

食品行业投资分析



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

袁霏阳

2008年5月

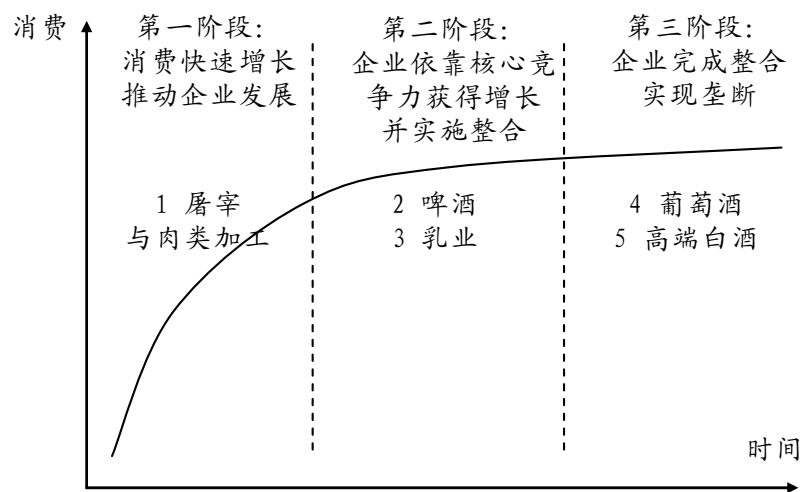
食品饮料业

表：行业分类与资本市场代表性

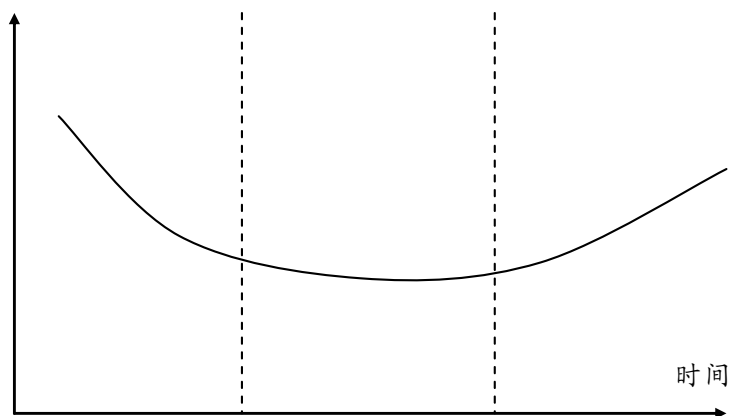
	行业内公司数	上市公司数	代表性
食品饮料行业	19316	92	差
食品加工	10676	2	
食用油	1369	1	差
屠宰及肉类加工	1791	8	中
水产	898	5	差
食品制造	4691	12	
糖果及点心	1511	0	差
奶制品	377	4	好
饮料	3409	28	
酒精饮料	2179	26	好
软饮料	790	2	差
烟草及香烟	343	0	

