

[2010-11-10]

食品饮料行业

关注提价和通胀受益

——食品饮料行业 11 月份月报

子行业评级

白酒	买入
葡萄酒	中性
啤酒	中性
肉制品	买入
乳制品	买入
食品综合	中性

推荐公司

泸州老窖	买入
五粮液	买入
水井坊	买入
伊利股份	买入
保龄宝	买入
山西汾酒	买入
高金食品	买入

闫亚磊, CFA
86-22-2845 1975
SAC 执业证书编号 S1150209100148
yanyl@bhq.com

核心观点:

- 行业整体及重点子行业运行回顾
- 行业运行背景及展望
- 行业估值水平统计
- 11月份投资策略及公司推荐

投资要点:

● 表现好于整体经济, 但收入、利润增速有所回落

工业增加值数据显示在经济增速回落时期食品饮料行业相对稳定。随着经济的回落以及同比增长基数的提高, 食品饮料行业收入、利润增速在 5-8 月份有所回落; 上市公司三季报数据也显示出相同趋势。10 月份食品饮料行业二级市场落后于市场, 随着春节消费旺季到来, 食品饮料行业有望继续出现上涨, 但由于相对估值优势不在, 大幅跑赢市场概率减小。

● 白酒行业高景气运行, 茅台价格继续上涨

产量增速维持高位运行; 10 月份茅台市场零售价格加速上涨, 成都市场和北京市场的零售价格分别上涨了 88 元和 145.7 元; 5-8 月份白酒行业收入、利润增速环比有所下滑, 但是同比仍然较高。

● 葡萄酒行业和啤酒行业收入增速有所提升

5-8 月份葡萄酒行业收入、利润增速环比、同比均有所提高。毛利率和费用率环比、同比均有小幅下滑。

5-8 月份啤酒行业收入增速环比有所提高, 但利润总额增速环比小幅下滑。毛利率环比上升, 费用率环比下降, 税前利润率显著改善。

● 乳品收入利润改善, 肉制品行业屠宰量回升、价格上涨趋缓

乳制品: 液体乳和乳制品产量增速环比有所下降, 原料乳价格仍然持续上涨, 行业成本压力大。5-8 月份乳品行业收入和利润总额增长情况比上半年有所好转, 毛利率环比下滑, 费用率环比下降, 税前利润率环比改善。

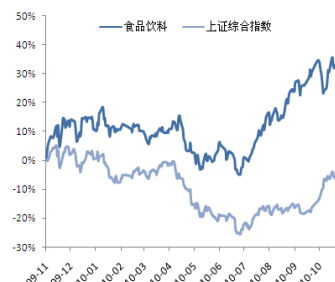
肉制品: 9 月份国家定点屠宰企业屠宰量同比增长 4.48%, 增速自 7 月份以来连续两个月份持续回升, 猪肉价格涨幅趋缓。5-8 月份屠宰及肉制品行业收入和利润总额增长情况比上半年有所下滑; 毛利率环比下滑, 费用率环比上升, 税前利润率环比下滑。

- 就业、收入情况良好, 通胀预期强烈, 消费意愿低位运行, 储蓄意愿高涨, 消费者指数下滑
- 绝对估值处于合理水平, 相对溢价率不具备优势
- 关注提价和通胀

提价能力强的高端白酒 (贵州茅台、五粮液和泸州老窖), 尤其是贵州茅台, 提价能力最强; 以及拥有较大存货能够充分享受存货重估的古越龙山等。

● 公司推荐: 泸州老窖、五粮液、山西汾酒、水井坊、伊利股份、保龄宝、高金食品

请务必阅读正文之后的免责条款部分



相关报告

《二季度行业增势良好 抗跌提升估值溢价率》

《抓住发展大趋势 分享行业长期成长》

《中长期机会显现 关注啤酒消费旺季》

《行业稳步增长 估值优势逐步显现》

《新一轮消费升级的开端》

《期待白酒行业的量价齐升》

《行业运行好转概率加大 估值相对偏低》

目 录

1 整体行业运行情况.....	4
1.1 工业增加值增速继续回落.....	4
1.2 上市公司整体业绩与行业基本一致	5
1.3 二级市场运行情况	6
2 子行业运行情况	7
2.1 白酒行业：行业高景气运行，茅台价格继续上涨.....	7
2.2 葡萄酒行业：收入、利润环比增速有所提高	8
2.3 啤酒行业：行业增速有所回升.....	10
2.4 乳品行业：产量增速下降，成本售价继续上涨	11
2.5 肉制品行业：猪肉价格涨幅趋缓，屠宰量有所上升	15
3 食品饮料行业运行环境	18
4 投资策略	20
4.1 绝对估值低，估值优势不明显.....	20
4.2 投资主线.....	21

图 目 录

图 1：9 月份工业增加值增速继续回落，饮料制造业除外	4
图 2：1-8 月份食品饮料行业收入、利润增速均有不同程度下滑	4
图 3：1-8 月份食品饮料行业毛利率有所下滑	5
图 4：前三季度收入维持高速增长，利润增速有所下滑，毛利率下滑	5
图 5：食品饮料行业涨幅远低于整体市场	6
图 6：白酒行业产量走势图	7
图 7：10 月份高档白酒终端价稳定，茅台价格继续上涨	7
图 8：白酒行业收入、利润增速以及毛利率水平有所下滑	8
图 9：葡萄酒行业产量增速继续回升	9
图 10：葡萄酒行业收入、利润增速加快，毛利率水平有所下滑	10
图 11：啤酒行业产量增速低位运行	10
图 12：啤酒行业收入增长加快，利润总额增速小幅下滑，毛利率环比上升	11
图 13：液体乳产量走势图	12
图 14：乳制品产量走势图	12

图 15: 成都、北京地区部分纯牛奶价格反复	13
图 16: 36 个城市当地主销鲜牛奶零售价以及 50 个城市巴士和利乐奶售价图	13
图 17: 原料乳价格不断攀升	13
图 18: 奶类生产价格指数持续上涨	14
图 19: 乳业收入增长加快, 利润总额增速小幅下滑, 毛利率环比上升	14
图 20: 22 省市猪肉价格小幅回落, 猪粮比回到 6.28	15
图 21: 四川省猪肉价格持续上涨, 全国大中城市猪粮比回到 6.34	15
图 22: 全国定点屠宰企业屠宰量增速持续回升	16
图 23: 屠宰及肉制品行业收入利润增速环比下滑, 毛利率环比上升	16
图 24: 8 个月个税纳税额增速上升到 24.98% 左右, 9 月 PMI 从业指数上升到 52.4	18
图 25: 消费者指数大幅下降, 居民通胀预期强烈, 当期物价满意指数创新低	18
图 26: 居民储蓄意愿高涨, 消费意愿低位运行	19
图 27: 消费者指数大幅下降, 居民通胀预期强烈, 当期物价满意指数创新低	19
图 28: 食品饮料行业估值已向上突破, 仍处于历史较低水平	20
图 29: 食品饮料估值水平中等偏高(市盈率 TTM)	20
图 30: 食品饮料行业估值溢价处于历史平均水平	21
图 31: 食品饮料主要子行业估值水平市盈率(TTM)	21

表 目 录

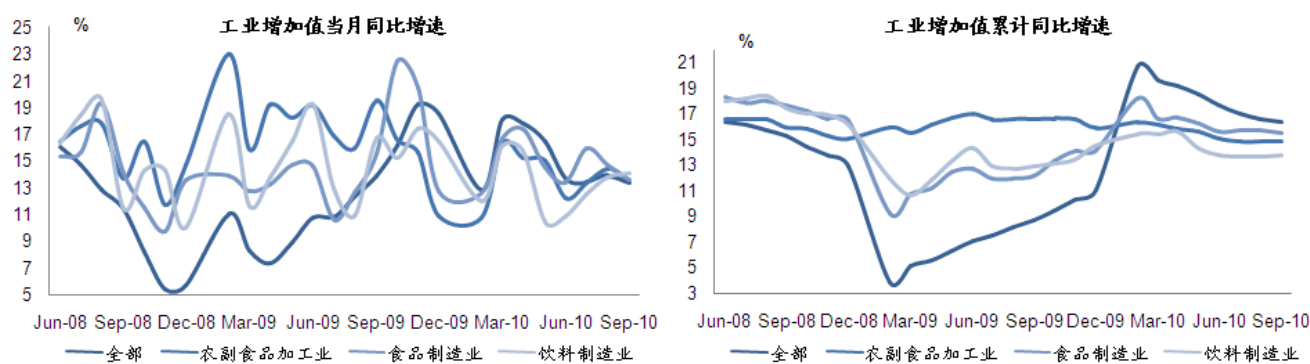
表 1: 白酒收入、净利润增速加快, 盈利能力小幅下滑	8
表 2: 近两个月北京市场葡萄酒价格上升为主	9
表 3: 近两个月成都市场葡萄酒价格下降为主	9
表 4: 葡萄酒收入、净利润增长情况改善, 盈利能力下滑	10
表 5: 啤酒收入、净利润增长情况改善, 盈利能力下滑	11
表 6: 乳品行业收入、净利润增长情况改善, 盈利能力下滑	15
表 7: 肉制品行业收入、净利润增长情况改善, 盈利能力下滑	16
表 8: 重点关注食品饮料上市公司	22

1 整体行业运行情况

1.1 工业增加值增速继续回落

9 月份工业增加值增速继续回落，饮料制造业除外。其中农副食品加工业和食品制造业工业增加值同比增速分别环比下滑了 0.8 和 1.2 个百分点，饮料制造业增速则环比上升了 0.3 个百分点。同期整体经济工业增加值环比下降了 0.6 个百分点。从累计增速来看前 9 个月，整体经济工业增加值增速环比下降了 0.3 个百分点，而农副食品加工业、食品制造业和饮料制造业工业增加值同比增速分别上升了 0、-0.2 和 0.1 个百分点，表现好于整体经济，显示出在经济增速回落时期食品饮料行业相对稳定。

