在温和通胀环境下，高端产品的收入端提价顺畅，其成本端受成本压力较小，提价的溢价效应能推升毛利率。重点推荐五粮液、贵州茅台、水井坊、泸州老窖和张裕A。生产大众消费品的企业受成本压力较大，产品通过直接提价转嫁成本能力弱，行业性的成本压力将加速行业内部整合，从战略性的投资角度，具有良好品牌和规模优势的公司仍是值得投资的对象，重点推荐双汇发展；(2) 进入消费旺季兼具奥运概念的优势股，重点推荐青岛啤酒，关注燕京啤酒和全聚德；(3) 资产整合业绩增厚的公司，重点推荐第一食品和五粮液。
- **维持对行业的“增持”评级，建议超配食品饮料行业。**从细分行业分梯队看，第一看好梯队为白酒行业、葡萄酒行业；第二看好梯队为黄酒行业、速冻食品行业和肉制品行业；看平行业梯队为啤酒行业、乳制品行业和制糖业。维持对双汇发展和第一食品的“买入”评级；维持对泸州老窖、五粮液、贵州茅台、水井坊、山西汾酒、伊利股份、青岛啤酒、张裕A和三全食品的“增持”评级；维持燕京啤酒、光明乳业、全聚德和高金食品的“中性”的评级。



正文目录

1. 2007 年行业保持快速发展	4
2. 2008 年一季度行业的成本压力已降低了毛利率	5
2.1 白酒和啤酒稳步发展，葡萄酒发展进入快车道	5
2.2 行业受到较大的成本压力	7
2.3 期间费用管理分析	9
2.4 两税合并带给白酒行业实质利好	9
2.5 乳制品行业仍然面临较大的成本压力	11
2.6 肉制品行业在逐渐好转	12
3. 上市公司 2007 年和 2008 年一季度业绩分析	13
3.1 07 年业绩增长近 8 成，08 年 1 季度增速同比略升	13
3.2 龙头公司仍有不俗表现	15
4. 一季度基金重仓股分析	17
5. 2008 年下半年行业选股逻辑	18
5.1 抗通胀品种	19
5.2 进入消费旺季兼具奥运概念的优势股	21
5.3 资产整合业绩增厚的公司	22
6. 重点公司的评级和盈利预测	23



图表目录

图 1: 白酒行业主要经营数据和指标.....	6
图 2: 葡萄酒行业主要经营数据和指标.....	6
图 3: 啤酒行业主要经营数据和指标.....	7
图 4: 白酒上市公司历年加权平均毛利率不断上升.....	8
图 5: 主要粮食价格快速上涨.....	8
图 6: 高价大麦挤压啤酒行业利润.....	8
图 7: 主要细分行业历年前 2 月的费用率情况比较.....	9
图 8: 2008 年一季度新税法的实施使白酒公司实质受益.....	10
图 9: 鲜奶价格和原奶价格高位趋降.....	11
图 10: 生猪价格及相关指标.....	12
图 11: 肉制品行业的主要财务指标.....	13
图 12: 饮料制造、食品制造和食品加工三板块 2007 年的收入和净利润占比.....	14
图 13: 食品行业表现出较好的抗跌性.....	19
图 14: CPI 指数不断攀高.....	20
图 15: 主要细分行业的成本构成.....	20
图 16: 历史上看在旺季股价有较好的表现.....	21
图 17: 百威啤酒赞助奥运会前后的股价走势以及历年净利润数据.....	22
表 1: 2007 年 1-11 月食品行业各细分行业主要经营指标 (单位: 亿元).....	4
表 2: 2008 年 1-2 月食品行业各细分行业主要经营指标 (单位: 亿元).....	5
表 3: 主要细分行业 2007 年毛利率情况.....	7
表 4: 主要细分行业 2008 年 1-2 月毛利率情况.....	7
表 5: 考虑所得税降为 25% 各白酒公司的业绩增长情况.....	10
表 6: 考虑广告费税前扣除因素, 公司净利润的增长情况.....	11
表 7: 48 家食品行业上市公司 2007 年及 08 年 1 季度业绩汇总.....	13
表 8: 8 家食品加工板块上市公司 2007 年及 08 年 1 季度业绩汇总.....	14
表 9: 9 家食品制造业板块上市公司 2007 年及 08 年 1 季度业绩汇总.....	14
表 10: 31 家饮料制造业板块上市公司 2007 年及 08 年 1 季度业绩汇总.....	15
表 11: 2007 年净利润排名前 10 位的食品行业上市公司 (单位: 万元).....	15
表 12: 细分行业龙头公司 2007 年报收入与盈利增长情况.....	16
表 13: 食品行业基金重仓股.....	17
表 14: 行业内龙头公司的估值开始分化.....	18
表 15: 食品行业重点公司评级及盈利预测 (股价为 2008-5-8 的收盘价).....	25
附表 1: 2007 年食品行业全部上市公司主要经营指标 (单位: 万元、元).....	25
附表 2: 2007 年食品行业全部上市公司财务指标.....	26

我们的核心观点

在农产品价格、能源价格、人力成本等不断上涨的现阶段，食品行业承受较重的成本压力，一季度的行业数据表明成本压力已带来毛利率的下降。转嫁成本、缓解成本压力成为行业内公司首先要面对的问题。我们承接一季度的投资策略，综合分析认为食品行业在温和通胀的大环境下，高端产品的企业可以受益通胀，生产大众产品的优势企业受益行业整合，另外我们提出在消费旺季来临的行业中选择兼具奥运概念的优势公司，最后我们认为资产整合带来业绩增厚明确的公司同样值得投资。需提示的风险：如果 CPI 无法有效控制，食品行业很难幸免于宏观经济的伤害。

1. 2007 年行业保持快速发展

根据国家统计局的统计数据，2007 年 1-11 月，4230 家饮料制造企业实现销售收入 4473 亿元，同比增长 26.48%，增速同比下降 0.73 个百分点；实现利润总额 385 亿元，同比增长 41.00%，同比增加 10.77 个百分点；行业平均毛利率为 28.28%，同比下降 0.18 个百分点。我们认为期间费用的良好控制是利润总额快速增长的重要原因，2007 年 1-11 月，行业的期间费用率为 15.06%，同比下降 0.63 个百分点。在饮料制造板块中，表现较为优异的子行业仍然是白酒行业，该行业仍保持较高的景气度，利润总额增速高于收入增速的现象更为明显，产品销售结构的调整效果明显，白酒行业毛利率同比提高 1.38 个百分点。

6462 家食品制造企业实现销售收入 5230 亿元，同比增长 29.09%，增速同比增加 2.96 个百分点；实现利润总额 314.14 亿元，同比增长 33.20%，同比增加 1.28 个百分点；行业平均毛利率为 19.93%，同比增加 0.02 个百分点。其中的液体乳及乳制品子行业收入仍保持 24.55% 的较快增长，行业通过直接和间接的提价转嫁了部分成本，行业毛利率同比增加了 0.2 个百分点。

17689 家食品加工企业实现销售收入 15139 亿元，同比增长 34.94%，增速同比增加 10.96 个百分点，收入快速上涨的直接因素是价升而非量增；实现利润总额 668.27 亿元，同比增长 49.53%，同比增加 5.58 个百分点；行业平均毛利率为 11.10%，同比增加 0.19 个百分点。制糖子行业周期性明显，由于甘蔗收获量明显回升，白糖供需基本平衡，糖价回落，主要制糖企业出现程度不同的业绩下滑。2007 年，生猪收购均价同比上涨 64%，鲜肉批发均价同比上涨 48%，畜禽屠宰业业绩向好，肉制品及副产品加工业盈利能力有所下滑。

表 1：2007 年 1-11 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	销售收入增长率	利润总额	利润总额增长率	2007 年 1-11 月毛利率	2006 年 1-11 月毛利率
饮料制造	4472.82	26.48%	385.34	41.00%	28.28%	28.46%
白酒行业	1089.95	34.03%	136.73	60.27%	35.59%	34.21%
黄酒行业	65.22	37.07%	5.28	50.91%	27.09%	28.98%
啤酒行业	910.99	16.30%	58.15	21.01%	33.43%	34.82%

葡萄酒行业	139.01	18.21%	16.22	23.63%	35.65%	36.01%
软饮料制造	1709.43	25.73%	135.94	31.89%	24.11%	23.96%
食品制造	5229.63	29.09%	314.14	33.20%	19.93%	19.91%
液体乳及乳制品	1188.71	24.55%	64.38	24.37%	22.31%	22.11%
速冻食品	168.46	26.79%	8.10	22.66%	17.19%	16.37%
罐头制造	397.80	36.05%	11.80	25.35%	13.31%	13.71%
调味品、发酵制品	775.44	30.42%	44.38	8.35%	17.21%	19.03%
食品加工	15139.44	34.94%	668.27	49.53%	11.10%	10.91%
制糖业	449.39	12.64%	44.24	-17.98%	19.52%	24.15%
畜禽屠宰	1719.74	38.13%	63.57	74.51%	10.34%	8.77%
肉制品及副产品加工	1474.18	29.19%	69.12	28.99%	10.25%	10.84%

数据来源：国家统计局、天相投顾整理

2. 2008 年一季度行业的成本压力已降低了毛利率

2.1 白酒和啤酒稳步发展，葡萄酒发展进入快车道

表 2：2008 年 1-2 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	销售收入增长率	利润总额	利润总额增长率	2008 年 1-2 月毛利率	2007 年 1-2 月毛利率
饮料制造	880.79	25.23%	83.33	20.18%	29.56%	30.70%
白酒行业	281.54	29.23%	37.22	15.01%	35.60%	38.24%
黄酒行业	15.56	19.72%	2.05	15.89%	33.09%	33.21%
啤酒行业	124.91	16.23%	3.48	16.20%	29.14%	32.12%
葡萄酒行业	41.14	34.22%	6.56	32.40%	41.06%	40.85%
软饮料制造	329.19	21.97%	29.48	22.02%	25.93%	25.65%
食品制造	1017.47	31.68%	67.68	38.98%	19.89%	21.31%
液体乳及乳制品	232.55	29.35%	8.37	-8.96%	17.94%	24.14%
速冻食品	37.81	26.91%	1.34	24.74%	16.66%	18.92%
罐头制造	65.77	31.24%	2.41	78.58%	14.56%	12.74%
调味品、发酵制品	154.18	26.39%	11.03	50.22%	19.56%	18.14%
食品加工	2796.22	41.57%	136.82	60.61%	11.57%	11.43%
制糖业	103.83	24.01%	4.93	-40.11%	14.54%	19.54%
畜禽屠宰	324.47	47.50%	9.66	57.60%	9.57%	9.89%
肉制品及副产品加工	284.79	33.78%	11.90	22.92%	10.30%	10.41%

数据来源：国家统计局、天相投顾整理

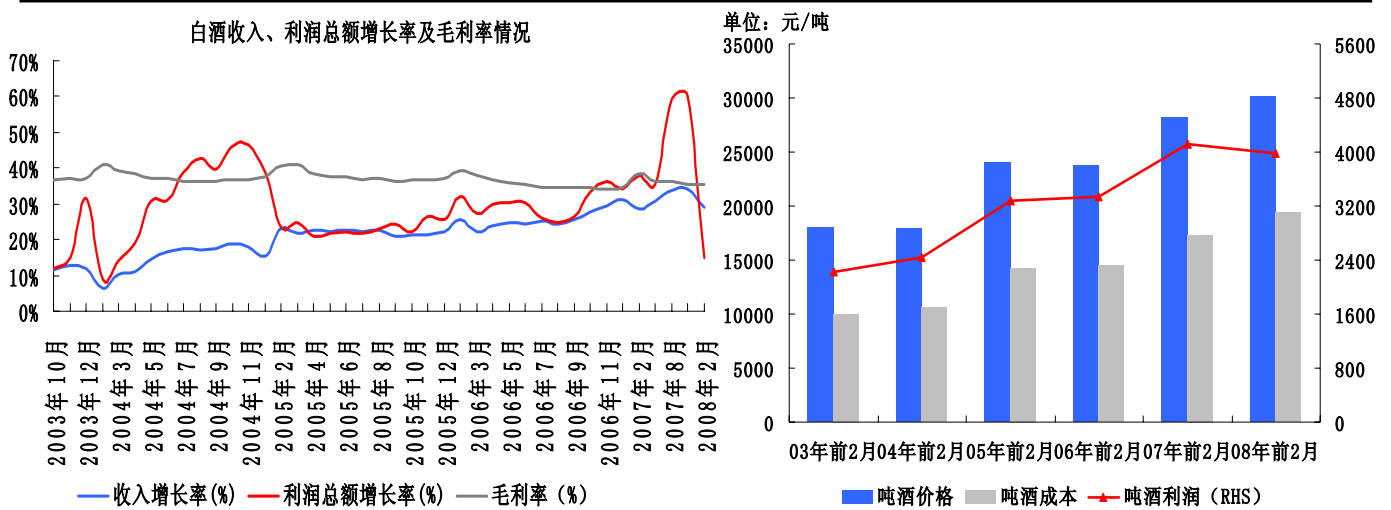
从各个酒种的产量情况看，2008 年 1-2 月，酒种所处发展阶段的不同，导致它们的产量增速相差较大。啤酒（455 万吨）、白酒（94 万吨）和葡萄酒（23 万吨）的产量分别增长一成、两成和五成（黄酒无相关数据）。葡萄酒产量的快速增长超过了我们预期，葡萄酒吨酒价格同比下降了 13%，对此我们的理解是产量增长部分大多来自于较为低端的产品，说明葡萄酒的消费群体趋向大众化，这有助于该酒种消费认知