资料来源：中金公司研究部

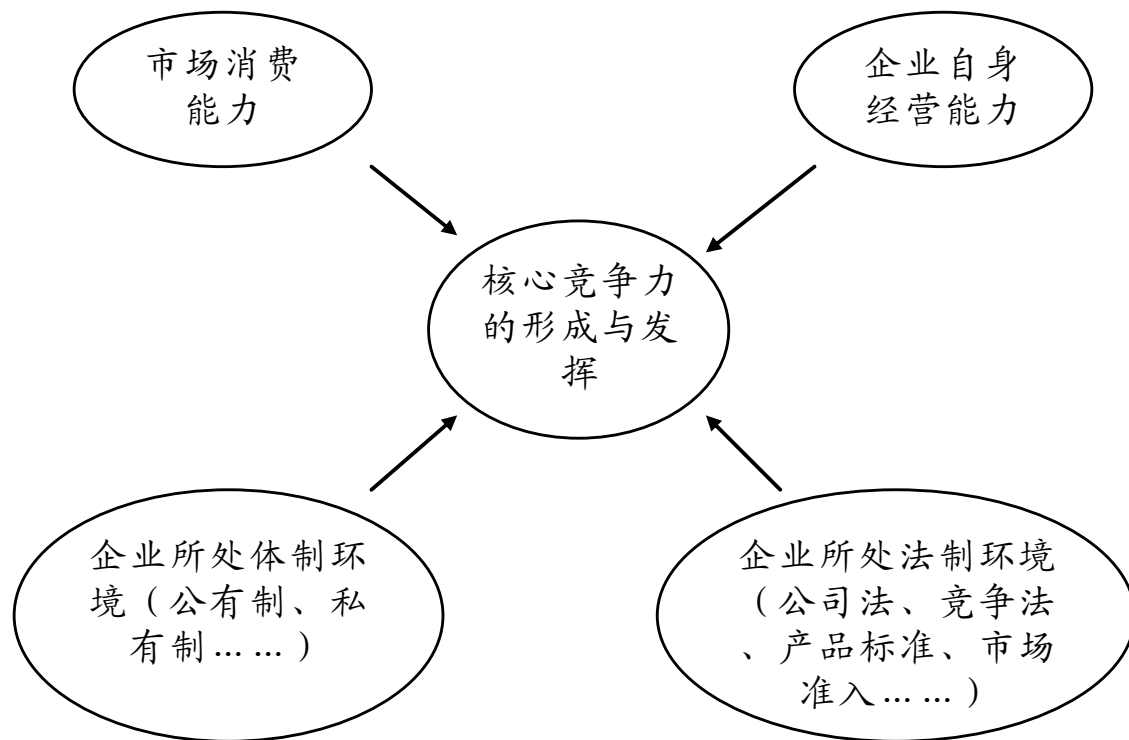
食品股基本面分析：企业三阶段发展模型



企业利润率



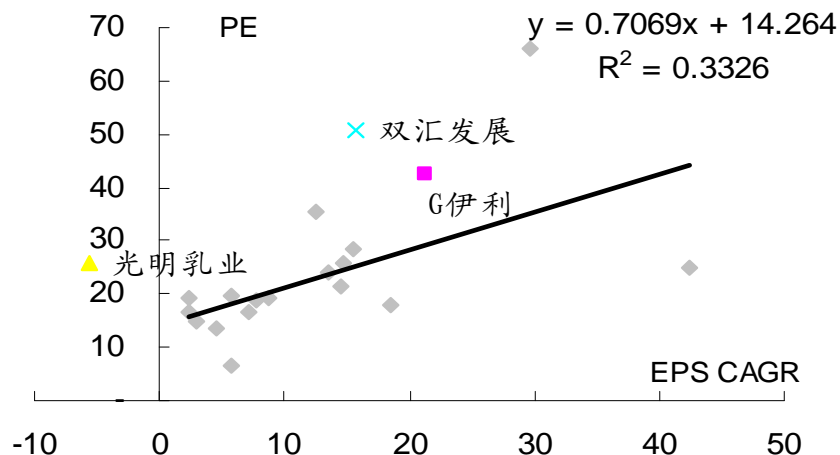
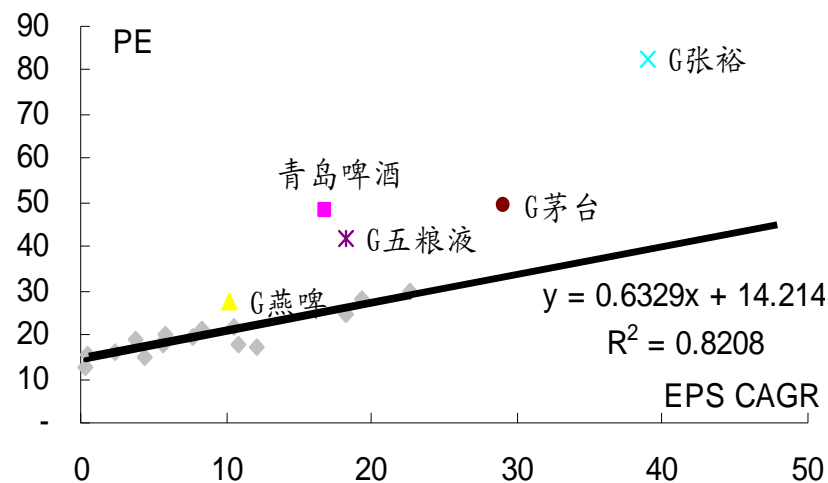
食品股基本面分析：影响企业KSF的要素



食品股基本面分析：投资启示

1. 研究重点：行业VS企业
2. 谁先走出第二阶段：啤酒VS乳业
3. 企业增长方式的差异：先快后慢VS先慢后快

食品股估值研究：绝对估值水平（动态市盈率比较）



公司	每股收益 复合增长率 (%)	PBG	05年市盈率	06年市盈率	07年市盈率
DIAGEO PLC	7.6	2.5	18.2	17.2	15.5
LAURENT-PERRIER	4.4	3.4	23.7	14.4	13.3
PERNOD-RICARD SA	2.3	6.9	19.6	19.0	15.0
REMY COINTREAU	8.4	2.5	19.8	19.0	16.6
CONSTELLATION-A	12.1	1.4	15.6	14.1	12.3
CAMPARI GROUP	5.6	3.1	18.0	16.7	14.9
ANHEUSER BUSCH	3.8	5.0	18.7	18.5	17.1
ASAHI BREWERIES	5.9	3.4	20.0	19.6	16.8
CARLSBERG-B	19.3	1.5	28.0	19.3	16.5
HEINEKEN NV	10.5	2.1	19.9	18.6	16.2
INBEV NV	18.3	1.4	22.0	17.4	15.1
LION NATHAN LTD	5.6	3.2	18.2	16.0	15.5
SCOTTISH & NEWCA	10.9	1.7	15.6	14.3	13.2
BARON DE LEY	0.5	33.9	15.7	15.9	15.4
HAWESKO HLDG AG	22.7	1.3	17.7	17.5	16.2
VRANKEN POMMERY	0.3	43.7	14.6	13.7	12.4
青岛啤酒	16.8	2.9	44.5	35.2	30.4
G燕啤	10.3	2.7	26.9	25.0	22.1
G张裕	39.0	2.1	54.0	40.5	30.8
G五粮液	18.3	2.3	43.7	31.5	25.3
G茅台	29.0	1.7	36.0	26.5	22.9

