

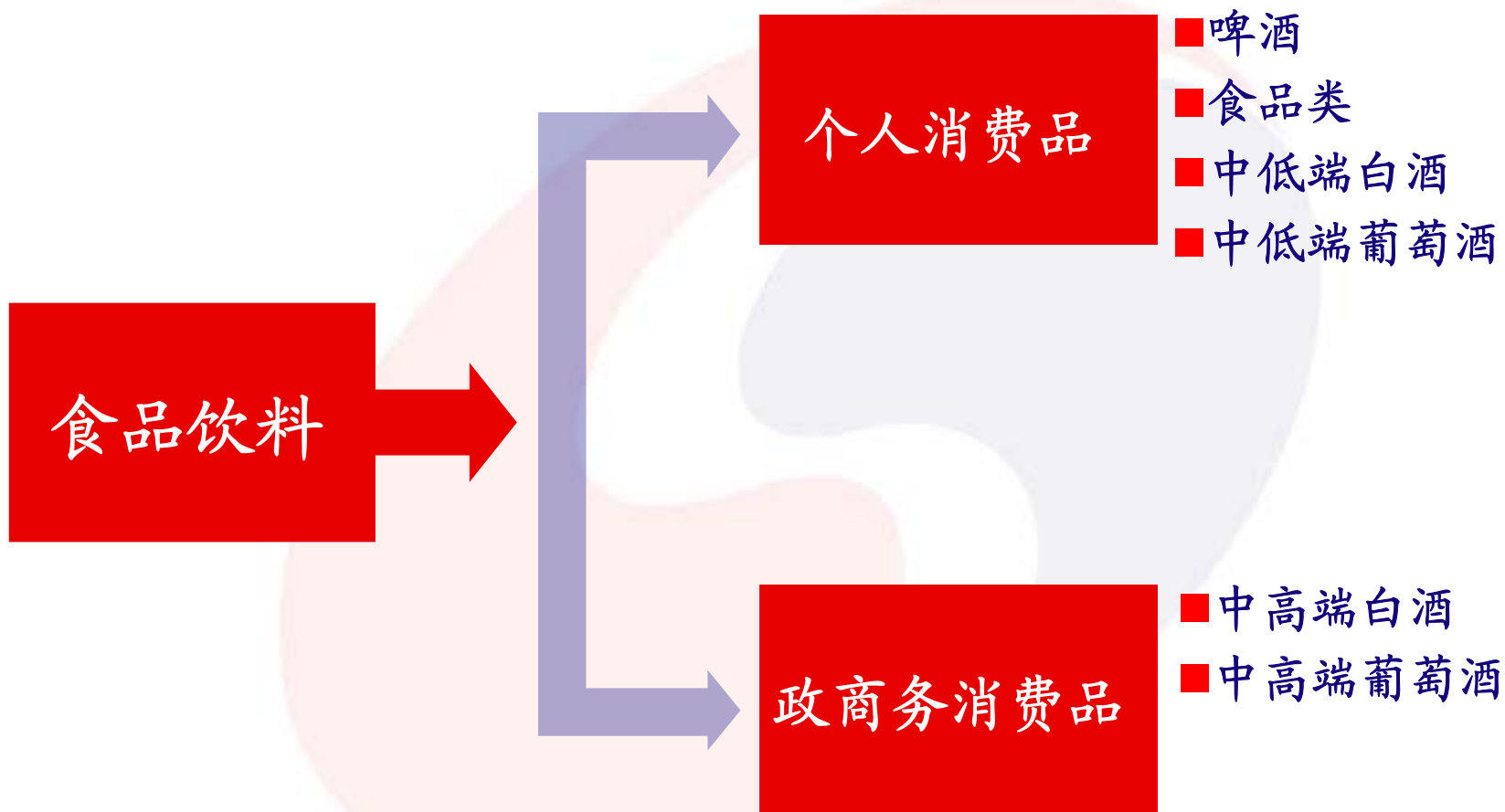
食品饮料行业2009年

个人消费品凸现并购三金

中国银河证券研究所
董俊峰

2008年11月

个人消费品领跑



并购三把金钥匙：一、二、三



青岛啤酒

A股食品饮料行业长期投资价值第一



双汇发展

两块资产整合前景广阔



三全食品

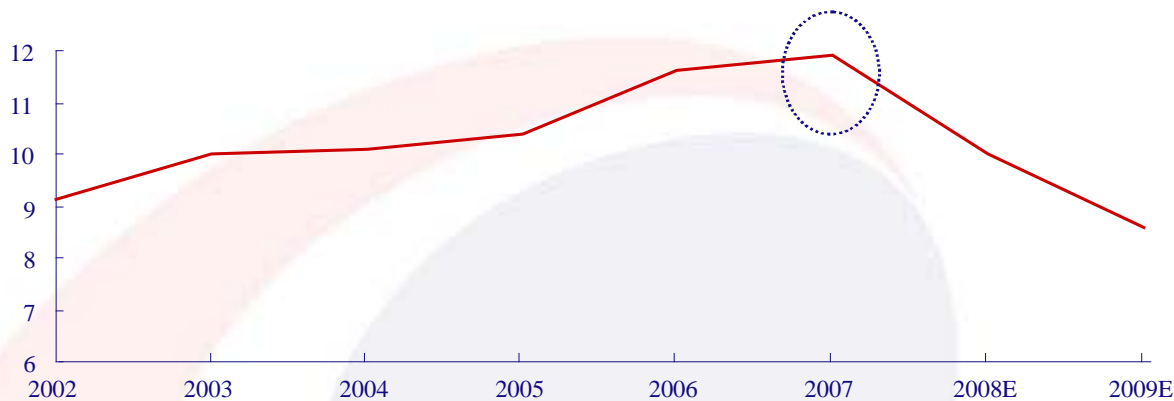
三足鼎立决胜稳健

2009年行业发展驱动因素有所变化

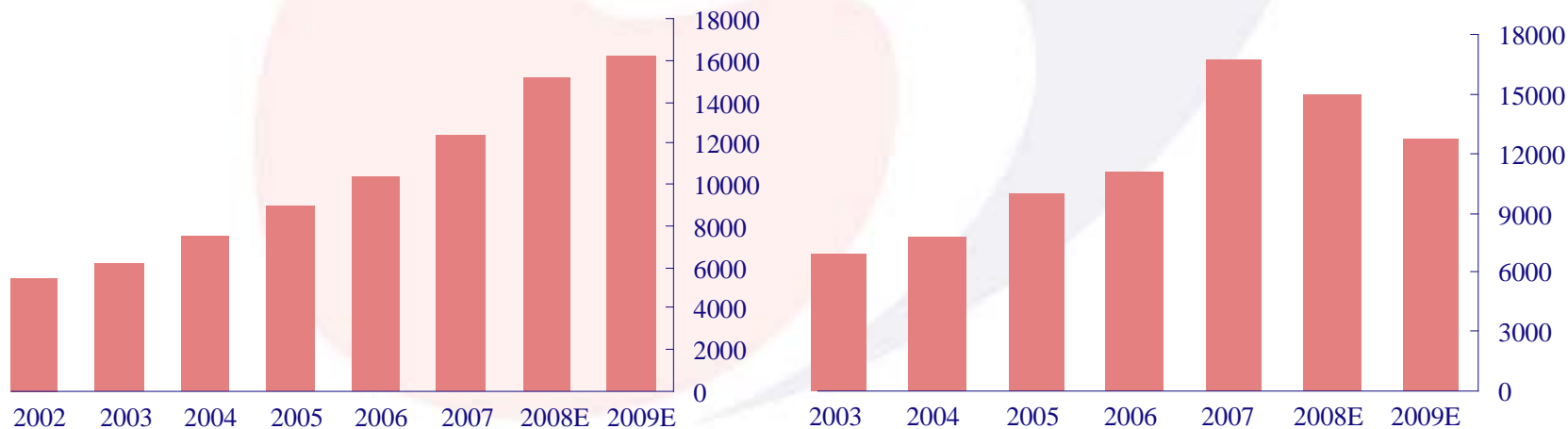


2009年：形势不容乐观