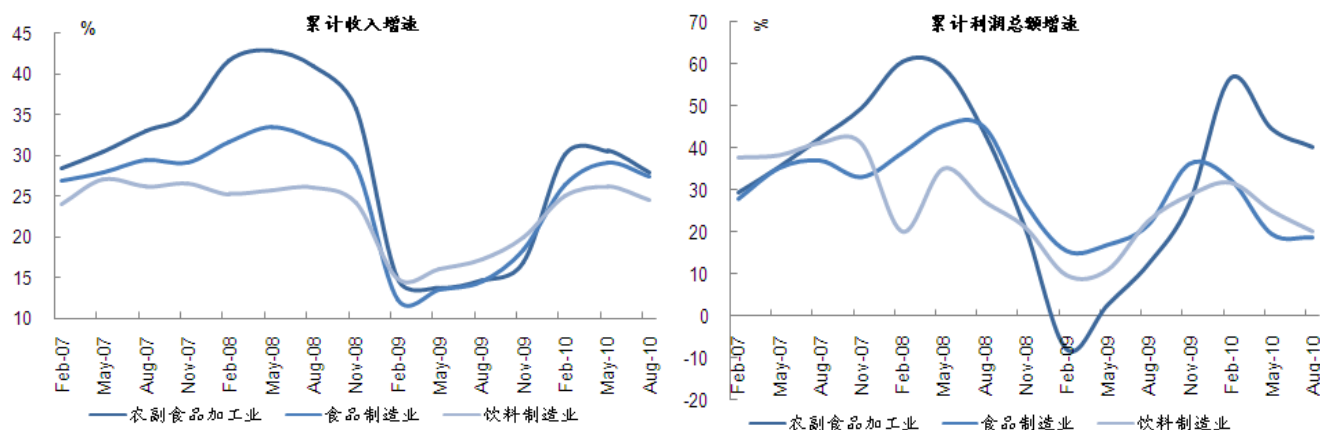
图 1：9 月份工业增加值增速继续回落，饮料制造业除外



数据来源：Wind，渤海证券研究所

统计局数据显示随着经济的回落以及同比增长基数的提高，食品饮料行业收入、利润增速在 5-8 月份有所回落。截止到 8 月份，食品加工业、食品制造业以及饮料制造业收入增速分别为 27.96%、27.39%和 24.51%，同比增速分别环比下滑了 2.56、1.72 和 1.67 个百分点；利润总额增速分别同比增长了 40.24%、18.88%和 20.27%，同比增速分别下滑了 4.38、0.86 和 4.9 个百分点。

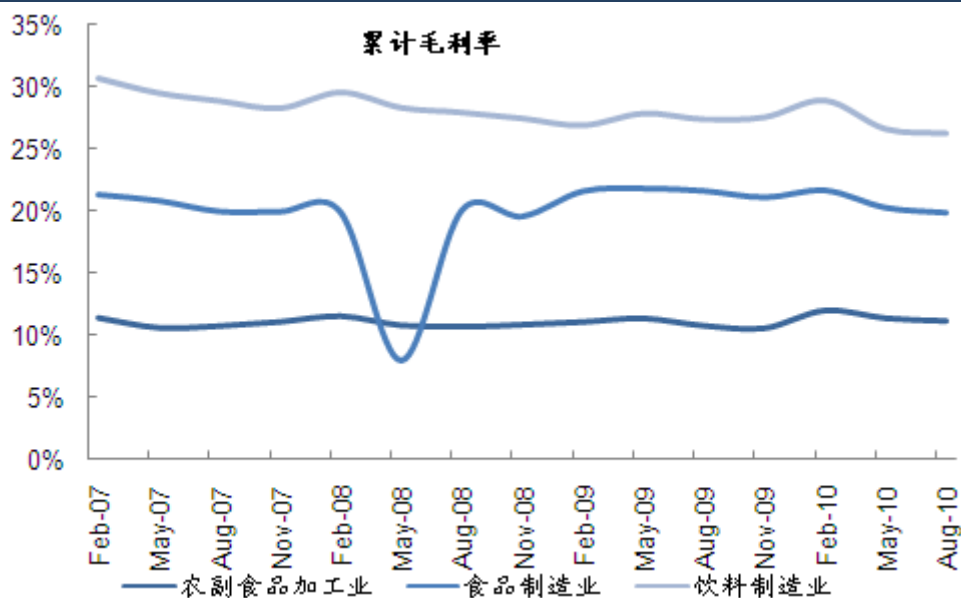
图 2：1-8 月份食品饮料行业收入、利润增速均有不同程度下滑



数据来源：Wind 渤海证券研究所

毛利率水平小幅下滑: 前 8 月食品加工业、食品制造业以及饮料制造业毛利率水平分别为 11.17%、19.85%和 26.24%，环比分别下滑了 0.23、0.4 和 0.36 个百分点。虽然今年以来各种粮食、蔬菜价格持续上涨，但是直到 8 月份为止对整个食品饮料行业盈利能力的影响是小幅负面，从历史运行情况来看，只有食品制造业在农产品价格短期快速上涨时期受显著负面影响外，食品加工业和饮料制造业毛利率水平基本维持平稳运行的态势。

图 3: 1-8 月份食品饮料行业毛利率有所下滑

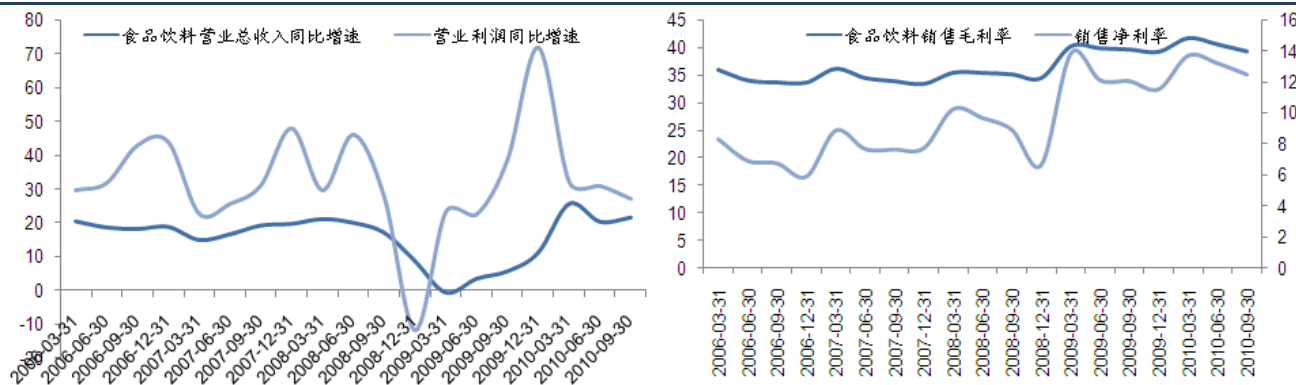


数据来源: Wind 渤海证券研究所

1.2 上市公司整体业绩与行业基本一致

三季报显示相关上市公司收入增速仍然维持高速，但是营业利润同比增速开始小幅下滑，我们认为利润增速下滑的主要原因在于农产品价格的上涨使得食品企业渐渐面临成本压力。总体来说上市公司业绩增速与趋势与整体行业基本一致。

图 4: 前三季度收入维持高速增长，利润增速有所下滑，毛利率下滑

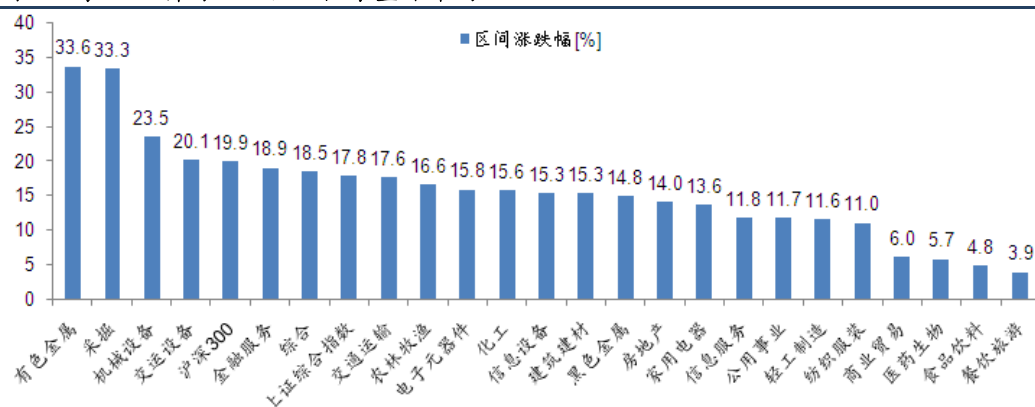


数据来源: Wind 渤海证券研究所

1.3 二级市场运行情况

从2010年10月1日到2010年11月6日，食品饮料10月份累计上涨了4.76%，排名涨幅榜倒数第2位；同期沪深300指数和上证综合指数分别上涨了19.94%和17.84%，食品饮料表现远远落后于整体市场。近期市场风格转变明显，美国量化宽松货币政策为美元贬值和大宗原材料价格上涨，奠定基础。因此，10月有色金属及采掘业涨幅靠前。而食品饮料由于前期上涨较多，导致估值优势不在；另外，随着三季报的逐步披露，上市公司基本符合预期，业绩处于稳步增长态势；最后十一旺季结束，白酒提价预期暂缓，下一次预期高峰要到春节前后，这些均导致10月份行业表现较弱。

图 5：食品饮料行业涨幅远低于整体市场



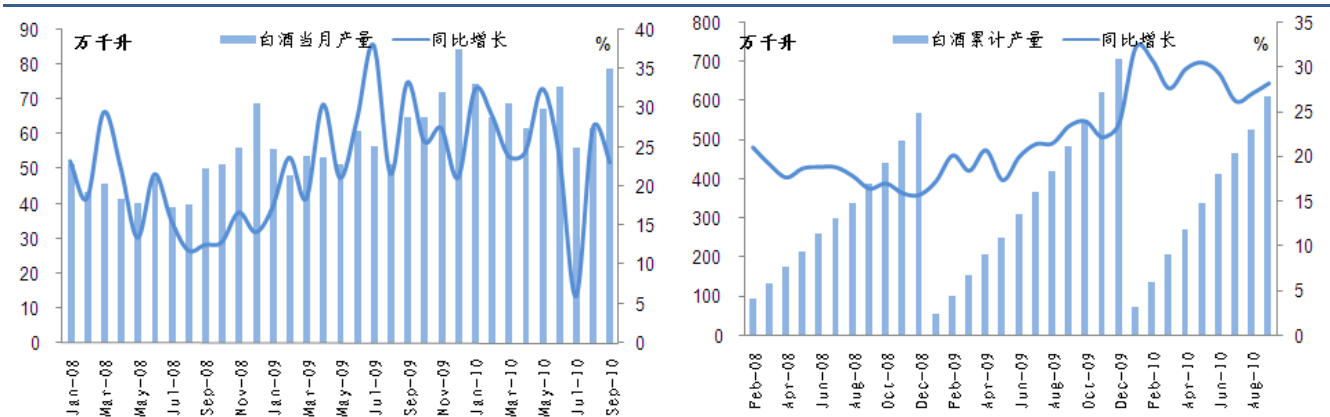
数据来源：Wind，渤海证券研究所 单位：%

2 子行业运行情况

2.1 白酒行业：行业高景气运行，茅台价格继续上涨

产量增速维持高位运行。9月份白酒行业产量为78.82万千升，同比增长了23.11%，增速同比、环比分别下降了10.19和4.35个百分点。虽然有所下滑，但是增速维持高位运行显示出白酒行业仍然处于高景气运行阶段。前9个月白酒行业产量累计增长28.28%，同比加快了4.77个百分点。