公司	每股收益 复合增长率 (%)	PBG	05年市盈率	06年市盈率	07年市盈率
DIAGEO PLC	7.6	2.5	18.2	17.2	15.5
LAURENT-PERRIER	4.4	3.4	23.7	14.4	13.3
PERNOD-RICARD SA	2.3	6.9	19.6	19.0	15.0
REMY COINTREAU	8.4	2.5	19.8	19.0	16.6
CONSTELLATION-A	12.1	1.4	15.6	14.1	12.3
CAMPARI GROUP	5.6	3.1	18.0	16.7	14.9
ANHEUSER BUSCH	3.8	5.0	18.7	18.5	17.1
ASAHI BREWERIES	5.9	3.4	20.0	19.6	16.8
CARLSBERG-B	19.3	1.5	28.0	19.3	16.5
HEINEKEN NV	10.5	2.1	19.9	18.6	16.2
INBEV NV	18.3	1.4	22.0	17.4	15.1
LION NATHAN LTD	5.6	3.2	18.2	16.0	15.5
SCOTTISH & NEWCA	10.9	1.7	15.6	14.3	13.2
BARON DE LEY	0.5	33.9	15.7	15.9	15.4
HAWESKO HLDG AG	22.7	1.3	17.7	17.5	16.2
VRANKEN POMMERY	0.3	43.7	14.6	13.7	12.4
青岛啤酒	16.8	2.9	44.5	35.2	30.4
G燕啤	10.3	2.7	26.9	25.0	22.1
G张裕	39.0	2.1	54.0	40.5	30.8
G五粮液	18.3	2.3	43.7	31.5	25.3
G茅台	29.0	1.7	36.0	26.5	22.9

食品股估值研究：绝对估值水平（DCF敏感性分析）

青島啤酒 2006-2014 EPS CAGR						
RRR	10%	15%	20%	25%	30%	35%
9%	11.08	15.52	21.51	29.71	40.82	55.71
10%	9.78	13.46	18.51	25.41	34.73	47.20
10.55%	9.16	12.53	17.17	23.49	32.01	43.41
11%	8.70	11.86	16.20	22.10	30.05	40.66
12%	7.84	10.60	14.37	19.48	26.35	35.51
13%	7.15	9.57	12.88	17.36	23.36	31.35
14%	6.57	8.73	11.66	15.62	20.91	27.94
15%	6.08	8.01	10.64	14.16	18.86	25.09

G茅台 2006-2014 EPS CAGR						
RRR	10%	15%	20%	25%	30%	35%
9%	36.45	49.56	67.67	92.45	126.01	171.03
10%	32.23	43.33	58.61	79.45	107.61	145.30
11%	28.97	38.52	51.62	69.44	93.46	125.55
12%	26.37	34.70	46.09	61.53	82.29	109.97
13%	24.26	31.60	41.60	55.13	73.27	97.40
13.04%	24.18	31.49	41.44	54.90	72.94	96.95
14%	22.51	29.04	37.90	49.86	65.85	87.09
15%	21.03	26.89	34.81	45.46	59.67	78.50

G张裕 2006-2014 EPS CAGR						
RRR	10%	15%	20%	25%	30%	35%
9%	21.47	29.34	40.22	55.13	75.35	102.49
10%	19.03	25.71	34.94	47.54	64.59	87.44
10.23%	18.55	25.01	33.91	46.06	62.50	84.51
11%	17.13	22.91	30.85	41.68	56.29	75.84
12%	15.62	20.68	27.61	37.02	49.71	66.65
13%	14.39	18.86	24.97	33.25	44.38	59.22
14%	13.37	17.36	22.79	30.13	39.98	53.09
15%	12.52	16.10	20.96	27.52	36.31	47.97

光明乳业 2006-2014 EPS CAGR						
RRR	10%	15%	20%	25%	30%	35%
9%	3.65	4.87	6.57	8.88	12.01	16.22
10%	3.26	4.29	5.72	7.67	10.29	13.81
11%	2.95	3.84	5.07	6.73	8.97	11.97
12%	2.71	3.49	4.55	5.99	7.93	10.51
13%	2.51	3.20	4.13	5.39	7.09	9.34
14%	2.35	2.96	3.79	4.90	6.40	8.38
14.84%	2.23	2.79	3.54	4.55	5.90	7.70
15%	2.21	2.76	3.50	4.49	5.82	7.58

G燕啤 2006-2014 EPS CAGR						
RRR	10%	15%	20%	25%	30%	35%
9%	6.95	9.91	13.99	19.57	27.13	37.27
9.76%	6.21	8.81	12.38	17.27	23.88	32.72
10%	6.00	8.50	11.94	16.64	22.98	31.48
11%	5.27	7.42	10.37	14.38	19.80	27.03
12%	4.68	6.56	9.12	12.60	17.28	23.51
13%	4.21	5.86	8.11	11.16	15.25	20.68
14%	3.81	5.28	7.28	9.97	13.58	18.36
15%	3.48	4.80	6.58	8.98	12.18	16.42

G五粮液 2006-2014 EPS CAGR						
RRR	10%	15%	20%	25%	30%	35%
9%	9.71	12.70	16.64	21.80	28.48	37.02
10%	8.73	11.29	14.67	19.07	24.76	32.02
11%	7.95	10.19	13.13	16.96	21.88	28.15
12%	7.34	9.31	11.91	15.27	19.58	25.08
13%	6.83	8.60	10.90	13.89	17.71	22.57
13.04%	6.81	8.57	10.87	13.84	17.65	22.48
14%	6.40	8.00	10.07	12.74	16.16	20.49
15%	6.04	7.49	9.36	11.77	14.85	18.75

G伊利 2006-2014 EPS CAGR						
RRR	10%	15%	20%	25%	30%	35%
9%	5.16	11.12	20.47	34.54	55.07	84.29
10%	4.58	9.57	17.38	29.12	46.23	70.56
11%	4.15	8.38	15.02	24.98	39.47	60.06
11.95%	3.82	7.50	13.24	21.86	34.40	52.19
12%	3.80	7.45	13.16	21.72	34.16	51.82
13%	3.53	6.71	11.67	19.10	29.90	45.20
14%	3.31	6.10	10.45	16.97	26.42	39.80
15%	3.13	5.60	9.45	15.20	23.53	35.32