GDP未来两三年重
上10%以上增长水
平的概率较小

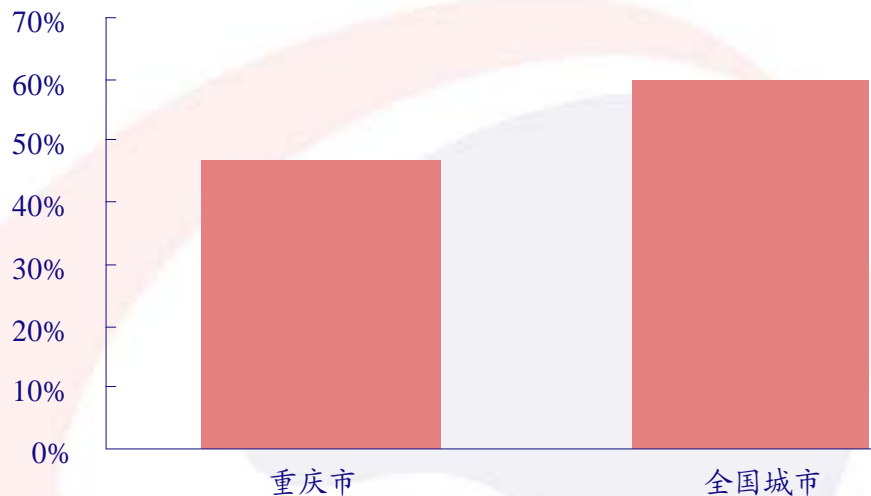


餐饮增速下降、批
发负增长

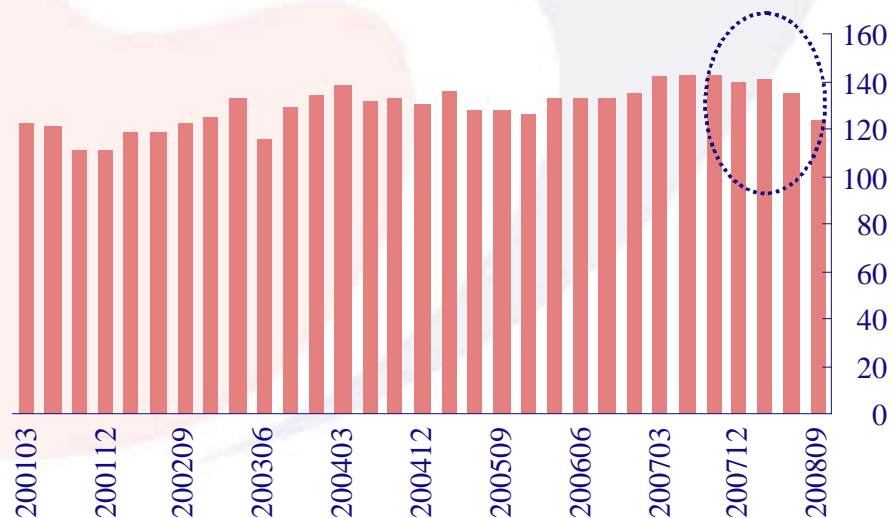


2009年：政商务消费支出下降

土地出让金占
地方财政收入比例

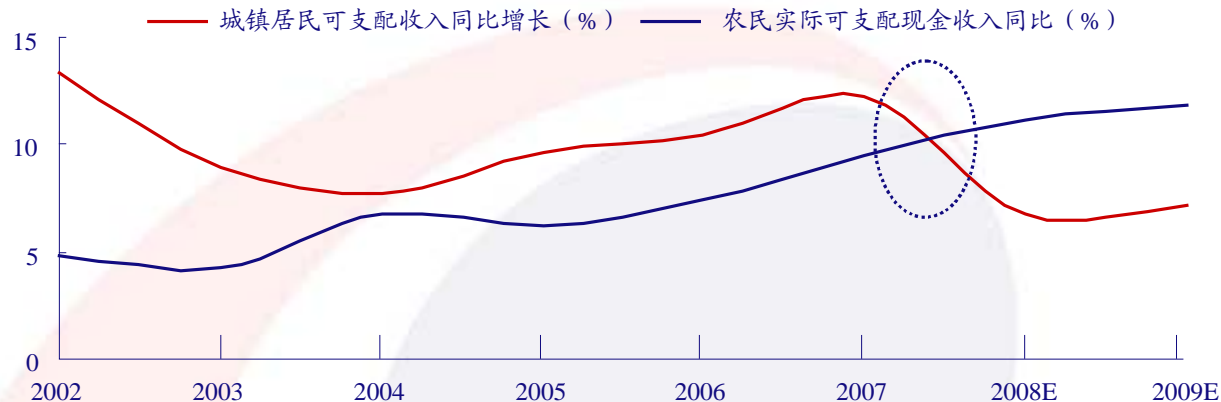


企业家信心指数

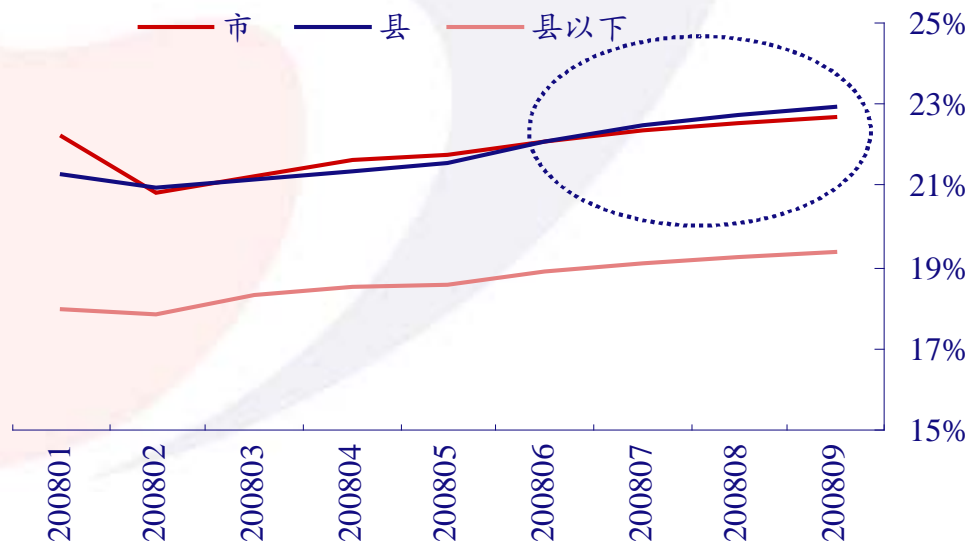
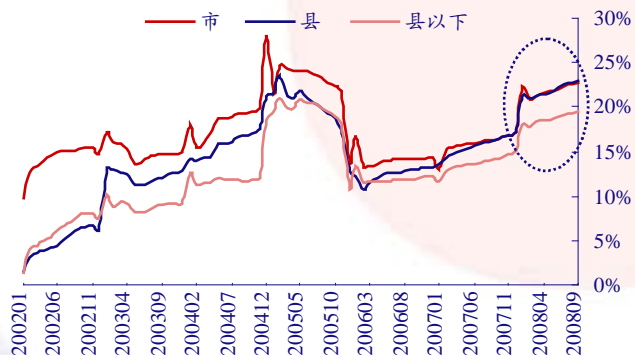