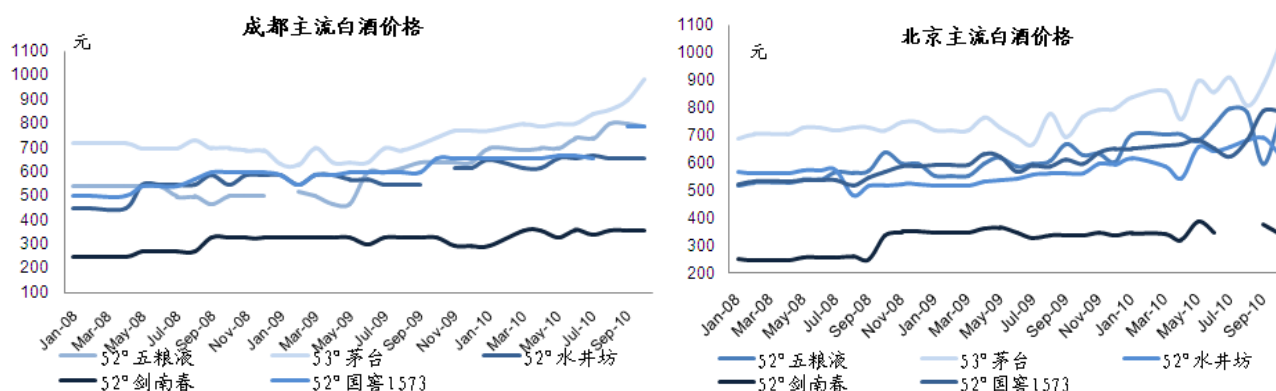
图 6：白酒行业产量走势图



数据来源：Wind，渤海证券研究所

10月份茅台市场零售价格加速上涨。根据糖酒快讯酒统计数据，10月份成都市场和北京市场的零售价格分别上涨了88元和145.7元，涨幅加速；北京市场五粮液终端价上涨167元，成都市场终端价小幅下降了9元。整体看，成都市场其他品种价格维稳为主；而北京市场的水井坊和剑南春终端价格均有不同程度下降，降幅分别为65.3元和35元。

图 7：10月份高档白酒终端价稳定，茅台价格继续上涨

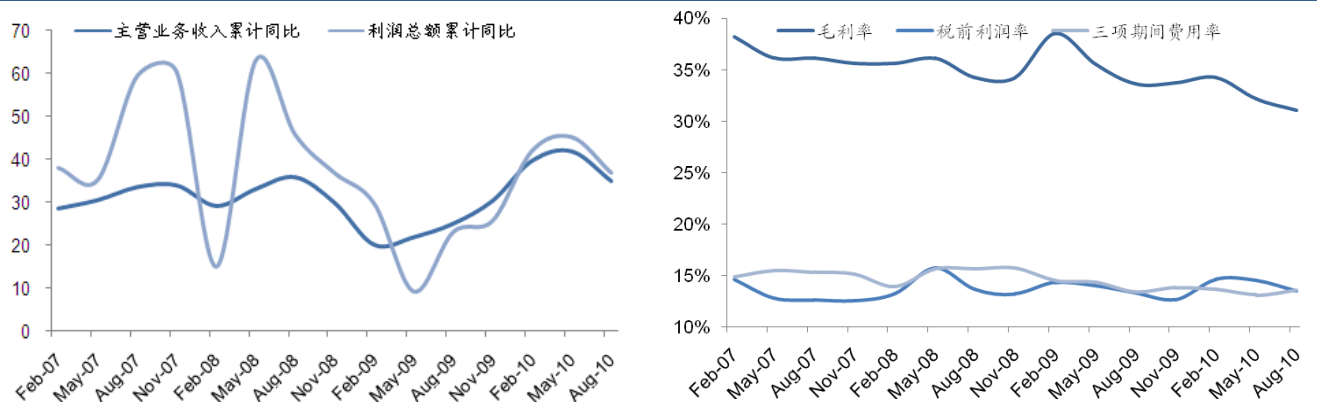


数据来源：糖酒快讯，渤海证券研究所

5-8月份白酒行业收入、利润增速环比有所下滑，但是同比仍然较高。1-8月份白酒行业收入和利润增速分别增长了35.04%和36.86%，增速同比分别加快了9.92和13.79

个百分点，但是环比分别下滑了 6.92 和 8.32 个百分点。毛利率和费用率情况基本持平：1-8 月份行业毛利率、税前利润率和期间费用率分别为 31.08%、13.49%和 13.56%。

图 8：白酒行业收入、利润增速以及毛利率水平有所下滑



数据来源：Wind，渤海证券研究所

上市公司财报显示白酒收入和净利润都在 2 季度基础上有所加快，并且今年收入增速远高于收入增速；从盈利能力看，3 季度毛利率及净利润率均有小幅下滑，在 1 个百分点左右；净利润增速虽然在 3 季度有所提升，但是由于盈利能力的下降及费用水平的提升，仍然要低于收入增长水平。

表 1：白酒收入、净利润增速加快，盈利能力小幅下滑

白酒	2009 年	1H2010	3Q2010
营业总收入同比增速	27.15	34.01	35.15
净利润同比增速	38.34	30.69	31.2
销售毛利率	69.2	71.16	70.06
销售净利率	31.85	33.54	32.32

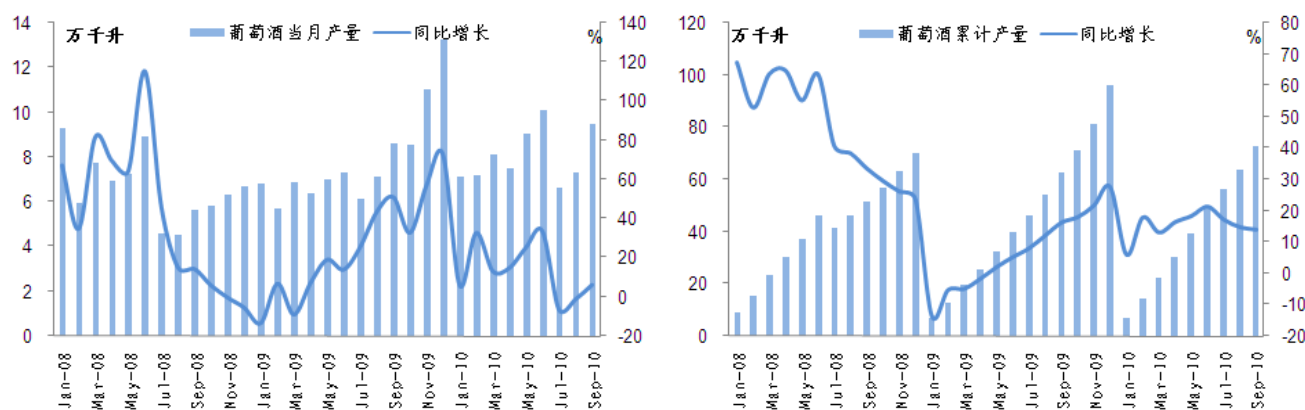
数据来源：Wind 渤海证券研究所 单位：%

2.2 葡萄酒行业：收入、利润环比增速有所提高

9 月份生产葡萄酒 9.46 万千升，同比增长了 6.28%，增速环比增长了 7.44 个百分点；前 9 个月累计产量为 73.01 万千升，同比增速为 14.11%，环比下滑了 0.82 个百分点。由于同比基数增长基数的提高，葡萄酒行业产量增速有所下滑，但是仍然呈现出稳定增长的趋势。

从市场终端价格看，近两个月北京市场葡萄酒终端价格呈现出上涨的趋势，但是成都价格下降为主。由于葡萄减产及葡萄价格上涨给葡萄酒生产厂商带来一定的成本压力，为了转移成本上涨长城等葡萄酒厂商对产品有所提价，加上春节期间消费旺季，预计葡萄酒终端价格会有所上涨。

图 9：葡萄酒行业产量增速继续回升



数据来源：Wind，渤海证券研究所

表 2：近两个月北京市场葡萄酒价格上升为主

	Jan-10	Mar-10	Apr-10	May-10	Jun-10	Jul-10	Aug-10	Sep-10	Oct-10
张裕优选级解百纳	83.9	74	74	58.5	83	83	92.6	110.7	61
烟台长城高级解百纳	75.7	76.7	76.7	68	25.7	25.7		70.3	93
沙城长城三星干红	87.3	84.9	82.5	79.5	86.9	91.1	74.7	77.9	84.3
华夏葡园 95 干红	87	84.5	106	78.5	90	90	78	79.2	87
威龙精品解百纳	38.6	38.9	37.9	33.8	41.1	55.8	41.6	52.1	40.5
威龙天然红葡萄酒	15.8	15.8	14.1	12.8	15.8	15.8	16.5	16.1	13.2
通化高级红	11.8	11.8	12	10.8	10.9	10.9	11.2	29	

