

食品饮料

2010年2月23日

东风还在花仍笑

——食品饮料行业动态跟踪暨盈利预测调整报告

投资要点:

- 1、与我们预期一致，2010年1月份-2月22日食品饮料行业指数明显跑赢上证综指数。在23个一级子行业中略弱于电子、通信、交通运输、医药和化工，排在第6位。
- 2、2010年1月份，居民消费价格总水平同比上涨1.5%。通胀对于食品饮料行业而言是双刃剑，一方面导致行业成本增加；另一方面企业可以借机提价，转嫁成本压力，如果转嫁幅度超过成本上涨幅度则有望带来利润的增长。通过观测2003-2009年食品行业销售收入和利润总额增速变化，可以发现在温和通胀（CPI1%-4%）阶段，行业利润增速高于销售收入增速，在高通胀（CPI超过4%）阶段，行业利润增速低于销售收入增速，说明食品行业明显受益于温和通胀。
- 3、2010年1月11日商务部发布了《全国生猪屠宰行业发展规划纲要（2010-2015）》，《纲要》提出，到2013年，全国手工和半机械化等落后的生猪屠宰产能淘汰30%，到2015年淘汰50%。推行生猪定点屠宰厂（场）分级管理制度是2010年要推出的重大措施。该项措施的推出将有助于优势企业在全国范围内扩展销售。
- 4、2010年1月份涨至2.69元/公斤，国际乳品价格基本保持稳定，预期近期我国原奶价格维持稳定。初步测算液态奶销售价格上涨0.5%可以抵消原奶价格上涨1%的影响。1月份前后各乳品企业纷纷上调价格，调价幅度为5%-8%。
- 5、食品饮料行业销售形势良好，包括白酒、乳制品等在内的多数食品价格有不同程度的上升，总体来看，覆盖成本上升有余。维持对行业的增持评级。

研究员：张芸

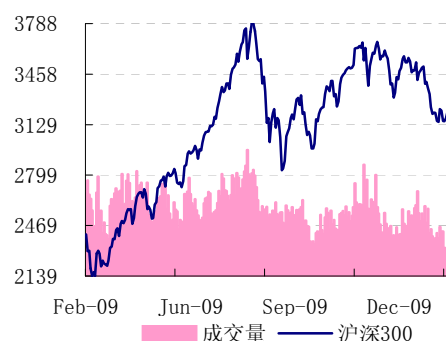
电话：02583290884

E-mail: zylt4463@sina.com

地址：南京市，中山东路90号

行业评级：增持

市场走势



相关研究

雨霁彩霞现——2010年食品饮料行业投资策略
09年12月7日

成本尚不足忧 消费迎来旺季——2009年4季度投资策略
09年9月25日

销售增长 估值补涨——2009年3季度投资策略报告
09年6月29日

潮涨潮落自有时 弯道超车诚可待——2009年春季糖酒会白酒行业报告
09年4月14日

证券代码	证券简称	评级	收盘价(元/股)	每股收益		动态 PE	
				2009E	2010E	2009E	2010E
000869.SZ	张裕A	推荐	69.56	2.1	2.75	33.12	25.29
600519.SH	贵州茅台	推荐	165.98	5.22	6.7	31.80	24.77
000729.SZ	燕京啤酒	推荐	20.85	0.57	0.77	36.58	27.08
000568.SZ	泸州老窖	推荐	33.02	1.18	1.5	27.98	22.01
600809.SH	山西汾酒	推荐	39.39	0.9	1.54	43.77	25.58
000858.SZ	五粮液	推荐	28	0.85	1.22	32.94	22.95
600616.SH	金枫酒业	推荐	19.2	0.43	0.59	44.65	32.54
600887.SH	*ST 伊利	推荐	29.18	0.82	1.08	35.59	27.02
000895.SZ	双汇发展	推荐	54.76	1.46	1.82	37.51	30.09

一、市场表现回顾

与我们预期一致，2010 年 1 月份-2 月 22 日食品饮料行业指数明显跑赢上证综指数。在 23 个一级子行业中略弱于电子、通信、交通运输、医药和化工，排在第 6 位。