2009年：农村市场成为亮点

农民实际可支配现金收入可望首次超过城镇居民



县级市场消费品零售总额增速连续超过市级



行业：两重天

政商务消费品增速下降

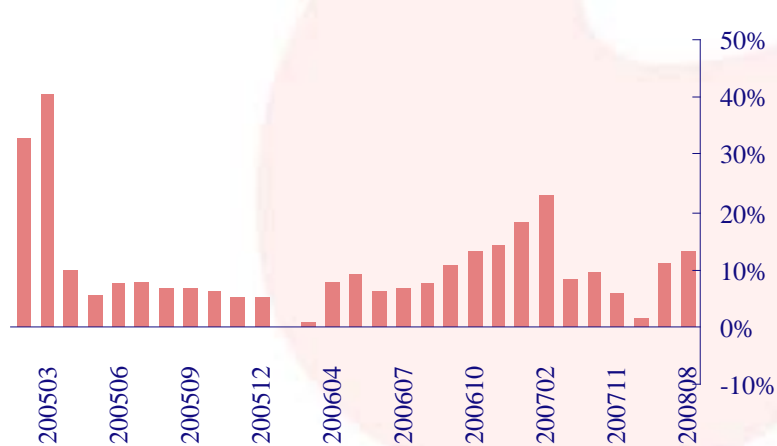
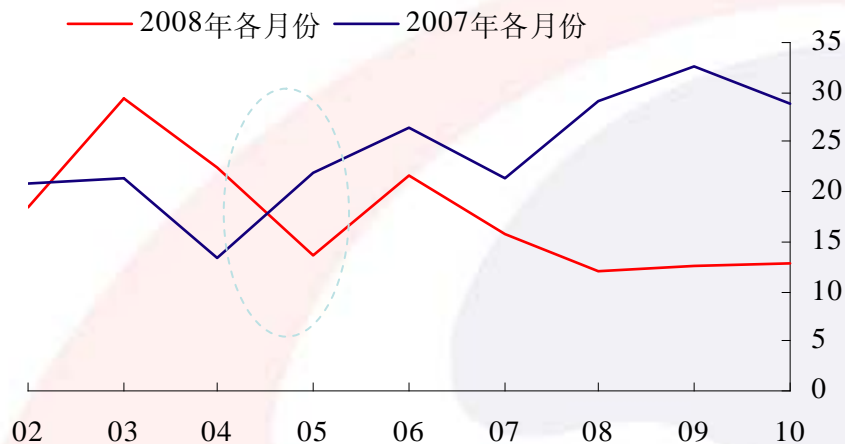
白酒行业“0”增长