数据来源：糖酒快讯，渤海证券研究所

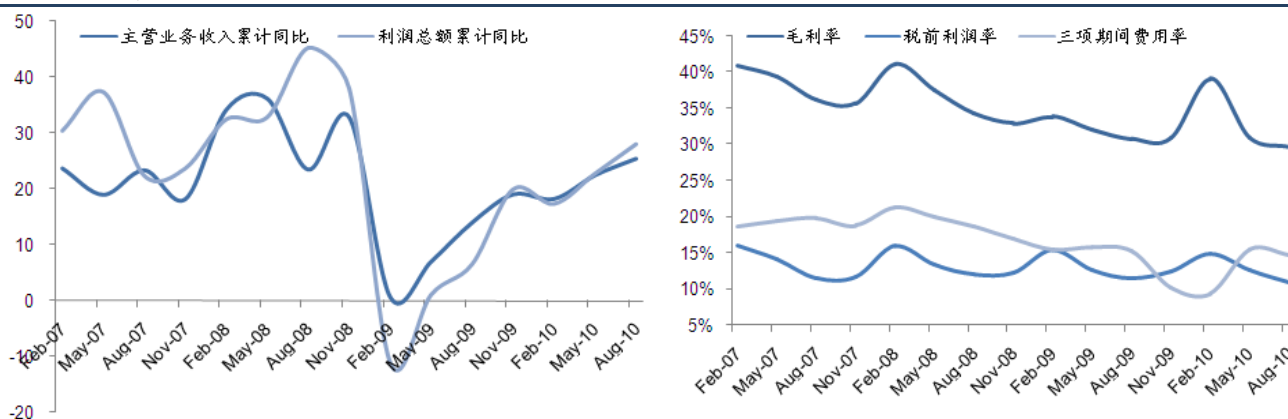
表 3：近两个月成都市场葡萄酒价格下降为主

	Jan-10	Mar-10	Apr-10	May-10	Jun-10	Jul-10	Aug-10	Sep-10	Oct-10
张裕优选级解百纳	61.2	62.9	62.9	62.9	108	108	108		98
张裕特选级解百纳	96.7	97	98	98	96	98	92	96	108
长城 99 年份干红	29.8	29.8	31.3	29.8	29.8	39.8	39.8	39.8	49.5
长城 99 解百纳干红	56.8	68.5	68.8	58.8	58.8	58.8	58.8	58.5	
长城 99 高级解百纳干红	81.9	82.6	81.8	81.8	81.8	86	86		
烟台长城高级解百纳	72	89	65.9	59.9	63.7	59.6	58.8		
烟台长城红色庄园	73.9	65.9	82	89	89	72	72	72	
沙城长城三星干红	88	91	96	91.6	89	91.6	91	89.8	88
威龙天然红葡萄酒	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5	16.4	14.6	17.8	14.8
新天玛纳斯干红	28.8	23.5	23.5	23.8	23.8	23.8	22.3	23.8	23.8
云南红	35.2	35	35	39.5	37.5	39	37.4	37.4	35.7

数据来源：糖酒快讯，渤海证券研究所

5-8 月份葡萄酒行业收入、利润增速环比、同比均有所提高。1-8 月份葡萄酒行业收入和利润增速分别增长了 25.46%和 27.96%，增速同比分别加快了 11.44 和 21.44 个百分点，环比分别加快了 2.96 和 5.24 个百分点。毛利率和费用率环比、同比均有小幅下滑：1-8 月份行业毛利率、税前利润率和期间费用率分别为 29.66%、10.98%和 14.69%。

图 10: 葡萄酒行业收入、利润增速加快, 毛利率水平有所下滑



数据来源: Wind, 渤海证券研究所

上市公司财报显示葡萄酒收入和净利润增长情况在 2 季度基础上有所改善, 但是净利润增长情况要差于收入的增长; 从盈利能力看, 3 季度毛利率在上半年基础上小幅下滑, 但是仍然高于去年同期水平; 而销售净利率在 3 季度虽然有所改善, 但是远低于去年上市公司整体水平, 从行业数据印证, 主要是期间费用率的上升。

表 4: 葡萄酒收入、净利润增长情况改善, 盈利能力下滑

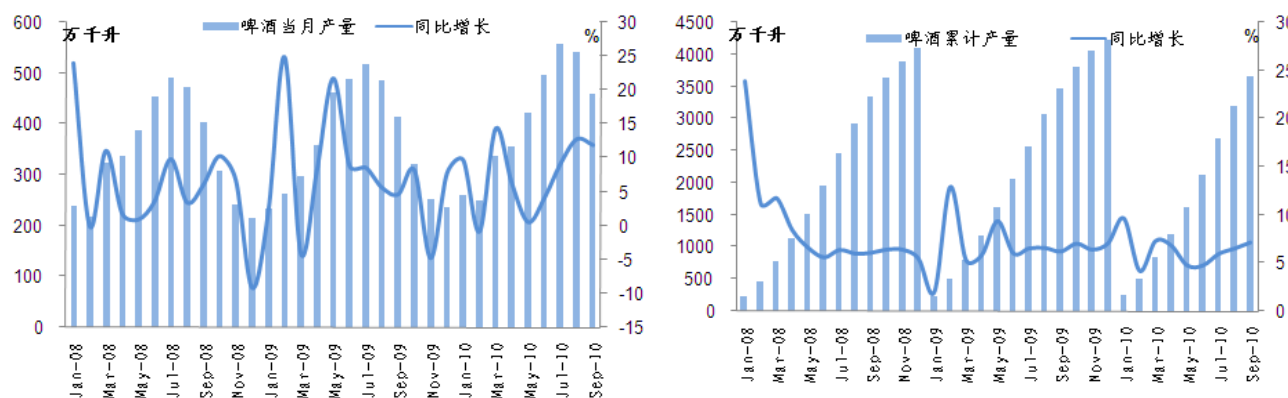
葡萄酒	2009 年	1H2010	3Q2010
营业总收入同比增速	10.63	18.31	18.95
净利润同比增速	192.95	-11.23	-6.1
销售毛利率	66.57	68.96	66.71
销售净利率	21.95	17.59	17.78

数据来源: Wind 渤海证券研究所 单位: %

2.3 啤酒行业: 行业增速有所回升

2010 年 9 月份, 啤酒行业产量为 459.54 万千升, 同比增长了 11.85%, 增速上升 7.24 个百分点, 环比却下降了 0.88 个百分点; 1-9 月份累计产量为 3654.35 万千升, 同比增长 7.16%, 增速同比环比分别提升了 0.93 个百分点和 0.63 个百分点。啤酒行业三季度产销量增速回升, 符合我们之前的判断。

图 11: 啤酒行业产量增速低位运行

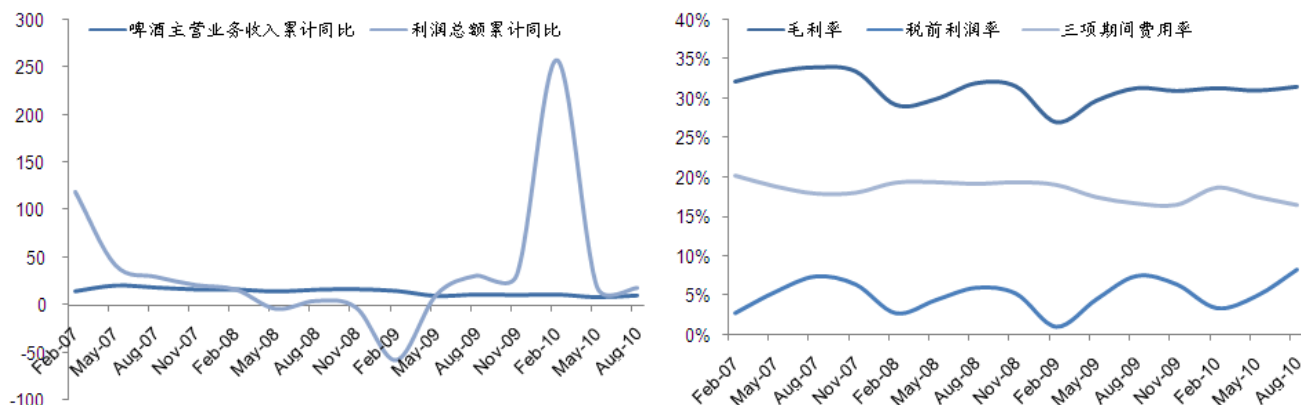


数据来源: Wind, 渤海证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

5-8 月份啤酒行业收入增速环比有所提高，但利润总额增速环比小幅下滑。1-8 月份啤酒行业收入和利润增速分别增长了 10%和 17.97%，增速同比分别下跌了 1.03 个百分点和 13.01 个百分点，环比分别加快了 1.76 和-1.09 个百分点。毛利率环比上升，费用率环比下降，税前利润率显著改善：1-8 月份行业毛利率、税前利润率和期间费用率分别为 31.46%、8.22%和 16.44%。

图 12：啤酒行业收入增长加快，利润总额增速小幅下滑，毛利率环比上升



数据来源：Wind，渤海证券研究所

上市公司财报显示啤酒收入增长在二季度基础上有所加快，但是仍然低于去年全年水平；净利润增速三季度有所下滑，并且亦低于去年全年水平；由于上游原材料价格的逐步上涨，3 季度毛利率水平有所下滑；销售净利率在去年基础上有所改善，行业数据印证主要是由于期间费用率的下降。近期由于国际大麦价格开始上涨，啤酒企业大麦采购季节到来，这将会提高之后啤酒生产成本，加大啤酒企业成本压力。

表 5：啤酒收入、净利润增长情况改善，盈利能力下滑

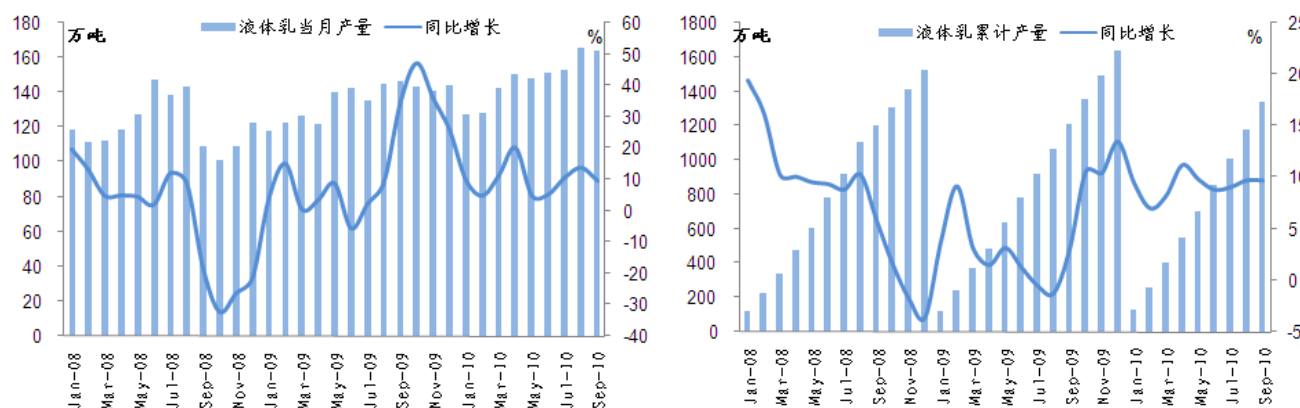
啤酒	2009 年	1H2010	3Q2010
营业总收入同比增速	9.31	4.21	7.29
净利润同比增速	44.63	31.05	24.74
销售毛利率	41.51	43.04	42.96
销售净利率	7.18	8.98	9.42