图表 1 食品饮料行业走势与大盘走势比较



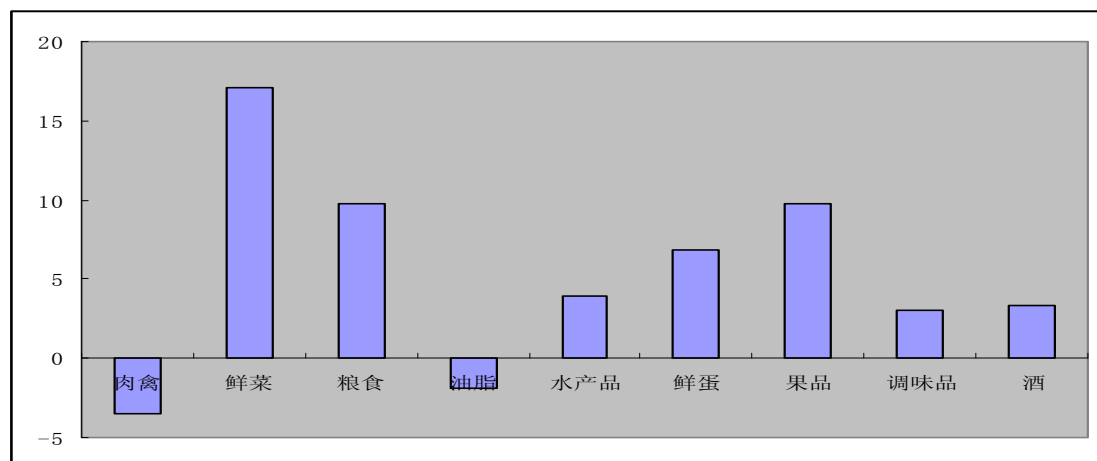
资料来源: WIND 系统

二、食品饮料行业受益于温和通胀

2010 年 1 月份,居民消费价格总水平同比上涨 1.5%。其中,城市上涨 1.4%,农村上涨 1.8%;食品价格上涨 3.7%,非食品价格上涨 0.5%;消费品价格上涨 2.0%,服务项目价格上涨 0.2%。

图表 2 主要食品价格变化

单位: %



资料来源: 国家统计局

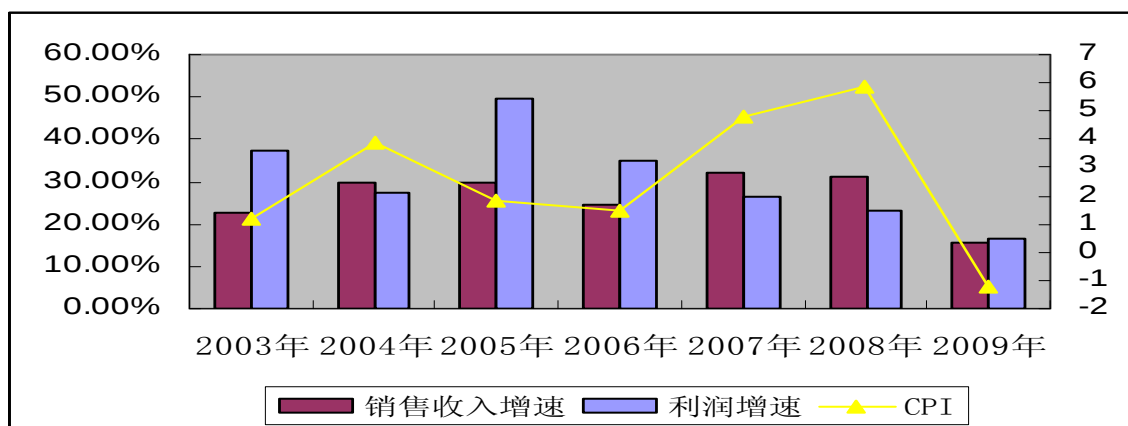
通胀对于食品饮料行业而言是双刃剑,一方面由于农产品等原料价格上涨将导致行业成本增加;另一方面食品企业可以借机提价,转嫁成本压力,如果转嫁幅度超过成本上涨幅度则有望带来利润的增长。

通过观测 2003-2009 年食品行业销售收入和利润总额的变化,可以发现近 6 年来行业销售收入和利润一直保持良好的增长态势,在温和通胀(CPI1%-4%)阶段,行业利润增速高于销售

收入增速，在高通胀（CPI 超过 4%）阶段，行业利润增速低于销售收入增速，说明食品行业明显受益于温和通胀。

图表 3 2003-2009 年食品行业增速与 CPI 的比较

单位：%



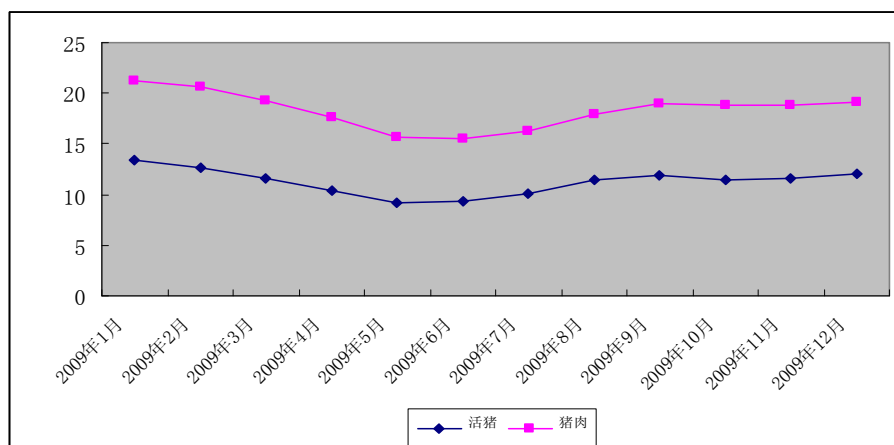
资料来源：WIND 系统

三、重点关注子行业动态：

1、屠宰及肉类加工行业：原料涨幅放缓 分级管理即将出台

图表 4 2009 年活猪和猪肉价格走势

单位：元/千克



资料来源：农业信息网

进入 2010 年 1 月份以来，生猪价格处于调整之中，全国活猪平均价格 12.05 元/公斤，环比下降 0.3%，同比下降 10.1%。2 月份第一周据农业部农产品批发市场信息网监测，猪肉每公斤为 16.20 元，环比跌 2.1%。

2009 年 12 月份，国内能繁母猪存栏 4850 万头，生猪存栏 4.66 亿头，仍高于 2008 年同期，能繁母猪存栏量上升有助于生猪供给的稳定，但如果疫情出现，则会增加短期供给而影响中期供给。

2010 年 1 月份，全国玉米平均价格 1.89 元/公斤，比上月上涨 1.6%，同比上涨 22.6%；育肥猪配合饲料价格为 2.69 元/公斤，比上月上涨 0.4%，同比上涨 7.6%。考虑到玉米价格和育肥猪配合饲料价格涨幅趋缓，生猪价格预计短期维持稳定。

中国居民猪肉消费量占全部肉类总消费量的 60%以上，人均居民猪肉消费量已由 1990 年的 20 千克增加到 2008 年 39.6 千克，增长近一倍。全国共有生猪定点屠宰企业 20,639 个，较 1998 年实施定点屠宰制度前减少了 80%左右。

2010 年 1 月 11 日商务部发布了《全国生猪屠宰行业发展规划纲要(2010-2015)》，《纲要》提出，到 2013 年，全国手工和半机械化等落后的生猪屠宰产能淘汰 30%，到 2015 年淘汰 50%。目前，我国屠宰能力在百万头以上的有 78 家，20 万头-100 万头的有 243 家，1 万头-20 万头的有近 1900 家；其余为屠宰能力 1 万头以下的企业。淘汰 30%的落后产能预计可以产生近 4000 万头的生猪屠宰市场空间；加上同时打击私宰等，大型规模化企业可新增市场空间近 1 亿头。

值得关注的还有，《纲要》明确指出，支持大中型屠宰企业发展，适度提高屠宰行业集中度是保障肉品质量安全的重要措施，分级管理是重要手段之一。《纲要》明确，加快推行生猪定点屠宰厂(场)分级管理制度。依据《食品安全法》和《生猪屠宰管理条例》等法律法规，制订《生猪定点屠宰厂(场)分级管理办法》和《生猪屠宰企业资质等级要求》，将定点屠宰厂(场)划分为若干等级，等级越高标志着企业技术、管理水平越高，肉品可能的流通范围也越大，实现促进先进企业发展，逐步淘汰落后企业的目标。推行生猪定点屠宰厂(场)分级管理制度是我国 2010 年要推出的重大措施。该项措施的推出将有助于优势企业在全国范围内扩展销售。