个人消费品增速上升

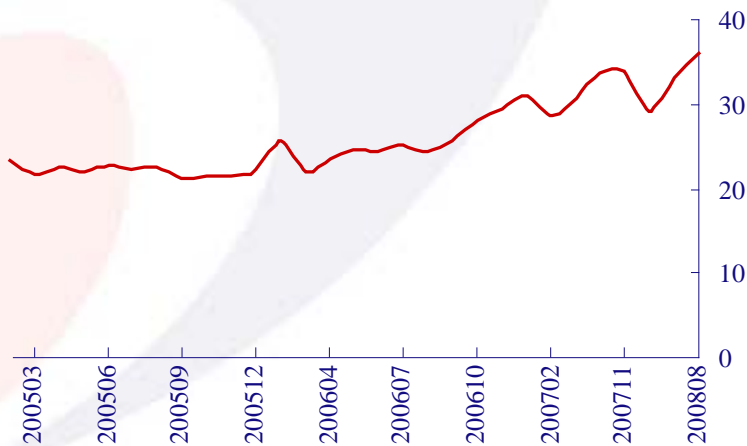
啤酒行业高增长

白酒2009：“三零增长”凸现 茅台影响较小

当月产量5月份以来同比放缓



吨酒价格增长率达到0%左右

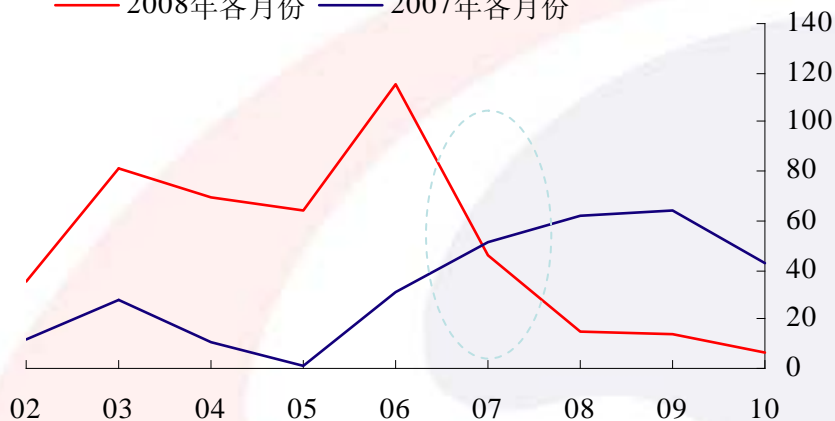


销售收入增长率达到0%左右

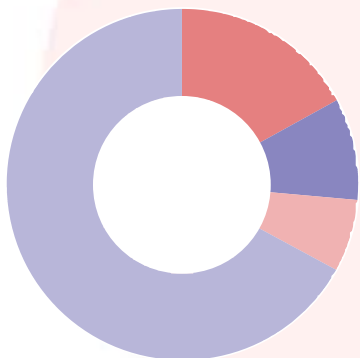
葡萄酒2009：两大品牌继续角力

当月产量7月份以来同比放缓

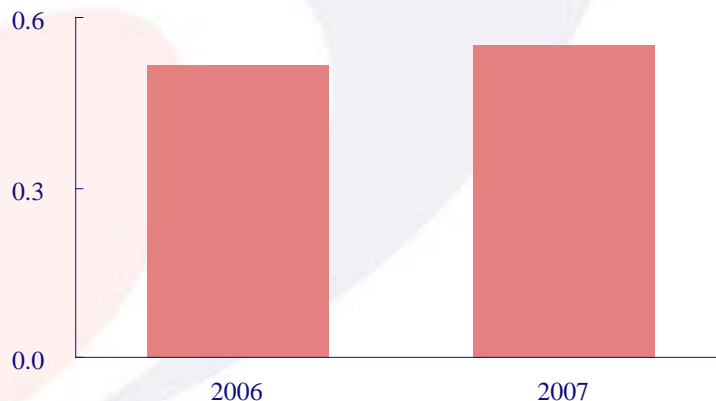
— 2008年各月份 — 2007年各月份



■ 长城 ■ 张裕 ■ 王朝 ■ 其他



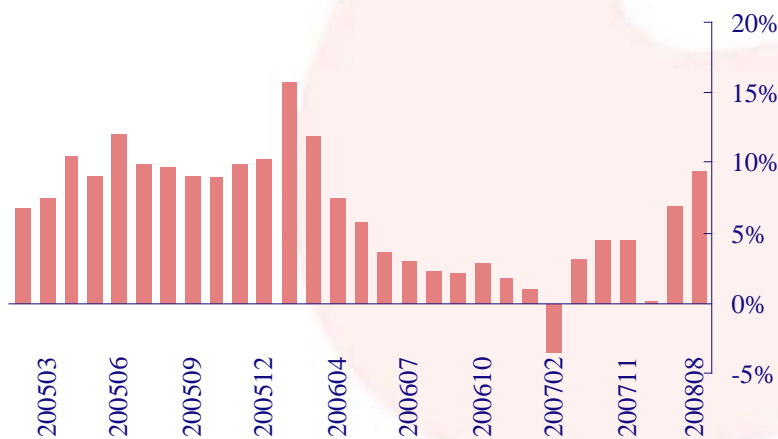
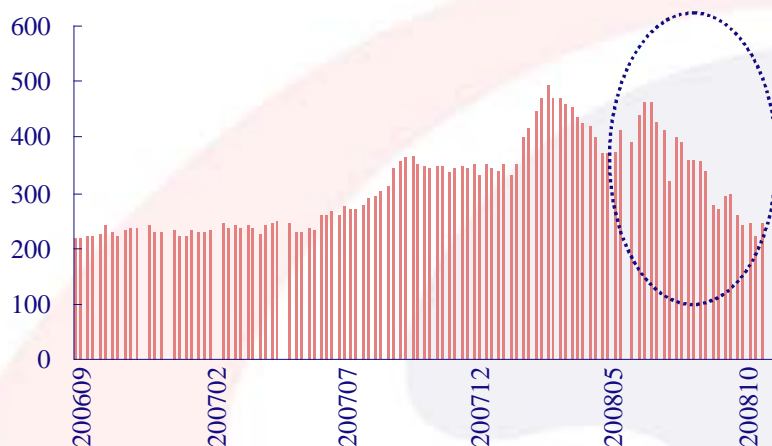
长城和张裕确立争夺者地位



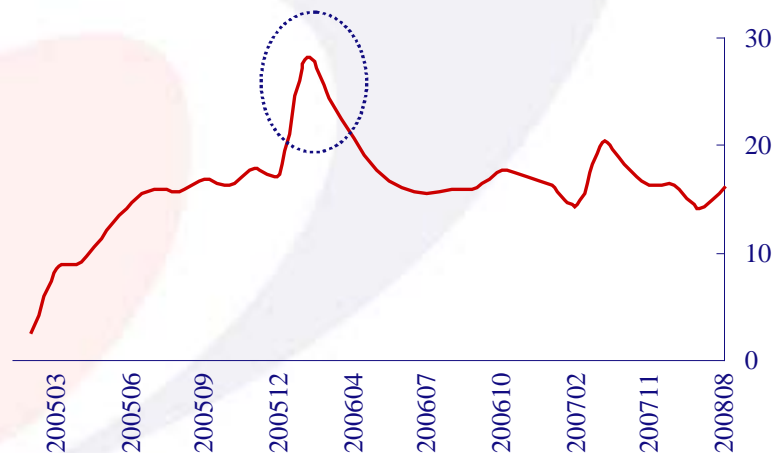
张裕/长城销售量倍数

啤酒2009：消费增速提高 啤麦降价到160美元

啤麦价格从高点回落



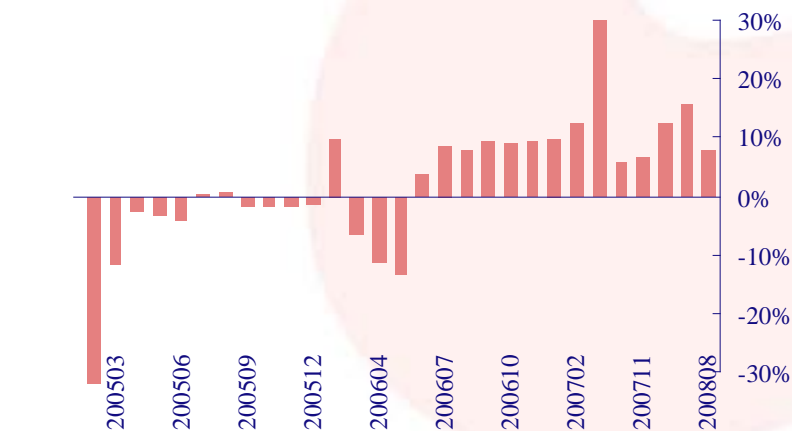
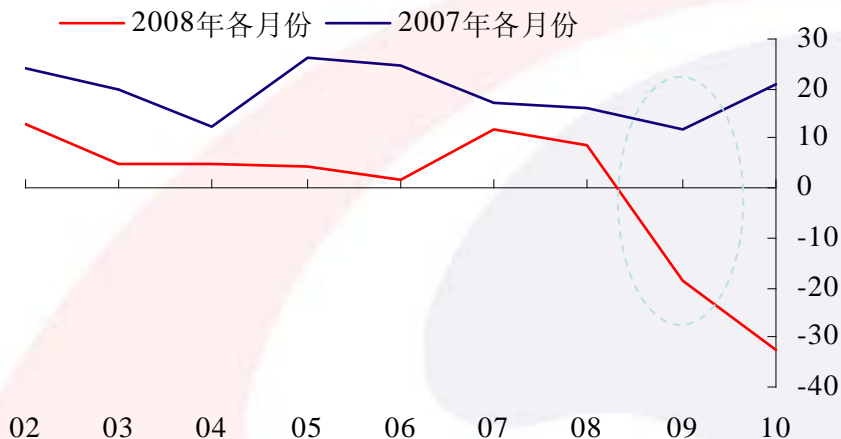
吨酒价格增长率达到5%左右