度的提高，行业的发展前景十分值得期待。另外，08年1-2月，葡萄酒的毛利率略有提高，主要原因为行业所受的原材料成本压力在食品饮料各个细分行业中是最小的。

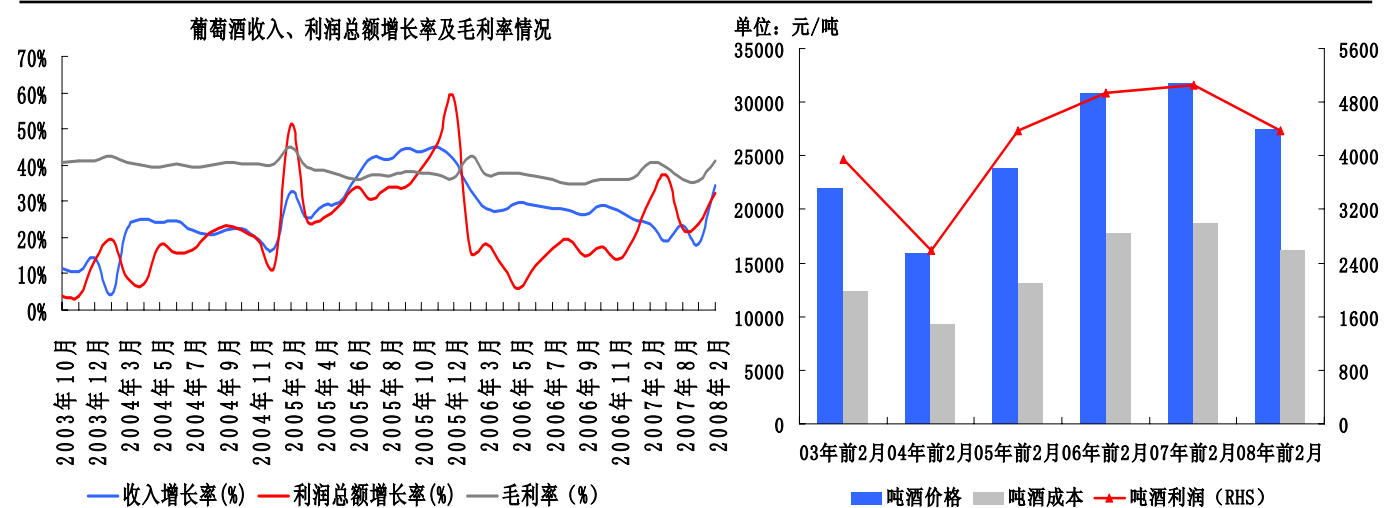
白酒行业收入、利润总额分别增长了29%和15%，收入增速同比增加0.58个百分点，利润总额增速大幅下滑23.01个百分点，毛利率同比下滑2.64个百分点。我们认为对于高端白酒企业而言，这些数据参考意义不是很大，在过去的一年中，主要的中、高端白酒品牌都有10%以上的涨价幅度，而其所受成本压力较小，所以从主要白酒公司年报和季报的数据看，毛利率都有不同幅度的上升。我们对行业毛利率下滑的解释是产销量增长部分大多来自于中低档酒的增长，这从一季度贵州茅台和五粮液高端酒销量增长有限是匹配的。随着粮食价格的不断攀升，低端酒所受的原材料成本压力比较大，这是导致行业1-2月毛利率下降的主因，但我们很难对“利润总额增速下降23个百分点，增速低于销量增速”做出较为合理的解释。

图1：白酒行业主要经营数据和指标



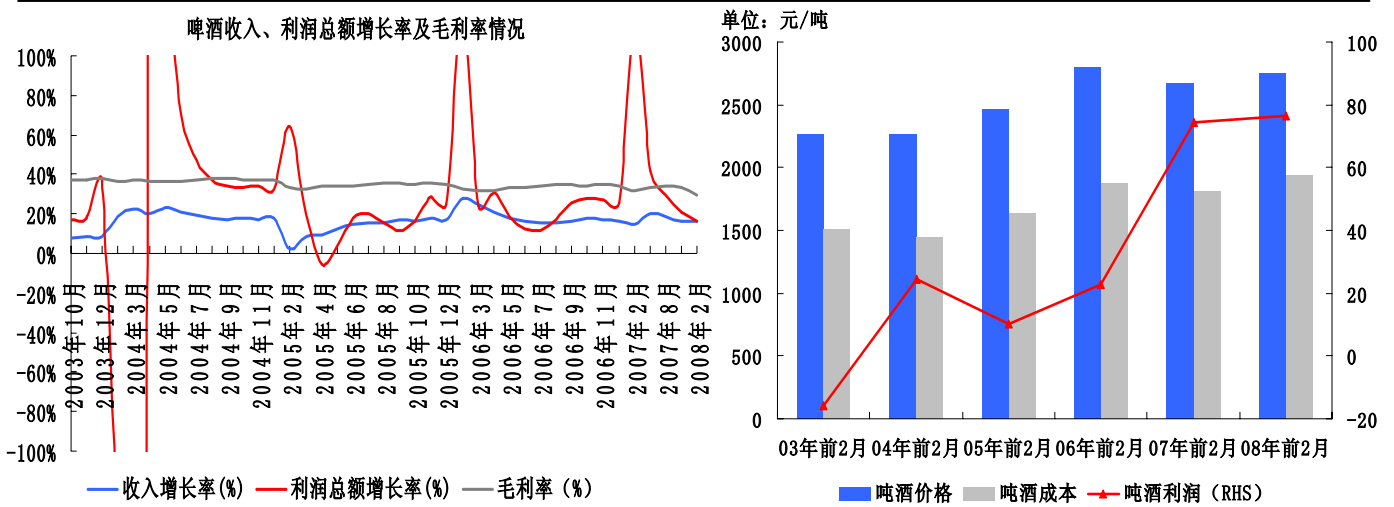
数据来源：国家统计局、天相投顾整理

图2：葡萄酒行业主要经营数据和指标



数据来源：国家统计局、天相投顾整理

图 3：啤酒行业主要经营数据和指标



数据来源：国家统计局、天相投顾整理

2.2 行业受到较大的成本压力

表 3：主要细分行业 2007 年毛利率情况

	白酒	啤酒	黄酒	葡萄酒	乳制品	制糖	肉制品
2007 年 1-11 月	↑ 35.59%	↓ 33.43%	↓ 27.09%	↓ 35.65%	↑ 22.31%	↓ 19.52%	↓ 10.25%
2006 年 1-11 月	34.21%	34.82%	28.98%	36.01%	22.11%	24.15%	10.84%
2005 年 1-11 月	36.74%	35.46%	30.47%	37.26%	23.63%	21.31%	9.19%
2004 年 1-11 月	36.90%	36.93%	28.87%	40.16%	24.57%	21.18%	9.66%
2003 年 1-11 月	37.06%	37.48%	27.22%	41.23%	24.93%	13.17%	11.60%

数据来源：国家统计局、天相投顾整理

表 4：主要细分行业 2008 年 1-2 月毛利率情况

	白酒	啤酒	黄酒	葡萄酒	乳制品	制糖	肉制品
2008 年 1-2 月	↓ 35.60%	↓ 29.14%	↓ 33.09%	↑ 41.06%	↓ 17.94%	↓ 14.54%	↓ 10.30%
2007 年 1-2 月	38.24%	32.12%	33.21%	40.85%	24.14%	19.54%	10.41%
2006 年 1-2 月	39.06%	32.83%	33.10%	42.46%	22.58%	23.79%	10.71%
2005 年 1-2 月	40.39%	33.35%	36.22%	45.01%	24.32%	20.05%	10.33%
2004 年 1-2 月	40.91%	36.31%	35.94%	42.39%	25.16%	18.45%	11.37%

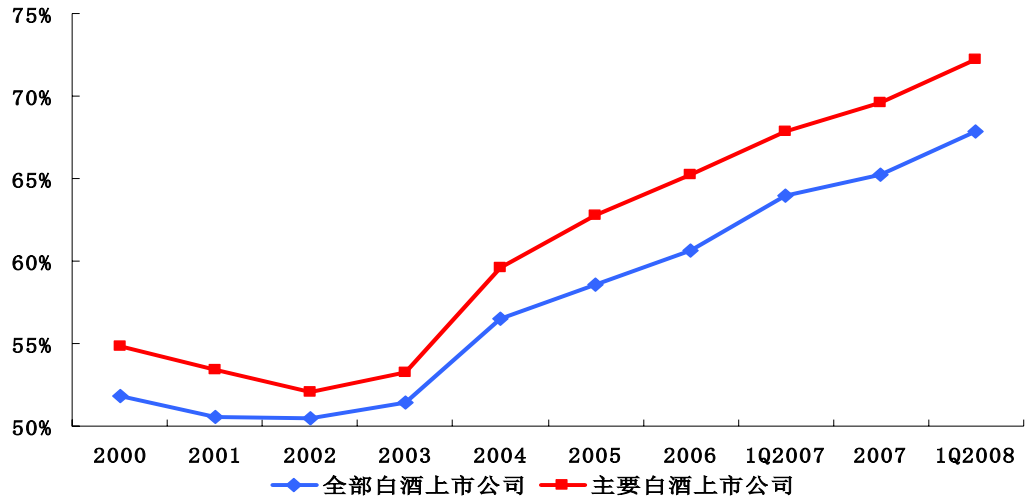
数据来源：国家统计局、天相投顾整理

从以上两组数据我们可以看到，随着原材料成本上涨翘尾因素的影响，2008 年 1-2 月，食品行业同比毛利率下降幅度要比 2007 年 1-11 月毛利率同比下降幅度来的大。除了葡萄酒之外，各个细分行业的毛利率都有较大幅度的下降，其中受原材料成本压力较大的大众消费品行业（乳制品、啤酒和肉制品）毛利率下降比较可观，基本已经降至已选取历史数据的最低位。

正如我们前面的分析，白酒行业毛利率的下滑主要是受成本压力较大的低端酒产销量增长较快造成，至于我们看好的生产中高端白酒的企业而言，由于产品提价相对

成本上涨的溢价因素和产品销售结构调整的效果发挥，其毛利率不断攀升。

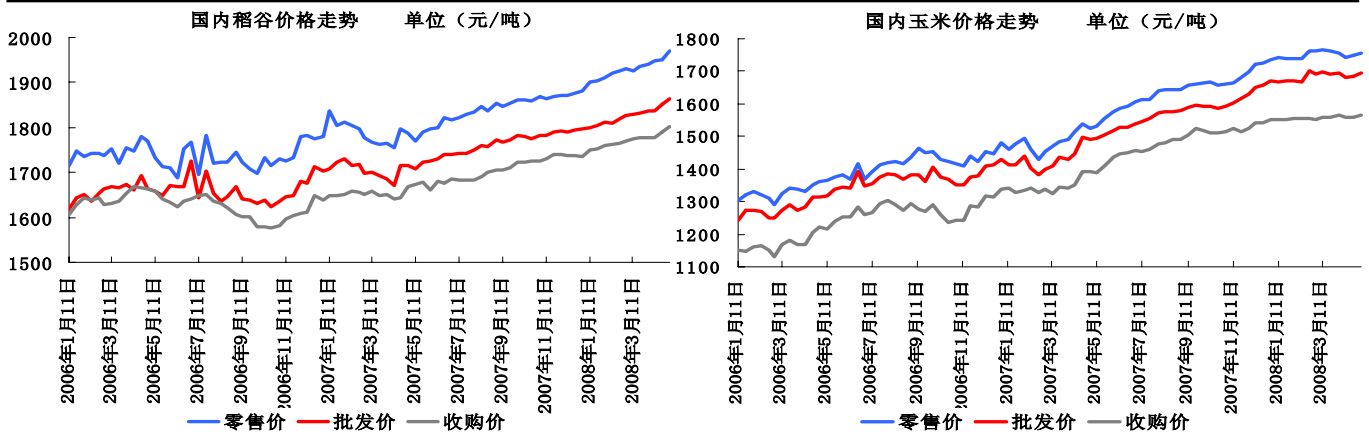
图 4：白酒上市公司历年加权平均毛利率不断上升



数据来源：天相投顾整理

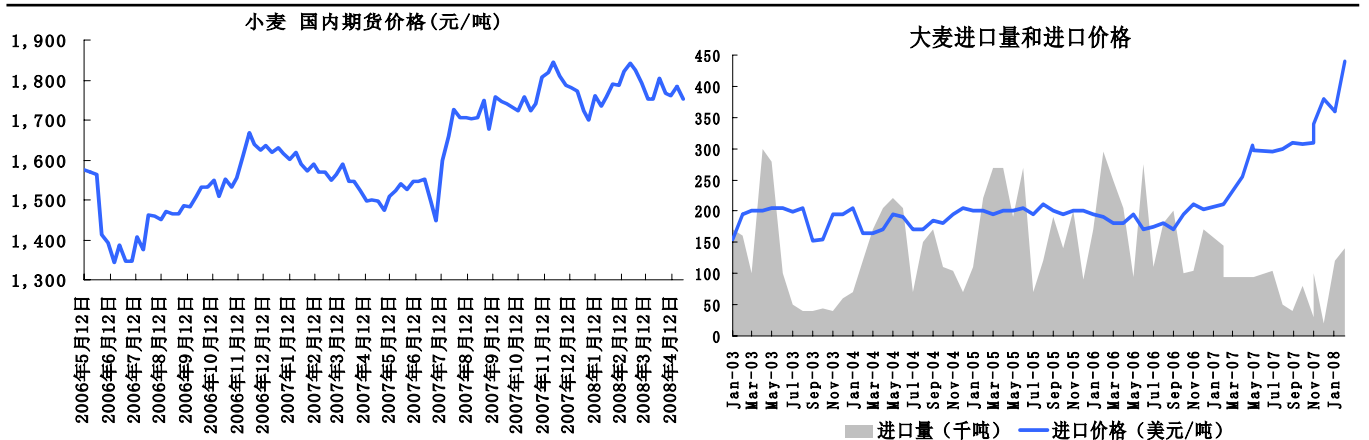
注：主要白酒上市公司样本包括贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒和水井坊。

图 5：主要粮食价格快速上涨



数据来源：商务部、天相投顾整理

图 6：高价大麦挤压啤酒行业利润

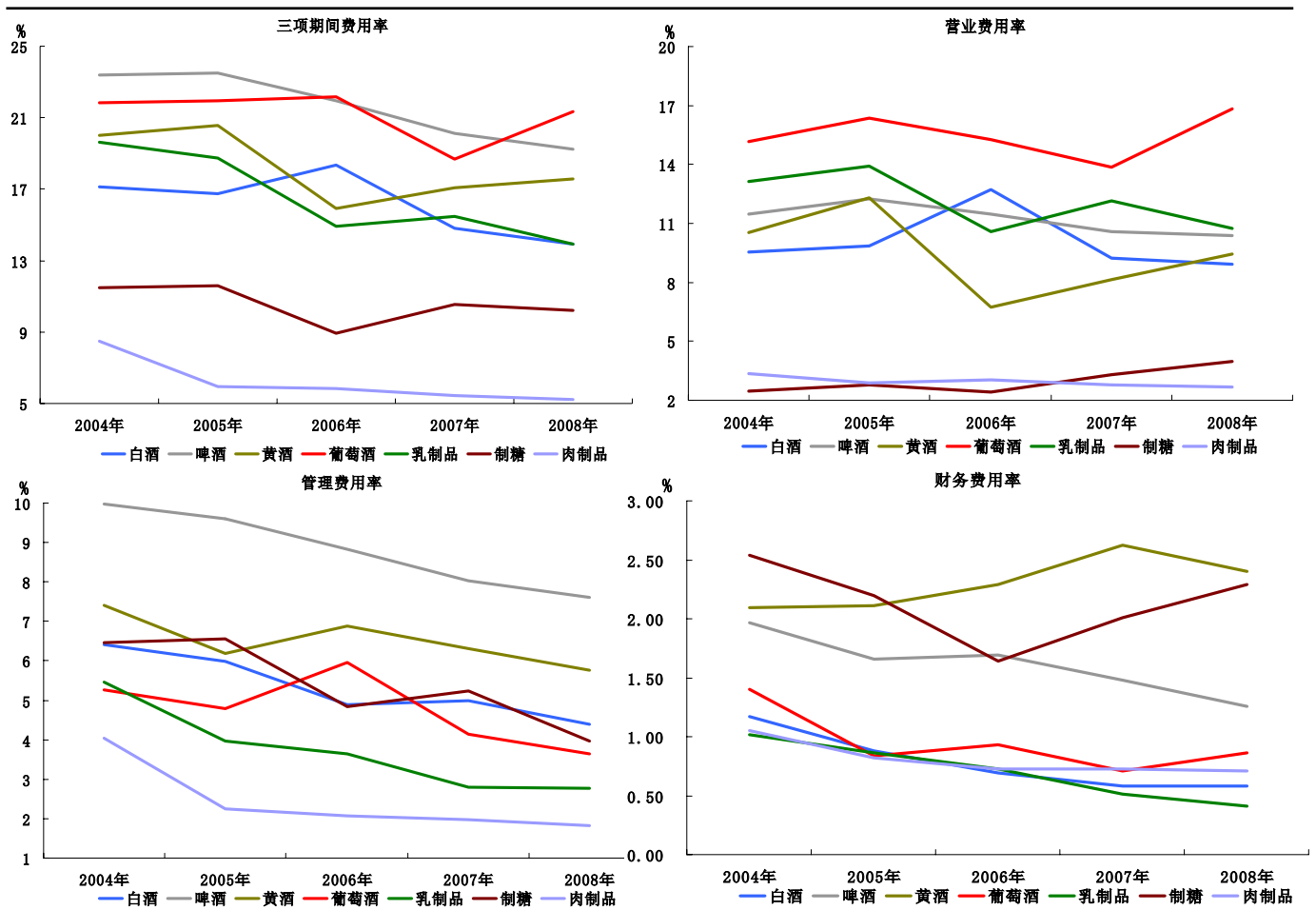


数据来源：商务部、天相投顾整理

2.3 期间费用管理分析

在目前通胀的大环境下，原材料价格的上涨促使成本压力大的细分行业费用控制力度明显加强。2008年1-2月，生产大众消费品的行业期间费用率明显下降，啤酒、乳制品和肉制品行业的期间费用率同比分别下降0.87、1.53和0.26个百分点。黄酒行业的激烈竞争使其期间费用率很难下降，同比上升0.51个百分点。成本压力较少使葡萄酒行业没有控制费用的举动，相反，在行业快速发展的过程中促使葡萄酒公司有较强的费用支出冲动，2008年1-2月，葡萄酒行业的期间费用率同比上升2.64个百分点。

图 7：主要细分行业历年前 2 月的费用率情况比较



数据来源：天相投顾整理

2.4 两税合并带给白酒行业实质利好

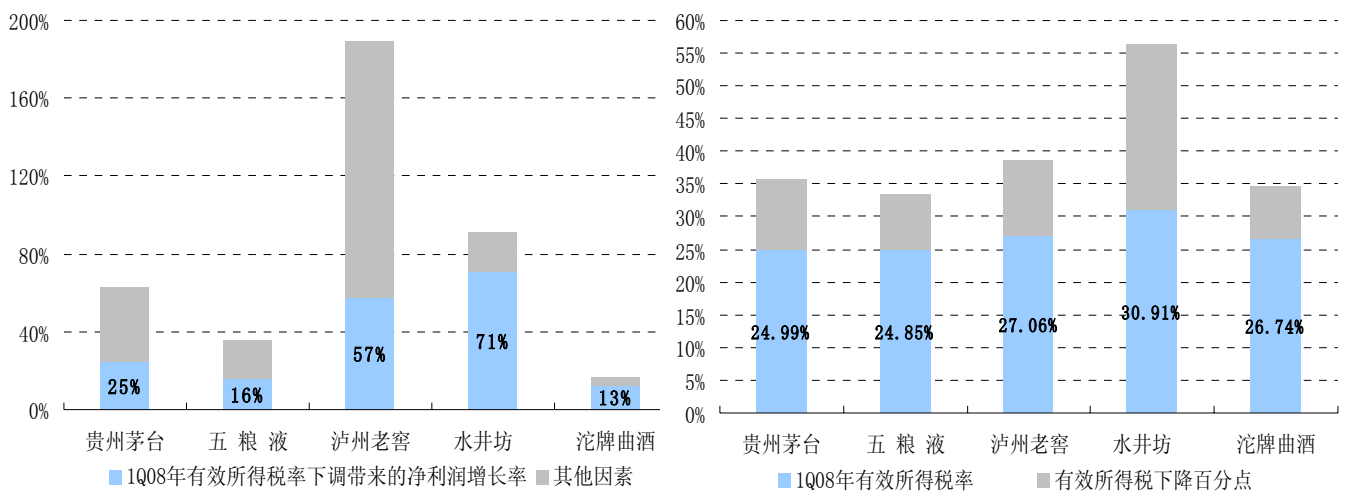
白酒公司被国家定义为高耗粮、高耗能的企业，行业的进入门槛比较低。所以国家通过严苛的税收制度（增值税：从价税和从量税双重增收；企业所得税：广告费不能在应纳税所得额中扣除）对其发展进行一定的限制，所以白酒企业的实际所得税率长期保持在 33% 以上。其所得税计算方法如下：

所得税费用=应纳税所得额*法定所得税率=(利润总额+酒类广告费+不能抵扣的亏损等项目)*33%

新税法的实施对白酒企业的利好有两方面：(1)法定所得税率从33%下降为25%，已经兑现；(2)广告费在规定额度内（广告及相关宣传费用占当期收入比重不超过15%）的部分不计缴所得税，相关部门的文件未下达，水井坊和泸州老窖一季度的财务数据依然按广告费计缴所得税计算。从国家实施新税法的初衷来看，我们仍然认为广告费在规定额度内不再计缴所得税的可能性较大。具体分析可参考2007年12月13日我们的报告《广告费若税前扣除将成为白酒行业重大利好》。

2008年一季度是实施法定所得税率下降为25%后的第一个报告期。食品饮料行业上市公司的一季度的实际所得税率同比下降达9.66个百分点，降为25.57%，其中饮料板块上市公司的实际所得税率降为27.01%，白酒行业是新税法实施的最大收益者之一，报告期内，白酒行业上市公司的实际所得税率降为25.45%，同比下降9.67个百分点。

图 8：2008 年一季度新税法的实施使白酒公司实质受益



数据来源：天相投顾整理

表 5：考虑所得税降为 25%各白酒公司的业绩增长情况

公司代码	公司名称	所得税名义税负	2007 年有效税负	税改后净利润增幅
000568	泸州老窖	33%	32.22%	11.53%
000858	五粮液	33%	32.39%	11.61%
600519	贵州茅台	33%	34.41%	12.72%
600779	水井坊	33%	52.78%	27.09%
600809	山西汾酒	33%	37.82%	14.74%

数据来源：天相投资分析系统

注：净利润增长 = Δ 名义税率 \times 应纳税所得额 = (税改前名义税率 - 25%) \times (所得税 \div 税改前名义税率)；

净利润增长幅度 = 增长的净利润 \div 净利润 = (税改前名义税率 - 25%) \times 所得税 \div (税改前名义税率 \times 净利润)；

该表及下表中的净利润包括少数股东损益。

表 6：考虑广告费税前扣除因素，公司净利润的增长情况

单位：万元	2007 年广告费	广告费上缴所得税	2007 年净利润	净利润增幅
泸州老窖	9,756	3,219	77,184	4.17%
五粮液	48,358	15,958	147,278	10.84%
贵州茅台	30,555	10,083	296,605	3.40%
水井坊	8,054	2,658	20,390	13.04%
山西汾酒	8,416	2,777	41,521	6.69%

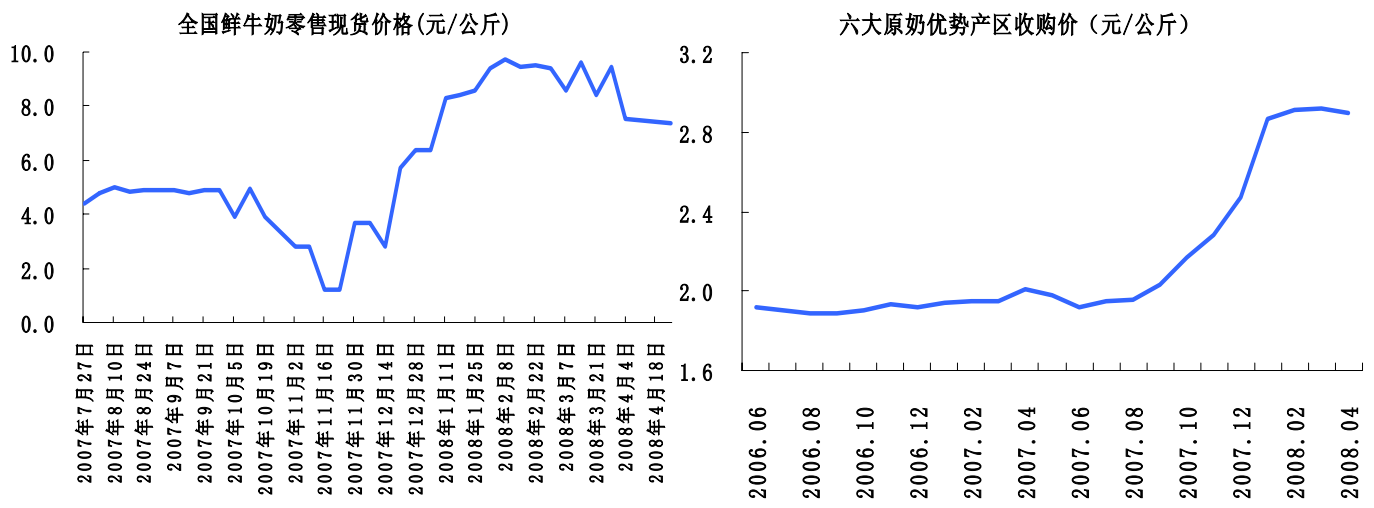
数据来源：天相投资分析系统、天相投顾整理

2.5 乳制品行业仍然面临较大的成本压力

2007 年，统计六大优势原奶产区价格上涨约在 10%左右，但到 07 年底，原奶收购开始快速攀升，截至 08 年 3 月，原奶收购价同比上涨近 50%，相比年初上涨 18%。原奶价格的快速上涨，直接导致 08 年 1-2 月，液体乳及乳制品行业毛利率同比下降 6.2 个百分点，降为 17.94%，同期行业利润总额同比下降 8.96%。1-2 月，乳制品产量为 283 万吨，同比增长 17%，其中液体乳的产量为 230 万吨，同比增长 16%，增速有所下滑。

目前，乳制品企业的收入端价格上涨受到政府一定程度的控制，成本压力对公司的利润空间影响较大。加之，产品的提价可能影响销量，短期内，我们认为行业发展的风险是需要投资者关注的。

图 9：鲜奶价格和原奶价格高位趋降



数据来源：商务部，天相投顾整理

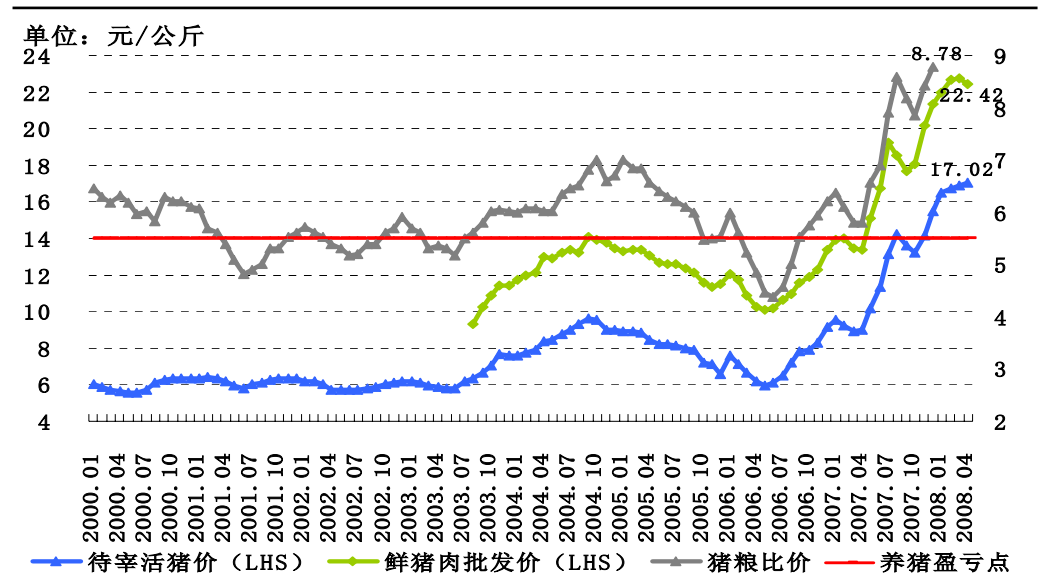
2.6 肉制品行业在逐渐好转

目前，生猪收购价为 17 元/公斤左右。推升生猪价格的因素：一为生猪供给量不足；二是生猪养殖成本不断攀升。我们认为第二点因素成为目前生猪价格高位运行的首要原因。根据《农业部对粮畜菜三大类 9 个品种进行专题调研》的结果显示，每头生猪（按 100 公斤计）养殖成本约为 1332 元，其中包括仔猪成本、饲料成本、电费、防疫费、人工费、固定资产折旧、租地费等。除了粮价上涨因素之外，仔猪成本和人工费用的快速上涨成为生猪成本快速提高的重要原因。目前，仔猪成本占生猪成本的比重已提高到 1/3 以上。我们认为，就长期发展的角度而言，人工费用和粮食价格下降的可能性不大，所以要降低生猪养殖成本只有通过降低仔猪价格或规模化养殖来实现。

需要说明的是，现阶段仔猪价格的高位运行表明生猪补栏的积极性比较高。我们判断，随着母猪存栏量和生猪出栏量的不断增加，目前的生猪价格已处于短期高位，预计最早今年四季度，最晚明年一季度生猪价格会出现幅度较为可观的回落。目前的肉制品企业正处于最为困难的时期，但该阶段正在过去。08 年 1-2 月，由于肉制品企业成本消化能力的提高以及部分产品提价效应的体现，肉制品及副产品加工业毛利率同比虽仍有所下滑，同比下降 0.1 个百分点，但相比 2007 年，毛利率保持了平稳回升的态势，环比回升 0.05 个百分点。

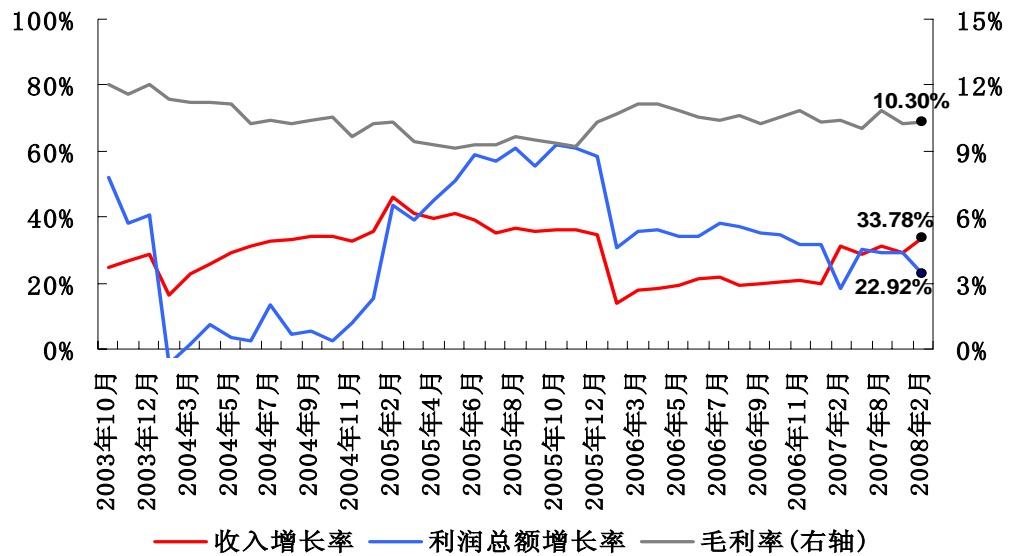
从投资选择的角度看，我们认为双汇发展值得重点关注。

图 10：生猪价格及相关指标



数据来源：中国畜牧业信息网、天相投顾

图 11: 肉制品行业的主要财务指标



数据来源: 天相投顾整理

3. 上市公司 2007 年和 2008 年一季度业绩分析

3.1 07 年业绩增长近 8 成, 08 年 1 季度增速同比略升

2007 年, 48 家 (不包括*ST 威达) 食品类上市公司合计实现营业收入 1349.44 亿元, 同比增长 19.6%; 合计实现净利润 97.76 亿元, 同比增长 70.7%。按总股本加权平均计算的每股收益 0.42 元。2007 年, 在 48 家上市公司中, 出现亏损的有 4 家, 5 家企业实现扭亏, 亏损额合计达到 4.58 亿元, 其中伊利股份亏损是股权激励费用计提造成的, 其主业仍保持较好的盈利。上市公司 08 年一季度的业绩表现要好于行业的水平, 毛利率同比略有下滑, 其中饮料制造板块的上市公司通过产品结构调整以及白酒行业的良好表现, 整体毛利率上升了 3 个百分点。综合判断, 我们认为食品行业上市公司整体盈利能力仍然比较强。绩差股通过重组或资产整合, 业绩有了较大的好转。对于行业未来的盈利能力增长前景, 我们依然保持乐观态度。

表 7: 48 家食品行业上市公司 2007 年及 08 年 1 季度业绩汇总

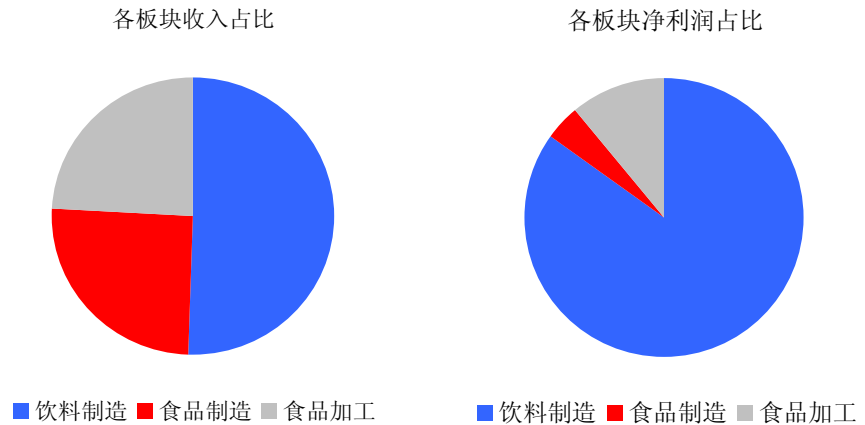
	2006 年	2007 年	增幅	1Q2007	1Q2008	增幅
营业收入 (亿元)	1128.30	1349.44	19.6%	316.63	383.86	21.2%
利润总额 (亿元)	94.33	153.18	62.4%	39.52	52.64	33.20%
净利润 (亿元)	57.29	97.76	70.7%	24.06	38.09	58.3%
毛利率%	33.61%	33.48%		35.87%	35.19%	
所得税 / 利润总额%	34.59%	31.78%		35.00%	25.58%	
净利润率%	5.08%	7.24%		7.60%	9.92%	
净资产收益率%	10.57%	13.53%		3.85%	5.09%	

数据来源: 公司定期报告

注: 由于*ST 威达 (000603) 年报未出, 这里未考虑其经营数据。本文所指的净利润是归属于母公司所有者的净利润。

48 家食品行业上市公司分别隶属于食品加工（8 家）、食品制造（9 家）和饮料制造（32 家）三大板块。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最高。2007 年，饮料制造板块上市公司的合计收入和净利润分别增长 17%和 96%，2008 年 1 季度，该板块上市公司净利润继续保持 58%的较快增长。

图 12：饮料制造、食品制造和食品加工三板块 2007 年的收入和净利润占比



数据来源：公司 2007 年报

表 8：8 家食品加工板块上市公司 2007 年及 08 年 1 季度业绩汇总

	2006 年	2007 年	增幅	1Q2007	1Q2008	增幅
营业收入（亿元）	249.68	325.89	30.5%	65.21	96.34	47.8%
利润总额（亿元）	12.23	14.23	16.4%	3.06	3.72	21.57%
净利润（亿元）	9.16	10.82	18.2%	2.36	3.05	29.5%
毛利率%	15.34%	12.20%		14.57%	11.62%	
所得税 / 利润总额%	19.37%	18.70%		16.7%	12.7%	
净利润率%	3.67%	3.32%		3.61%	3.17%	
净资产收益率%	11.70%	11.44%		2.94%	3.25%	

数据来源：公司定期报告

表 9：9 家食品制造业板块上市公司 2007 年及 08 年 1 季度业绩汇总

	2006 年	2007 年	增幅	1Q2007	1Q2008	增幅
营业收入（亿元）	294.23	341.63	16.1%	72.37	84.41	16.6%
利润总额（亿元）	9.76	7.03	-28.0%	2.09	3.49	67.0%
净利润（亿元）	6.65	3.89	-41.5%	1.21	2.71	123.3%
毛利率%	29.5%	28.2%		29.50%	28.38%	
所得税 / 利润总额%	31.82%	36.65%		33.6%	20.42%	
净利润率%	2.0%	1.14%		1.70%	3.21%	
净资产收益率%	6.89%	3.64%		1.45%	2.35%	

数据来源：公司定期报告

注：伊利股份计提股权激励费用造成数据失真，如扣除伊利股份数据，该板块 2007 年净利润同比增长 22%。



表 10: 31 家饮料制造业板块上市公司 2007 年及 08 年 1 季度业绩汇总

	2006 年	2007 年	增幅	1Q2007	1Q2008	增幅
营业收入 (亿元)	584.39	681.92	16.69%	179.06	203.31	13.4%
利润总额 (亿元)	72.34	131.92	82.36%	34.37	45.43	32.2%
净利润 (亿元)	42.38	83.05	95.99%	20.49	32.33	57.8%
毛利率%	43.51%	46.30%		46.2%	49.2%	
所得税 / 利润总额%	37.54%	32.93%		36.7%	27.03%	
净利润率%	7.25%	12.18%		11.4%	15.92%	
净资产收益率%	11.25%	16.01%		4.44%	5.99%	

数据来源: 公司定期报告

注: 由于*ST 威达 (000603) 年报未出, 这里未考虑其经营数据。饮料制造业板块的良好业绩主要得益于白酒行业公司的业绩大幅提升。

表 11: 2007 年净利润排名前 10 位的食品行业上市公司 (单位: 万元)

排名	代码	名称	2006 年	2007 年	增长率
1	600519	贵州茅台	154,481	283,083	83.25%
2	000858	五粮液	116,735	146,892	25.83%
3	000568	泸州老窖	32,257	77,337	139.75%
4	000869	张裕 A	39,452	63,563	61.12%
5	000895	双汇发展	46,752	56,188	20.18%
6	600600	青岛啤酒	43,696	55,814	27.73%
7	000729	燕京啤酒	30,757	40,966	33.19%
8	600809	山西汾酒	26,060	35,956	37.97%
9	600737	中粮屯河	14,574	24,749	69.82%
10	600597	光明乳业	16,058	21,288	32.57%
合计			520,822	805,837	54.72%

数据来源: 公司 2006 年和 2007 年报, 天相投顾整理

2007 年, 净利润排名前 10 位的食品行业上市公司合计实现净利润 80.58 亿元, 同比增长 54.72%。这 10 家公司实现的净利润占到了食品行业上市公司合计净利润的 82.43%, 该比重明显下降, 说明行业内盈利取得较快增长的公司范围扩大。

3.2 龙头公司仍有不俗表现

从历史数据来看, 细分行业龙头公司的收入和净利润表现优异, 来自主业的业绩取得较快增长比较明确 (投资净收益占利润总额的比重约为 7%)。我们认为食品行业的细分行业龙头公司仍然具有良好的投资价值。这些龙头企业包括贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、青岛啤酒、张裕 A、伊利股份、双汇发展等。

除了价格周期波动较大的制糖业外, 食品饮料行业跟国民经济和消费的关联度较大, 其发展表现为弱周期性。我们认为我国经济的增速虽会有所放缓, 但增长仍比较可观, 2007 年, 消费对国内经济增长的贡献率 7 年来首次超过投资, 成为消费、投资、出口“三驾马车”中贡献最大的一项 (贡献率接近 4 成)。消费在拉动经济增长



中扮演着越来越重要的角色。我们认为食品行业仍将保持稳健的发展态势，行业中的龙头公司将率先受益行业规模的扩大。

龙头公司未来的增长势头能够得到保持的原因：1) 行业受益于消费升级带来的公司产品结构的调整和优化，行业盈利能力在不断提升；2) 食品行业的公司竞争主要是基于产品力和品牌力的竞争，而产品获得消费者认可和品牌的创立需要时间与资金的积累，行业龙头在这两方面均具有绝对的优势，该优势将转化为收入的稳定增长以及盈利能力的稳步提升；(3) 随着行业规模的扩大，竞争激烈导致成本转嫁难度的加大，难免造成行业内部的优胜劣汰，而优势龙头企业是行业整合的最先受益者。

表 12：细分行业龙头公司 2007 年报收入与盈利增长情况

代码	名称	主营业务收入 (万元)			净利润 (万元)		
		2006 年	2007 年	增长率	2006 年	2007 年	增长率
600519	贵州茅台	490,338	723,743	47.60%	154,481	283,083	83.25%
000858	五粮液	739,701	732,856	-0.93%	116,735	146,892	25.83%
000568	泸州老窖	192,621	292,685	51.95%	32,257	77,337	139.75%
000869	张裕 A	216,727	273,017	25.97%	39,452	63,563	61.12%
000895	双汇发展	1,543,135	2,184,458	41.56%	46,752	56,188	20.18%
600600	青岛啤酒	1,183,285	1,370,922	15.86%	43,696	55,814	27.73%
000729	燕京啤酒	630,860	743,622	17.87%	30,757	40,966	33.19%
600809	山西汾酒	152,743	184,679	20.91%	26,060	35,956	37.97%
600737	中粮屯河	249,446	297,668	19.33%	14,574	24,749	69.82%
600597	光明乳业	744,343	820,601	10.25%	16,058	21,288	32.57%
600779	水井坊	80,513	100,395	24.69%	10,169	20,124	97.89%
600616	第一食品	475,672	537,238	12.94%	14,713	16,550	12.49%
000911	南宁糖业	278,287	313,594	12.69%	19,876	12,984	-34.68%
600298	安琪酵母	87,166	106,079	21.70%	7,904	9,067	14.72%
600059	古越龙山	73,788	81,492	10.44%	3,166	8,932	182.14%
000848	承德露露	111,090	139,412	25.49%	6,885	8,730	26.81%
600300	维维股份	344,192	318,125	-7.57%	7,108	8,563	20.48%
600962	国投中鲁	84,842	153,752	81.22%	3,928	8,230	109.53%
600305	恒顺醋业	70,358	82,850	17.75%	4,672	3,083	-34.01%
600887	伊利股份	1,657,969	1,935,969	16.77%	14,547	-11,499	-179.05%
合计		9,407,075	11,393,157	16.77%	613,789	890,600	45.10%

数据来源：公司 2006 年和 2007 年报，天相投顾整理

注：如果不考虑伊利股份的股权激励计提费用因素，这些龙头公司净利润同比增长近 50%。

4. 一季度基金重仓股分析

2008年1季度，基金公司较大比例增持了食品行业上市公司的股票。在剔除因送配股等被动持股增加的情况下，截至2008年1季度末，持股总数比2007年4季度末增加27.45%；基金公司重仓持有的食品股市值合计达到650.58亿元，由于大盘因素的影响，与2007年4季度末相比下降6.68%。持股量的大幅增加，我们分析认为主要原因为：（1）在一季度，食品行业进入消费旺季，相关的上市公司成为市场投资热点，特别是其中白酒类上市公司，其被增持的幅度均比较高；（2）上证指数在去年四季度进行20%向下调整后，今年一季度继续下滑34%，这也使市场充分认识到业绩增长较为确定的消费类公司价值，特别是食品饮料公司的投资价值继续被市场认可。基金重仓持有的股数占公司流通股本的比重从07年4季度末的12.56%上升至14.72%。根据证监会行业的分类看，基金持有食品饮料行业的总市值占基金持股总市值的比例为6.56%（食品饮料行业流通市值占A股上市公司总流通市值比重为3.30%），行业继续被超配。

与07年4季度相比，在基金重仓持有的食品股中，新增了4家，有3家公司在基金重仓股名单中被剔除。在1季度17家基金重仓持有的食品股中，有10家上市公司股份被继续增持，其中，张裕A被增持幅度最大，达到209%，与07年4季度相比，基金增持该公司流通股1,169万股，重仓持有公司股票基金公司持有股票量占公司流通股本的比重从07年4季度末的6.75%提高至20.82%。另外，水井坊、燕京啤酒被增持幅度都在150%以上，而在四季度被大幅增持的伊利股份被大幅减持74%，海南椰岛继续被减持。

从08年1季度基金重仓持有食品股的特点上看，主要有几点：（1）基金对食品行业公司的关注面重新在增加，这从基金重仓持有食品企业的数量上可以看出，被基金重仓持有的企业数量占天相食品行业上市公司总数的35%；（2）我们之前重点推荐的水井坊得到了市场进一步地认同，这主要得益于公司业绩不断超预期表现以及白酒行业的高景气度，我们认为所得税下降带来的业绩增长和广告费在规定额度内不再扣税利好的兑现都是08年白酒公司业绩能够稳健增长的重要支撑；（3）食品行业的基金重仓股基本都为细分行业龙头，在CPI处于高位、行业原材料成本压力加大的大环境下，我们对行业投资策略仍然为投资高端消费品以及具备规模优势、转嫁成本能力较强的大众消费品的龙头公司。总体而言，我们认为消费品在今年二季度仍将是投资的重点方向，食品行业依然是基金建仓的重点行业。

表 13：食品行业基金重仓股

序号	名称	代码	2008年第一季报			2007年第四季报		
			占流通股比例	持股数(万股)	持有该股基金数	占流通股比例	持股数(万股)	持有该股基金数
1	贵州茅台	600519	48.69%	19,862	95	44.24%	18,048	90
2	泸州老窖	000568	48.15%	21,527	55	31.25%	13,973	28
3	五粮液	000858	16.2%	23,323	25	14.95%	21,524	38
4	双汇发展	000895	29.45%	8,657	12	23.68%	6,962	15
5	水井坊	600779	16.83%	4,943	7	6.35%	1,865	2
6	燕京啤酒	000729	5.84%	2,817	4	2.31%	1,112	2
7	张裕A	000869	20.82%	1,729	4	6.75%	561	2



8	青岛啤酒	600600	4.2%	990	3	3.67%	864	3
9	承德露露	000848	5.88%	641	2	5.79%	631	3
10	第一食品	600616	5.75%	1,435	2	4.85%	1,210	2
11	伊利股份	600887	1.94%	1,179	2	7.51%	4,552	3
12	ST 新天	600084	4.87%	1,324	1	5.09%	1,382	1
13	海南椰岛	600238	2.91%	421	1	6.47%	750	1
14	中粮屯河	600737	11.75%	5,245	6			
15	三全食品	002216	5.55%	104	4			
16	南宁糖业	000911	2.49%	313	1			
17	轻纺城	600790	0.27%	95	1			
18	全聚德	002186				0.13%	4	2
19	沱牌曲酒	600702				0.10%	23	1
20	山西汾酒	600809				5.09%	773	1

数据来源：天相证券投资分析系统

5. 2008 下半年行业选股逻辑

随着前期上证指数从高峰到谷底的大幅下挫，基本所有行业的公司都出现了深度跌幅。整个大盘的市盈率估值中枢已经下移至 26 倍附近，食品行业也出现了“估值冷却”的阶段，行业甚至是细分行业内公司间的估值水平出现了明显的分化，我们认为这应该是在操作层面更加注重进行价值投资的时候了。

表 14：行业内龙头公司的估值开始分化

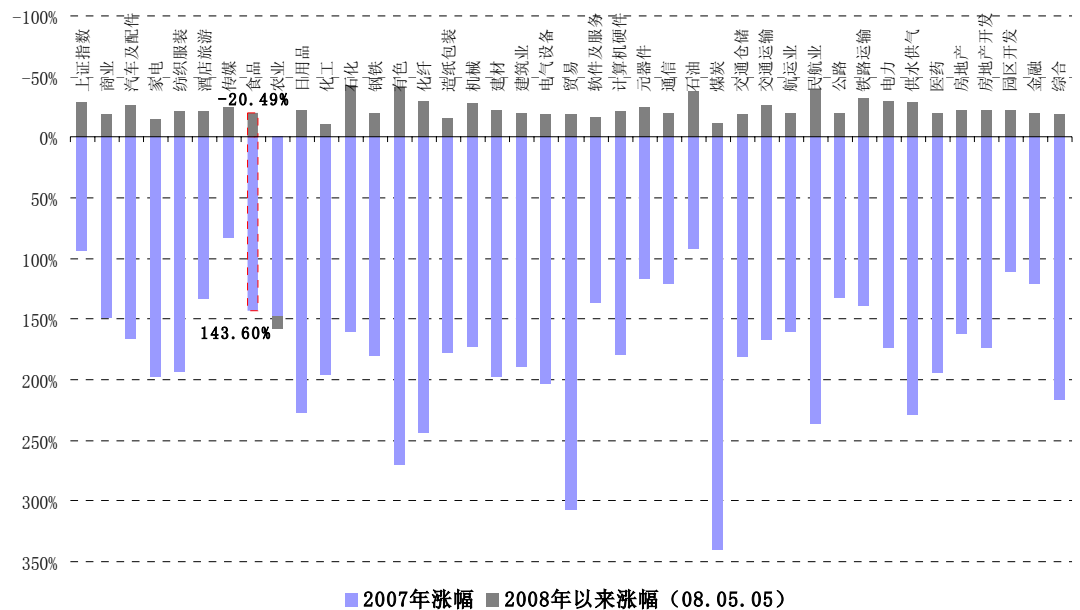
公司代码	公司名称	EPS (元)				PE (倍)			
		2006A	2007A	2008E	2009E	2006A	2007A	2008E	2009E
000568	泸州老窖	0.39	0.89	1.41	1.82	155.22	67.56	42.56	33.01
000858	五粮液	0.28	0.37	0.52	0.63	68.11	51.03	36.62	30.15
600779	水井坊	0.31	0.39	0.56	0.73	87.27	69.51	48.16	36.79
600809	山西汾酒	0.84	1.21	1.76	2.26	92.66	64.70	44.20	34.49
600519	贵州茅台	0.75	0.93	1.19	1.55	52.55	42.70	33.17	25.58
000869	张裕A	1.59	3.00	4.33	5.89	110.15	58.53	40.50	29.82
000729	燕京啤酒	0.15	0.20	0.30	0.35	62.03	44.54	30.82	25.72
600600	青岛啤酒	0.33	0.43	0.63	0.86	82.27	64.11	43.13	31.95
000895	双汇发展	0.43	0.45	0.61	0.88	42.72	40.27	29.77	20.60
600616	第一食品	0.21	0.41	0.77	1.02	137.21	68.78	36.91	27.87
600887	伊利股份	0.60	0.83	1.14	1.45	29.62	21.53	15.73	12.34
600597	光明乳业	0.52	(0.17)	0.74	0.87	42.28	NA	29.69	25.22
000848	承德露露	0.35	0.46	0.72	0.95	63.26	48.36	30.85	23.38
平均 PE						79	53	36	27

数据来源：天相投顾整理

我们认为从相对估值指标 PE 来看，参考整个市场的水平，食品行业公司并不便

宜。我们知道，评判估值的高低不仅要看公司的长期成长性，而且还要关注投入资本回报率水平。食品行业优势公司具有较强的稳定成长性和较好的投入资本回报率，特别是白酒的龙头公司能以较少的资本投入获得较高的回报，因此我们分析认为白酒龙头公司和其他细分行业龙头的高 PE 有基本面支撑。

图 13：食品行业表现出较好的抗跌性



数据来源：天相证券投资系统

在通货膨胀压力仍然较大、宏观经济增速趋缓的情况下，大盘风险加剧，食品饮料行业作为弱周期性行业，行业内龙头公司业绩增长相对明确，其防御性特点显著，其相对投资价值应值得投资者重点关注。我们仍然是维持对整个行业的“增持”评级，建议超配本行业，对于细分行业的投资观点，我们第一看好梯队为白酒行业、葡萄酒行业；第二看好梯队为黄酒行业、速冻食品行业和肉制品行业；看平的行业为啤酒行业、乳制品行业和制糖业。关于下半年食品行业的选股逻辑，我们认为主要集中在以下三个方向：（1）抗通胀品种，首选高端产品；战略角度选择生产大众产品的优势公司；（2）进入消费旺季兼具奥运概念的优势股；（3）资产整合带来业绩增厚的公司。

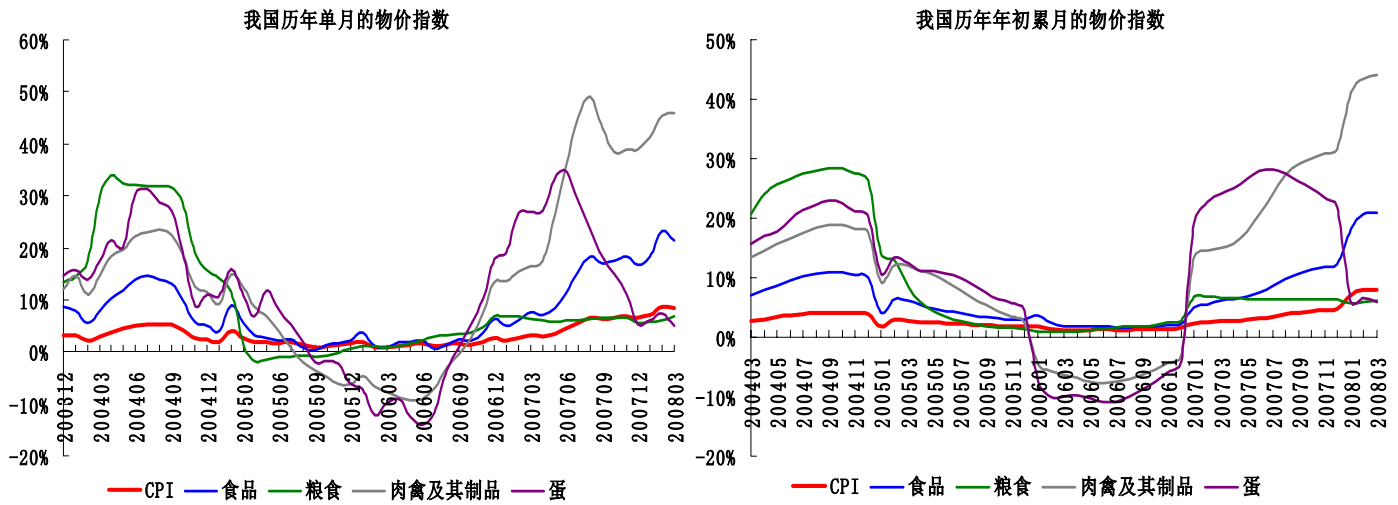
5.1 抗通胀品种

首选高端酒占比较高的酒类企业，主要集中在白酒和葡萄酒行业；从战略性投资角度选择生产大众产品的优势公司。

由于食品、肉禽等价格的快速上涨，拉升了 CPI 指数的不断提高。虽然今年前三月 CPI 指数的高企主要是食品价格翘尾因素的影响，进入下半年翘尾因素对物价指数影响会逐步下降，但后续因价格向下游传导带来的较高 CPI 仍不容忽视。

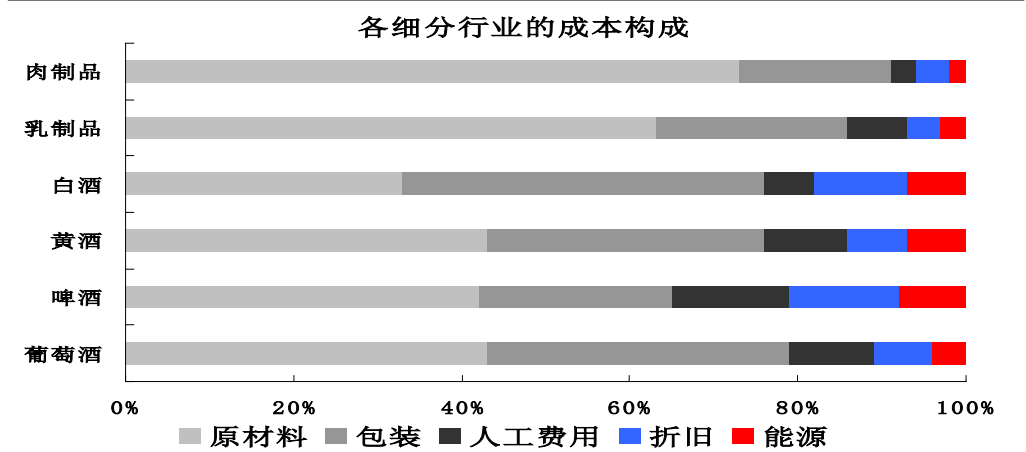
根据经济学理论和国际经验，温和的通胀有助于促进消费，但是如果在恶性通胀（通胀处于失控状态）条件下，就难言通胀环境下受益的行业了，因为整个经济都将在政府控制恶性通胀的过程中受到伤害，没有行业能够幸免。所以我们这里讲受益通胀品种的一个大前提是温和通胀，也就是说该通胀应是可控的。

图 14: CPI 指数不断攀高



数据来源：国家统计局，天相投顾整理

图 15: 主要细分行业的成本构成



数据来源：天相投顾整理

根据产品消费群特点以及产品盈利模式的不同，食品饮料行业的公司主要可以分为两大类，一是生产高端产品的公司，其产品毛利率高，品牌定位和诉求不同，产品聚集一批忠实的消费者，盈利增长来源于量价齐升，其价重于量，该产品主要集中在白酒和葡萄酒行业；二是生产大众产品的公司，该产品毛利率较低，规模化的发展有助于提升公司盈利，盈利增长一靠走量，二靠规模化降低单位成本，代表性行业为啤酒、乳制品和肉制品行业。

在温和通胀环境下，高端产品的收入端处于通胀环境中，由于整体物价都在上升，高端产品为了保持它的高端定位，加之其需求的价格弹性较低，提价能够顺利传导。从高端产品的成本端来看，上游原材料成本占比较低，一般在三成左右，所以高端产品受到的成本压力非常小，收入端价格的上涨不但可以完全覆盖成本上涨，而且毛利率会进一步提升。重点推荐五粮液、贵州茅台、水井坊、泸州老窖和张裕 A。

生产大众消费品的企业一般处于完全竞争的行业，由于通过涨价只能部分转嫁成本，原材料价格上涨压缩了企业的盈利空间。我们认为对于这类企业需从两个方面去评判其是否具备投资价值：一是规模；二是品牌。规模化有助于企业控制费用和单位

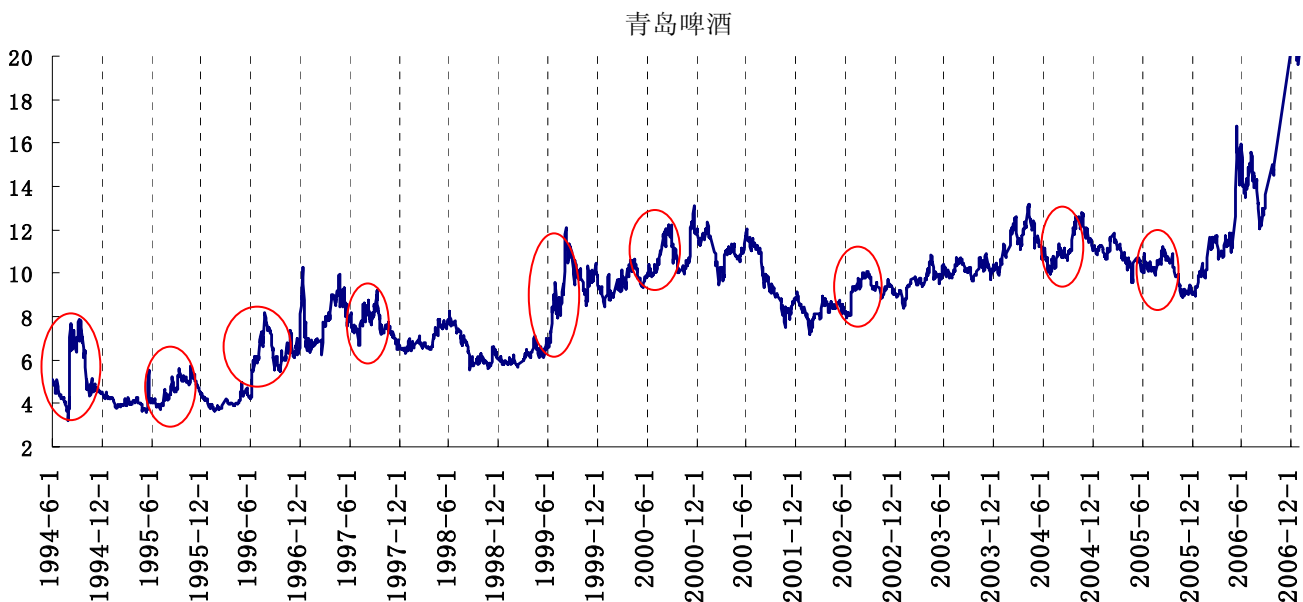
成本，品牌强有助于公司成本压迫下提价的顺利实施和产品结构调整。另外，我们认为从战略性的角度看，具有良好品牌和规模优势的龙头公司在原材料价格上涨过程中，其抗压性比较强，对上游供应商和下游经销商具有一定的议价能力，龙头公司将受益于行业成本压力加大带来的行业加速整合。重点推荐双汇发展。

5.2 进入消费旺季兼具奥运概念的优势股

首选青岛啤酒。关注燕京啤酒和全聚德

每年的二、三季度是啤酒消费的旺季，在旺季来临之际，我们认为行业龙头青岛啤酒值得投资者重点关注。

图 16: 历史上看在旺季股价有较好的表现



数据来源：天相投顾整理

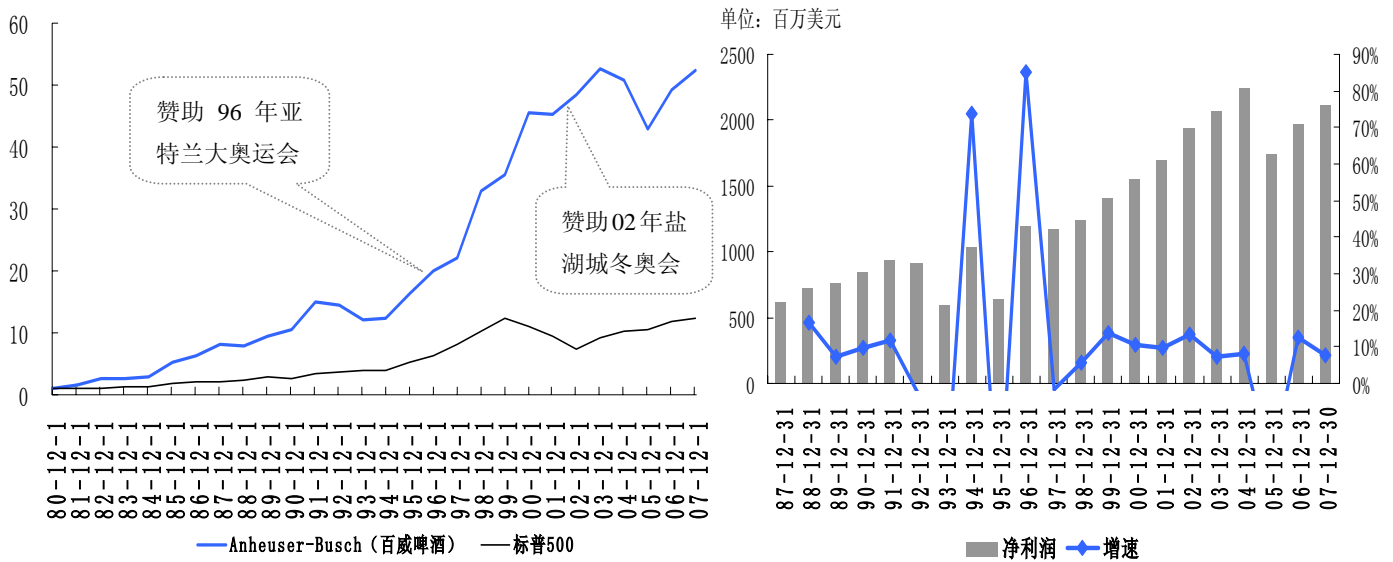
2008年1季度，青岛啤酒整体业绩表现要超过市场的预期，其啤酒销量达到114.8万吨，同比增长17.7%，前四大品牌销量达到104万吨，同比增长41%，其中青岛主品牌销量近50万吨，同比增长32%，增速非常快。销售收入35.83亿元，同比增长25.43%；利润总额2.53亿元，同比增长44.34%，实现归属于母公司所有者的净利润1.3亿元。公司的吨酒价位同比增长6.5%，我们认为吨酒价格提高主要来自于产品结构的调整。在原材料价格上涨压力下，公司不但通过产品结构调整化解了成本，而且使毛利率同比提高0.83个百分点，达到41.48%。

所以我认为，公司基本面的情况也可以支持公司股价在旺季有良好的表现。

奥运给赞助商带来的效益反映是滞后的，但股市的超前预期会把这份利好提前反映在公司的股价上。我们认为赞助奥运给公司带来的最大好处是提升品牌价值及产品的认知度。上世纪90年代，三星成为国际奥委会TOP合作伙伴之后，公司快速发展，成为韩国最具有代表意义的跨国企业，赞助奥运带给可口可乐的成功也是世人皆知

的，另外，从实证研究的角度，奥运赞助商的股票在奥运前后确实会有较好的表现。

图 17：百威啤酒赞助奥运会前后的股价走势以及历年净利润数据



数据来源：Bloomberg、天相投顾整理

啤酒行业即将进入消费旺季，考虑奥运赞助商的身份以及对公司基本面的比较，在奥运来临之际，我们更看好青岛啤酒，同时请关注燕京啤酒和全聚德。

5.3 资产整合业绩增厚的公司

首选第一食品和五粮液

第一食品已经公布公司资产置换的公告，后续应关注公司实施资产置换的进程。我们认为公司是黄酒行业的龙头公司，目前的黄酒行业好比战国时代，群雄逐鹿黄酒重镇上海市场，行业的竞争有加剧迹象。我们认为“和酒”和“石库门”的整合有助于公司产品定位和渠道的优势互补，将进一步稳固公司在上海黄酒市场的地位，所以此次资产置换的方案无论是从提高公司业务专注度角度还是从增强竞争力来看，都是最好的资产整合方案。从整合的效果看，我们认为投资者应该关注 2009 年的数据。

五粮液明确今年启动酒类资产的整合。根据公司规划，公司将在三年内逐步将五粮液集团中与上市公司酒类生产相关度较高的资产收购到上市公司中来，预计 2010 年底内整合完成，全部的资金需求约为 60 余亿元。2008 年投入 19 亿元。对于集团的进出口公司，公司进行整体收购的可能性不大，主要通过提高对该公司的结算价来逐步解决所谓的利润非正常流失问题。我们认为，公司正在努力、并且实施解决关联交易问题，解决后对公司业绩的增厚仍然是值得投资者期待的。所以在公司解决关联交易近在眼前之际，是投资公司最好之时。



6. 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。2007 年, 公司实现营业收入 29.27 亿元, 同比增长 51.95%; 利润总额为 10.63 亿元, 同比增长 116.20%; 实现归属于母公司所有者净利润 7.73 亿元, 同比增长 139.75%; 折合基本每股收益 0.89 元。预计 2008 年 1-6 月净利润同比增长 150%-200%。公司未来的主要看点是: 国窖 1573 的提价情况以及老窖特曲的销量增长情况。我们预计公司 2008-2010 年的每股收益分别为 1.41 元、1.82 元和 2.23 元。考虑 34.86% 的华西证券股权带来的 EPS, 08-10 年 EPS 分别为 1.80 元、2.14 元和 2.53 元。维持“增持”评级。具体请参考我们的最新报告《泸州老窖 (000568): 浓香鼻祖已显“现金牛”气势》。

五粮液 (000858): 白酒行业龙头企业, 生产浓香型白酒。2007 年, 公司实现营业收入 73.29 亿元, 同比下降 0.93%; 利润总额为 21.78 亿元, 同比增长 22.08%; 实现归属于母公司所有者的净利润 14.69 亿元; 同比增长 25.83%, 折合基本每股收益 0.39 元。2008 年一季度业绩同比增长 35.46%。公司未来的主要看点: (1) 关联交易解决今年的启动情况; (2) 管理层股权激励进程; (3) 跟踪五粮液的销售。不考虑关联交易解决的情况下, 我们预计公司 2008-2010 年的每股收益分别为 0.56 元、0.73 元和 0.89 元, 考虑未来公司关联交易解决带来的业绩增厚, 维持“增持”评级。具体请参考我们的最新报告《五粮液 (000858): 结构调整和税率下调推动业绩增长》。

张裕 A (000869): 葡萄酒行业的龙头。2007 年, 公司营业收入达到 27.30 亿元, 同比增长 25.97%; 利润总额为 9.49 亿元, 同比增长 68.04%; 实现净利润 6.36 亿元, 同比增长 61.12%, 合 EPS 为 1.21 元。公司未来主要看点: (1) 解百纳为公司最主要的利润来源, 重点关解百纳的销售情况; (2) 公司的四大酒庄 (张裕·卡斯特酒庄、辽宁冰酒酒庄、新西兰张裕·凯利酒庄和北京张裕·爱斐堡国际酒庄) 已先后投产, 关注未来的经营情况。我们预计公司 2008-2010 年的每股收益分别为 1.76 元、2.26 元和 2.88 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): 解百纳和酒庄酒也量价齐升》。

双汇发展 (000895): 肉制品行业龙头。2007 年, 公司实现营业收入 218.45 亿元, 同比增长 41.56%; 利润总额为 8.91 亿元, 同比增长 24.91%; 实现归属于母公司所有者净利润 5.62 亿元, 同比增长 20.18%; 折合基本每股收益 0.93 元, 我们预计二季度公司毛利率环比会有回升。公司未来的主要看点: (1) 关注高低温肉制品的提价以及新产品的推出; (2) 目前 17 元/公司的生猪价格已是阶段高位, 关注生猪价格行情; (3) 集团公司可能的资产注入以及公司管理层可能的股权激励。我们预计公司 2008-2009 年的每股收益分别为 1.19 元和 1.55 元, 维持对公司的“买入”评级。具体请参考我们的最新报告《双汇发展 (000895): 多方减缓成本压力, 业绩符合预期》。

贵州茅台 (600519): 白酒行业龙头企业, 生产酱香型白酒。2007 年, 公司实现营业收入 72.37 亿元, 同比增长 47.60%; 利润总额为 45.22 亿元, 同比增长 81.75%; 实现归属于母公司所有者净利润 28.31 亿元, 同比增长 83.25%; 折合基本每股收益 3.00 元。2008 年一季度业绩增长 63%。公司未来的主要看点: (1) 公司产能扩张的进展; (2) 茅台酒的销售以及提价情况。我们预计公司 2008-2010 年的每股收益分别为 4.33 元、5.89 元和 7.41 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): 预收款确认收入使业绩超预期》。



青岛啤酒 (600600): 啤酒行业的龙头公司, 已形成“1+3”(“青岛”主品牌和二线品牌“汉斯”、“崂山”、“山水”)的品牌战略。2007年, 公司实现营业收入137.09亿元, 同比增长15.86%; 利润总额为10.04亿元, 同比增长62.94%; 实现归属于母公司所有者净利润5.58亿元, 同比增长27.73%; 折合基本每股收益0.43元。公司未来的主要看点: (1) 关注奥运临近带来的阶段性机会; (2) 关注公司成本转嫁之道; (3) 啤酒产能的扩张进展。我们预计公司2008-2010年的每股收益分别为0.63元、0.86元和1.09元, 维持对公司的“增持”评级。具体请参考我们的最新报告《青岛啤酒(600600): 成本压力渐增 考验公司解决之道》。

第一食品 (600616): 黄酒行业龙头, 公司主要生产石库门黄酒, 另外公司还从事食品零售、食糖生产和品牌代理业务, 如果实施完已提出的资产置换方案后, 公司的主业将只有黄酒业务。2007年, 公司实现营业收入53.72亿元, 同比增长12.94%; 利润总额为2.94亿元, 同比下降12.06%; 实现归属于母公司所有者净利润1.65亿元, 同比增长12.49%; 折合基本每股收益0.45元。公司未来的主要看点: (1) 公司资产置换方案的实施进程; (2) 石库门黄酒的销售情况; (3) 两黄酒合并后的协同效应情况。我们预计公司2008-2010年每股收益分别为0.61元、0.88元和1.06元, 维持“买入”评级。具体请参考我们最新报告《第一食品(600616): 换“宝”成功》。

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13; 二是“全兴”品牌体系, 属于中低档品牌。2007年, 公司实现营业收入10.04亿元, 同比增长24.69%; 利润总额为4.32亿元, 同比增长89.77%; 实现归属于母公司所有者的净利润2.01亿元, 同比增长97.89%; 折合基本每股收益0.41元。公司未来的主要看点: (1) “水井坊”系列产品的销售情况; (2) 与帝亚吉欧合作后, 公司产品的出口情况; (3) 新产品(适合夜场消费的白酒产品)的研制情况; (3) 牛王庙房地产项目的建设进度。在不考虑牛王庙房地产项目的情况下, 我们预计公司2008-2010年的每股收益分别为0.77元、1.02元和1.30元, 预计“蓉上坊”房地产项目贡献2009年和2010年EPS0.31元和0.46元。维持公司“增持”评级。具体请参考我们的最新报告《水井坊(600779): 税率下降的利好效果超过预期》。

山西汾酒 (600809): 白酒行业二线企业, 生产清香型白酒。2007年, 公司实现营业收入18.47亿元, 同比增长20.91%; 利润总额为6.68亿元, 同比增长35.27%; 实现归属于母公司所有者净利润3.60亿元, 同比增长37.97%; 折合基本每股收益0.83元。2008年一季度业绩下滑79%, 公司销售体系正处于改革期, 效果需要进一步观察, 但考虑公司的行业地位和品牌价值, 目前股价已具吸引力。我们暂时维持公司2008-2009年1.14元和1.45元的每股收益, 给予公司“增持”评级。

伊利股份 (600887): 乳业龙头。2007年, 公司实现营业收入193.60亿元, 同比增长16.77%; 利润总额为1200万元, 同比下降96.78%; 归属于母公司所有者的净利润亏损1.15亿元, 同比下降199.70%; 折合基本每股收益为-0.22元。公司未来的主要看点: (1) 奥运临近, 公司的营销活动将会更加频繁, 有助于缩短与蒙牛的营销差距; (2) 公司产能扩张的进展。我们预计公司2008-2010年的每股收益分别为0.74元、0.87元和1.04元, 维持对公司的“增持”评级。但据我们了解, 公司股权激励的费用摊销可能从原来的两年摊销改为06-08年三年摊销, 这样可能是08年账面业绩出现较大回调, 我们仍然认为这部分费用不会影响现金流, 不影响公司长期经营的战略布局, 所以我们还是看未考虑该部分费用摊销情况下的业绩情况。具体请参考我



们的最新报告《伊利股份（600887）：面临诸多挑战的乳业龙头》。

表 15：食品行业重点公司评级及盈利预测（股价为 2008-5-8 的收盘价）

代码	公司	评级	EPS（元）			PE（倍）			PEG (三年复合)	07	07
			2007A	2008E	2009E	2007A	2008E	2009E		EV/EBITA	EV/EBITDA
000568	泸州老窖	增持	0.89	1.41	1.82	67.56	42.56	33.01	0.63	49.31	46.63
000729	燕京啤酒	中性	0.37	0.52	0.63	51.03	36.62	30.15	1.17	39.39	20.87
000858	五 粮 液	增持	0.39	0.56	0.73	69.51	48.16	36.79	1.44	47.76	39.06
	考虑关联交易解决			0.86	1.13		31.27	23.89	0.98		
000869	张 裕 A	增持	1.21	1.76	2.26	64.70	44.20	34.49	1.13	43.48	41.37
000895	双汇发展	买入	0.93	1.19	1.55	42.70	33.17	25.58	1.22	27.64	23.26
600519	贵州茅台	增持	3.00	4.33	5.89	58.53	40.50	29.82	0.74	35.80	35.00
600597	光明乳业	中性	0.20	0.30	0.35	44.54	30.82	25.72	0.90	164.69	31.44
600600	青岛啤酒	增持	0.43	0.63	0.86	64.11	43.13	31.95	1.16	44.13	28.34
600616	第一食品	买入	0.45	0.61	0.88	40.27	29.77	20.60	1.08	24.05	20.25
600779	水井坊	增持	0.41	0.77	1.02	68.78	36.91	27.87	0.53	32.26	31.08
600809	山西汾酒	增持	0.83	1.14	1.45	21.53	15.73	12.34	0.46	11.80	11.31
002186	全聚德	中性	0.45	0.58	0.82	92.22	72.07	51.15	2.67	48.75	35.52
002143	高金食品	中性	0.43	0.57	0.74	40.34	30.14	23.21	1.12	27.29	20.71
002216	三全食品	增持	0.77	0.93	1.13	43.63	35.86	29.51	2.23	54.27	41.76
600887	伊利股份	增持	(0.17)	0.74	0.87	NA	29.69	25.22	1.58	514.93	42.03

数据来源：天相投顾整理

附表 1：2007 年食品行业全部上市公司主要经营指标（单位：万元、元）

股票代码	股票名称	EPS(摊薄)	主营收入	收入增长率	毛利率	费用率	费用增长率	净利润	净利润增长率	净利率	ROE
000019	深深宝 A	0.240	19,224.10	84.81%	19.39%	27.28%	-16.76%	4,369	28.22%	22.73%	13.65%
000557	ST 银广夏	0.029	3,097.16	64.06%	25.81%	107.14%	-36.39%	1,768	扭亏	57.07%	-3.95%
000568	泸州老窖	0.887	292,685.45	51.95%	56.93%	18.25%	21.69%	77,337	139.75%	26.42%	28.60%
000576	广东甘化	(0.086)	69,612.44	7.34%	6.62%	17.57%	19.97%	-2,783	亏损	-4.00%	-6.97%
000596	古井贡酒	0.144	120,135.66	24.66%	32.32%	17.06%	26.36%	3,388	154.14%	2.82%	4.01%
000716	ST 南方	0.032	29,585.64	54.18%	36.85%	39.13%	30.84%	568	946.23%	1.92%	3.15%
000729	燕京啤酒	0.372	743,622.46	17.87%	37.75%	17.87%	9.10%	40,966	33.19%	5.51%	7.44%
000752	西藏发展	0.056	24,451.23	25.46%	34.68%	14.81%	-3.46%	1,470	10.60%	6.01%	2.92%
000799	酒 鬼 酒	0.206	21,134.11	4.37%	76.33%	56.63%	-48.12%	6,246	扭亏	29.55%	10.82%
000833	贵糖股份	0.209	131,563.64	18.62%	18.39%	11.67%	10.46%	6,195	219.08%	4.71%	8.86%
000848	承德露露	0.459	139,411.88	25.49%	30.60%	16.32%	-0.36%	8,730	26.81%	6.26%	15.94%
000858	五 粮 液	0.387	732,855.58	-0.93%	53.91%	16.22%	-17.07%	146,892	25.83%	20.04%	15.35%
000869	张 裕 A	1.205	273,016.61	25.97%	69.71%	28.54%	11.89%	63,563	61.12%	23.28%	28.52%
000895	双汇发展	0.927	2,184,457.50	41.56%	8.83%	5.13%	5.09%	56,188	20.18%	2.57%	25.80%
000911	南宁糖业	0.453	313,594.25	12.69%	18.96%	13.24%	17.63%	12,984	-34.68%	4.14%	9.88%
000929	兰州黄河	0.045	81,796.22	6.51%	36.49%	21.12%	21.22%	842	-59.30%	1.03%	2.17%
000995	皇台酒业	(0.287)	9,341.75	-16.28%	21.33%	34.73%	25.75%	-5,083	亏损	-54.41%	-16.45%
002143	高金食品	0.425	187,413.87	16.80%	8.12%	5.96%	1.64%	4,552	17.72%	2.43%	9.96%



002186	全聚德	0.454	91,661.63	14.53%	54.52%	40.72%	9.64%	6,432	3.84%	7.02%	9.59%
002216	三全食品	0.767	124,929.06	34.93%	35.94%	31.95%	45.08%	7,172	5.68%	5.74%	24.36%
600059	古越龙山	0.240	81,491.73	10.44%	40.35%	24.62%	13.81%	8,932	182.14%	10.96%	7.41%
600073	上海梅林	0.017	114,351.24	27.70%	16.58%	15.27%	15.80%	594	42.64%	0.52%	0.68%
600084	ST新天	0.016	64,518.68	72.18%	17.61%	61.84%	-44.29%	732	扭亏	1.14%	-1.92%
600090	啤酒花	0.197	80,556.95	2.65%	50.04%	25.45%	-8.35%	7,254	95.13%	9.00%	30.28%
600132	重庆啤酒	0.428	195,808.72	6.50%	47.92%	24.16%	1.76%	15,928	6.04%	8.13%	17.29%
600191	华资实业	0.142	36,876.83	-29.05%	3.73%	28.13%	5.37%	4,310	121.07%	11.69%	1.63%
600197	伊力特	0.242	63,849.18	29.71%	41.55%	8.82%	-7.56%	10,693	8.01%	16.75%	11.90%
600238	海南椰岛	0.341	112,994.33	-16.58%	29.77%	16.53%	14.59%	5,656	45.25%	5.01%	9.79%
600239	云南城投	0.164	37,517.76	708.82%	39.65%	3.59%	-17.99%	4,756	1231.27%	12.68%	6.66%
600298	安琪酵母	0.334	106,078.65	21.70%	30.42%	19.87%	14.65%	9,067	14.72%	8.55%	11.38%
600300	维维股份	0.130	318,124.71	-7.57%	17.35%	13.21%	7.32%	8,563	20.48%	2.69%	5.72%
600305	恒顺醋业	0.242	82,849.67	17.75%	28.34%	21.84%	40.73%	3,083	-34.01%	3.72%	6.52%
600365	通葡股份	(1.887)	8,179.50	14.77%	35.69%	121.15%	372.26%	-26,419	亏损	-322.99%	-137.89%
600429	三元股份	0.034	110,226.01	8.97%	18.76%	20.50%	-3.46%	2,177	138.11%	1.97%	2.75%
600519	贵州茅台	2.999	723,743.07	47.60%	87.96%	17.12%	17.36%	283,083	83.25%	39.11%	34.38%
600537	海通集团	0.089	37,711.47	0.06%	27.09%	22.52%	6.50%	2,049	30.22%	5.43%	4.14%
600559	老白干酒	0.124	46,162.62	-4.38%	43.55%	16.39%	15.90%	1,739	450.96%	3.77%	5.00%
600573	惠泉啤酒	0.176	103,127.17	4.81%	29.58%	10.92%	-9.25%	4,406	25.13%	4.27%	4.40%
600597	光明乳业	0.204	820,601.14	10.25%	31.74%	32.71%	26.19%	21,288	32.57%	2.59%	8.92%
600600	青岛啤酒	0.427	1,370,921.97	15.86%	41.63%	24.16%	19.66%	55,814	27.73%	4.07%	10.13%
600616	第一食品	0.453	537,237.84	12.94%	17.10%	11.29%	12.66%	16,550	12.49%	3.08%	19.87%
600702	沱牌曲酒	0.123	90,006.49	2.53%	41.27%	26.98%	14.70%	4,135	107.32%	4.59%	2.40%
600737	中粮屯河	0.246	297,668.48	19.33%	30.04%	21.34%	8.98%	24,749	69.82%	8.31%	19.42%
600779	水井坊	0.412	100,394.75	24.69%	74.59%	22.77%	-10.30%	20,124	97.89%	20.04%	15.45%
600790	轻纺城	0.292	85,376.11	-15.04%	39.30%	22.29%	-27.07%	13,895	扭亏	16.27%	12.17%
600809	山西汾酒	0.831	184,679.38	20.91%	77.14%	24.44%	32.54%	35,956	37.97%	19.47%	27.85%
600887	伊利股份	(0.173)	1,935,969.49	16.77%	25.89%	25.41%	20.77%	-11,499	亏损	-0.59%	-2.73%
600962	国投中鲁	0.499	153,752.12	81.22%	21.43%	14.44%	51.90%	8,230	109.53%	5.35%	14.06%
合计/加权平均		0.420	13494366	19.60%	33.48%	18.88%	11.44%	977,642	70.65%	7.24%	13.77%

资料来源：各公司年报、天相证券投资分析系统

附表 2：2007 年食品行业全部上市公司财务指标

代码	名称	总资产周 转率(次)	应收账款周 转率(次)	存货周转 率(次)	流动 比率	速动 比率	资产负 债率(%)	每股经营现 金流(元)
000019	深深宝 A	0.41	5.63	3.77	1.45	1.08	21.57	0.03
000557	ST 银广夏	0.08	2.56	0.62	0.15	0.10	214.71	-0.01
000568	泸州老窖	0.74	55.11	1.02	1.41	0.71	39.65	0.01
000576	广东甘化	0.62	15.25	4.04	0.63	0.34	59.10	-0.08
000596	古井贡酒	0.87	34.75	1.52	1.69	0.69	38.69	-0.06
000716	ST 南方	0.39	6.48	3.50	0.61	0.49	71.90	0.20
000729	燕京啤酒	0.76	70.98	2.82	1.16	0.64	39.67	0.32



000752	西藏发展	0.25	19.10	6.01	3.17	2.99	21.21	0.00
000799	酒鬼酒	0.16	8.33	0.13	0.91	0.37	56.18	-0.20
000833	贵糖股份	0.94	17.69	4.39	0.79	0.36	47.05	-0.18
000848	承德露露	1.30	404.76	6.77	1.54	1.21	45.12	0.16
000858	五粮液	0.67	1122.92	2.04	3.34	2.41	16.81	0.31
000869	张裕A	0.91	35.45	1.07	2.48	1.59	28.82	1.64
000895	双汇发展	5.65	781.80	20.10	1.64	0.82	32.05	0.04
000911	南宁糖业	0.91	12.63	13.68	0.61	0.52	59.02	-0.36
000929	兰州黄河	0.62	30.88	1.92	1.07	0.47	50.42	0.51
000995	皇台酒业	0.15	1.57	0.52	0.98	0.48	49.43	-0.01
002143	高金食品	2.29	29.87	18.58	1.68	1.48	49.24	-1.15
002186	全聚德	1.03	61.49	15.68	1.32	1.23	34.32	0.26
002216	三全食品	1.32	6.14	3.17	1.01	0.66	71.42	0.40
600059	古越龙山	0.38	7.75	0.54	1.87	0.50	35.45	0.49
600073	上海梅林	0.58	7.93	2.76	0.97	0.68	52.90	0.05
600084	ST新天	0.23	6.60	0.52	0.64	0.24	113.57	-0.34
600090	啤酒花	0.88	19.46	2.07	0.66	0.26	54.74	0.07
600132	重庆啤酒	0.88	81.72	1.77	0.75	0.27	59.24	0.10
600191	华资实业	0.12	11.11	1.50	1.84	1.42	26.14	0.03
600197	伊力特	0.55	24.31	1.47	2.78	1.87	25.24	0.05
600238	海南椰岛	1.11	6.27	4.58	1.61	1.24	44.70	-1.33
600239	云南城投	0.57	7.08	0.92	5.52	2.61	21.82	-0.31
600298	安琪酵母	0.73	18.20	2.64	0.86	0.37	44.61	-0.20
600300	维维股份	1.13	14.98	8.87	1.12	0.87	42.63	-0.20
600305	恒顺醋业	0.38	17.65	0.57	1.26	0.42	67.73	-0.23
600365	通葡股份	0.19	0.88	0.57	1.27	0.74	40.73	0.04
600429	三元股份	0.91	10.10	8.16	1.12	0.81	31.44	-0.05
600519	贵州茅台	0.73	128.16	0.41	3.44	2.35	20.16	1.05
600537	海通集团	0.43	13.90	2.01	0.70	0.30	41.67	0.02
600559	老白干酒	0.52	15.82	1.04	0.85	0.36	65.40	0.35
600573	惠泉啤酒	0.87	459.70	5.62	1.47	0.64	14.17	0.00
600597	光明乳业	2.03	15.03	10.78	1.42	1.05	40.73	-0.29
600600	青岛啤酒	1.30	132.09	4.18	0.89	0.48	48.13	0.46
600616	第一食品	1.94	12.39	4.30	1.20	0.55	59.70	0.61
600702	沱牌曲酒	0.34	21.56	0.65	1.30	0.46	37.42	-0.24
600737	中粮屯河	0.67	10.61	1.52	0.63	0.18	71.90	0.53
600779	水井坊	0.48	18.57	0.28	2.02	1.02	42.03	0.12
600790	轻纺城	0.19	29.49	0.76	0.50	0.26	71.18	-0.07
600809	山西汾酒	1.04	15.34	0.93	2.95	1.92	25.68	0.08
600887	伊利股份	2.21	70.64	8.85	0.91	0.57	53.73	0.57
600962	国投中鲁	0.78	6.22	1.32	1.01	0.31	68.97	1.08
简单平均值		0.88	81.39	3.98	1.44	0.86	49.34	0.09

数据来源：各公司年报、天相证券投资分析系统

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，任何人不得以进行任何形式传送、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鼎诚国际大厦2801室 电话：0755-83234800	传真：0755-82722762	邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582	传真：0531-82602622	邮编：250014