2、乳制品： 提价应对原奶价格上涨

2009 年，中国 10 个奶源主产区原奶价格整体呈现 V 形走势，从年初开始价格持续下滑，7-8 月份价格跌至谷底，从 9 月开始价格一路回升，年底涨至 2.61 元/千克，年底基本升至年初水平，2010 年 1 月份价格涨至 2.69 元/千克，超过 09 年同期的水平。

造成 2009 年国内 10 个奶源主产区原奶平均价格呈 V 形走势的原因有：

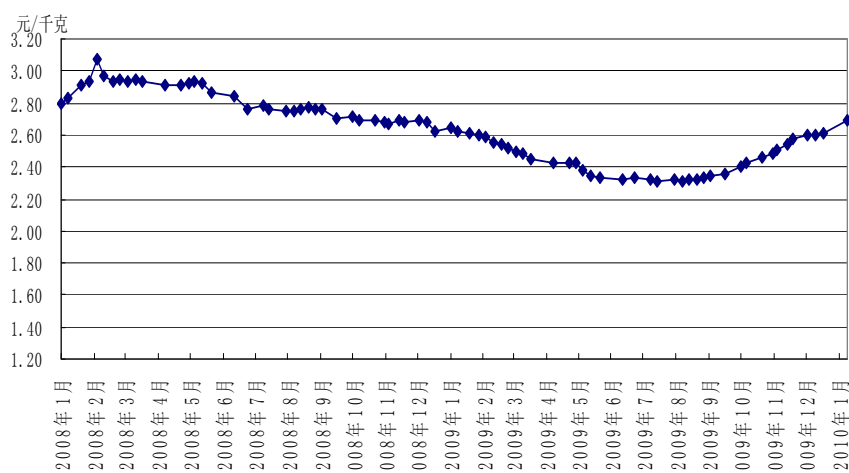
(1) 9 月份以前，由于新西兰全脂奶粉价格持续走低，国产原料奶粉缺乏性价比优势，加上三聚氰胺事件的影响，奶粉进口达到创记录的 25 万吨，导致国内奶粉加工用的原料奶需求大减，国产奶粉最高库存曾达到 30 万吨。企业为了避免更大的损失，低价抛售库存奶粉，最低价格达到 14000-15000 元/吨。

(2) 一方面原奶价格因三聚氰胺事件走低，而另一方面原奶生产成本上涨，相当数量的养殖者处于亏损，导致奶牛非正常淘汰，原奶供给能力下降。

(3) 9 月份后，新西兰奶粉价格大幅上扬，同期国内原料奶粉库存基本售空，同时国庆、元旦及春节等节日的液体奶消费需求增加，供给和需求两方面的因素导致使 09 年底和 2010 年初原料奶价格达到和超过上年同期水平。

图表 5 2008-2010 年中国 10 个奶源主产区原料奶平均价格走势

单位：元/千克

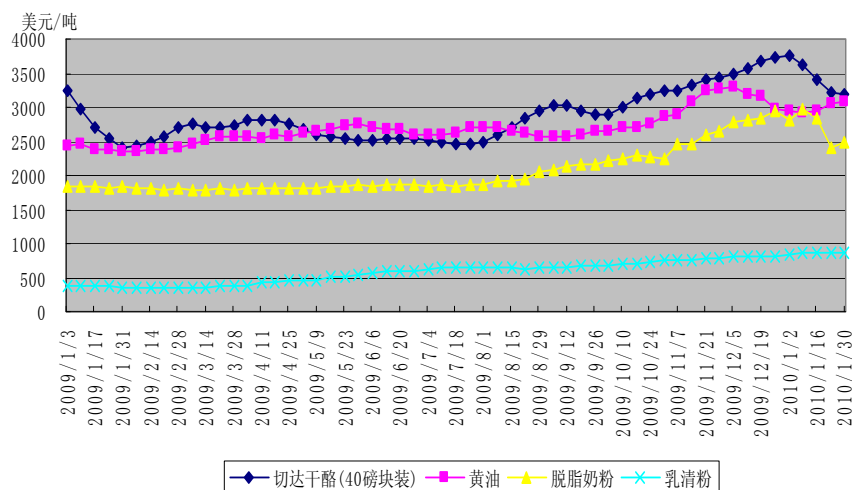


资料来源：BOABC

在国内由于原奶生产成本的刚性，原奶价格有向上趋势，但从国际上来看，进入一月份以来美国乳制品 FOB 价有所波动，短期大幅上涨的可能性较小，而新西兰恒天然乳制品价格呈现稳中有降的趋势，这与新西兰奶牛存栏、牛奶产量及全脂奶粉产量同比显著增长有关。近期国际乳品价格将基本保持稳定。