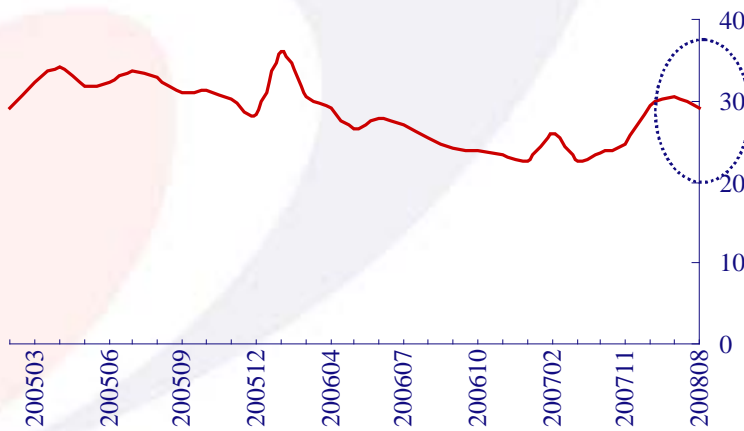
销售收入增长率达到16%左右

液体乳及乳制品2009：仍需观察危机解除时间点

当月产量9月份以来巨幅下降



吨产品价格增长率达到-10%左右



销售收入增长率达到-15%左右

估值：造就股价“U”型走势

历史总会重演

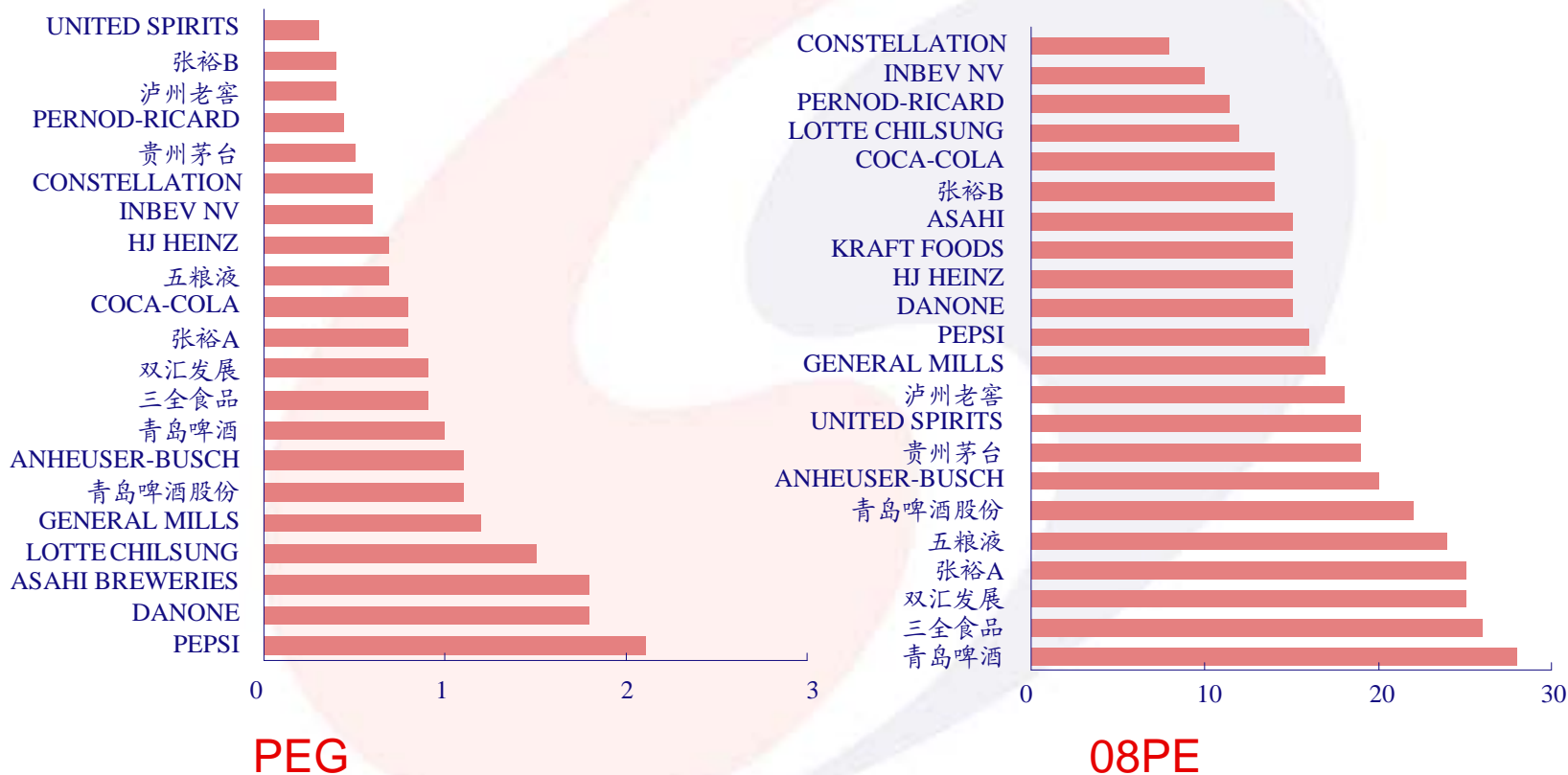
上半年PE下降到2005年水平

下半年股价恢复性上涨

品牌价值与市值错位格局改变

高估值水平有望回归常态

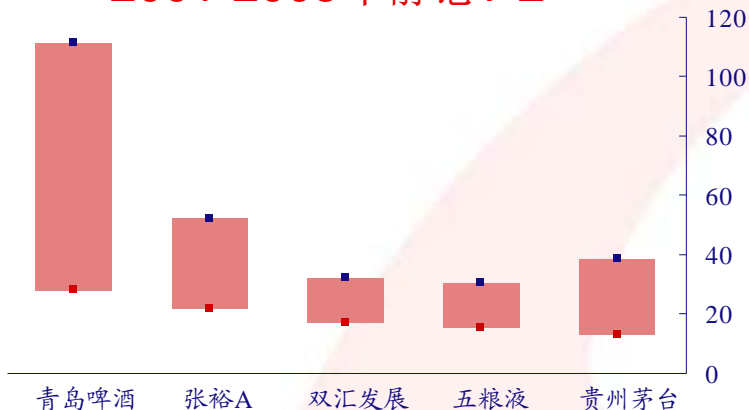
■ 全球同行对比