数据来源：Wind 渤海证券研究所 单位：%

2.4 乳品行业：产量增速下降，成本售价继续上涨

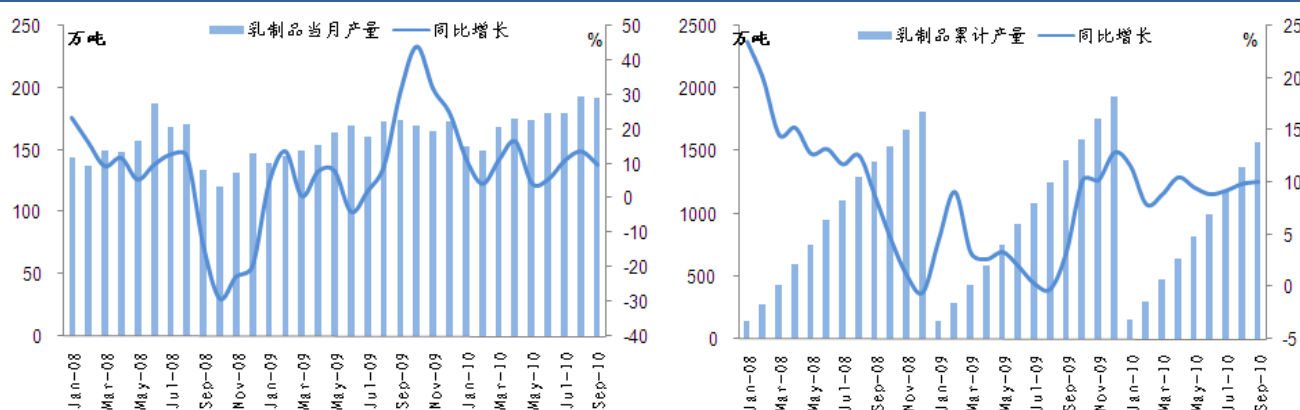
2010 年 9 月份液体乳产量为 163.83 万吨，同比增长了 9.39%，增速同比环比分别下降了 24.95 个百分点和 4.17 个百分点；乳制品产量为 192.51 万吨，同比增长了 9.887%，增速同比环比分别下降了 21.04 和 3.86 个百分点。液体乳和乳制品产量增速在 9 月份均有所下降，显示在冬季奶牛产奶淡季原料乳对乳品行业发展的制约有所显现。从累计增速看，前 9 个月，液体乳和乳制品销量分别维持了 9.73%和 10.06%的增速，环比增速持平或小幅上升。

图 13: 液体乳产量走势图



数据来源: Wind 渤海证券研究所

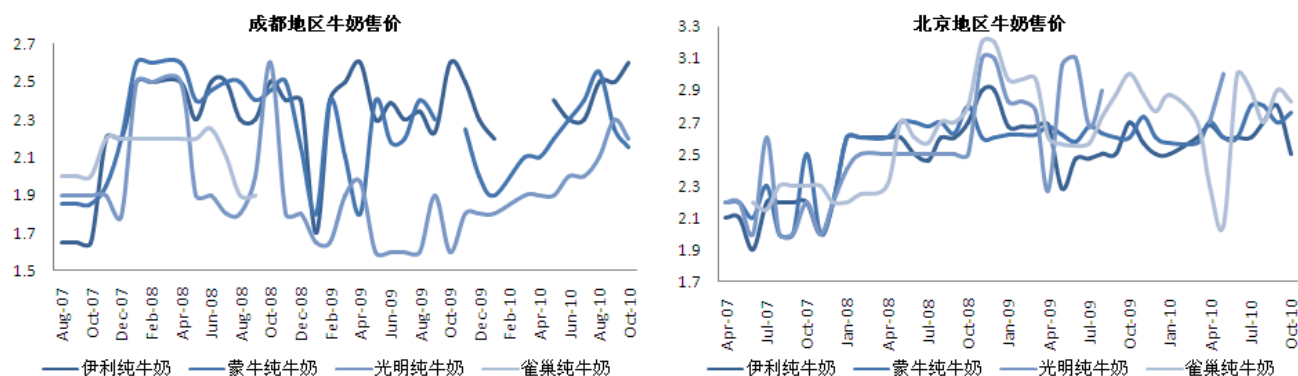
图 14: 乳制品产量走势图



数据来源: Wind 渤海证券研究所

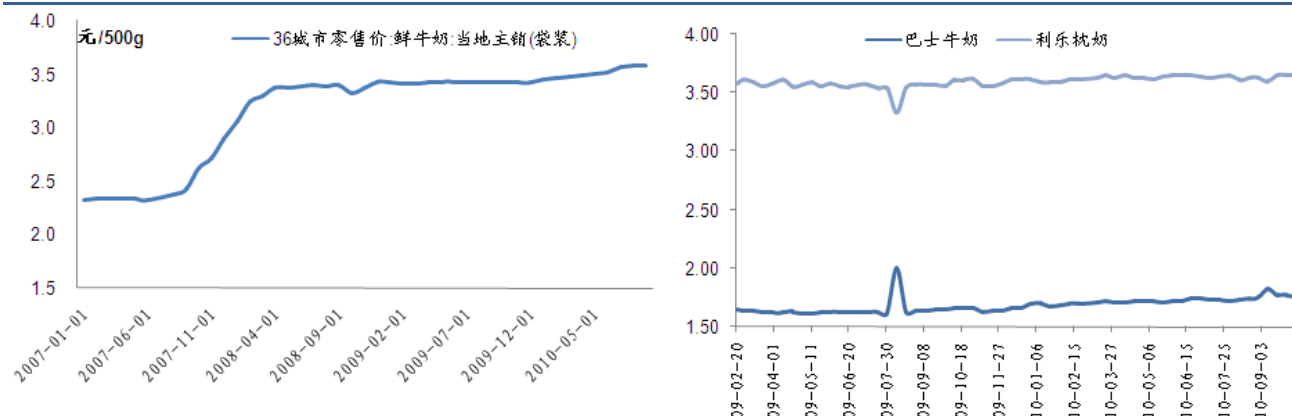
从糖酒快讯公布的 10 月份的数据显示,成都和北京地区的牛奶售价涨跌互现:成都市场的伊利纯牛奶 10 月份上涨了 0.1 元;北京市场的蒙牛纯牛奶比 9 月份上涨了 0.06 元;这两个地区的其他品种均有不同程度的下跌,其中成都市场的蒙牛、光明纯牛奶下跌了 0.1 元,北京市场的伊利、雀巢以及三元分别下跌了 0.3 元、0.07 元和 0.15 元。对 36 个城市当地主销袋装鲜牛奶的零售价格统计数据显示截止到 9 月底,售价与 8 月份持平,但是同比上涨了 4.68%;截止到 10 月 10 日 50 个城市巴氏奶和利乐枕奶平均售价与 9 月 10 日相比分别上涨了 -0.07 元和 0.05 元。总体来看仍然维持之前的水平。数据显示白奶价格在仍处于逐步小幅攀升过程。我们统计的原料乳价格数据来看,乳制品行业生产成本不断上涨,9 月份主产区原奶平均价格为 2.98 元/公斤,比 8 月份上涨了 0.05 元,同比上涨了 26.31%,原料乳价格上涨为乳品行业带来的成本压力仍然不容小视。从奶类生产价格指数上看,三季度累计同比增速与前期基本持平,显示出原料乳价格未来涨幅趋缓。