双汇发展 2006-2014 EPS CAGR						
RRR	10%	15%	20%	25%	30%	35%
9%	18.30	25.13	34.56	47.46	64.94	88.38
10%	16.12	21.90	29.85	40.71	55.37	75.00
11%	14.43	19.41	26.23	35.51	48.02	64.73
12%	13.10	17.43	23.36	31.40	42.21	56.63
12.83%	12.18	16.08	21.40	28.60	38.26	51.11
13%	12.01	15.83	21.04	28.08	37.53	50.10
14%	11.11	14.51	19.13	25.35	33.68	44.74
15%	10.36	13.40	17.53	23.07	30.47	40.28

食品股估值研究：绝对估值水平（研究结论）

1. 市场更青睐短期业绩快速增长
2. 将企业短期盈利快速增长势头长期化的风险
3. 挖掘业绩超预期增长机会：股价正向动力
4. 短期业绩逊于预期的风险：股价反向动力

食品股估值研究：相对估值手段

1. 企业增长方式 VS 企业估值
2. FCF/Earnings、Beta、财务杠杆比较

	每股自由现金流/ 每股收益 (05-07年平均)	风险系数	负息债务占 总资产比重目标	06E市盈率	07E市盈率
青岛啤酒	1.87	0.85	10%	35.8	30.9
G燕啤	1.27	0.82	20%	25.3	22.4
双汇发展	1.17	1.00	2%	44.5	40.8
G张裕	1.14	0.71	0%	40.0	30.5
G伊利	-0.38	0.96	7%	29.1	24.4
光明乳业	0.63	1.26	6%	32.6	30.7
G茅台	1.05	1.00	0%	27.2	23.5
G五粮液	1.38	1.00	0%	27.6	22.7