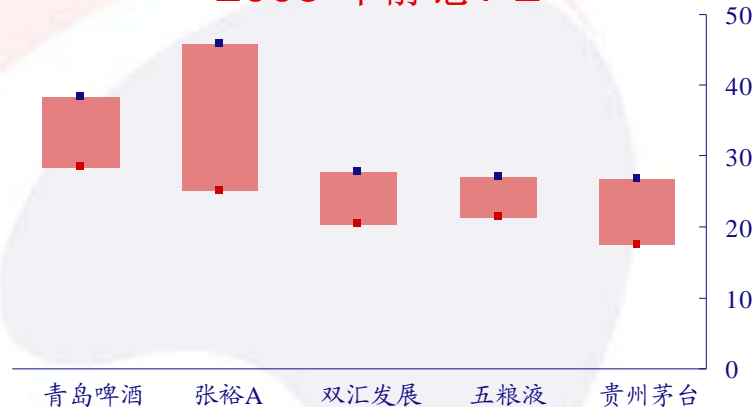
高估值水平有望回归常态

历史总会重演

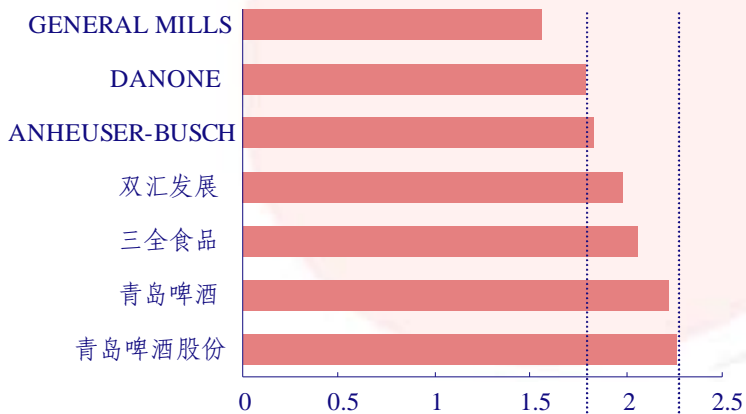
2001-2005年静态PE



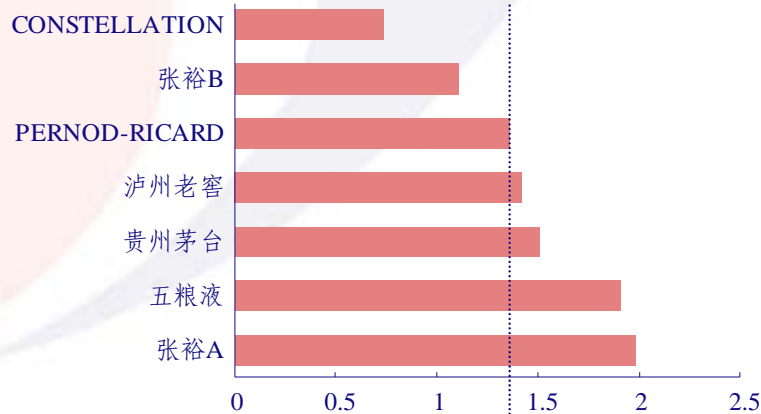
2005年静态PE



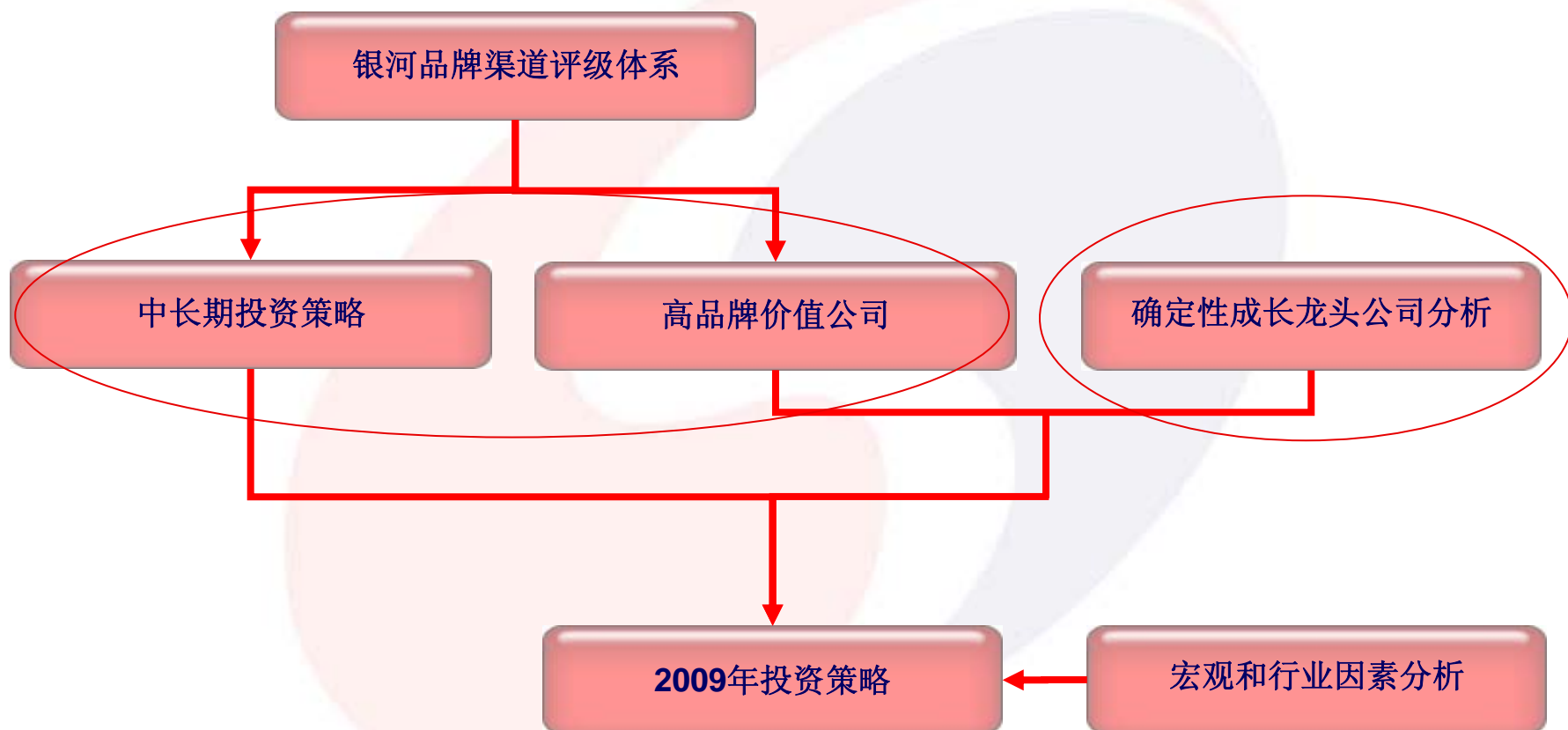
啤酒及食品股RPE



蒸馏酒葡萄酒RPE



上市公司选择：多角度寻求投资机会



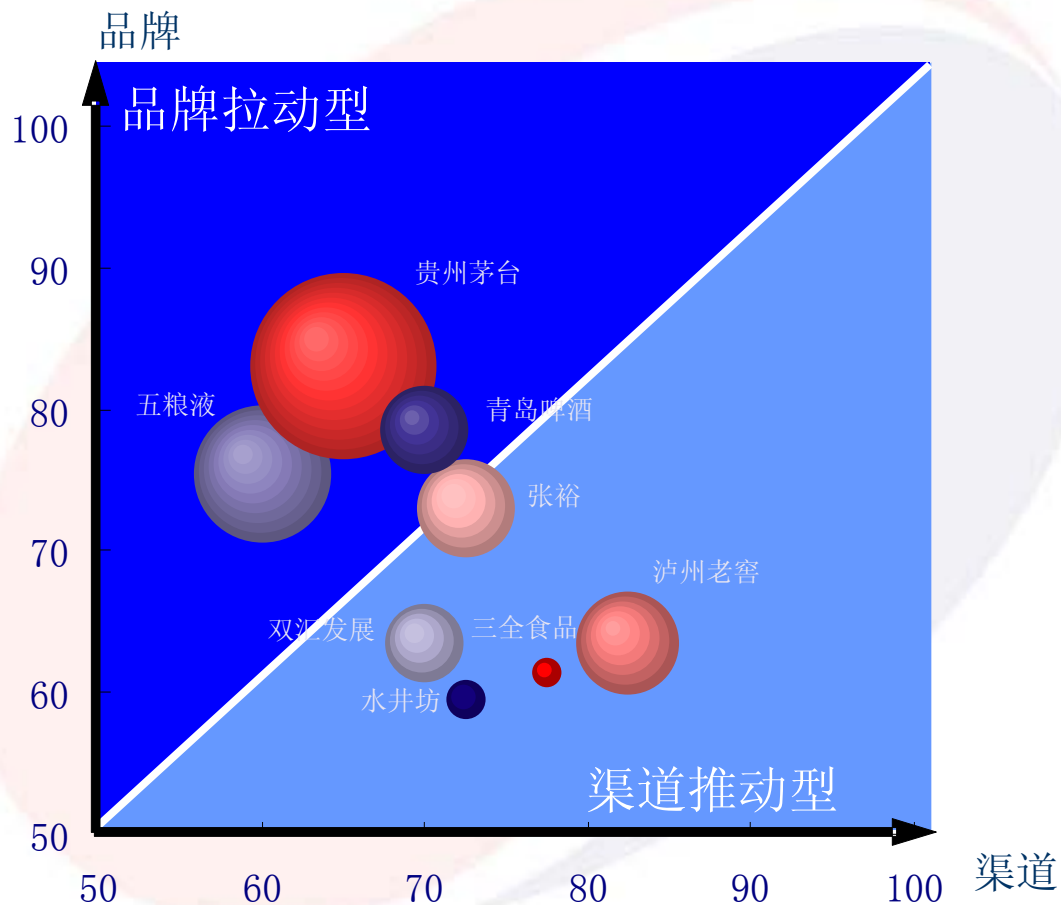
从市值对比角度寻求投资机会

■ 分类模型



从市值对比角度寻求投资机会

■ 品牌渠道坐标系



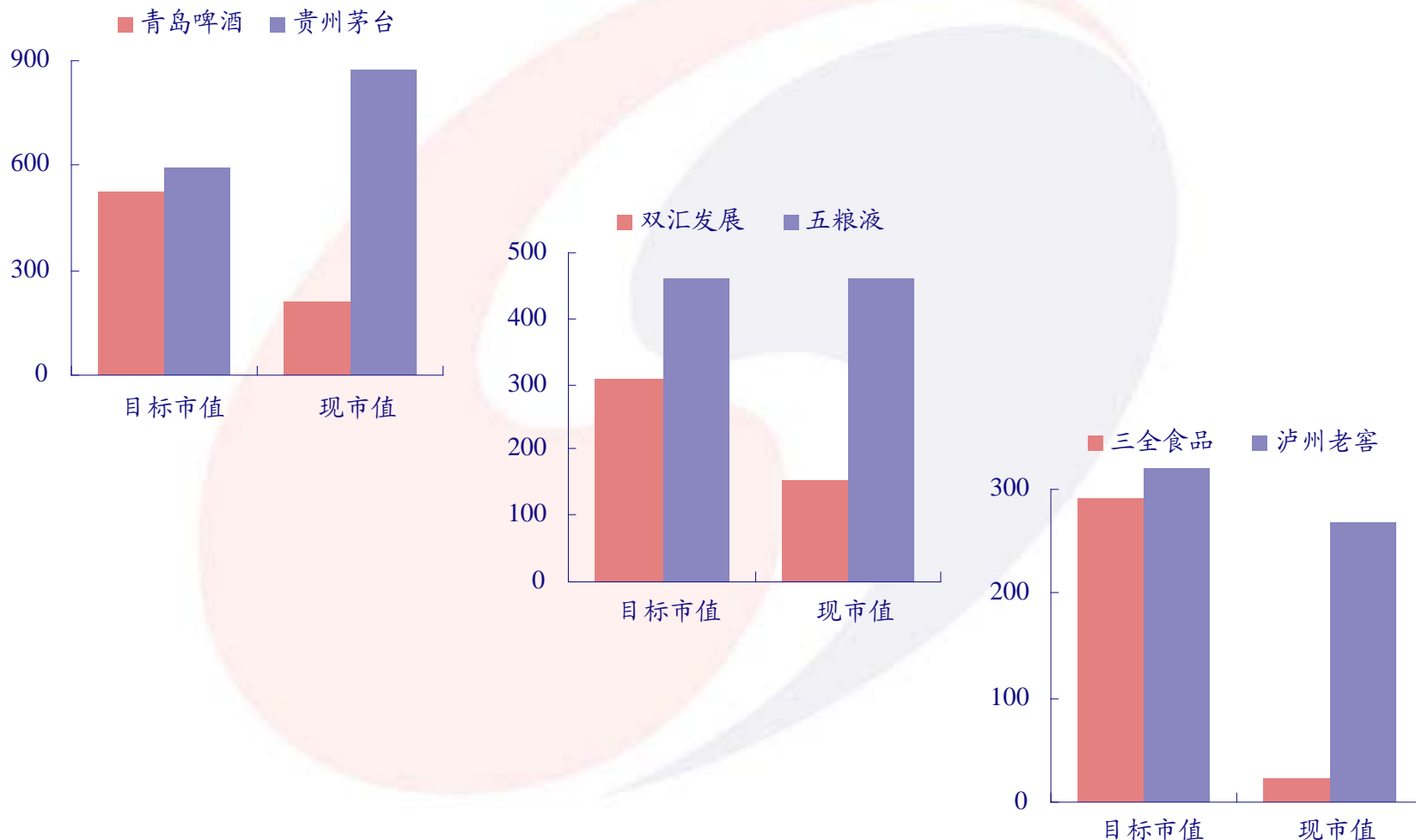
从市值对比角度寻求投资机会

■ 品牌渠道评级模型

	综合分	市值系数	目标市值	现市值	溢价率排序	上涨强度
三全食品	51.58	0.63	399	25	1	
水井坊	49.76	0.57	363	73	2	
青岛啤酒	64.45	1.13	714	220	3	
双汇发展	52.31	0.65	414	167	4	
张裕	60.30	0.95	600	267	5	
泸州老窖	53.41	0.69	437	363	6	
五粮液	61.58	1.00	634	634	7	
贵州茅台	67.66	1.28	811	1245	8	