图 15: 成都、北京地区部分纯牛奶价格反复



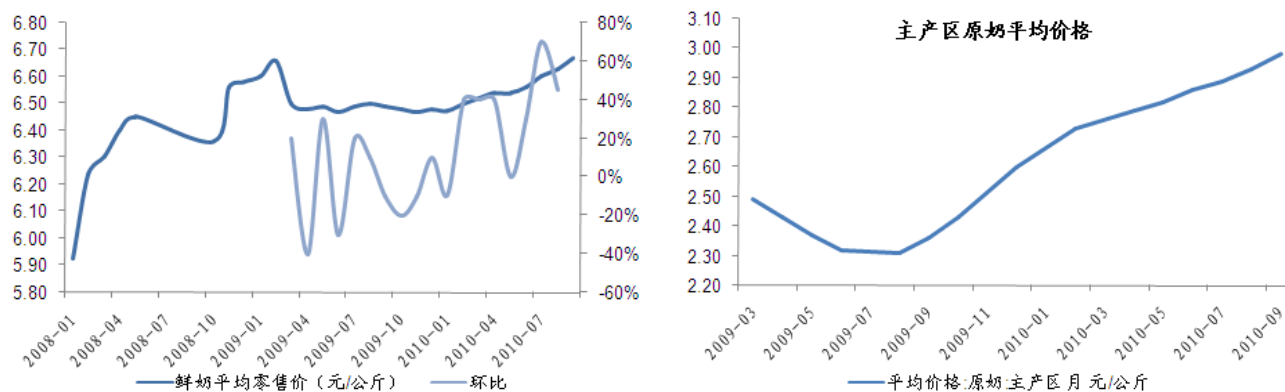
数据来源: Wind, 渤海证券研究所

图 16: 36 个城市当地主销鲜牛奶零售价以及 50 个城市巴士和利乐奶售价图



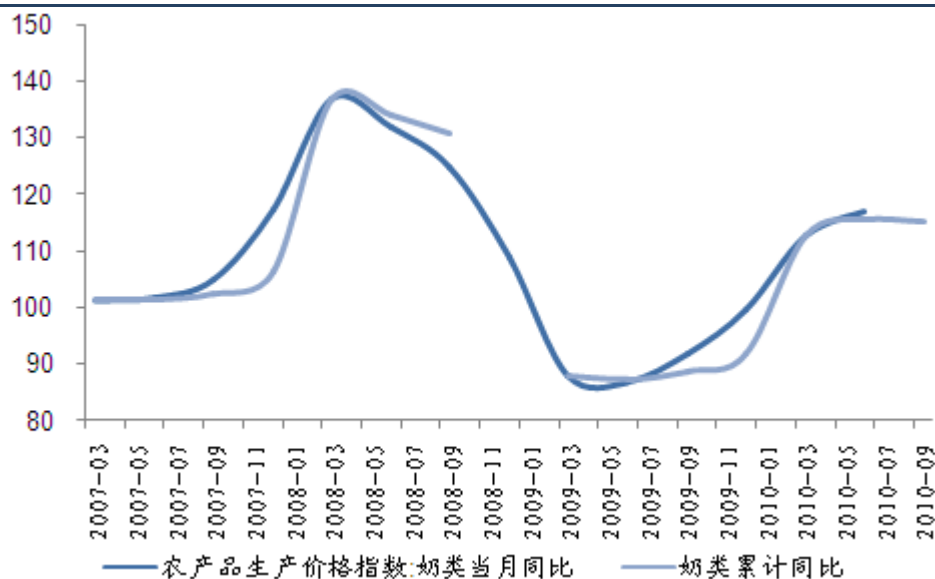
数据来源: Wind, 渤海证券研究所

图 17: 原料乳价格不断攀升



数据来源: Wind, 渤海证券研究所

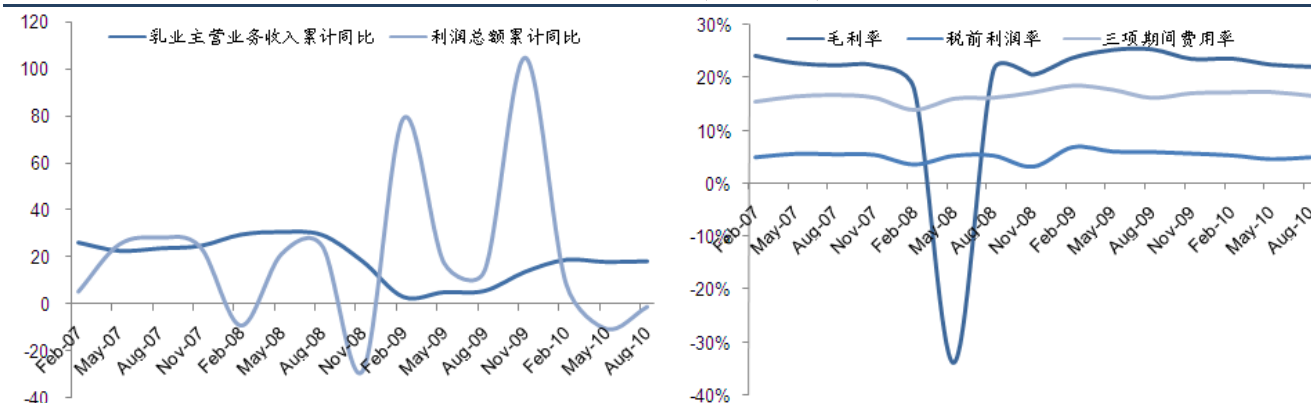
图 18: 奶类生产价格指数持续上涨



数据来源: Wind, 渤海证券研究所

5-8 月份乳品行业收入和利润总额增长情况比上半年有所好转。1-8 月份乳品行业收入和利润增速分别增长了 18.02%和-1.02%，增速同比分别上升了 12.59 个百分点和下降 15.38 个百分点，环比分别加快了 0.32 和 9.35 个百分点。**毛利率环比下滑，费用率环比下降，税前利润率环比改善：**1-8 月份行业毛利率、税前利润率和期间费用率分别为 22.08%、4.95%和 16.60%。随着原料乳价格的不断上涨，整个乳品行业的毛利率呈现出逐季下跌的趋势。

图 19: 乳业收入增长加快，利润总额增速小幅下滑，毛利率环比上升



数据来源: Wind, 渤海证券研究所

上市公司财报显示乳品行业收入增长在二季度基础上有所加快，并且高于去年全年水平；但是净利润增速三季度有所下滑，并且远低于去年全年水平；由于上游原材料价格的逐步上涨，3 季度毛利率水平有所下滑；销售净利率在去年基础上有所改善，行业数据印证主要是由于期间费用率的下降。近期由于原料乳价格高位运行，预计行业毛利率水平将会进一步下滑。乳品行业存在提价以消化原料价格上涨的需求。

表 6: 乳品行业收入、净利润增长情况改善, 盈利能力下滑

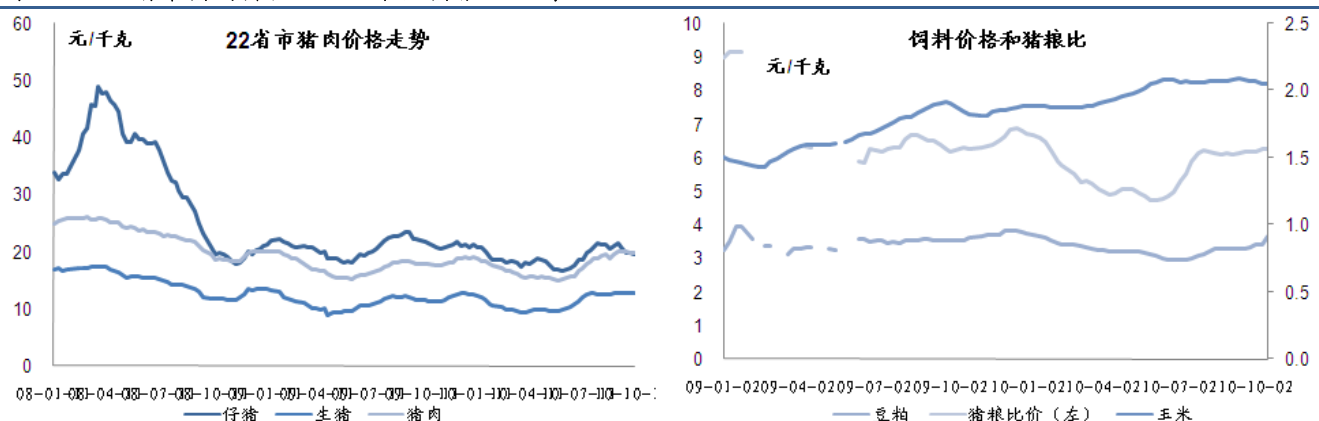
乳品	2009 年	1H2010	3Q2010
营业总收入同比增速	13.89	18.16	18.83
净利润同比增速	136.23	9.15	-3.75
销售毛利率	34.81	31.66	30.63
销售净利率	2.01	1.94	2.04

数据来源: Wind 渤海证券研究所 单位: %

2.5 肉制品行业: 猪肉价格涨幅趋缓, 屠宰量有所上升

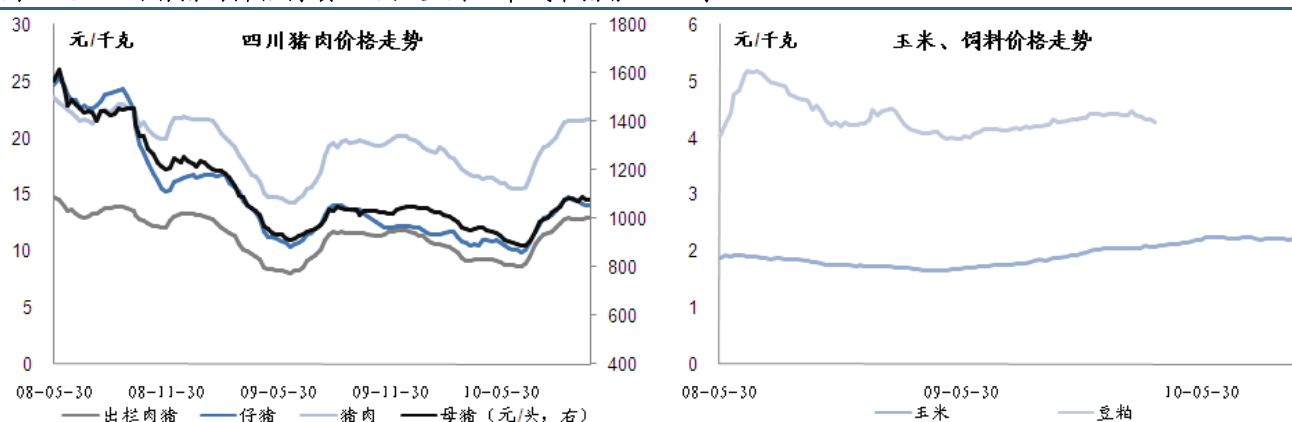
9 月份国家定点屠宰企业屠宰量为 1897.4 万头, 同比增长了 4.48%, 增速自 7 月份以来连续两个月份持续回升。随着生猪供给量以及屠宰量的不断上升, 猪肉价格涨幅趋缓。全国 22 个省市仔猪、生猪和猪肉价格 10 月 15 日分别比 9 月 17 日下降了 8.48%、0.08% 和 1.25%。猪粮比也从 9 月 17 日的 6.19 提升到了 6.28。我们认为在春节来临之前, 随着供给量的上升, 猪肉价格小幅震荡, 在春节旺季之前仍有一定的上涨空间。

