

食品和饮料 行业分析报告

(维持谨慎增持的投资评级)

食品饮料 工业现状



06年1 - 4月份，细分子行业的利润增速排名为：制糖业、肉制品业、啤酒业、乳制品业、白酒业、黄酒业、葡萄酒业和饲料业。从子行业来看，葡萄酒行业和乳业的销售收入增速较快，肉制品加工业和啤酒业销售收入增速稳定；白酒和肉制品加工业的利润总额增速较快，乳业、啤酒行业利润总额增速出现回落态势。上半年相当一部分待业上市公司特别是酒类公司业绩出现大幅上涨局面。

在居民可支配收入保持平稳增长的前提下，基于“十一五”扩大内需鼓励消费的政策，下半年消费增速保持10%

快速发展

我国的食品饮料工业呈现快速发展势头，2005年的食品饮料总销售收入已达15978亿元，近五年行业的平均增长率为17.78%。步入2006年后，食品饮料工业仍保持平稳增长，1-5月食品制造业销售收入为1448亿元，同比增长28.46%；饮料制造业销售收入为1443亿元，比增长25.12%，这表明我国食品工业现正处在发展的快车道。

以上的水平是可以预期的，中端产品在未来若干的表现相对更为突出，相关上市公司，特别是涉及高端产品但同时具备全产品线的上市公司，将继续保持现有的增长速度，尤其是着力开拓新销售渠道和建立健全渠道体系的上市公司，食品饮料行业符合国家鼓励消费的政策需求，其非周期性、防御性和业绩的稳定增长等特质。





糖

乳

猪

酒

行业受到的影响 主要分析原材料价格上涨

酒业

原材料价格整体保持平稳增长，相关企业纷纷开发高档酒，而且获得了良好收益。如全兴开发水井坊，泸州老窖开发国窖 1573 等。啤酒企业和黄酒企业也都纷纷关注高档产品的开发与营销。

糖业

1、高企的糖价严重影响了下游企业的利润，饮料业首当其冲。但下游企业的生存条件恶劣，往往都处于激烈竞争的市场环境中，出于市场占有率等的考量，生产企业不会轻易涨价将生产成本转嫁给消费者。因此，减少成本在收入中的占比，进军高档产品成为弱化成本影响的有效途径。2、企业对成本控制或提高产品价格；3、国家加大对糖的产能和对国储糖的支持。因此在糖价高企的背景下，我们一方面看好制糖业（南宁糖业业绩大幅提升中期增长 327 倍，广东甘化增长 143%），另一方看好布局高档市场，生产高质高价位产品的食糖下游企业。

乳制品业

其产品“金字塔”的构造是，塔基为普通的 HUT 奶、奶粉和巴氏鲜奶；塔身是目前快速增长的酸奶等；塔尖是功能性乳品，具有较强的专业技术含量，因此进入门槛相对较高，具有较高的毛利率。这也是未来乳制品业发展的趋势。

生猪业

从 2003 年 10 月起我国生猪价格一路上扬，生猪价格的上涨给肉制品加工业造成较大的成本冲击。从 2004 年 10 月起逐步回落，06 年 1 - 5 月全国各个地区的生猪价格均处于下跌趋势，且跌幅明显，可以说是 03 年以来养猪业最恐怖的时期，生猪全国平均价格由 1 月 5 日的 3.92 元 / 斤下跌到 5 月 25 日的 3.07 元 / 斤，预计下半年的生猪价格仍将处于下降通道之中，目前尚难以看到止跌回稳的迹象。生猪价格回落减轻了食品饮料工业生产成本压力。在肉制品加工业中，原料占总成本的比重较高，因此这将促进公司毛利率的提高。

中长期发展趋势

1、人民币升值可以提高实际购买力，是进口产品价格下降刺激消费意愿。出口产品受阻后转为国类市场也可刺激消费。从政策上看，我国主要是以扩大内需、鼓励消费，食品饮料作为我国消费品行业受到国家政策引导，属于朝阳产业。

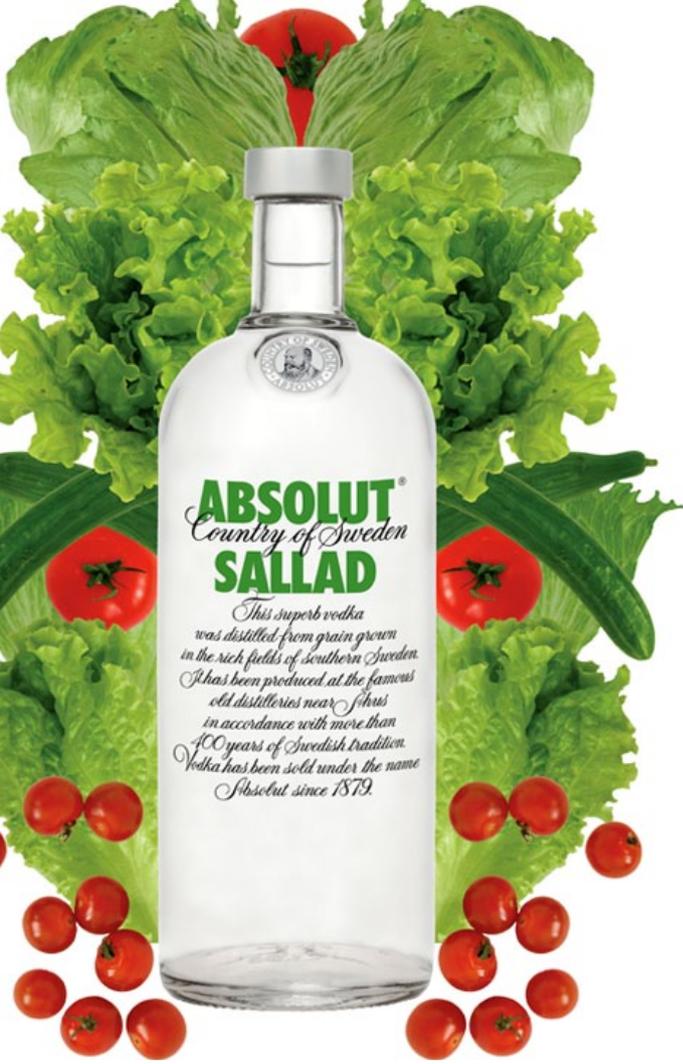
2、行业总量增长前景依然巨大，预计在 2006-2010 年食品饮料工业销售收入复合增长率将保持在 20% 以上的水平，但中长期增速将逐步放缓。

3、由于居民收入总量增长和收入结构差异，享受型消费增长为食品饮料工业产品结构升级拓展了空间，白酒、啤酒等产品结构的调整提升了行业盈利能力。但行业整个发展在人均可支配收入持续增长的情况下是可以期待的。

4、行业集中度逐渐提高，啤酒、白酒、乳业等产品的区域市场垄断和细分市场垄断格局逐步形成。

5、行业竞争加大。竞争大，进入壁垒小，只有提升自身产品结构、扩大品牌效应、降低成本，才能在市场上占有一席之地。过度竞争最为典型的子行业是啤酒和乳业：主要是新品低价上市和降价两个方式。

6、自主定价能力公司：龙头公司是行业盈利模式变迁的积极推动者和领导者，凭借其管理优势、质量优势、生产优势、品牌优势、营销优势等，使得企业获得持续的竞争优势的能力。拥有持续竞争优势的龙头企业，在未来竞争中确立了在行业中的独一无二的地位，使得产品不会因为价格的细微变化而使消费者产生替代效应的能力增强，其自主定价能力也在逐渐增强。



行业细分情况

白酒（黄酒）行业

行业情况

高档白酒整体的提价幅度将依然保持过去几年的趋势——稳步上涨并伴随销量的稳定增长。

1、没有替代品。高档白酒的主要用途是商务宴请和礼品，现时能够拥有相同消费功效的产品只有高档洋酒，但是我们认为，高档洋酒并不是高档白酒有效的替代品。 2、提价空间大。高档白酒在过去几年价格始终保持上涨的趋势，而销量亦保持同步增长的趋势。白酒提价：这是一个趋势，茅台明年春节后可能要提价。 3. 销量方面，06 年上半年白酒行业总销量同比增长 21%，高于去年，06.07 年全年有望保持 20% 以上增长速度。

黄酒方面

随着消费升级的深化和消费者对黄酒营养功效的进一步认识，以及黄酒企业对产品口味的不断改进，黄酒这一中华民族特有的古老酒种将迎来历史性发展机遇，进入新一轮增长周期生活水平提高，老百姓也可以喝这些高档酒了。

品牌情况

已家喻户晓，今后不可能有那个品牌能够快速超越。

成长性分析

具有高成长性，白酒类公司 G 老窖、G 汾酒、G 沱牌和 G 五粮液的净利润增幅分别达到 423.37%、79.06%、62.86% 和 39.19%。可以给以 30 - 40 倍市盈率估值。

代表公司

茅台、五粮液、全兴、沱牌、G 老窖、酒鬼酒、汾酒、伊利特、皇台、龙山、陈香、古井贡、G 椰岛、G 轻纺城等

名称	代码	总股本 (万)	05 净利 万元	05EPS 元	06 中净利 万元	06 中 EPS 元	同比增 %	06EPS 元
G 茅台	600519	30231	111854	2.37	97206	0.64	25.89	1.50
G 五粮	000858	271140	79135	0.292	81900	0.302	39.19	0.45
G 全兴	600779	48854	7780	0.16	—	—	—	—
G 沱牌	600702	33730	1468	0.0435	1173	0.0348	62.87	—
G 老窖	000568	84140	4618	0.05	18297	0.217	423.38	0.36
G 酒鬼	000799	30305	-28045	-0.925	—	—	—	—
G 汾酒	600809	43292	13229	0.3056	15424	0.356	79.07	0.55
G 龙山	600059	23280	2604	0.112	877	0.038	-44.31	—
G 食品	600616	36556	17015	0.56	10981	0.30	34.28	—

G 五粮液

一直致力于专业化发展。公司自从上市以来主业突出，是我国最大的白酒生产企业。至今已经形成 45 万吨白酒产能，年销售白酒 20 多万吨，销售收入高达 60 多亿元，按销量测算市场份额达到 8%，销售收入测算市场份额达到 9%，利润总额占全行业 16.34%。

除了规模优势外，公司还拥有国内白酒企业最为优化的产品结构。在高端白酒市场上，五粮液与贵州茅台不相上下；而在中档酒市场上，没有哪家白酒企业能够与公司相比，公司拥有金六福、五粮春、五粮醇、浏阳河、京酒等一系列优秀品牌，销量已经超过 6 万吨。2006 年的中报显示，酒类销售收入占公司总销售收入的比重高达 99%，06 年上半年净利润同比增长 39% 至 8.19 亿人民币。2005 年公司品牌价值达到 338 亿元（食品行业第一），加上金六福和浏阳河这样实力雄厚的经销商构建的渠道优势，可以说公司是专注于酒业经营、具有品牌和渠道双重优势的消费品行业龙头公司。06 年上半年高端产品销售收入和销量分别同比增长 22% 和 18%。五粮液收购普什包装 49% 股权及股权激励公司业绩提升。



G 食品

上半年业绩增长主要来自三个方面：一是中高端黄酒业务继续保持快速增长。据测算，上半年公司“石库门”系列上海老酒销量 6700 吨，同比增长 35%；二是广西上上糖业量增价升，上半年白糖销量同比增长约 20%，平均销售价格同比上升约 50%。三是浦发银行股权转让形成投资收益 5040 万元，为上半年业绩贡献约 0.09 元。06 年每股收益预测至 0.6 元（此前为 0.658 元，除权后），仍然维持 07 年每股收益 0.70 元。鉴于公司中高档黄酒所具有的良好成长性，我们维持“增持”投资评级。

LOVE
FOOD
hate waste

啤酒行业：燕啤、青啤、重啤、酒花、惠泉



啤酒行业的并购题材（外资并购）

外资要发展国内大众业务，必须假手国内公司，并购不可避免。

由于麦芽、啤酒花等诸多啤酒相关的原料产品进口关税的下降，中国庞大的大众啤酒市场得到了海内外啤酒巨头的垂涎。7月华润雪花啤酒对外宣布分别以人民币3.38亿元及8100万元的代价，收购浙江银燕啤酒有限公司的100%股权，和安徽淮北相王啤酒有限责任公司的资产。另一家世界啤酒巨头英博啤酒集团，7月24日宣布与浙江衢州新国光啤酒有限公司达成协议，双方将与英博在浙江温州的合作伙伴金可达集团共同投资设立合资公司。



2005/2006 榨季国内外白糖供求矛盾仍在加剧，白糖价格将继续走高；2005年世界大麦产量有约9%的减产，年内国内啤酒大麦收购价格也大幅走高，啤酒大麦的成本压力仍然存在；世界主要粮食品种产量与期末库存均有一定程度的下降，价格也仍有一定的上涨压力。

名称	代码	总股本 (万)	05 净利 万元	05EPS 元	06 中净 利万元	06 中 EPS 元	同比 增 %	06EPS 元
G 燕京	000729	110016	27678	0.27	15442	0.14	5.25	0.30
G 青岛	600600	130822	30396	0.2323	—	—	—	0.16
G 重啤	60032	25630	10146	0.31	7883	0.201	52	0.20
G 惠泉	600573	25000	2704	0.108	1249	0.05	26.7	—
G 酒花	600090	36792	385	0.01	1314	0.036	160.77	—
兰州黄	000939	16498	1599	0.10	680	0.04	4.09	—



G 燕啤 并购型公司代表

题材一

市场传闻公司有向外资定向战略性配售的意向。此事件将涉及四项因素：一是成与不成，二是定向增发比例，三是增发价格，四是磋商时间长短。首先，燕京啤酒如果选择与外资合并，英博将是最佳选择。因为 AB 与青啤联盟，SAB-Miller 是华润雪花啤酒的股东，这两家公司也成为燕京啤酒最重要的竞争对手。其次，预计公司绝对不会出售控股权，但可能会分出少许股权与外资合作。第三，考虑到参股不涉及企业、品牌控制权的转移，定价应该比雪津出售价格低。第四，英博洽购雪津历时了 4 个多月，我们看到燕京啤酒的故事才不到 2 个月，后面尚需多少时日还未可知。

题材二

用于酒吧消费的高端啤酒在这一个月期间销量会有明显增长，但落实到具体公司，则要看各酒企高端酒的比重。燕京啤酒旗下的漓泉啤酒以高端产品为主，该公司近几年迅速成长，在整个燕京系统中的影响力显著提升。



葡萄酒行业 进口葡萄酒激增 冲击国内市场

葡萄酒是中国所有酒水饮料中增长最快的行业。酿酒葡萄由于今年东部产区有约 30% 的减产，收购价格继续大幅度上涨，将给 2006 年的葡萄酒制造业带来较大的成本压力；

1-2 月工业总产值、销售收入和利润增长情况。 海关总署近日披露的数据显示，今年 1-2 月份我国进口葡萄酒 1778.2 万升，价值 1669.6 万美元，分别比去年同期增长 78.6% 和 35%。业内人士认为，葡萄酒进口激增将对国内酒业构成压力。

葡萄酒进口大幅增长，主要有四个方面的原因。 首先，许多洋葡萄酒开始大幅降价，部分品牌更是降到了与国产中档葡萄酒相当的价位，迎来一轮销售高潮。其次，国内贴牌洋酒市场回暖，进口原酒调配促进市场需求。再次，葡萄酒的保健功能逐渐得到国内消费者的认可，同时进口税率低，进口需求因此大增。目前世界葡萄酒人均年消费量为 3.7 千克，我国不足 0.3 千克，存在着巨大的消费预期。同时，去年起我国进口瓶装葡萄酒关税由 43% 下降至 14%，进口散装葡萄酒关税由 43% 降至 20%。最后，巨大的市场潜力与高额利润对国外葡萄酒生产企业产生强大的吸引力。我国葡萄酒市场近几年一直以超过 10% 的速度增长，中低端市场的利润率长期在 11% 左右，高端市场利润率高达 30% 至 50%，而中高端产品恰恰是国外葡萄酒在中国市场的主打产品。业内专家表示，进口葡萄酒的大幅增加将对我国的行业发展构成威胁。

代表公司：张裕、长城、王朝、新天国际；云南红、当然干红、莫高 通化；伊力特、皇台酒业、古井贡、贵州茅台、青岛啤酒。张裕、王朝、长城和威龙，市场占有率高达 51.49%。而在啤酒及白酒市场，前四大品牌的累计占有率仅为 30.3% 和 23.7%。

关注个股：张裕

张裕总股本 52728 万股，流通股本 8306.69 万股。历史悠久的品牌、遍布全国的渠道网络和已经全面实施的高端产品战略，将有利于保持公司在行业内的领先地位。主业突出，酒类主营收入增长 4%，毛利提升 4.48%，其中葡萄酒主营增加 25%，毛利增加 3.1%。05 中期每股收益达到 0.38 元，同比有 45% 的增加。

乳业

子行业基本情况

乳业增速放缓，同比减少 5 个百分点，由于基数大，减少 5 个百分点也属于正常。由于行业竞争激烈，乳制品行业毛利率呈下降趋势，但由于费用率的降低，利润率已基本达到稳定。

关注个股：伊利（600887）

业绩优异。截止 3 月底，公司实现主营业务收入为 32.54 亿元，同比增长 38.17%，实现净利润为 0.92 亿元，同比增长 20.40%，每股收益为 0.24 元，净资产收益率为 3.85%。

伊利将通过股权激励的方式实现 MBO。公司对管理层采取股票期权的形式进行，激励对象获股票期权的行权价格为 13.33 元，约束条件为净利润增长率不低于 17% 且主营业务增长率不低于 20%。

产品结构更趋合理。公司产品结构中主要以液态奶为主，该产品的毛利率水平比较高，是公司的主打产品。

06 年产能有望扩大。05 年因为产能不足，公司约 40 万吨对外委托加工，06 年正在建设的项目达产后产能将增加 135 万吨，新的建设项目可以基本解决目前产能不足的问题。

乳业上市公司代表： 露露、光明、椰岛、伊利、安琪、维维

名称	代码	总股本 (万)	05 净利 万元	05EPS 元	06 中净 利万元	06 中 EPS 元	同比增 %	06EPS 元
G 伊利	600887	51647	29338	0.75	—	—	—	0.69
G 露露	000848	19009	4290	0.138	2859	0.15	10.58	-
光明乳	600597	104189	21112	0.20	9052	0.09	-40.17	0.16
G 维维	600300	66000	9123	0.14	6304	0.955	3.14	-



肉食品



现状

我国肉类总产量稳居世界首位，但我国熟肉制品的产量占肉类总产量的比重还不到 10%，发展前景看好。双汇、G 食品（上海食品集团整合对行业的影响：涉及公司有食品、光明、梅林、都市、海博五家上市公司）。

上市公司代表：

双汇、G 食品、草原兴发、ST 大江、ST 春都

瑞象免责声明：

本版文章内容纯属作者个人观点，仅供投资者参考，并不构成投资建议，投资者据此操作，风险自担。

个股关注：G 双汇

双汇发展：该公司的主营业务范围是肉食品加工及销售，畜牧养殖等。公司经营稳定增长，业绩保持良好，产品具有较高的国内市场占有率，是国内最大的熟肉制品企业。该公司对入世以后继续保有和扩大国内市场充满信心，现在主要加紧以下几方面的工作：一增加投资，扩大产能，如双汇食品城的完工以及投资收购上海大昌金山有限公司 30% 的股权，成立上海大昌双汇艾波有限公司等；二改革现行营销管理体制，积极稳妥地推进双汇连锁店的建设，如参股四川双汇商业连锁有限公司；三加快新产品开发，逐步增加高盈利产品，淘汰低盈利产品；四通过创新降低成本，增加效益。预计生猪屠宰管理的规范化将使已初步具备产能布局优势的双汇发展在未来 5 年市场份额提高 3 个百分点，年均复合增长率可达 23%，肉制品业务凭借其在产品创新和渠道优势方面的突出竞争力，预计也可实现 20% 以上的年均增长。