从市值对比角度寻求投资机会

■ 品牌价值与市值错位

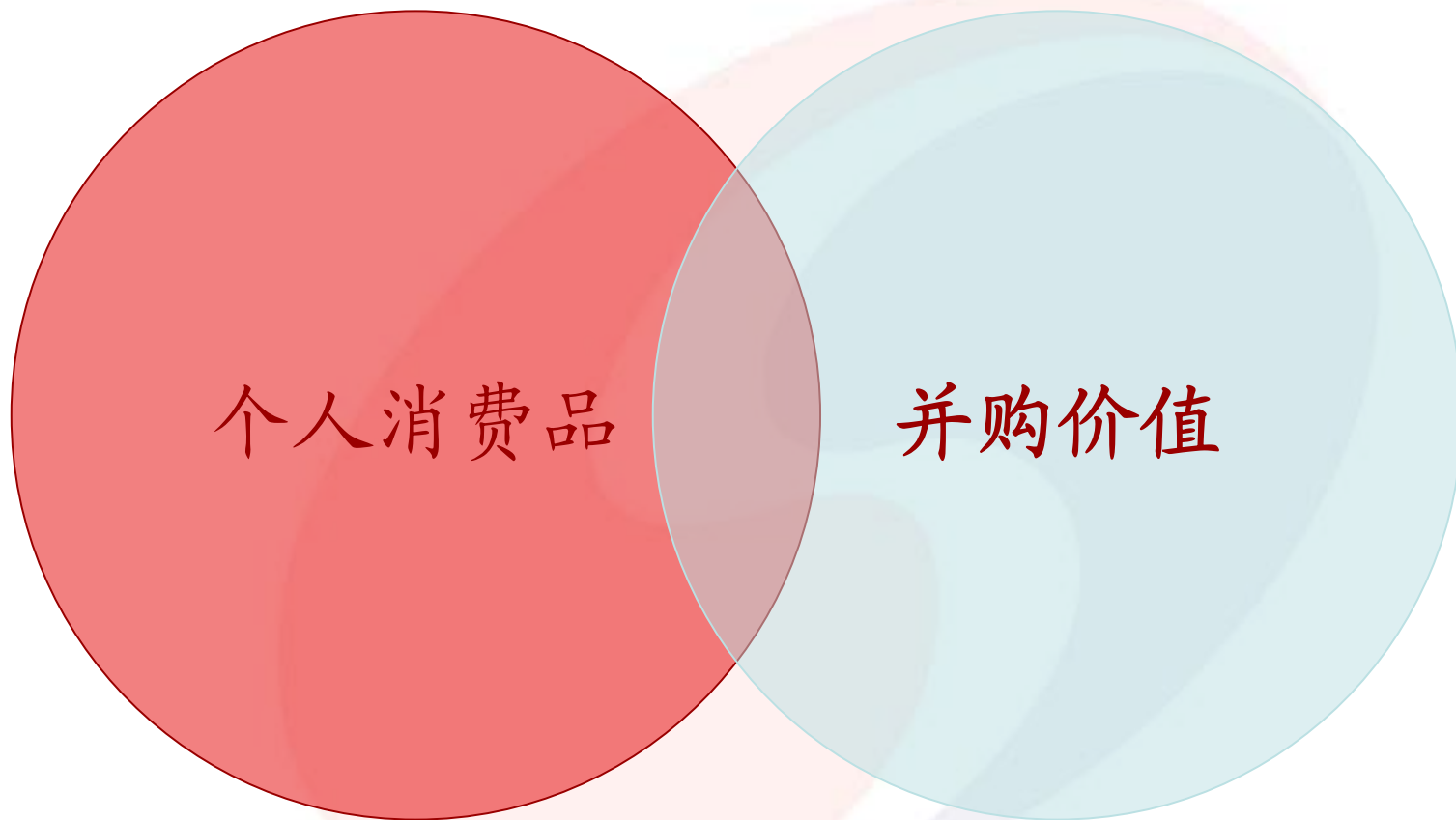


高确定性成长寻求安全边际

	ESP07	EPS08	EPS09	ESP2010	YOY07-09	CAGR08-10	PEG
青岛啤酒	0.43	0.55	0.68	0.81	26%	21%	1.4
双汇发展	0.93	1.12	1.36	1.88	21%	30%	0.8
三全食品	0.77	0.86	1.05	1.29	17%	23%	1.3
张裕A	1.21	1.71	2.16	2.82	34%	28%	0.9
泸州老窖	0.55	0.93	1.19	1.33	47%	20%	1.1
贵州茅台	3	4.85	5.81	6.12	39%	12%	1.5
五粮液	0.39	0.50	0.65	0.71	29%	18%	1.3

	总股本 (百万股)	流通A股 (百万股)	第一大股东 控股比例 (%)
青岛啤酒	1,308.22	653.15	30.56
双汇发展	605.99	605.99	30.27
三全食品	93.50	93.50	74.87
张裕A	527.28	348.82	50.40
泸州老窖	1,394.24	1,394.24	53.52
贵州茅台	943.80	943.80	61.78
五粮液	3,795.97	3,795.97	67.05

投资策略：看好并购价值较高的个人消费品龙头公司



投资策略：看好并购价值较高的个人消费品龙头公司

	PE07 (X)	PE08 (X)	PE09 (X)	流通A股市值 (亿元)	总市值 (亿元)	大小非 减持意愿 ——解禁年	长期风险 等级
青岛啤酒	38	30	24	39	214	不减持 2011-12	低
双汇发展	30	25	20	82	169	减持意愿中等 2010-6	低
三全食品	33	29	23	6	23	不减持 2011-2	低
张裕A	37	26	21	37	238	减持意愿中等 2009-3	低
贵州茅台	35	21	16	420	870	减持意愿中等 2007-11	中低
五粮液	31	19	16	250	464	减持意愿中等 2007-5	中低



成本压力下降有助增强市场地位

快速消费品行业中最具长期投资价值

驱动因素:

品牌整合促使吨酒价格稳步提升

未来全线产品提价

销售量随着规模扩张快速提高

假设条件:

毛利率提高1个百分点

三年内吨酒价格提高10%

原材料成本回落到2007上半年水平

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
销售收入(百万元)	11833	13709	16149	19379	22286
EBITDA(百万元)	1406	1599	1897	2087	2293
净利润(百万元)	437	558	716	884	1053
摊薄EPS(元)	0.33	0.43	0.55	0.68	0.81
PE(X)	49.04	38.39	29.95	24.24	20.34
EV/EBITDA(X)	15.15	13.61	12.21	10.90	9.91
PB(X)	3.77	3.58	3.34	3.11	2.85
ROIC	9.51%	8.81%	7.28%	8.10%	8.55%
总资产周转率	1.24	1.30	1.26	1.33	1.40



资产整合进行时

整体上市是关键

驱动因素:

吨肉制品价格分阶段提升

整体上市后盈利能力回归

销售量随着规模扩张快速提高

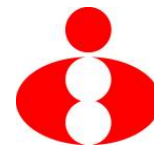
假设条件:

整体上市

三年内屠宰和肉制品产能扩张100%
和20%

原材料成本回落到2007年平均水平

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
销售收入(百万元)	15431	21845	26869	31168	34285
EBITDA(百万元)	909	926	1824	1909	2223
净利润(百万元)	468	562	679	823	1137
摊薄EPS(元)	0.77	0.93	1.12	1.36	1.88
PE(X)	36.10	30.04	24.87	20.52	14.84
EV/EBITDA(X)	15.57	17.88	9.68	8.72	7.09
PB(X)	5.53	6.17	5.21	4.50	3.77
ROIC	21.81%	20.23%	15.77%	14.25%	14.90%
总资产周转率	4.28	5.65	3.87	3.04	3.02



稳健经营确保安然过冬

稳健经营是公司传统

驱动因素:

行业增长空间至少6倍

新产能扩张顺利解决产能瓶颈

提价和产品结构调整覆盖原材料涨价影响

假设条件:

未来3年吨产品价格、销售量、销售收入、毛利率CAGR07-10分别为

(6%,31%,40%,4%)、

(6%,26%,34%,0%)、

(6%,15%,22%,4%)、

(8%,35%,46%,2%)

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
销售收入(百万元)	925.85	1249.29	1469.92	2024.78	2502.60
EBITDA(百万元)	87.90	88.90	133.09	153.85	198.84
净利润(百万元)	67.85	71.72	80.33	97.83	120.61
摊薄EPS(元)	0.73	0.77	0.86	1.05	1.29
PE(X)	34.59	32.72	29.22	23.99	19.46
EV/EBITDA(X)	21.67	21.69	17.38	13.93	9.52
PB(X)	7.69	5.77	2.60	2.33	2.07
ROIC	15.61%	10.81%	7.44%	8.46%	9.74%
总资产周转率	1.27	1.32	1.13	1.25	1.35

张裕 (000869、200869.SZ)

高端战略长期胜出

贵州茅台（600519.SS）

管理能力决定后续空间

五粮液（000858.SZ）

关联交易价格决定后续空间



中国银河证券研究所
China Galaxy Securities Research

谢谢!

董俊峰

1994年—1998年消费品营销策划业四年从业经历、1998年—1999年超市业一年从业经历、2001年至今证券业七年从业经历。清华大学工商管理硕士。

2003年业界首创消费品行业数量化研究模型《品牌渠道评级体系》，已获国家版权局著作权登记证书。