图 20: 22 省市猪肉价格小幅回落, 猪粮比回到 6.28



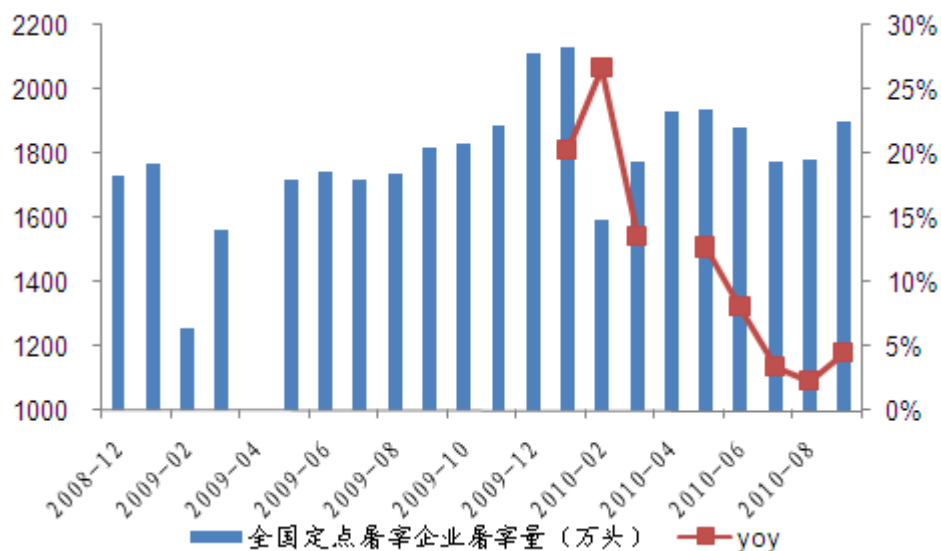
数据来源: Wind, 渤海证券研究所

图 21: 四川省猪肉价格持续上涨, 全国大中城市猪粮比回到 6.34



数据来源: Wind, 渤海证券研究所

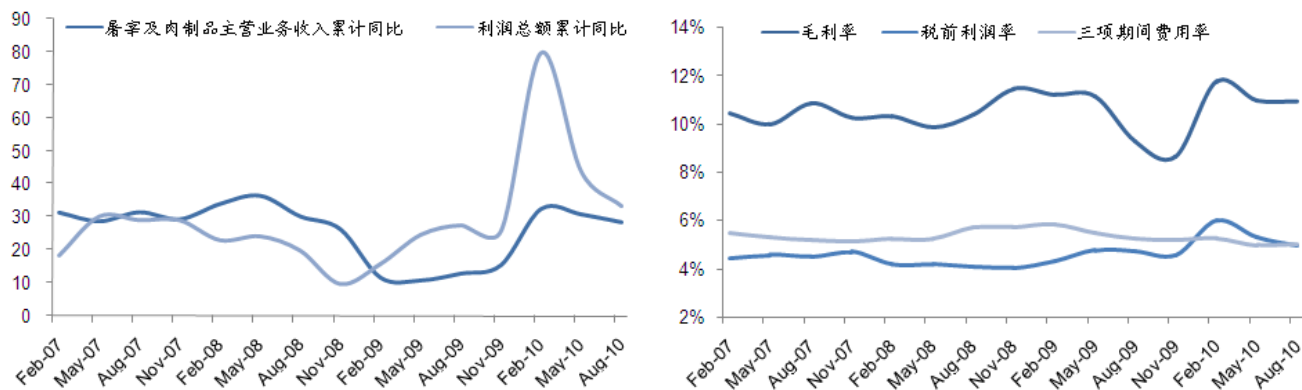
图 22: 全国定点屠宰企业屠宰量增速持续回升



数据来源: Wind 渤海证券研究所

5-8 月份屠宰及肉制品行业收入和利润总额增长情况比上半年有所下滑。1-8 月份屠宰及肉制品行业收入和利润总额增速分别为 28.31%和 33.29%，增速同比分别上升了 15.4 个百分点和 5.86 个百分点，环比分别下降了 2.35 和 10.44 个百分点。**毛利率环比下滑，费用率环比上升，税前利润率环比下滑：**1-8 月份行业毛利率、税前利润率和期间费用率分别为 10.93%、4.98%和 5%。生猪价格涨幅趋稳，有利于整个行业盈利能力的稳定，以及下游需求的增长。

图 23: 屠宰及肉制品行业收入利润增速环比下滑，毛利率环比上升



数据来源: Wind, 渤海证券研究所

上市公司财报显示乳品行业收入增长在二季度基础上有所加快，并且远高于去年全年水平；但是净利润增速三季度有所下滑，并且远低于去年全年水平；由于生猪价格的不断上涨，3 季度毛利率水平有所下滑；销售净利率比中期小幅下滑。随着价格涨幅趋稳，预计行业盈利能力会有所改善。

表 7: 肉制品行业收入、净利润增长情况改善，盈利能力下滑

屠宰及肉制品	2009 年	1H2010	3Q2010
--------	--------	--------	--------

营业总收入同比增速	8.29	27.57	28.37
净利润同比增速	27.12	20.35	14.9
销售毛利率	10.07	9.69	9.16
销售净利率	3.99	3.52	3.51

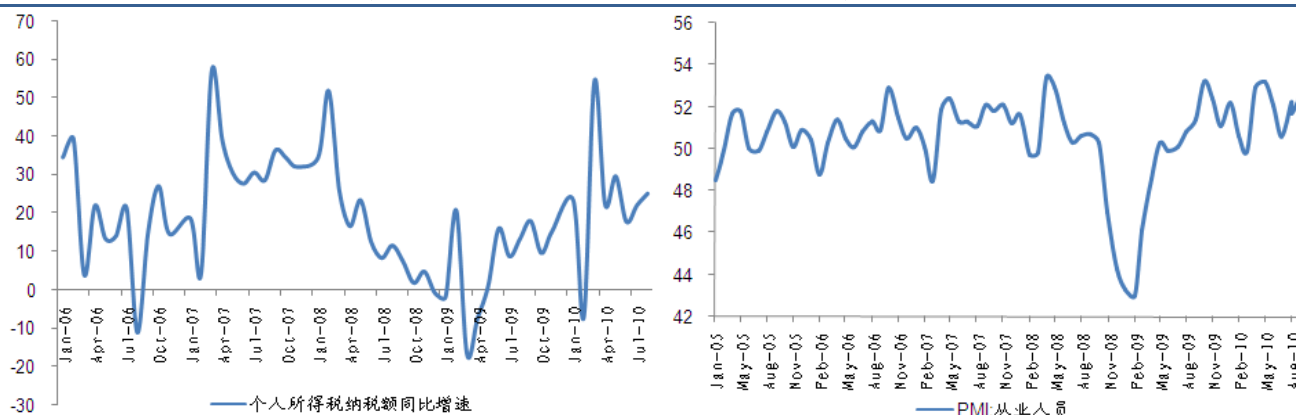
数据来源：Wind 渤海证券研究所 单位：%

3 食品饮料行业运行环境

从就业和收入水平来看，近期数据都处于正常水平波动，季度就业率数据甚至有显著改善。但是由于物价的快速上涨加重居民生活负担，而房价高悬、社会保障体系不健全的情况下，居民消费者信息指数、满意指数和预期指数在 9 月份发生了大幅下滑。消费者预期未来物价上涨，储蓄意愿高涨，对目前物价高涨不认可，导致消费意愿低位徘徊。城镇居民的人均实际消费性支出同比增速从今年上半年的 7.2% 下降到前三季度累计 6.3%。

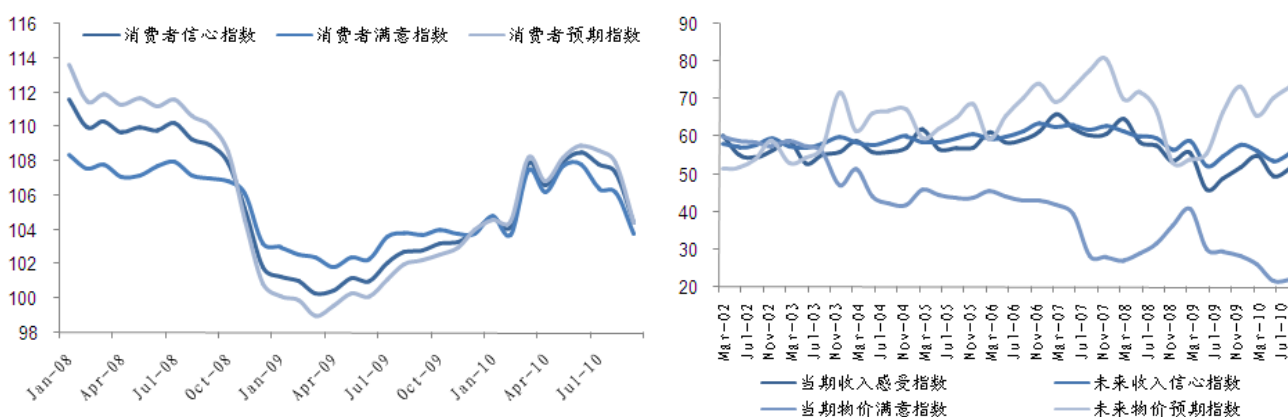
在全球量化宽松货币政策的推动下，全球性的通胀压力越来越大，而我国 CPI 指数持续走高，这将在一段时间内限制居民的消费热情。虽然国家致力于提高居民收入水平，保证居民能够充分分享经济增长，但在有力措施没有出台之前，消费者消费很难有大起色。