图表 6 09 年以来美国主要乳制品价格 (FOB) 走势

单位：美元/吨



资料来源：BOABC

图表 7 新西兰恒天然全脂奶粉网上交易成交价格走势

单位：美元/吨

全脂奶粉 (WMP) 成交价格 (美元/吨 FAS)

新西兰和澳大利亚港口装运月份

	2010 年 4 月份 (1 期合约)	2010 年 5-7 月份 (2 期合 约)	2010 年 8-10 月份 (3 期 合约)
普通级	3,175	3,280	3,240
速溶级	3,225	3,330	3,315
UHT 级	3,250	3,355	3,315

平均价格（美元/吨 FAS） - 与上轮价格的变化幅度	3,200	3,308	3,287
	-2.5%	1.6%	-6.7%

资料来源：BOABC

我们测算液态奶销售价格上涨 0.5% 可以抵消原奶价格上涨 1% 的影响。从目前来看，继雀巢、光明和三元宣布涨价后，广东、云南、山东、福建和新疆等地乳企均纷纷上调了出厂价，调价幅度为 5%-8%，而终端价格则上调了 10% 左右，在很大程度上抵消了原奶价格上涨的影响。后续如果原奶价格继续上涨，不排除乳品企业在下一阶段通过其他方式继续提价的可能。

3、啤酒：燕京淡季提价 嘉士伯受让啤酒花股权终获批准

进入冬季是啤酒的消费淡季，在此阶段上最引人注目的就是燕京啤酒的提价。燕京啤酒公告，从1月20日起，公司在北京市场上的主力产品10度清爽型啤酒将执行新价格，净酒水出厂价格将向上调整10%左右。10度清爽型啤酒占公司2009 年度啤酒总销量的12%左右。公司之前在北京地区销售价格偏低，此次提价体现出公司在相对垄断市场的优势。目前尚未有其他啤酒企业跟进。

国际啤酒企业在中国啤酒市场并购又有新进展。1月22日，啤酒花公告，新疆蓝剑嘉酿投资有限公司出资人“四川蓝剑投资管理有限公司”与“嘉士伯啤酒厂有限公司”于2009 年4月20 日签署的关于“四川蓝剑投资管理有限公司”将持有的新疆蓝剑嘉酿投资有限公司41% 的股权转让给“嘉士伯啤酒厂有限公司”事宜已得到中华人民共和国商务部批准。

啤酒花是新疆主要的啤酒供应企业，其旗下的乌苏啤酒占当地市场份额超过70%。嘉士伯的主要市场在我国西部，其在2003年曾收购昆明华狮和大理啤酒的股权，目前其参股和合作的上市公司还包括兰州黄河、重庆啤酒和西藏发展。未来，嘉士伯在西部的举措值得关注，国内啤酒行业的竞争将更加复杂。

4、葡萄酒：瓶装进口酒大增 解百纳争议仍在

根据海关总署统计报告数据显示，2009年全国（不含港澳台地区）进口葡萄酒总量达171,231,332升，比2008年增长4.93%，其中两升以下包装的葡萄酒 91034460升，比2008年增长58.31%，两升以上包装的葡萄酒80196872升，比2008年减少24.11%。进口总金额达441697229美元，比2008年增长22.91%。

以上统计数据表明，进口原酒的增速在连续三年徘徊在历史最高点后终于大幅下降，但瓶装进口葡萄酒连续几年保持着大幅的上升趋势。该数据的变化一方面表明国际葡萄酒企业对国内葡萄酒市场的渗透在增强；另一方面也说明国内葡萄酒企业原酒自给能力增强。

解百纳之争尚未结束，1月份北京市第一中级人民法院一审判决撤销国家工商行政管理总局商标评审委员会做出的“解百纳”商标争议裁定书，且国家工商行政管理总局商标评审委员会需重新做出裁定，另外中粮酒业、中粮长城葡萄酒（烟台）和王朝提起上诉，请求二审法院依法认定“解百纳”商标属不正注册等。张裕集团同意作为第三人参加三方原告上诉。

自2002年以来，解百纳商标一直处于争议中，主要葡萄酒企业都在生产和销售解百纳，但这对张裕解百纳的销售并没有产生实质性影响，解百纳的销售从近4000吨增长到近2万吨，预计不论最后结果如何，都不会对张裕“解百纳”产品销售带来中长期负面影响。

5、白酒：依旧热闹

回顾2009年，白酒行业经受住了金融危机和经济下滑的考验。在上半年白酒受到了一定影响，消费重心有所下移。高端白酒企业采用了“限量保价”的方式，其销售在二季度开始恢复好转。进入四季度以后，白酒价格上涨趋势已经非常明确。进入2010年白酒提价的步伐并未停止，国窖1573从元月1日起提价51元，五粮液自2月1日起提价50元，二者的出厂价均为519元，水井坊也提价50元，预计中高档白酒将有10%左右的涨幅，整个白酒行业吨酒涨幅在8%左右。从零售价格来看，五粮液、茅台稳定在788元/瓶和598元/瓶左右。

综观2009年下半年白酒产品结构上调仍十分清晰。主要表现为：一是光瓶酒的升级，升级的基本内容是由原来的5元/瓶光瓶酒向8~15元/瓶迈进，同时在品牌诉求和包装上加以变化。二是中档价位白酒向中高档白酒升级。2009年这方面的代表是湖北的两大品牌——枝江和稻花香，在2009年开始由30元价位向60元以上的价位迈进。

白酒行业2009年销售收入和净利润保持着较高的增速，分别达到了30.46%和25.73%。但行业竞争依旧十分激烈，企业需要通过各种创新措施保持和开拓经营上的优势，以泸州老窖为例，泸州老窖高端品牌国窖1573在2009年夏季启动了“冰饮风尚，开启12°的奢华”促销活动，该创新促销融合了进口酒的营销理念。而在厂商合作上，泸州老窖通过资本的纽带让厂商关系更加紧密，2009年泸州老窖下属的多个销售公司先后与经销商成立了股份公司：首先柒泉酒业将七大片区经销商都纳入一个体系，在柒泉酒业的股份公司中，厂商一起出资；接着老酒坊公司成立股份公司，经销商占70%的股份；而博大酒业也在各地和经销商组建股份公司，这些公司被博大称为“管理合作伙伴”。在稳定发展高端的国窖·1573、中高端的泸州老窖特曲外，2009年，泸州老窖还强化了对中低档市场的占有，博大承担了二曲、头曲以及一些光瓶酒的推广任务，预计销售额已超过20亿元。

进入2010年，白酒市场竞争依然十分激烈，2010年央视黄金时段招标中，酒类行业在黄金时段花费近11亿元，占总额13%，位居各行业之首。同时，随着春节消费旺季的到来，1月-2月份主要中高档白酒的消费呈现活跃增长态势，

四、重点关注公司

图表8 重点关注公司盈利预测及评级调整

单位：元/股

证券代码	证券简称	评级	目标价	收盘价(元/股)	每股收益		动态 PE	
					2009E	2010E	2009E	2010E
000869.SZ	张裕 A	推荐	80.8	69.56	2.1	2.75	33.12	25.29
600519.SH	贵州茅台	推荐	200	165.98	5.22	6.7	31.80	24.77
000729.SZ	燕京啤酒	推荐	23.1	20.85	0.57	0.77	36.58	27.08
000568.SZ	泸州老窖	推荐	42	33.02	1.18	1.5	27.98	22.01
600809.SH	山西汾酒	推荐	46.2	39.39	0.9	1.54	43.77	25.58

000858.SZ	五粮液	推荐	33	28	0.85	1.22	32.94	22.95
600616.SH	金枫酒业	推荐	24.5	19.2	0.43	0.59	44.65	32.54
600887.SH	*ST 伊利	推荐	30	29.18	0.82	1.08	35.59	27.02
000895.SZ	双汇发展	推荐	54.6	54.76	1.46	1.82	37.51	30.09
600600.SH	青岛啤酒	推荐	37	34.29	0.96	1.18	35.72	29.06
600779.SH	水井坊	观望	22	21.58	0.46	0.7	46.91	30.83
600597.SH	光明乳业	观望	10	9.71	0.15	0.2	64.73	48.55
600737.SH	中粮屯河	观望	17.5	15.21	0.41	0.49	37.10	31.04

资料来源：华泰证券研究所

华泰证券行业投资价值等级评判标准

—报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

—投资建议的评级标准

增持：超越大盘；

中性：基本与大盘持平；

减持：明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

—报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

—投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。