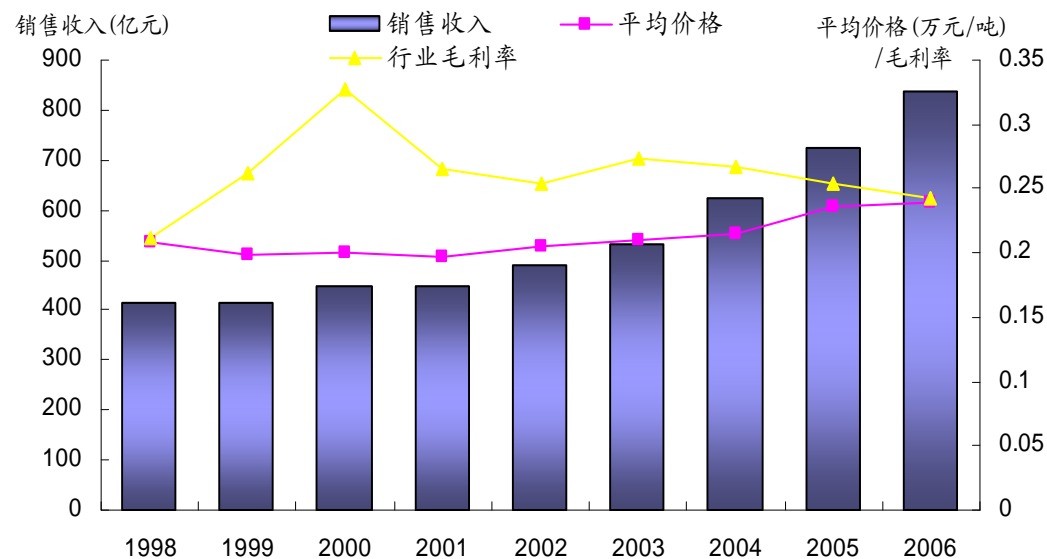
食品股估值研究：相对估值风险

1. 牛市 VS 熊市
2. 指标股业绩增长未达预期的风险
3. 长线投资 VS 短线投资

啤酒行业

发展现状：内生增长缓慢、外资竞购疯狂

图：行业销售收入、吨酒价格与毛利率



资料来源：中金公司研究部

啤酒行业

行业核心问题（1）：外资渗透

表：国内市场最活跃的五家外资巨头

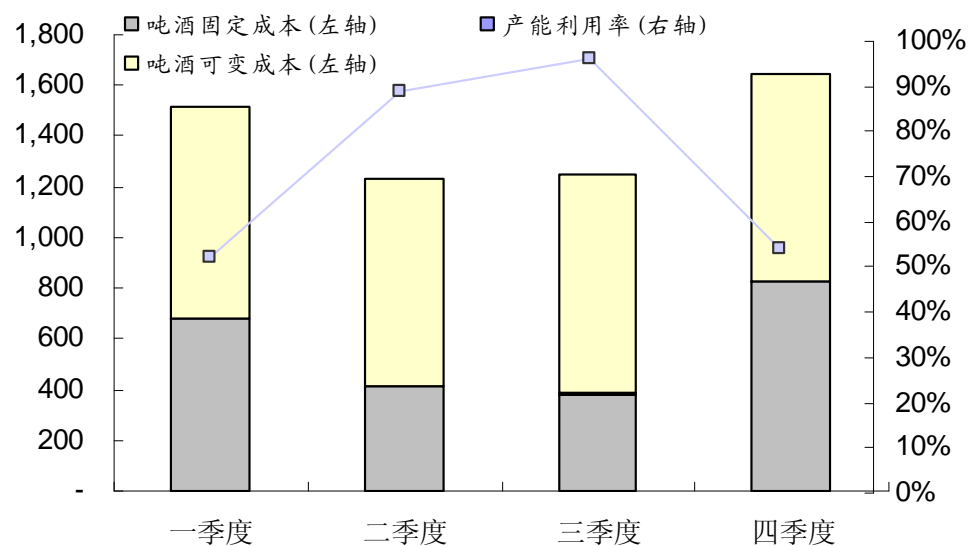
Anheuser-Busch	Carlsberg	Heineken	Interbrew	SABMiller
合资成立了百威(武汉)国际啤酒有限公司, 占85%的股权; 收购了青岛啤酒股份有限公司27%股权; 全资拥有哈尔滨啤酒集团有限公司; 07年将斥资6300万美元在佛山新建产能26万吨的厂区	全资拥有嘉士伯啤酒(广东)有限公司及其下属北京、上海、广州、成都分公司; 昆明华狮啤酒有限公司及其属下各分公司; 大理啤酒(集团)有限责任公司及旗下的4间公司; 参股拉萨啤酒厂、兰州黄河嘉酿啤酒集团有限公司、新疆乌苏啤酒有限公司、宁夏啤酒厂。嘉士伯在中国拥有20多家啤酒厂	喜力中国业务主要通过亚太酿酒公司来运作。该公司在中国拥有海南和上海两个分厂。全部产能总计3.5亿公升左右。另参股深圳金威啤酒集团有限公司	控股英博雪津啤酒有限公司、英博双鹿啤酒集团、浙江英博石梁啤酒有限公司、宁波英博啤酒酿造有限公司; 拥有广州市珠江啤酒集团有限公司25.31%的股权。在华约有28家啤酒厂, 英博在中国已经收购了双鹿、KK、红石梁、白沙、金陵、金龙泉、绿兰莎等多个地方品牌, 依靠这些品牌, 英博占据着浙江第一、广东第一(珠江)、湖北第一、湖南第一和江苏第二的市场位置	拥有华润雪花啤酒(中国)有限公司49%股份, 华润雪花啤酒2006年产量全国第一

资料来源：中金公司研究部

啤酒行业

行业核心问题（2）：产能利用率

图：分季开工率与生产成本

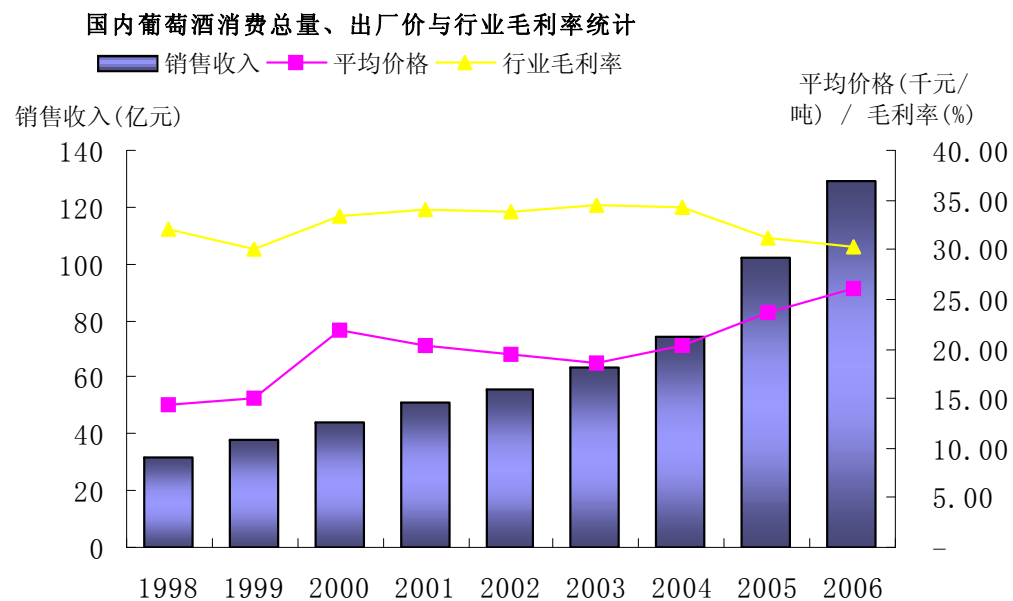


资料来源：中金公司研究部

葡萄酒行业

发展现状：结构调整，量价齐升

图：行业销售收入、吨酒价格和毛利率水平

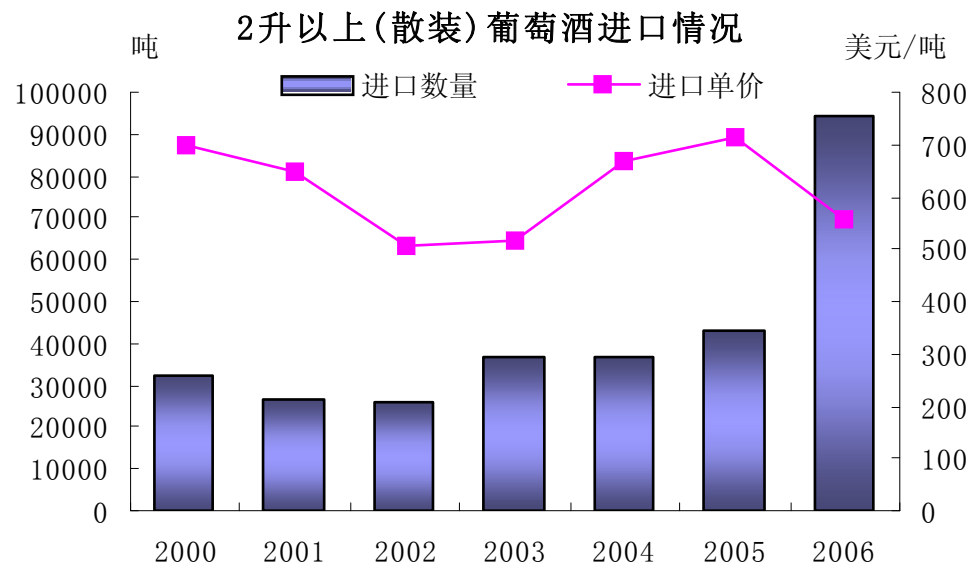
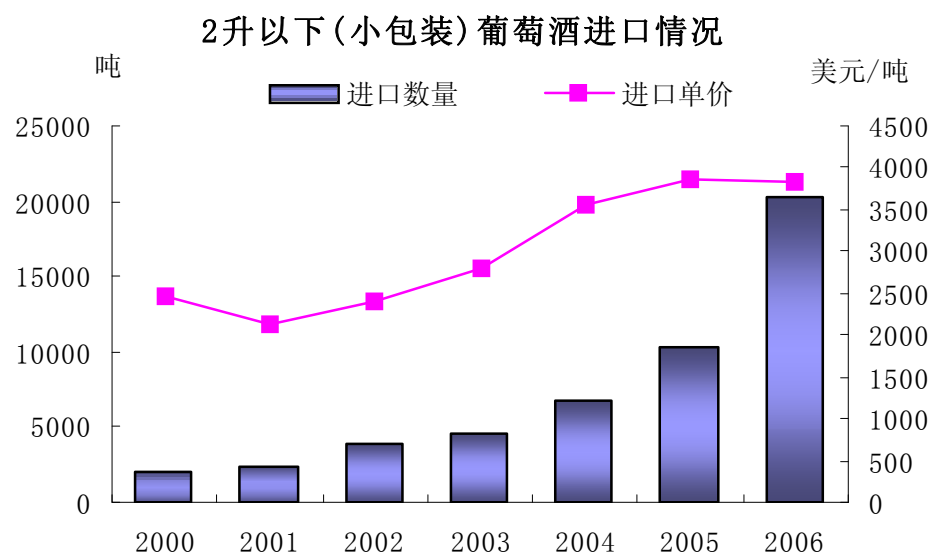


资料来源：中金公司研究部

葡萄酒行业

核心问题（1）：进口酒

图：历年进口酒数量和单价



资料来源：中金公司研究部

葡萄酒行业

核心问题（2）：西部企业

表：05/06年东西部企业经济指标比较

		FY2005	FY2006	YoY %
固定资产（百万元）	东部	2,189	2,364	8.0%
	西部	1,150	1,043	-9.3%
	行业累计	4,134	4,342	5.0%
销售收入（百万元）	东部	8,790	10,661	21.3%
	西部	332	613	84.3%
	行业累计	10,233	12,952	26.6%
产量（吨）	东部	342,588	377,236	10.1%
	西部	17,878	20,645	15.5%
	行业累计	434,443	494,996	13.9%
吨酒价格（元/吨）	东部	25,659	28,262	10.1%
	西部	18,596	29,678	59.6%
	行业平均	23,554	26,166	11.1%
毛利率	东部	32.2%	32.5%	0.3%
	西部	32.0%	11.9%	-20.0%
	行业平均	31.1%	30.4%	-0.7%
营业费用率	东部	14.0%	15.7%	1.7%
	西部	17.1%	9.3%	-7.8%
	行业平均	13.6%	14.2%	0.7%
税前利润率	东部	14.6%	13.3%	-1.3%
	西部	17.1%	-30.6%	-47.7%
	行业平均	12.3%	10.4%	-1.8%

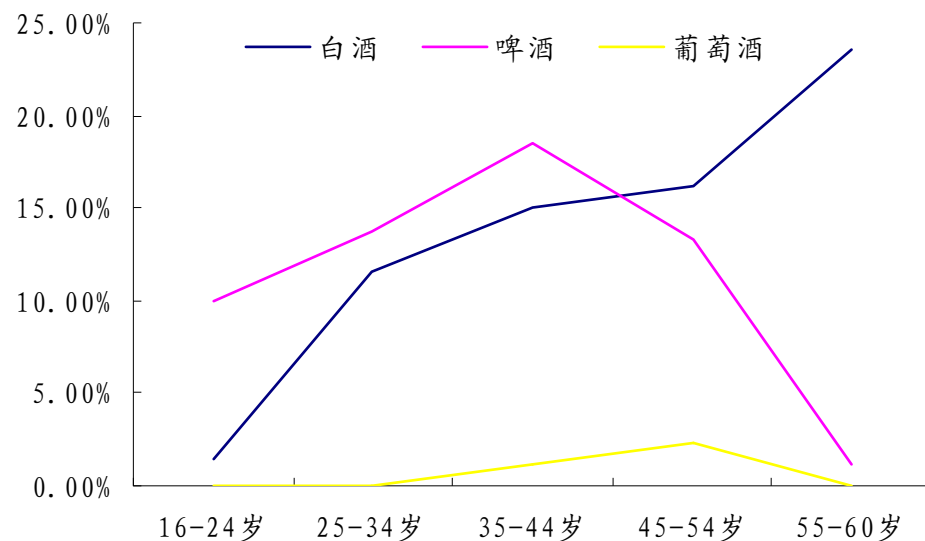
资料来源：中金公司研究部

白酒行业

核心问题（1）：消费总量停滞不前，重度消费者年龄老化

图：白酒重度消费者年龄结构及其与啤酒和葡萄酒的比较

每周饮酒3次以上的男性比例分析

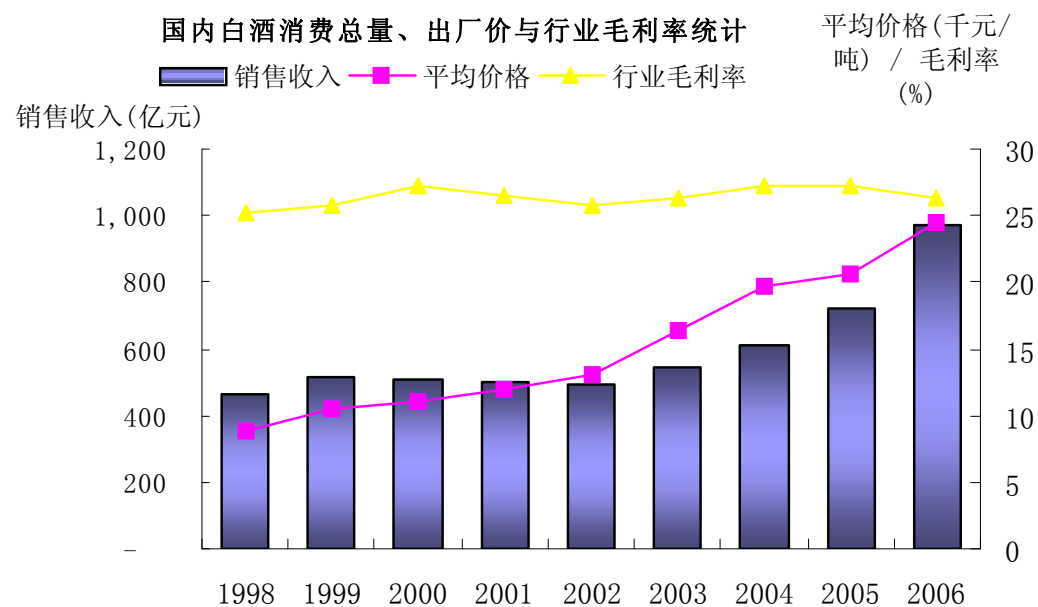


资料来源：中金公司研究部

白酒行业

核心问题（2）：消费税与企业发展策略

图：白酒行业销售收入、吨酒价格及毛利率

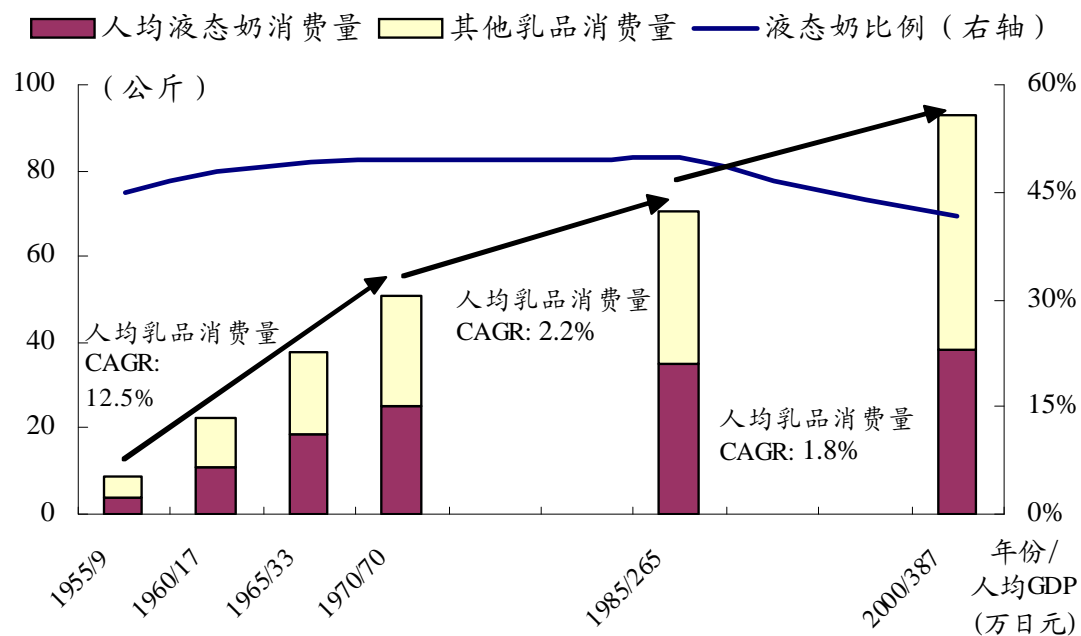


资料来源：中金公司研究部

乳品加工行业

核心问题（1）：乳品消费快速增长周期

图：日本乳品消费快速增长周期

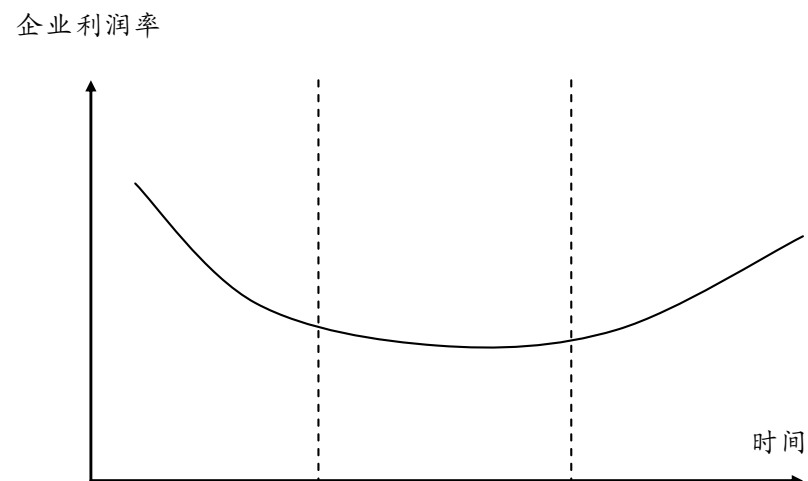
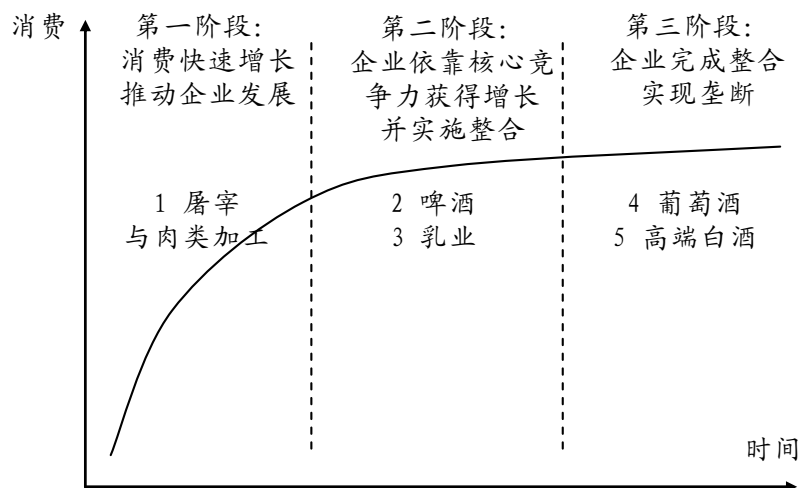


资料来源：中金公司研究部

乳品加工行业

核心问题（2）：KSF与企业集中度

图：企业三阶段发展模型

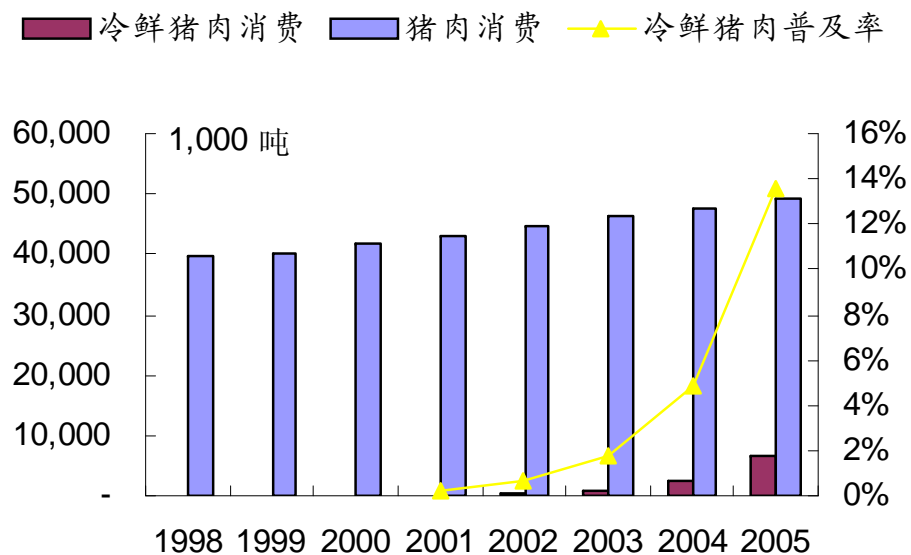


资料来源：中金公司研究部

肉类加工行业

核心问题（1）：冷鲜肉带来的产能替代机会

图：国内猪肉消费及冷鲜肉普及率

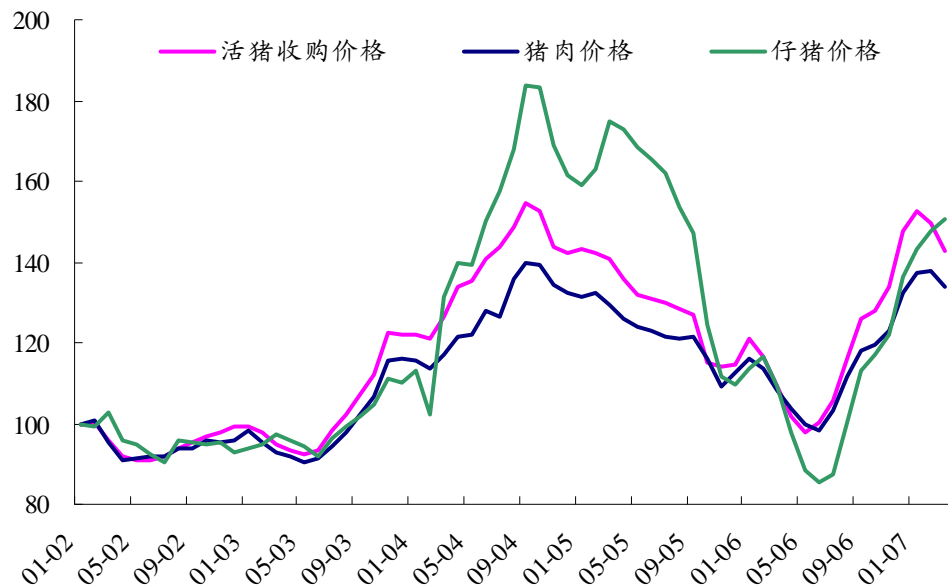


资料来源：中金公司研究部

肉类加工行业

核心问题（2）：猪价波动规律

图：近年国内猪价、肉价及仔猪价格



资料来源：中金公司研究部