图 24: 8 月个税纳税额增速上升到 24.98% 左右，9 月 PMI 从业指数上升到 52.4



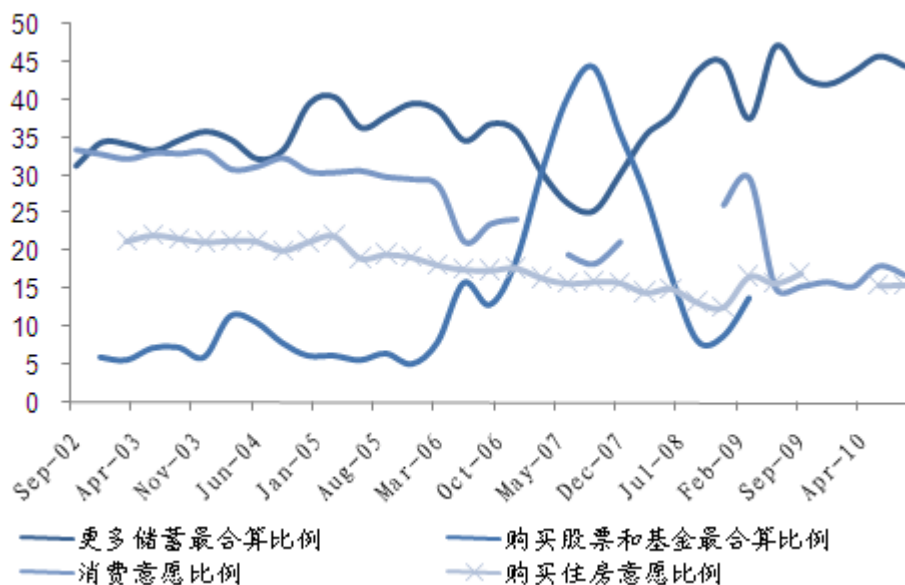
数据来源：Wind，渤海证券研究所

图 25: 消费者指数大幅下降，居民通胀预期强烈，当期物价满意指数创新低



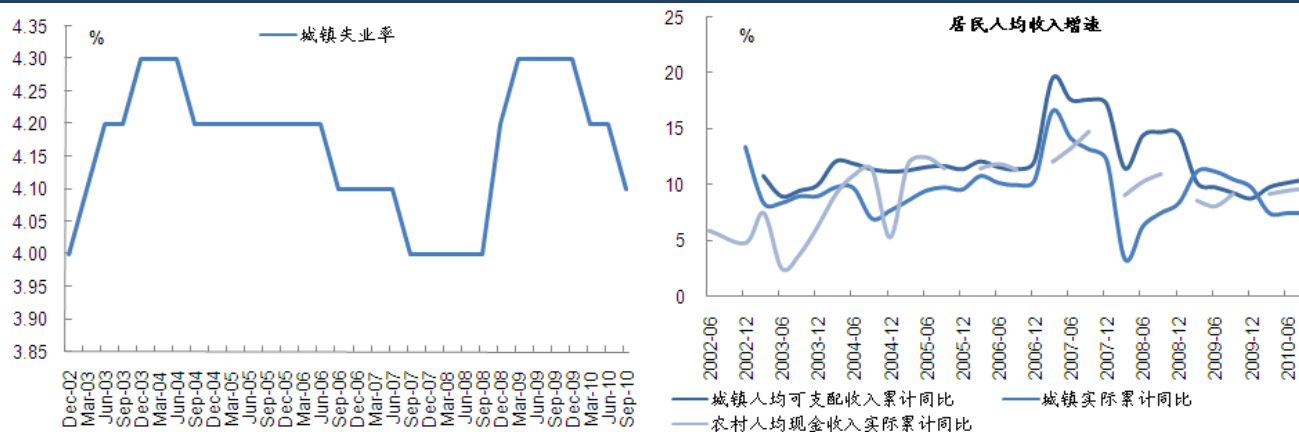
数据来源：Wind，渤海证券研究所

图 26: 居民储蓄意愿高涨, 消费意愿低位运行



数据来源: Wind, 渤海证券研究所

图 27: 消费者指数大幅下降, 居民通胀预期强烈, 当期物价满意指数创新低



数据来源: Wind 渤海证券研究所

4 投资策略

4.1 绝对估值低，估值优势不明显

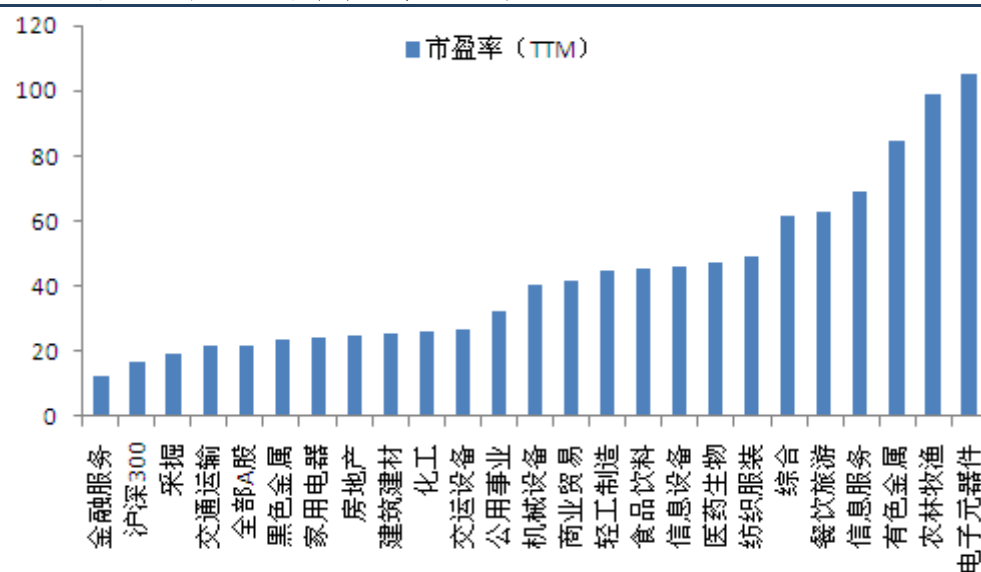
从历史水平看，食品饮料行业市盈率仍然处于相对合理水平，在所有板块中，估值水平处于中等偏上；但是从与整体市场的溢价率来看，目前维持在 2 倍左右的较高水平，估值优势不明显。各子板块估值水平看，肉制品、其他酒类以及白酒版块估值仍在 40 倍以下。

图 28：食品饮料行业估值已向上突破，仍处于历史较低水平



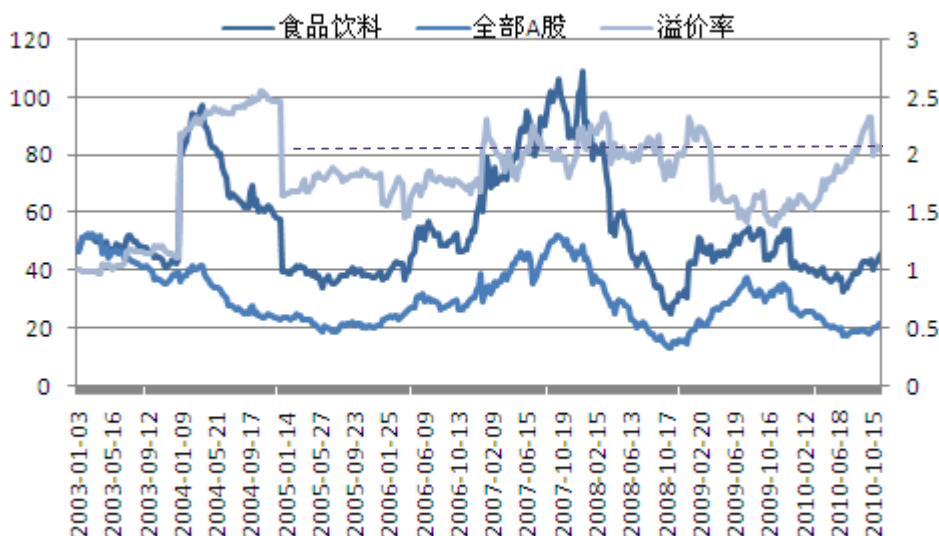
数据来源：Wind 渤海证券研究所（截止 2010-11-9）

图 29：食品饮料估值水平中等偏高（市盈率 TTM）



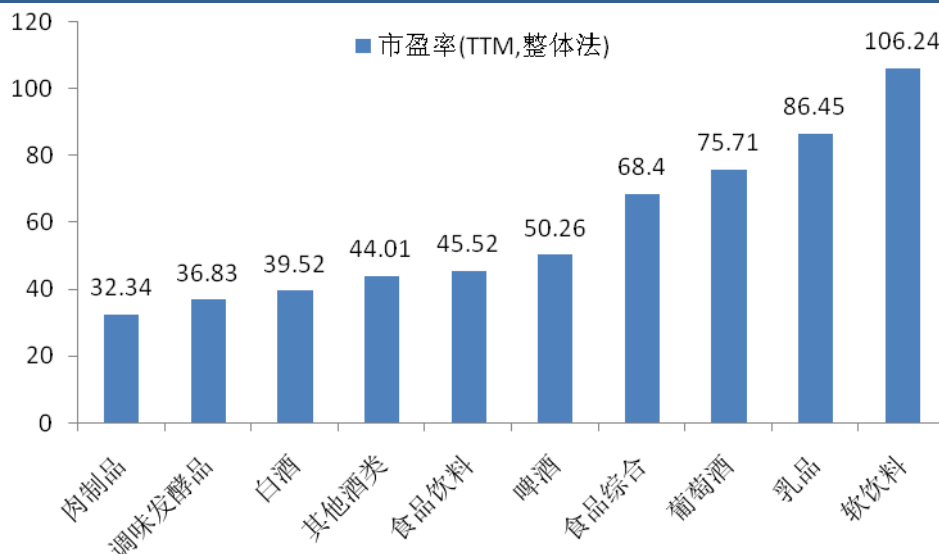
数据来源：Wind 渤海证券研究所（截止 2010-11-9）

图 30: 食品饮料行业估值溢价处于历史平均水平



数据来源: Wind 渤海证券研究所 (截止 2010-11-9)

图 31: 食品饮料主要子行业估值水平市盈率 (TTM)



数据来源: Wind 渤海证券研究所 (截止 2010-11-9)

4.2 投资主线

10 月份食品饮料指数上涨 1.75%，而上证指数和沪深 300 分别上涨了 12.17%和 15.14%，食品饮料严重跑输整体市场。目前食品饮料相对大盘的溢价率回升至 2.09，为 2007 年以来历史平均水平。根据对 2005 年以来高点的测算，食品饮料相对于大盘溢价的峰值为 2.11-2.35 之间，从这个角度说，未来食品饮料行业溢价率继续抬升的空间有限。因此在对食品饮料投资时，业绩对估值的支撑作用更加明显。

目前对于食品饮料行业的投资主线应该围绕两大主题：一是，通胀受益主题，包括提价能力强的高端白酒（贵州茅台、五粮液和泸州老窖），以及拥有较大存货能够充分享

受存货重估的古越龙山等；二是，春节消费旺季即将到来，主流高端白酒在市场零售价格不断上涨的背景下，出厂价上调预期存在，因此关注贵州茅台、五粮液和泸州老窖，尤其是贵州茅台，提价能力最强。

对于个股方面，我们建议大家关注“保龄宝”：1）蔗糖价格的不断提升是果葡糖浆替代蔗糖的比较效应逐渐扩大，一方面促进下游需求，另一方面为公司进行产品提价奠定良好基础；2）低聚糖价格上调将会显著改善该品种毛利率不断下降的趋势；3）公司产品销量增长势头良好，包括果葡糖浆以及糖醇类产品，明年低聚果糖以及水溶性膳食纤维将会贡献增量收入；4）公司正在对果葡糖浆进行扩产和低聚糖应用于饲料领域的审批申请，一旦完成将会为未来业绩增长奠定基础。

表 8：重点关注食品饮料上市公司

股票名称	10 月份 涨跌幅	11.9 收 盘价	每股收益			市盈率		
			09 年	10 年	11 年	09 年	10 年	11 年
泸州老窖	18.72%	34.79	1.2	1.36	1.73	35.57	28.26	23.71
五粮液	8.50%	29.78	0.85	1.21	1.46	43.55	30.60	25.36
山西汾酒	15.11%	16.48	0.82	1.28	1.91	88.05	56.41	37.80
水井坊	20.95%	53	0.81	0.66	0.74	34.31	42.11	37.55
伊利股份	22.48%	28.39	0.81	0.97	1.39	51.77	43.23	30.17
保龄宝	7.89%	34.07	0.38	0.58	1.08	83.55	66.15	35.28
高金食品	1.60%	10.7	0.04	0.43	0.9	308.5	28.70	13.71

数据来源：渤海证券研究所 区间涨跌幅（10.1-11.9）

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、 买入：行业股票指数超越大盘；
- 2、 中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、 卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明 1: 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准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告 PDF 版由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋

022-28451131
13512060965loyalbright@yahoo.com.cn

谢晓冬

022-28451849
13820872805actionfish@live.cn

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道八号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn