

兴业证券2009年投资策略报告会

寻找“安全”过冬

—食品饮料行业2009年投资策略报告

兴业证券研发中心
徐静欢

2008年11月



目录

- **投资结论**
- 08年行业回顾
- 09年行业展望
- 重点细分行业评级
- 投资策略和个股推荐

投资结论之行业—维持食品饮料行业“推荐”




投资结论之投资主题：寻求增长的确定性



大众消费品：

安琪酵母、双汇发展



成本推动型：

青岛啤酒、燕京啤酒、
承德露露

目录

- 投资结论
- 08年行业回顾
- 09年行业展望
- 重点细分行业评级
- 投资策略和个股推荐

2008年行业回顾：食品饮料行业经营情况

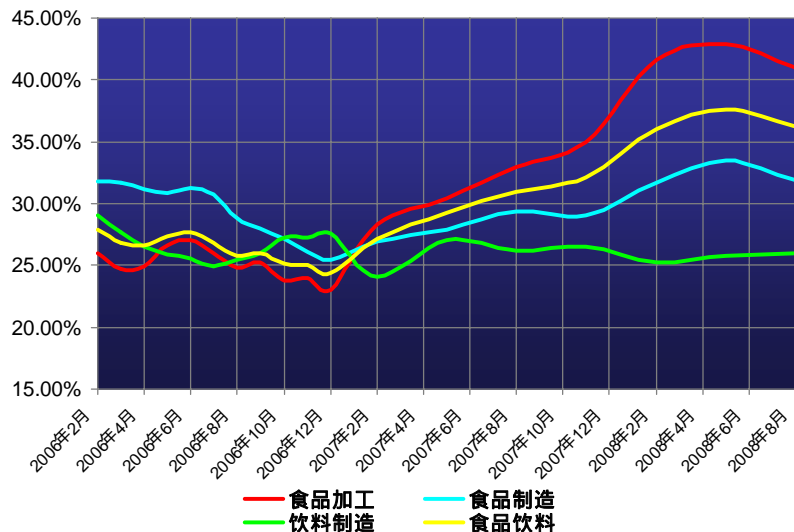
08年1-8月食品饮料各子行业经营情况（单位：亿元）

	销售收入	同比增长	利润总额	同比增长
农副食品加工业	14402.56	40.95%	622.92	43.57%
食品制造业	4753.39	31.90%	302.05	45.01%
饮料制造业	4020.24	26.03%	361.51	27.32%
食品饮料合计	23176.19	36.24%	1286.48	38.91%

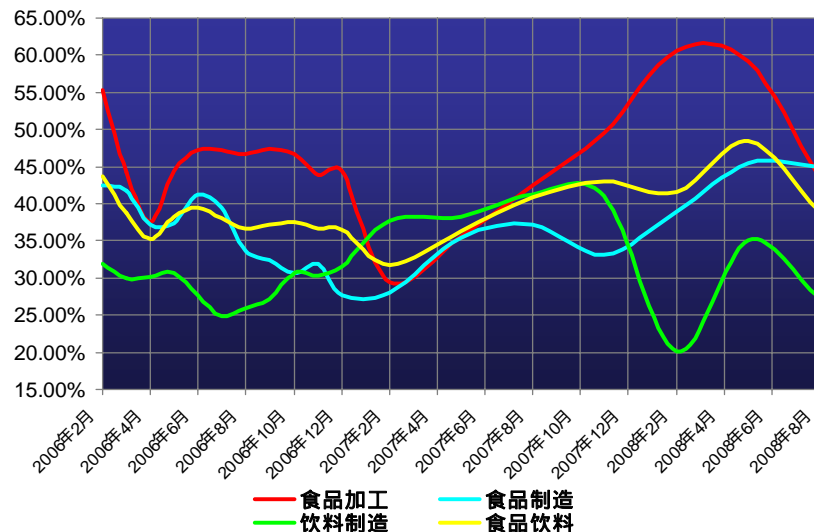
资料来源: 国家统计局、兴业证券研发中心

2008年行业回顾：食品饮料行业增速开始放缓

销售收入增速情况



利润总额增速情况

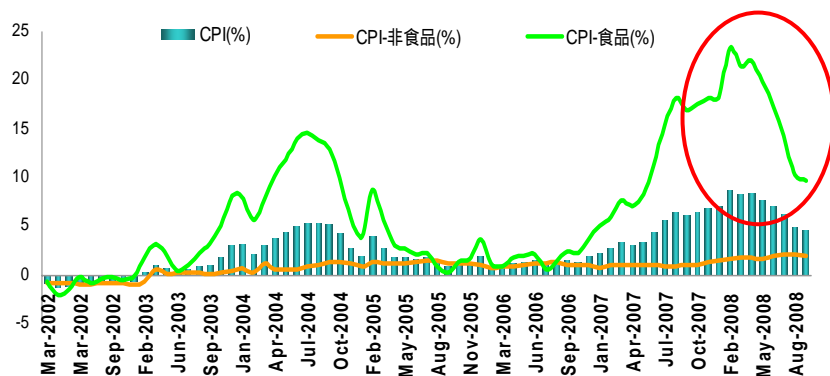


➤08年1-8月，食品饮料行业合计实现销售收入23176.19亿元，同比增长36.24%，实现利润总额1286.48亿元，同比增长38.91%，增速均出现下滑。

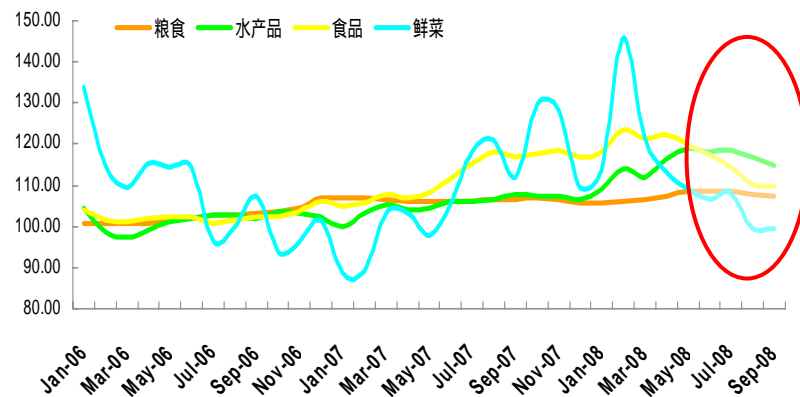
➤08年1-8月，子行业中销售收入增速最快的是农副食品加工业，同比增长40.95%；利润总额增速最快的食品制造业，同比增长45.01%。

2008年行业回顾：食品和农产品价格均出现回落

2002年起CPI走势图



国内食品物价指数



➤ 由于政府限制食品涨价和07年基数较高，食品类CPI在08年2月达到峰值后开始下降。

➤ 受累于次贷危机，美国和欧盟等主要经济体经济增速出现下滑，导致对能源的需求下降，使得国际原油价格和农产品价格都出现回落。

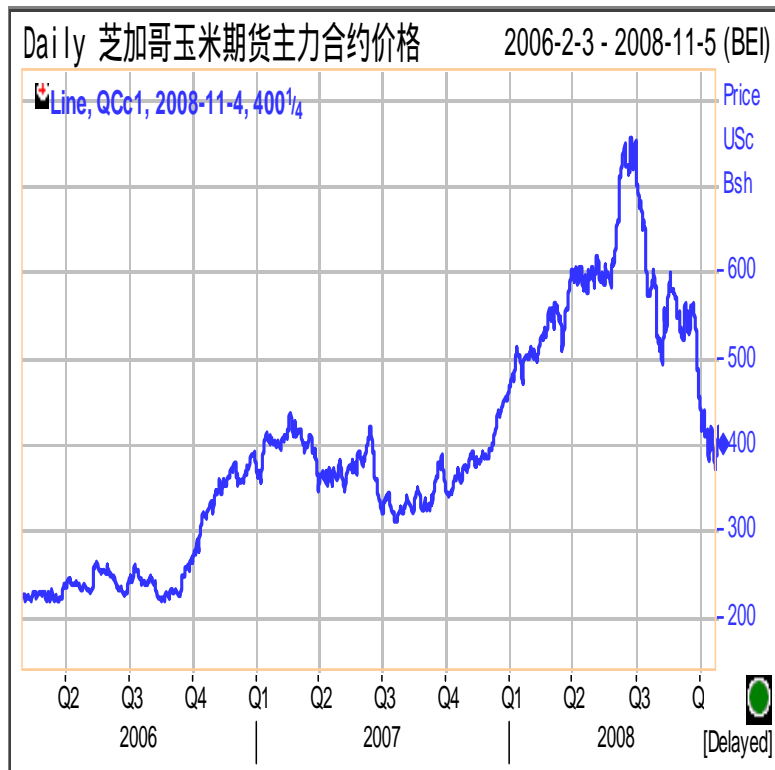
国内外小麦价格



国内外大豆价格

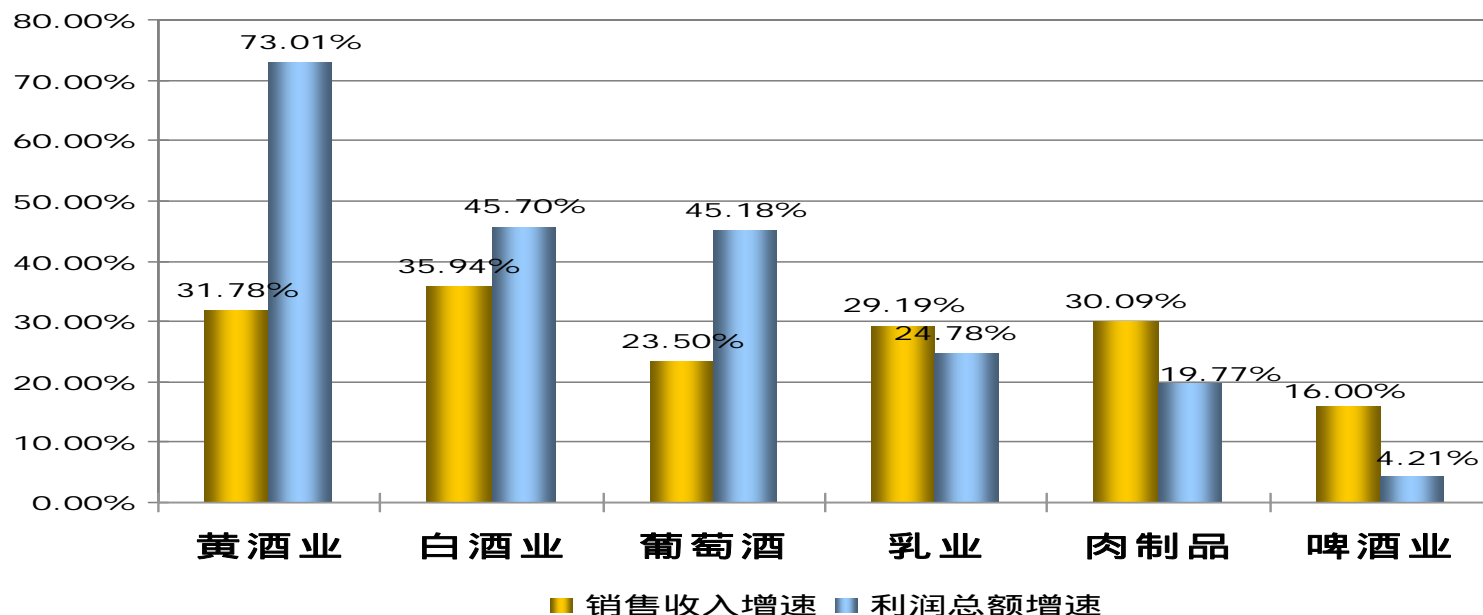


国内外玉米价格



2008年行业回顾：食品饮料子行业利润排序情况

08年1-8月食品饮料细分子行业运行状况



➤08年1-8月份细分子行业利润总额的增速排序为：黄酒业、白酒业、葡萄酒业、乳制品业、肉制品业、啤酒业。

目录

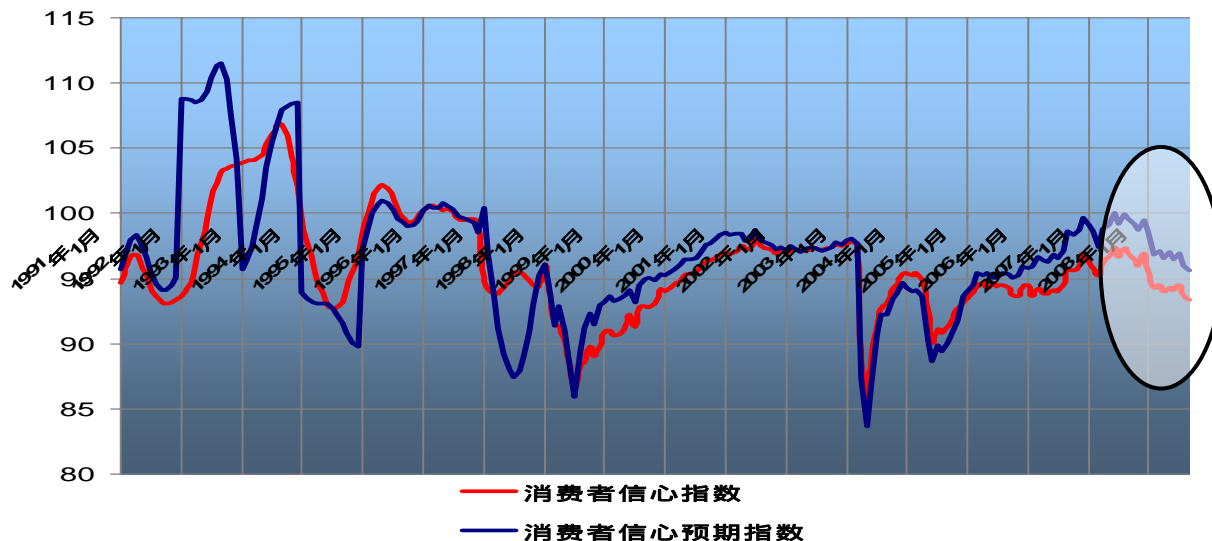
- 投资结论
- 08年行业回顾
- 09年行业展望
- 重点细分行业评级
- 投资策略和个股推荐

2009年行业展望：影响消费因素之一 “经济”

宏观经济下行对消费的影响

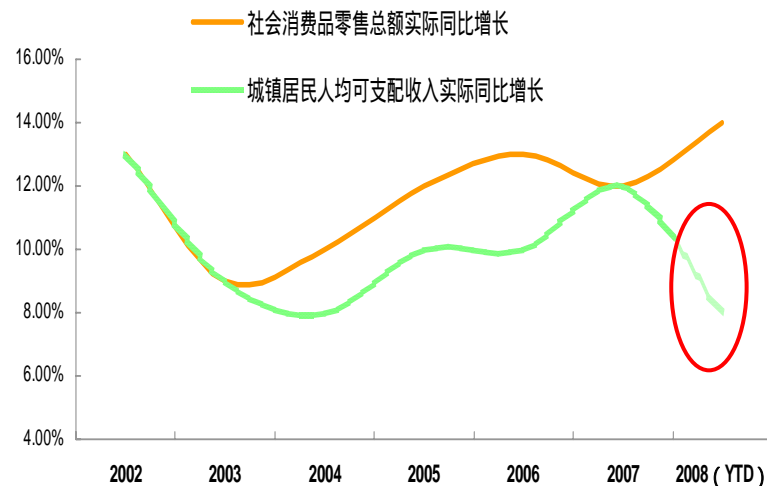
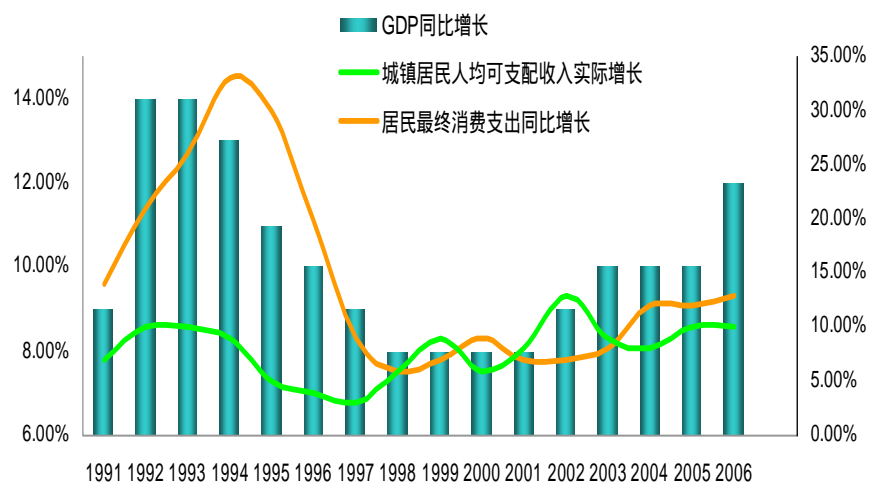
- 07年物价上涨、房价高居不下使得消费者信心指数出现下滑，08年股市大跌，财富缩水以及出于对未来经济的担忧，消费者信心预期指数仍继续下滑。

消费者信心指数图



2009年行业展望：经济下行对消费的影响

- 经济对消费增长影响之一：收入增速放缓。
作为消费主要驱动力的人均可支配收入实际增速在2008年出现了下降的势头。



- 经济对消费增长影响之二：负的财富效应。
08年沪深股市呈单边下跌，使得投资者财富严重缩水，从而导致缩减支出，抑制消费。

2009年行业展望：影响消费因素之一 “事件”、“政策”

“三聚氰胺”对消费的影响

➤由三鹿奶粉到最近香港的鸡蛋，三聚氰胺惹出的风波让事态越演越烈，一方面使得消费者对食品安全产生担忧，一定程度上抑制了消费；另一方面也可以看出我国食品安全监管问题不容乐观。

国家政策对消费的影响

➤近期，国家出台了一些措施：如暂免征收存款利息税、大幅提高粮食最低收购价和粮农补贴、降低住房交易税费和住房贷款利率等，用来增强消费者信心和刺激居民消费需求。

2009年行业展望：寻找安全边际

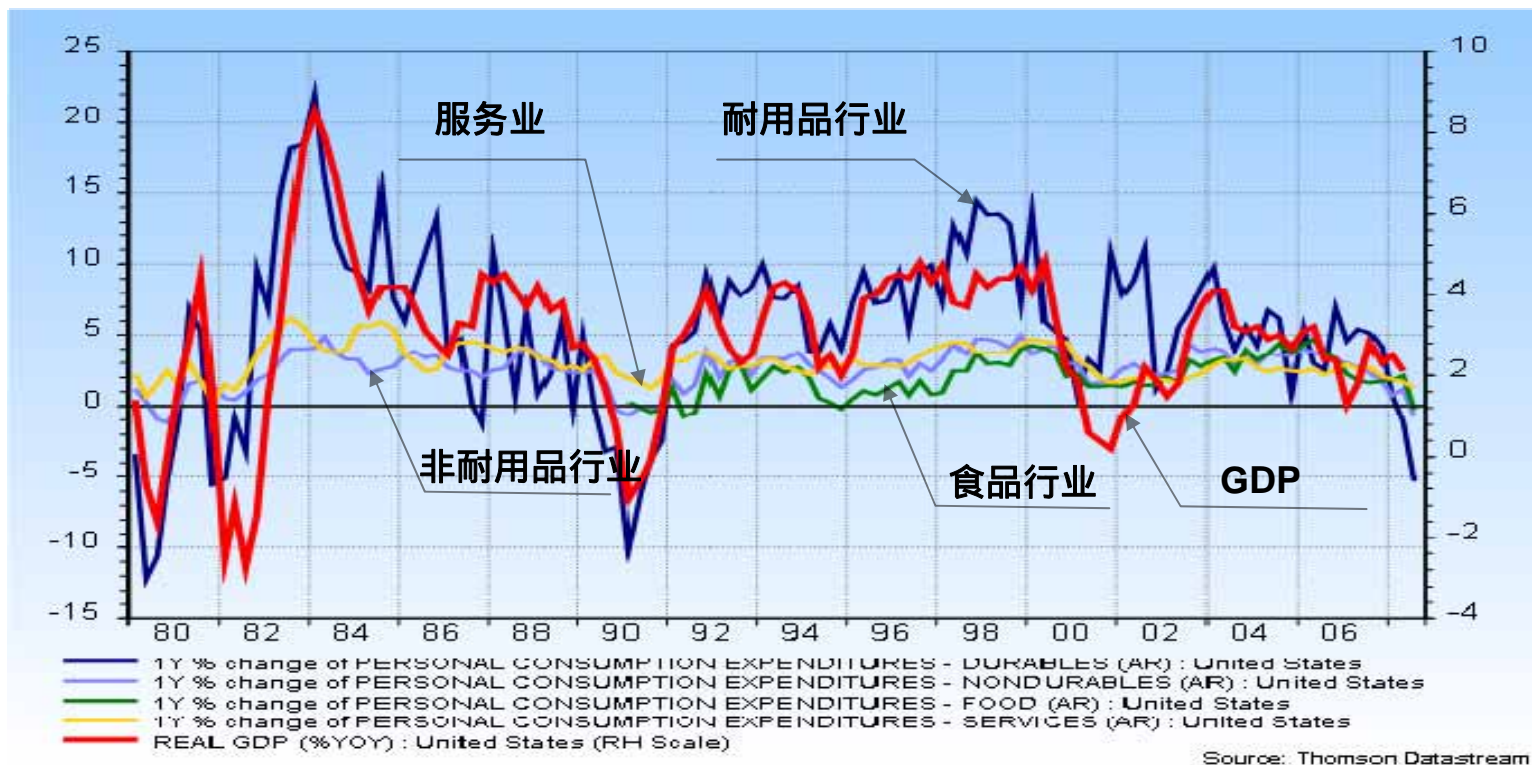


美国次贷引发的全球金融危机

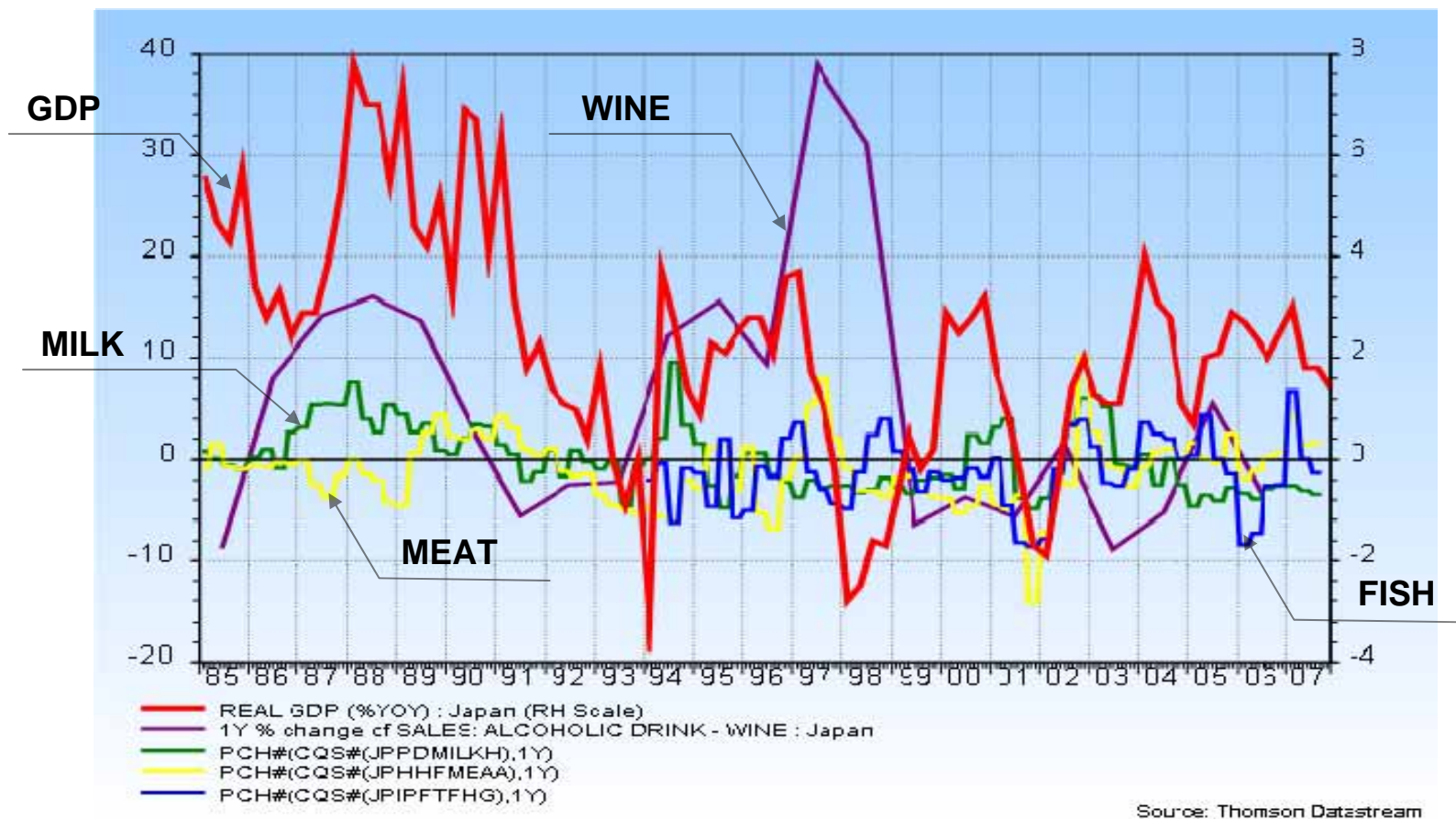
国内经济增速放缓

受经济影响较小的行业：
大众消费品

美国各细分行业增速与其GDP相关程度



日本各细分行业增速与其GDP相关程度

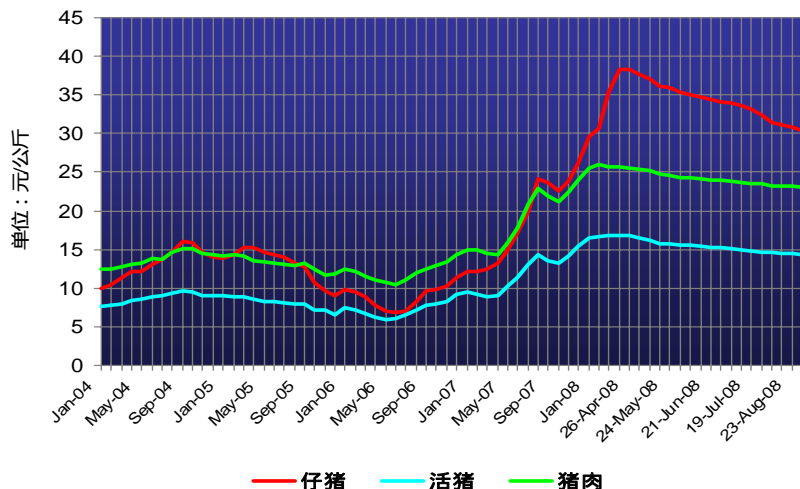


目录

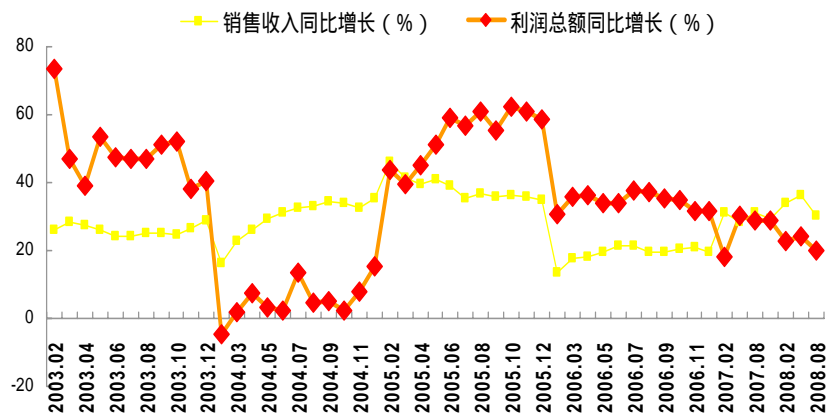
- 投资结论
- 08年行业回顾
- 09年行业展望
- 重点细分行业评级
- 投资策略和个股推荐

肉制品行业受宏观经济影响较小

2004年以来仔猪、活猪、猪肉价格走势



2003年以来肉制品加工业月度累积增长率



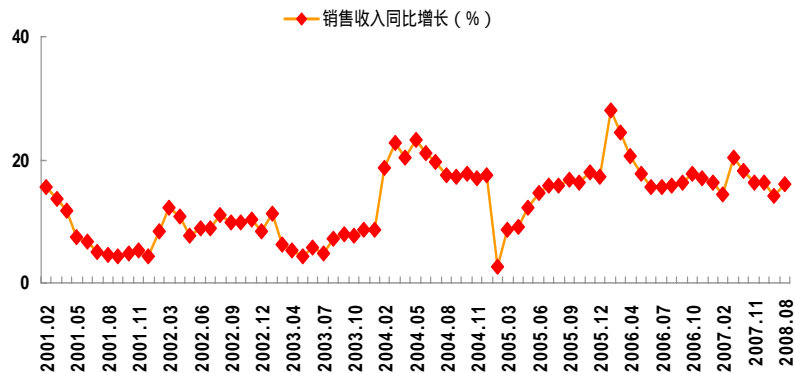
➢截至08年8月30日，全国仔猪、活猪、猪肉的价格分别为30.36、14.36和23.07元/公斤，分别比年内最高价格下降了20.69%、14.88%和11.54%。从08年4月起，猪价价格开始回落，我们认为农民养猪积极性有所恢复，肉制品企业成本压力有所缓和。

➢从08年初到4月，仔猪价格加速上涨，说明农民补栏积极性较高，这部分仔猪出栏使得09年3月前猪肉价格维持在低位，但若猪肉价格下跌过度仍会再次产生供应不足的局面。

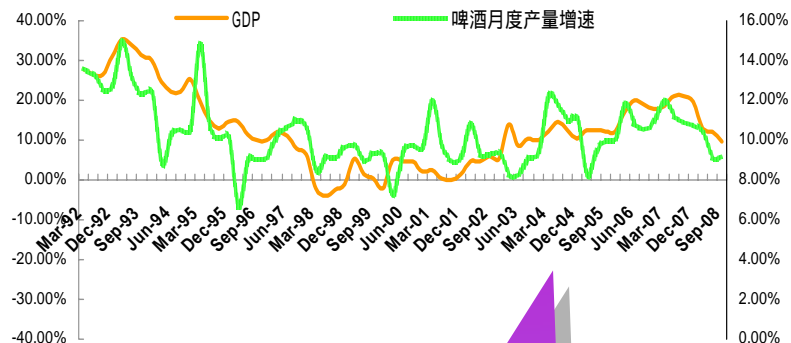
➢风险提示：饲料中添加三聚氰胺问题使得养殖行业存在隐患。

09年成本下跌为啤酒行业带来阶段性投资机会

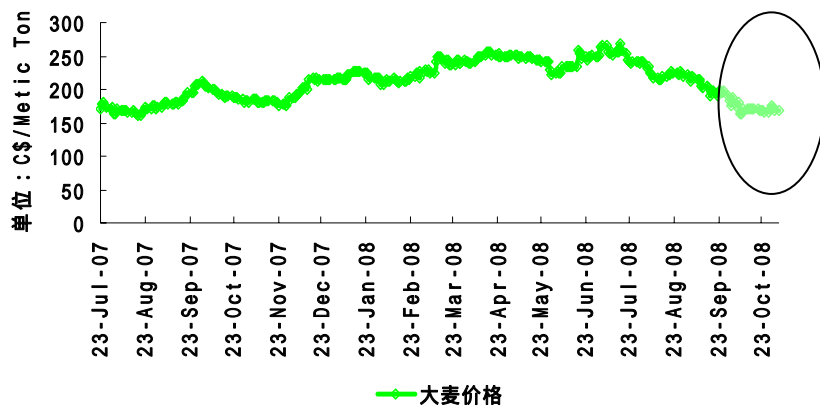
2001年以来啤酒业月度收入增速



1992年以来啤酒业月度产量增速



07年7月以来加拿大大麦价格

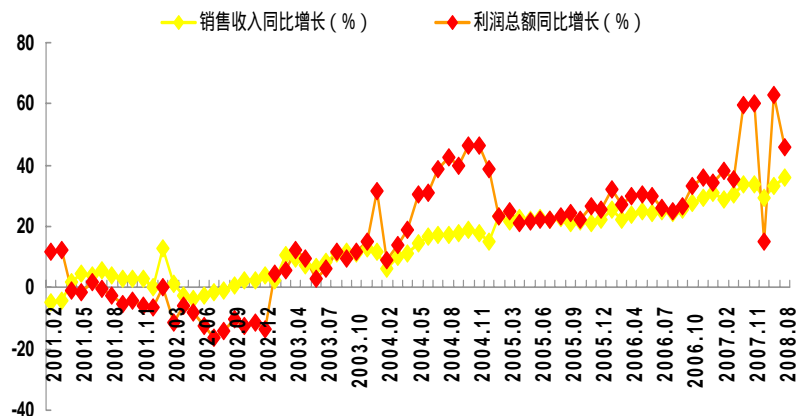


从啤酒产量增速来看，啤酒行业对于经济和消费减速敏感度较小。

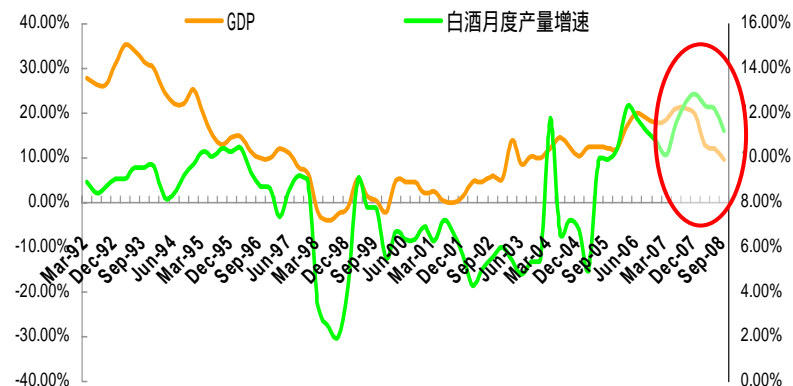
澳洲大麦丰产，使得近期国内进口大麦价格出现回落，大麦价格下降为09年啤酒行业带来阶段性投资机会。

白酒行业增速放缓

2001年以来白酒行业月度收入增速



1992年以来白酒月度产量增速



➤ 在98年GDP出现大幅下滑的时候，白酒行业增速也出现了负增长，接着2001年国家白酒征收从量税，使得白酒产量连年出现下滑，直到新一轮消费升级高端白酒带动整个白酒行业收入和产量出现高增长。

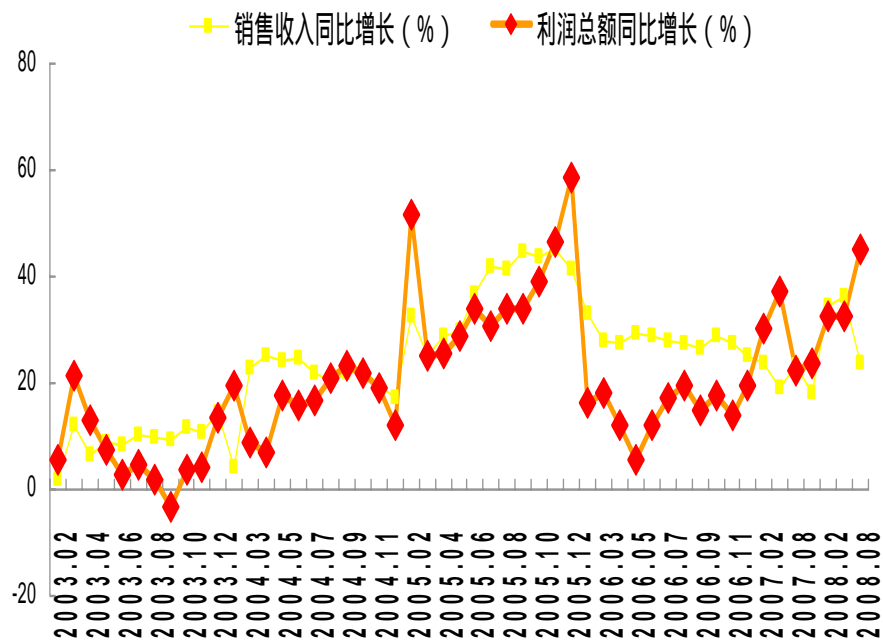
➤ 高端白酒一直处于供不应求的状态，而且高端白酒有很大部分是党政军消费市场，尽管经济下行使得政府财政收入增速会大幅减缓，但必要的政府消费仍能为高端白酒保留市场空间，可是白酒提价能力将会受到抑制。

葡萄酒行业受经济影响弹性较大

2003年以来葡萄酒月度累积增长率

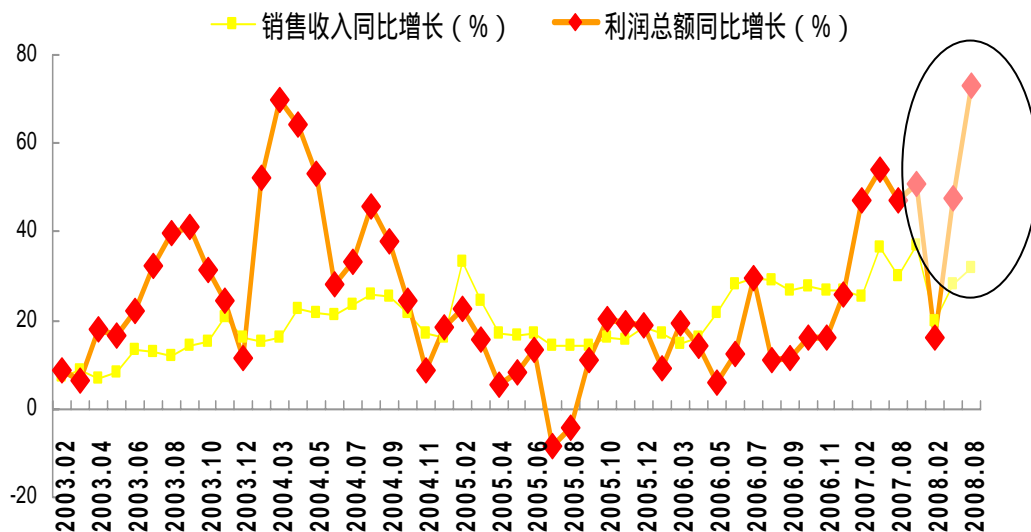
➤ 受益于消费升级，葡萄酒行业在近几年也得到了较快的发展，尤其是中高端葡萄酒。

➤ 由于葡萄酒行业，尤其是中高端葡萄酒主要来自商务餐饮消费。经济增速放缓，会抑制商务消费增长，而且居民实际可支配收入减少会对餐饮市场造成冲击。



黄酒行业价格较低，受影响相对较小

2003年以来黄酒业月度累积增长率

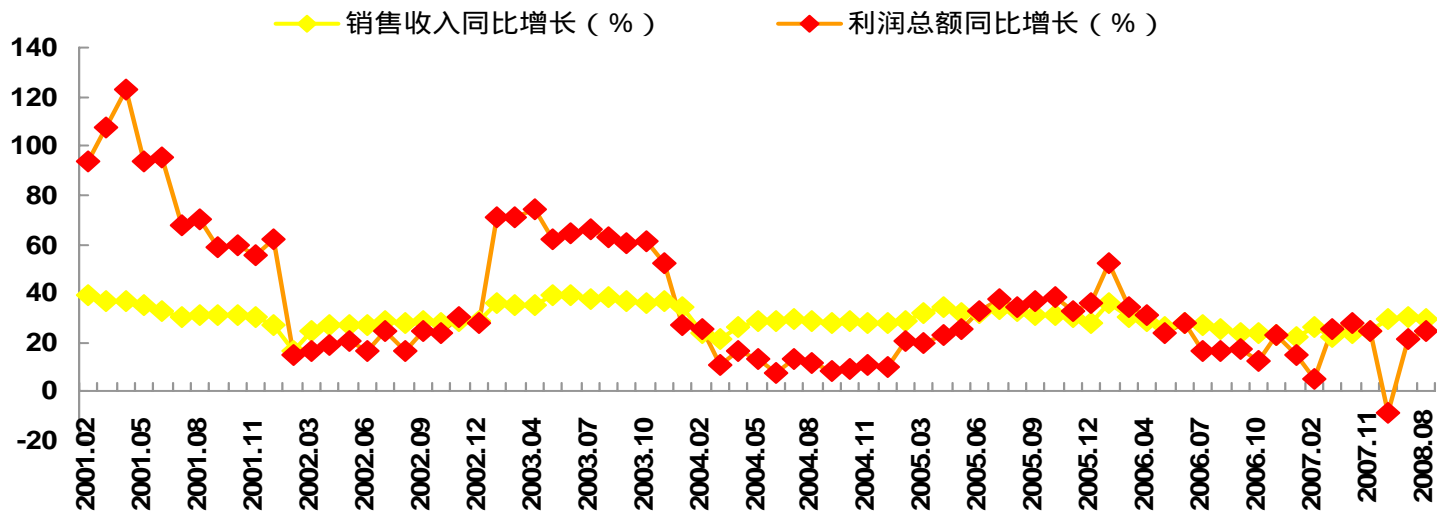


➤08年1-8月，黄酒行业主营业务收入和利润总额增速分别为31.78%和73.01%，这与08年古越龙山和会稽山的原酒销售有关，但我们认为原酒销售不具有可持续性。

➤相对于白酒和葡萄酒，黄酒绝对价格较低，受宏观经济影响敏感度相对较小。

乳制品行业受累于三聚氰胺

2001年以来乳制品制造业月度累积增长率



➤三聚氰胺事件中伊利、蒙牛和光明等行业龙头也没能摆脱干系，使得消费者对国内乳品品牌产生信任危机。此事件对于整个乳制品行业都是一个沉重的打击，虽然长期来看奶粉、液态奶等乳制品的需求还是较为刚性的，市场还是存在的，但消费者信心的恢复还是需要一段时间，09年奶制品行业仍处于恢复期。

目录

- 投资结论
- 08年行业回顾
- 09年行业展望
- 重点细分行业评级
- 投资策略和个股推荐

投资策略和个股推荐

✧ 投资主题一：大众消费品行业

在宏观经济下行的背景下，我们寻找受经济波动影响小的大众消费品行业的优质龙头，如安琪酵母、双汇发展

✧ 投资主题二：成本推动孕育阶段性投资机会

成本推动内生性增长的青岛啤酒、燕京啤酒、承德露露

重点个股推荐

证券简称	EPS			PE		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
双汇发展	1.14	1.44	1.82	24.74	19.58	15.49
安琪酵母	0.41	0.63	0.79	20.32	13.22	10.54
青岛啤酒	0.55	0.75	0.86	29.45	21.60	18.84
燕京啤酒	0.43	0.53	0.63	23.47	19.04	10.72
承德露露	0.66	0.83	1.04	18.65	14.83	11.84
贵州茅台	4.55	5.50	6.60	20.66	17.09	14.24
泸州老窖	1.03	1.27	1.43	19.19	15.57	13.83
张裕A	1.65	2.00	2.40	26.36	21.75	18.13
五粮液	0.52	0.69	0.82	24.19	18.23	15.34
金枫酒业	0.59	0.67	0.88	16.00	14.09	10.73

注：取2008.11.5日收盘价

安琪酵母：必需消费品受经济影响小，推荐

◆ 竞争优势

- a) 国内酵母行业仍为朝阳产业，发展空间广阔，预计2020年内国内酵母的市场需求量将会达到27万吨左右；
- b) 外延式扩张：公司可复制性的产能扩张及全方位的售后服务模式、绝对的行业话语权是公司核心竞争力，而且异地产能布局更为合理和富有效率；
- c) 内生性增长：（1）公司酵母产量将持续快速增长；（2）酵母衍生产品如酵母味素、益生菌等将成为公司未来业绩增长的新亮点。

◆ 风险：人民币升值压力。

◆ 盈利预测

预计公司08、09、10年的EPS分别为0.41、0.63和0.79元。

◆ 投资评级

酵母作为必需消费品，受宏观经济影响较小，维持“推荐”的投资评级。

双汇发展：一个双汇最重要，推荐

◆ 最大的看点

- a) 大众消费品行业，受宏观经济下行影响较小；
- b) 集团资产的注入，将彻底解决集团与股份公司间的关联交易；
- c) 猪价下跌缓解公司成本压力。

◆ 风险：

- a) 受仔猪价格波动影响较大；
- b) 饲料中的三聚氰胺使得养殖行业存在隐患。

◆ 盈利预测

预计公司08、09、10年的EPS分别为1.14、1.44、1.82元。

◆ 投资评级

看好公司在行业中的龙头地位，以及可能存在集团资产注入的预期，维持“推荐”的投资评级。

承德露露：马口铁价格下跌，推荐

◆ 最大的看点

- a) 钢材价格受下游需求萎缩影响已经出现大幅下跌，受此影响预计09年马口铁价格会继续呈下跌趋势，马口铁占产品成本超过50%；
- b) 市场潜力远没有挖掘：公司目前销售收入过亿的城市为数不多，北方杏仁露市场还远未饱和，更别说南方广阔的市场了，具有较大的市场挖掘潜力；
- c) 股权激励仍是大势所趋。当相应激励机制得到落实后，公司管理团队工作积极性提高将会助推公司未来业绩高速增长。

◆ 风险提示：

由于公司跟包装企业之间是长期关联交易企业，因此受益程度会小于市场马口铁下跌幅度。

◆ 盈利预测：

预计公司08、09、10年的EPS分别为0.66、0.83、1.04元。

◆ 投资评级

考虑到公司在杏仁露制造行业中的龙头地位和定价权，以及09年成本压力有所缓解，继续维持公司“推荐”的投资评级。

青岛啤酒：成本下降+受宏观经济影响较小，推荐

◆ 最大的看点

- a) 澳洲大麦丰产，使得近期国内进口大麦价格有所回落，我们预计09年公司大麦成本压力将会有所缓解；
- b) 啤酒行业对于经济和消费减速敏感度较小；
- c) 啤酒行业龙头：唯一的全国啤酒品牌，公司战略转型由内部整合转变为整合与扩张并举的战略，在全国范围内跑马圈地抢占中国啤酒市场。

◆ 风险：行业竞争激烈以及宏观经济下行导致新项目盈利低于预期。

◆ 盈利预测

预计公司08、09、10年的EPS分别为0.55、0.75、0.86元。

◆ 投资评级

考虑到明年大麦成本下降带来行业阶段性投资机会，维持公司“推荐”的投资评级。

燕京啤酒：成本下降+增发，推荐

◆ 最大的看点

- a) 成本压力将会有所缓解。澳洲大麦丰产，使得近期国内进口大麦价格有所回落，我们预计09年公司大麦成本压力将会有所缓解；
- b) 08年受雪灾、地震等自然灾害影响，以及奥运期间由于北京受到管制，都对公司产品销量造成一定程度地影响，排除这些因素，预计公司09年销量会有一个恢复性的增长。
- c) 为完成增发，公司具有释放业绩的动力。

◆ 风险：走出区域市场。

◆ 盈利预测

预计公司08、09、10年EPS分别为0.43、0.53、0.63元。

◆ 投资评级

考虑到成本压力有所缓解和公司需要完成增发，维持公司“推荐”的投资评级。

关注公司盈利预测

关注公司盈利预测及投资评级					
公司	2007A	2008E	2009E	2010E	投资评级
山西汾酒	0.83	0.55	0.60	0.68	观望
燕京啤酒	0.37	0.43	0.53	0.63	推荐
双汇发展	0.93	1.14	1.44	1.82	推荐
贵州茅台	3.00	4.55	5.50	6.60	推荐
伊利股份	-0.04	-0.30	0.35	0.70	观望
青岛啤酒	0.43	0.55	0.75	0.86	推荐
五粮液	0.39	0.52	0.69	0.82	推荐
张裕 A	1.21	1.65	2.00	2.40	推荐
承德露露	0.46	0.66	0.83	1.04	推荐
古越龙山	0.24	0.27	0.35	0.42	观望
南宁糖业	0.49	0.25	0.20	0.56	观望
金枫酒业	0.45	0.59	0.67	0.88	推荐
三全食品	1.02	0.87	1.04	1.25	推荐
泸州老窖	0.89	1.03	1.27	1.43	推荐
恒顺醋业	0.24	0.24	0.28	0.35	观望
安琪酵母	0.33	0.41	0.63	0.79	推荐

兴业证券2009年投资策略报告会

欢迎交流

兴业证券研发中心 徐静欢

xujh@xyzq.com.cn

(021) 68419393-1070

