

食品饮料行业



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

促消费和食品涨价背景下食品饮料行业 2011 年投资策略

2010 年 12 月 16 日

投资要点:

●2011 年我国出口形势不乐观,多行业产能过剩、资源高消耗和环境高污染将继续困扰我国经济发展,管理通胀预期将向治理实际通胀转换,促进消费将被放到特别重要的突出位置。食品饮料行业是消费领域的重要行业,政府促进消费政策有利于食品饮料行业上市公司扩大经营规模,提高经营业绩。

●2011 年我国粮食价格将在高位运行,是推动食品饮料价格同比上涨的重要力量。

●2011 年秋季之前将是啤酒消费旺季,啤酒上市公司经营业绩环比预计大幅度增长。

●2011 年我国白酒上市公司盈利水平继续保持在高位,但是增长幅度将下降。

●2011 年葡萄酒和黄酒上市公司经营业绩将继续稳定提高。

●白糖价格已经进入高位,2011 年涨幅预计不大。

●2011 年我国猪肉价格将继续上涨,养猪和猪肉加工行业上市公司经营规模和经营业绩将增长。

●2011 年我国奶业龙头上市公司经营业绩将继续稳定增长。

●投资策略:2011 年,食品饮料行业存在三条投资主线,第一条投资主线是生产和消费旺季带来的投资机会,重点公司有青岛啤酒、燕京啤酒等;第二条投资主线是产品预计涨价带来的投资机会,重点公司有伊利股份、光明乳业、双汇发展等;第三条投资主线是重组、增发和股票激励效应带来的投资机会,重点公司有双汇发展、通葡股份、ST 中葡、光明乳业等。

●2011 年,食品饮料行业内各子行业由于受产品价格变化、季节变化等因素影响强弱将发生变化,食品饮料行业总体预计继续强于大市,给予食品饮料行业“强于大市”评级。

食品饮料行业评级 强于大市 (维持)

动态市盈率: 56.89

市净率: 8.97

行业表现



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
行业涨跌(%)	5.22%	43.46%	32.60%
大盘涨跌(%)	-3.42%	13.71%	-10.57%

资料来源: 爱建证券研发部

重点公司盈利预测及投资评价

股票名称	评级	09EPS	10EPS	11EPS
光明乳业	推荐	0.12	0.18	0.22
贵州茅台	推荐	4.57	5.69	7.17
青岛啤酒	推荐	0.95	1.19	1.44
张裕 A	推荐	2.14	2.70	3.36
南宁糖业	推荐	0.43	0.82	0.98
双汇发展	推荐	1.50	1.88	2.30

资料来源: 公司公告

吴正武 许春华

执业证书编号: S0820208030012

电话 021-3222 9888-3509

邮箱 wuzhengwu@ajzq.com

相关报告

《扩内需背景下食品饮料行业 2010 年投资策略》

请务必阅读正文之后的重要声明

目录

一、促进消费是 2011 年政府扩内需的必然选择.....	05
二、2011 年我国粮食价格将在高位运行,是推动食品饮料价格同比上涨的重要力量.....	10
三、2011 年秋季之前将是啤酒消费旺季,啤酒上市公司经营业绩环比预计大幅度增长.....	11
四、2011 年我国白酒上市公司盈利水平继续保持在高位,但是增长幅度将下降.....	16
五、2011 年葡萄酒和黄酒上市公司经营业绩将继续稳定提高.....	19
六、白糖价格已经进入高位,2011 年涨幅预计不大.....	23
七、2011 年我国猪肉价格将继续上涨,养猪和猪肉加工行业上市公司经营规模和经营业绩将增长.....	27
八、2011 年我国奶业龙头上市公司经营业绩将继续稳定增长.....	30
九、行业投资建议和评级.....	33
十、重点上市公司盈利预测和评级.....	35

图形

图 1: 2005 年 1 月以来我国进出口情况(人民币亿元).....	05
图 2: 2003 年末以来我国 28 种主要能源和原材料产量指数变动情况.....	06
图 3: 1999 年 1 月以来中国人民银行企业商品价格(CGPI)指数变动情况.....	08
图 4: 2006 年 4 月以来我国社会消费品零售总额及其构成情况(人民币亿元).....	09
图 5: 大连商品交易所和郑州商品交易所大豆、玉米、小麦和籼稻指数收盘价(人民币元/吨).....	10
图 6: 2001 年 1 月-2010 年 10 月我国啤酒月度产量(万千升).....	11
图 7: 2001 年 1 月到 2010 年 10 月我国分地区啤酒累计产量占同期全国啤酒累计产量比例.....	12
图 8: 东部四家啤酒公司营业收入比较(亿元).....	12
图 9: 西部四家啤酒公司营业收入比较(亿元).....	12
图 10: 东部四家啤酒公司毛利率比较(%).....	13
图 11: 西部四家啤酒公司毛利率比较(%).....	13
图 12: 东部四家啤酒公司营业利润比较(亿元).....	13
图 13: 西部四家啤酒公司营业利润比较(亿元).....	13
图 14: 嘉士伯与啤酒花、重庆啤酒、兰州黄河和西藏发展股权关系图.....	14
图 15: 2009 年啤酒营业成本构成.....	15
图 16: 中国进口大麦价格走势.....	15
图 17: 加拿大温尼伯交易所大麦期货收盘价走势(加元/吨).....	15
图 18: 2001 年 1 月-2010 年 10 月我国白酒月度产量(万千升).....	16
图 19: 五家白酒公司营业收入比较(亿元).....	16

图 20: 六家白酒公司营业收入比较(亿元)	16
图 21: 五家白酒公司营业利润比较(亿元)	17
图 22: 六家白酒公司营业利润比较(亿元)	17
图 23: 五家白酒公司毛利率比较(亿元)	17
图 24: 六家白酒公司毛利率比较(亿元)	17
图 25: 2002 年 1 月-2010 年 10 月我国葡萄酒和黄酒月度产量(万千升)	19
图 26: 2003 年 1 月-2010 年 10 月各地葡萄酒累计产量占同期全国累计产量比例	20
图 27: 2008 年 1 月-2010 年 10 月我国葡萄酒产量与进口量比较(万千升)	20
图 28: 三家葡萄酒公司营业收入比较(亿元)	21
图 29: 三家葡萄酒公司毛利率比较(%)	21
图 30: 三家葡萄酒公司营业利润比较(亿元)	21
图 31: 三家葡萄酒公司净利润比较(亿元)	21
图 32: 2009 年 1 月-2010 年 10 月各地黄酒累计产量占同期全国累计产量比例	22
图 33: 两家黄酒公司营业收入比较(亿元)	22
图 34: 两家黄酒公司毛利率比较(%)	22
图 35: 两家黄酒公司营业利润比较(亿元)	23
图 36: 两家黄酒公司净利润比较(亿元)	23
图 37: 2006 年初到 2010 年 8 月中旬中国食糖现货价格指数(元/吨)	23
图 38: 2004 年 10 月-2010 年 10 月我国白糖产量和进口量(万吨)	24
图 39: 美糖 11 和郑白糖期货价格(以人民币元/吨计价)	25
图 40: 2004 年 10 月-2010 年 10 月各地白糖累计产量占同期全国累计产量比例	25
图 41: 三家制糖公司营业收入比较(亿元)	26
图 42: 三家制糖公司毛利率比较(%)	26
图 43: 三家制糖公司营业利润比较(亿元)	26
图 44: 三家制糖公司净利润比较(亿元)	26
图 45: 《调控预案(暂行)》预警示意图	28
图 46: 我国 36 个大中城市猪精瘦肉零售价格(元/斤)	29
图 47: 我国生猪和能繁母猪存栏数(头)	29
图 48: 四家猪肉公司营业收入比较(亿元)	29
图 49: 四家猪肉公司毛利率比较(%)	29
图 50: 四家猪肉公司营业利润比较(亿元)	30
图 51: 四家猪肉公司净利润比较(亿元)	30
图 52: 我国乳制品和液体乳月度产量(万吨)	31
图 53: 我国 36 个大中城市袋装鲜牛奶零售价格(元/斤)	31
图 54: 四家奶业公司营业收入比较(亿元)	32
图 55: 四家奶业公司毛利率比较(%)	32

图 56: 四家奶业公司毛利额比较(亿元).....	32
图 57: 四家奶业公司营业利润比较(亿元).....	32
图 58: 白酒行业指数与上证综指比较.....	34
图 59: 葡萄酒行业指数与上证综指比较.....	34
图 60: 啤酒行业指数与上证综指比较.....	34
图 61: 制糖行业指数与上证综指比较.....	34
图 62: 肉制品行业指数与上证综指比较.....	34
图 63: 乳品行业指数与上证综指比较.....	34

表格

表 1: 我国货币供给 M2 和国内生产总值 GDP 及其比值变动情况(人民币万亿元).....	07
表 2: 白酒行业上市公司 2009 年末白酒库存商品、自制半成品和在产品存货(亿元).....	18
表 3: 1994 年以来我国生猪和猪肉价格周期波动.....	27
表 4: 《调控预案(暂行)》预警指标和调控目标.....	28
表 5: 《防止生猪价格过度下跌调控预案(暂行)》预警区域与响应机制.....	28
表 6: 光明乳业股票激励计划规定的经营业绩考核达标条件.....	33
表 7: 重点上市公司盈利预测和评级.....	35

一、促进消费是 2011 年政府扩内需的必然选择

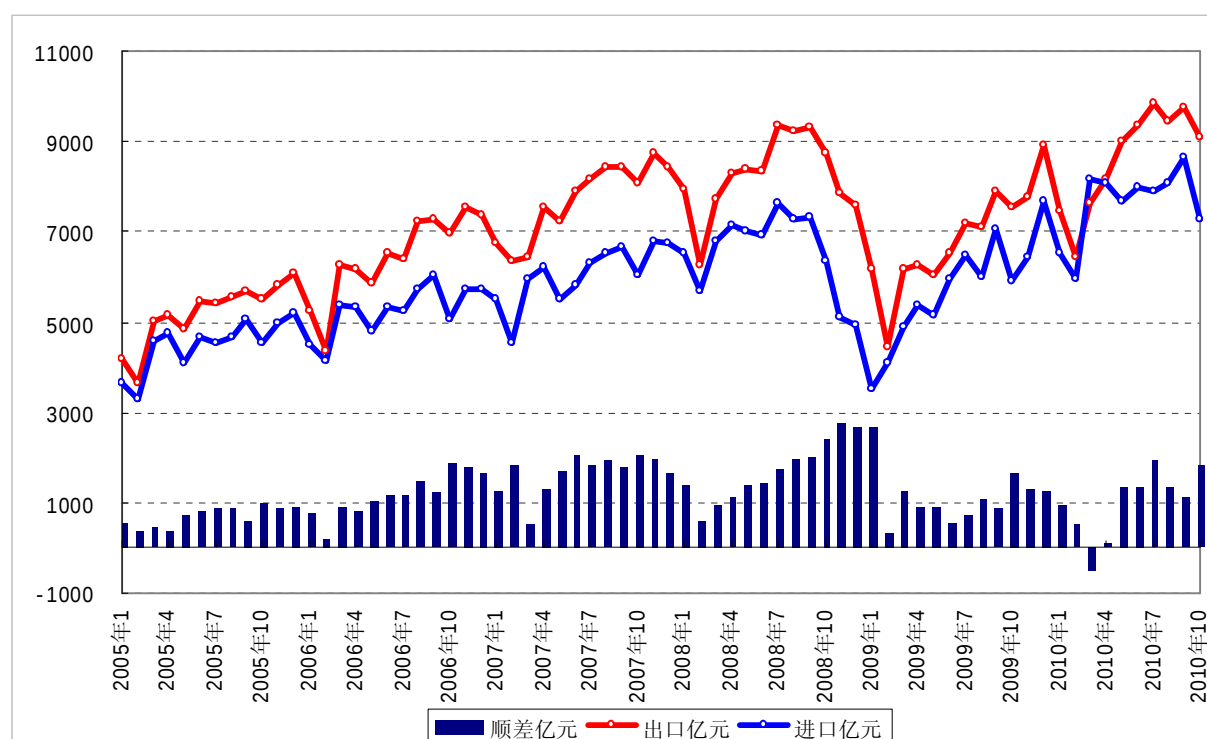
消费、投资和出口是拉动我国国内生产总值（GDP）增长的“三驾马车”。由于我国贫富两级分化，养老、医疗、失业、教育等保障体制不健全，长期以来，消费对拉动 GDP 增长的作用比较弱，GDP 增长主要依靠投资和出口拉动。

1、2011 年我国出口形势不乐观

我国商品出口国主要是美国、欧洲、日本等发达国家和地区，通过香港的转口贸易最终也主要进入这些国家和地区。2008 年下半年爆发的全球资本主义经济危机沉重打击了美国、欧洲、日本等发达国家和地区。为应对经济危机，各主要资本主义国家投入巨额财政资金，收购濒临倒闭的金融集团和其他集团有毒（不良）资产，并采取降低利率和扩张货币供给政策。

但是，美国、欧洲、日本等发达国家和地区经济复苏疲弱，2010 年，这些国家和地区国内生产总值同比增速 2%左右，产能过剩，失业率高达 10%以上，居民消费价格指数保持在 1%左右低水平。失业率上升、薪酬下降和家庭财产缩水迫使居民缩减消费支出。消费是拉动这些国家和地区 GDP 增长的主要贡献力量，贡献份额在 80%左右，居民缩减消费支出导致 GDP 反弹软弱无力，对国外进口商品需求疲弱。

图 1：2005 年 1 月以来我国进出口情况（人民币亿元）



资料来源：中国海关

由于经济复苏疲弱，美国、欧洲、日本等发达国家和地区财政收入困难，加上政府执行大规模扩张性财政政策，导致这些国家财政赤字和政府债务危机突显。2010 年，欧元区政府债务占 GDP 的比例达到 85%左右，其中希腊、意大利、葡萄牙、西班牙、爱尔兰等国政府债务危机尤其严重。日本政

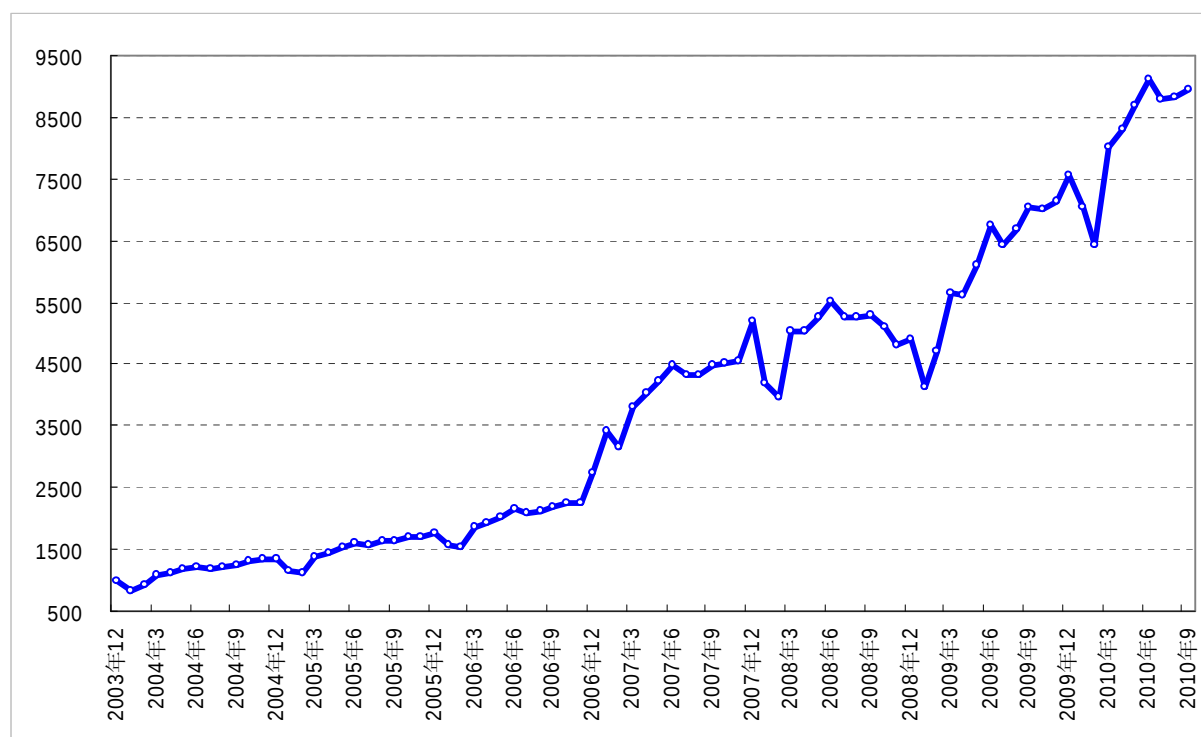
府债务占 GDP 的比例达到 190% 左右；美国政府债务占 GDP 的比例达到 65% 左右。西方国家政府受巨额外债和巨额财政赤字压迫，进一步刺激经济的空间很小。欧元区法国、爱尔兰、希腊、葡萄牙、西班牙等国家的政府已经或者即将出台紧缩财政政策。美国国会众议院压迫奥巴马政府缩减财政赤字和降低政府债务占 GDP 的比例。紧缩财政的过程就是增加税收、缩减开支、偿还债务、增加储蓄的过程，势必延缓经济复苏。

产能过剩和失业率上升迫使美国、欧洲等发达国家和地区政府采取贸易保护主义政策。压迫人民币升值和针对中国出口商品征收反倾销税被这些国家和地区政府认为是降低国内失业率和促进国内经济复苏的有效途径。人民币对美元升值是大势所趋，不确定性只是升值速度的快慢，欧洲部分国家债务危机导致人民币对欧元出现较大幅度升值，中国对欧元区国家出口竞争力降低。因此，2011 年我国出口形势不乐观，出口对拉动 GDP 增长的作用降低。导致出口收缩的根本原因是国外需求下降，主动权主要不在中国政府手里。

2、多行业产能过剩、资源高消耗和环境高污染将继续困扰 2011 年我国经济发展

在出口受阻、消费不足状况短期内难以突破的情况下，为阻止 GDP 增速下滑的不利局面，2008 年下半年以来，政府实施了规模庞大的投资，并配合宽松的货币政策。这一政策短期取得了明显成效，成为 2009 年和 2010 年我国 GDP 增长的主要拉动力量，但是也加剧了我国多行业产能过剩、资源高消耗和环境高污染的不利局面。

图 2：2003 年末以来我国 28 种主要能源和原材料产量指数变动情况



资料来源：国家统计局

在政府规模庞大的投资中，主体部分是固定资产投资。固定资产投资快速增长拉动能源和原材料产量快速、大幅度上升。2010 年 10 月与 2009 年 1 月相比，我国 28 种能源和原材料产量指数增长了

1.3 倍，同期 GDP 增长了 10% 左右，资源高消耗和环境高污染企业粗放增长，不具有可持续性。2010 年 5 月，工业和信息化部下达钢铁、水泥、玻璃、焦炭、铁合金、造纸、酒精、电解铝、铜冶炼、锌冶炼、铅冶炼、电石、味精、柠檬酸、皮革、印染、化纤等 18 行业淘汰落后产能目标任务，8 月初，工业和信息化部公布了淘汰落后产能 2087 家企业名单，要求必须在今年 9 月底前关闭。国务院通过出台资源税、环境税，改革房产税等政策，抑制资源高消耗和环境高污染的行业和企业的发展，促进国民经济增长方式转变。但是，高科技、低资源消耗和低环境污染的新型行业由于宏观经济环境、法律制度、科技体制、生产要素相对价格等变化缓慢，短期内对国内经济增长拉动作用不可能大幅度提高。

2011 年，随着政府大规模投资项目陆续竣工，面向这些项目销售产品和服务的企业面临产能过剩和寻求新市场的压力。这种压力在 2010 年下半年就已经显现出来，成为 GDP 增速下滑的主要原因。除此之外，政府大规模投资项目投入运营以后，营业成本、财务费用、经营管理费用以及营业收入压力将成为 2011 年这些项目面对的主要难题，提高银行贷款利率将进一步增加这些项目财务费用压力。2011 年，固定资产投资对拉动 GDP 增长作用预计降低。

3、2011 年管理通胀预期将向治理实际通胀转换

为抑制国际经济危机深化，促进经济复苏，各主要国家降低利率水平，大幅度增加货币供给，并实施扩张性财政政策，结果导致各主要国家 GDP 小幅度增长和国际能源、原材料价格大幅度上涨。石油、铁矿石、铜、铝等我国短缺资源的国际价格大幅度上涨对我国制造业生产成本和产品价格形成巨大压力，推高了潜在通胀风险。

由于发展中国新兴国家经济复苏速度大幅度快于欧美、日本等发达国家，欧美、日本等发达国家的过剩资本涌入巴西、印度、中国等新兴国家，推高了这些国家的资产和商品价格。低利率和大规模增加货币供给政策也是发达国家压低本国货币，强迫别国货币被动升值和为本国过剩资本提供出国渔利机会的重要战略。由于美国等发达国家房地产价格从经济危机爆发以来已经下跌了 30%-40%，并且持续萎靡不振，居民消费价格指数保持在 1% 左右低水平，所以预计 2011 年发达国家将继续执行低利率和大规模增加货币供给政策。

2008 年下半年以来，为应对全球资本主义经济危机，我国货币供给 M2 也快速大幅度增长，2008 年末我国货币供给 M2 是 47.5 万亿元，2010 年 10 月末增长到了 69.98 万亿元，增幅为 47.33%，同期我国国内生产总值增长幅度为 15% 左右，导致 M2/GDP 比例从 1.58 倍上涨到 1.95 倍。

表 1：我国货币供给 M2 和国内生产总值 GDP 及其比值变动情况（人民币万亿元）

	2007	2008	2009	2010 年 10 月末
GDP	25.7	30.1	33.5	26.87（前三季度）
年末 M2	40.3	47.5	60.6	69.98
年末 M2/全年 GDP	1.57	1.58	1.81	1.95

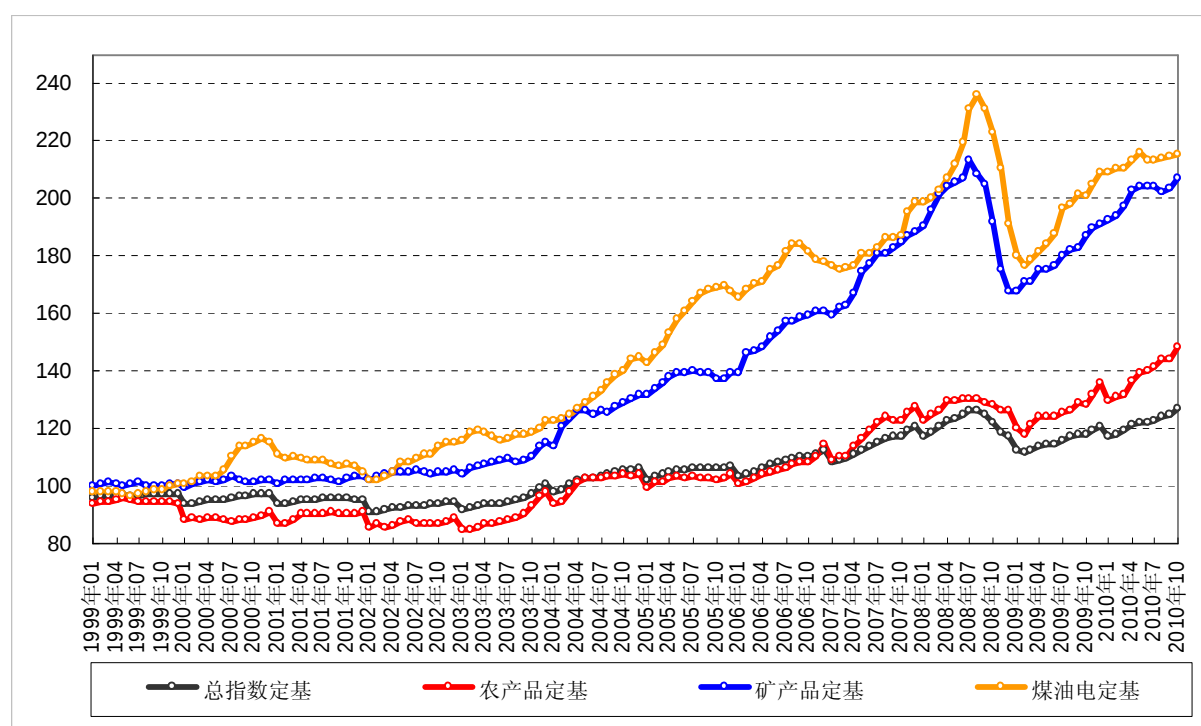
资料来源：中国人民银行和国家统计局

银行等金融机构为向存款者支付利息，必须将其中大部分资金放贷出去或者投资出去。快速上涨的货币供给 M2 追逐增长相对缓慢的国内生产总值 GDP 是我国物价上涨的根本原因。未来，随着经济请务必阅读正文之后的重要声明

济活动水平上升，货币流通速度将加快，过高的货币供给 M2 与国内生产总值 GDP 的比值将对通胀形成巨大压力，可能出现压下葫芦浮起瓢的局面。

进入 2010 年，过剩资本转向炒作农产品，从小品种农产品开始，向大宗产品蔓延。尤其是从 7 月份到 10 月份，我国粮食、食用油、肉、蛋、奶、糖、蔬菜、水产品、棉花等价格出现较大幅度上涨，居民消费价格指数 CPI 迅速迈上 4% 台阶，并向 5% 台阶进发。

图 3：1999 年 1 月以来中国人民银行企业商品价格（CGPI）指数变动情况



资料来源：中国人民银行

为稳定居民消费价格总水平，国务院及其下属部委出台严厉政策，打击食品囤积、炒作等行为。国际和国内扩张性货币政策是我国食品价格上涨的根本原因，打击食品囤积、炒作不能从根源上解决食品价格上涨问题。2011 年，我国食品价格将在高位运行，全年居民消费价格指数 CPI 将 4% 以上，上半年部分月份可能突破 6%，应对通胀将被提高到日益重要位置。

控制通胀的主要措施包括收缩货币供给量、增加利息等，但是这些措施面临 GDP 增速下滑、房地产开发和购房人抵押贷款 8 万亿元支付利息负担、地方政府投融资公司贷款 8 万亿元支付利息负担、2008 年下半年以来 4 万亿投资和其他投资向银行贷款支付利息负担等限制。

4、2011 年促进消费将被放到特别重要的突出位置

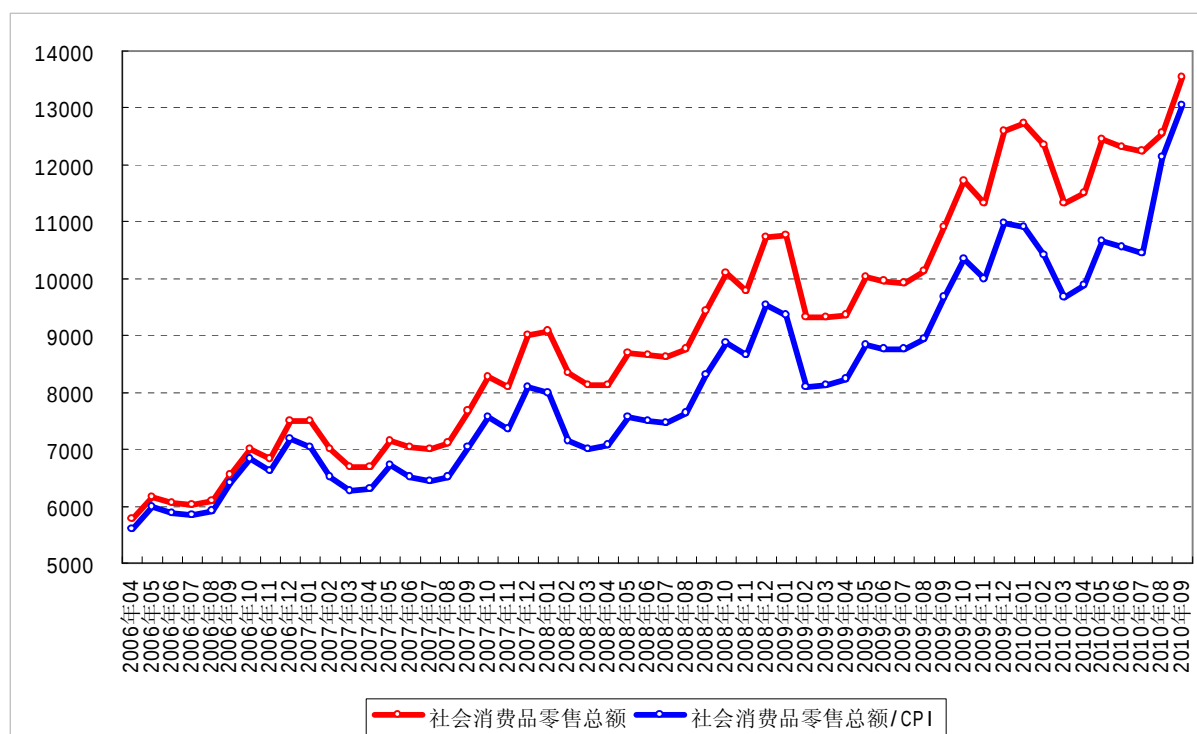
在对外开放的国家和地区，消费和出口是拉动 GDP 增长的最终力量，投资则是拉动 GDP 增长的中间力量，因为投资最终都要形成生产能力或者服务能力，生产的产品或者提供的服务需要寻找消费或者出口通道，如果消费或者出口通道受阻，就会出现产能过剩，成本上升，投资亏损的局面。在我国出口增长受到国际宏观环境制约的背景下，促进国内消费的重要性尤其突出。

长期以来，消费对拉动我国 GDP 增长的作用比较弱，根本原因是贫富两级分化。根据全国总工

会发布的数据，从 1997 年到 2007 年，劳动者报酬占 GDP 的比重从 53.4% 下降到 39.74%；企业盈余占 GDP 比重从 21.23% 上升到 31.29%，而在发达国家，劳动者报酬占 GDP 的比重大多在 50% 以上。根据国家发展改革委员会发布的数据，2009 年我国基尼系数超过 0.5，是全球少数几个贫富两级分化最严重的国家之一。贫富两级分化导致占人口大多数的低收入人群消费能力低下，少数高收入人群在国内奢侈消费和到国外消费对拉动 GDP 增长作用有限。

贫富两级分化导致国内阶级矛盾激化，工人罢工和其他人群抗议事件此起彼伏，已经引起了政府的高度重视。国内自然资源和劳动力血汗被廉价输送到发达国家，供别人享用，留给国内的是资源高消耗、环境高污染和劳动者贫困。出口商用赚取的外汇向银行兑换人民币，导致银行被动向市场大规模注入货币，是通胀持续多年的根源。政府持有巨额外汇储备由于各主要国家大规模印钞遭遇贬值损失。因此，降低经济增长对出口过度依赖，促进国内消费对经济增长拉动作用将被放到突出重要位置。

图 4：2006 年 4 月以来我国社会消费品零售总额及其构成情况（人民币亿元）



资料来源：国家统计局

突破消费不足瓶颈，根本措施是促进财富在国民中间的平衡分布。政府应当继续提高农民、城市劳工、失业人员、企业退休人员等低收入人群的收入水平；健全养老、医疗、失业、教育等保障体制；降低高房价对居民其他消费支出的挤出效应。除此之外，政府发放家电下乡补贴、汽车下乡补贴等短期内有利于促进被补贴产品的消费。我国消费增长、尤其是农村消费增长仍然有较大空间；与批发和零售业相比，住宿和餐饮业增长空间更大。

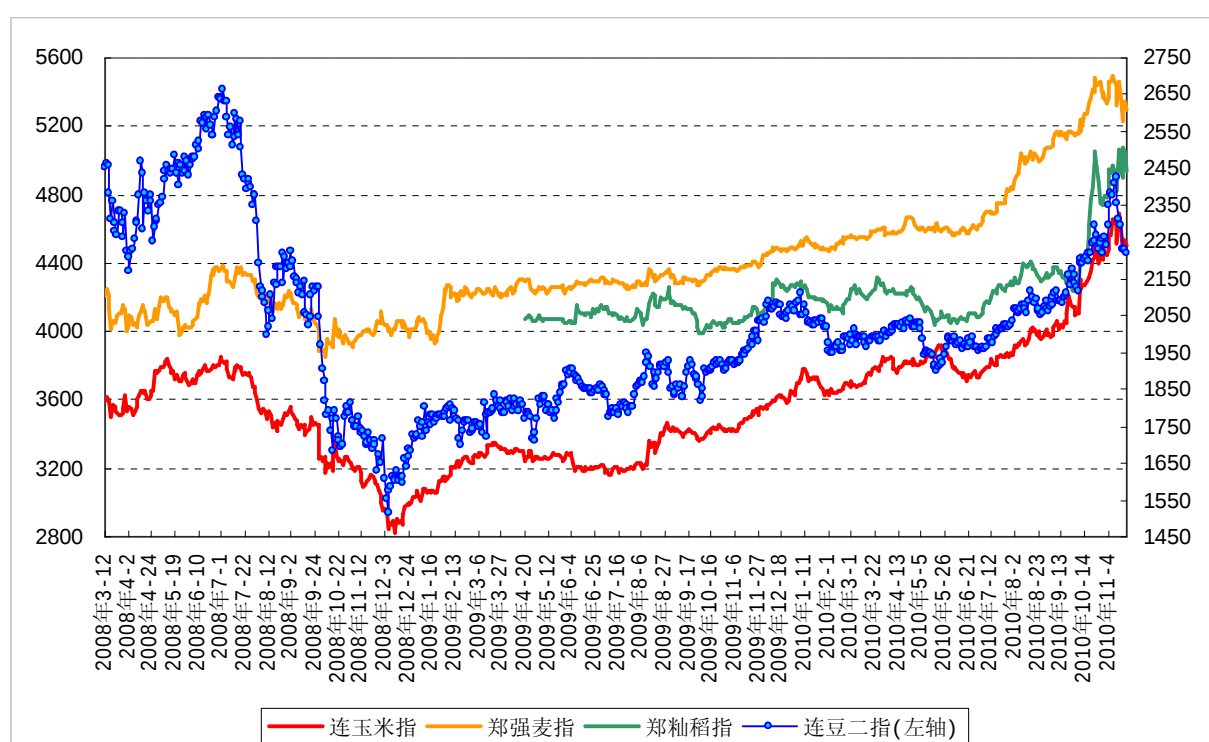
食品饮料行业是消费领域的重要行业，食品支出在居民消费支持中所占的权重是三分之一左右。政府促进消费政策，尤其是提高低收入人群收入水平的政策，有利于食品饮料行业上市公司扩大经营规模，提高经营业绩，为食品饮料行业上市公司股票带来投资机会。

二、2011 年我国粮食价格将在高位运行，是推动食品饮料价格同比上涨的重要力量

2010 年 7 月以来我国小麦、玉米等大宗粮食价格脱离以前平稳走势，涨幅较大，10 月大幅度上涨。2010 年 10 月末与 6 月中旬相比，我国玉米、小麦和稻谷价格分别上涨了 20%、40%和 25%左右。11 月我国玉米、小麦和稻谷价格在美元反弹、国内提高银行存款准备金和银行存贷款利率以及国务院采取有力措施稳定消费价格总水平等综合作用下略有回调，但是仍然处于高位。

造成我国粮食价格上涨的原因中可能有受自然灾害影响以及国际粮食大幅度上涨影响因素，但是根本原因是宽松货币政策，打击粮食囤积、炒作不能从根源上解决粮食价格上涨问题。2011 年，我国粮食价格将在高位运行。

图 5：大连商品交易所和郑州商品交易所大豆、玉米、小麦和籼稻指数收盘价（人民币元/吨）



资料来源：大连商品交易所和郑州商品交易所

根据国家统计局、粮食局和农业部的统计数据，2010 年全国夏粮总产量为 1.231 亿吨，比上年减少 39 万吨，减少 0.3%。其中冬小麦产量 10879 万吨，比上年增加近 100 万吨，春小麦和夏杂粮减产 140 万吨。但是，今年我国秋粮增产较多，粮食再获丰收。2010 年我国粮食总产量 5.464 亿吨，比去年增产 2.9%，实现连续 7 年增产。

2009 年 10 月份公布的全国粮食清仓查库结果显示国有粮库库存粮食 2.25 亿吨，占粮食年产量 40%，有比较高的安全边际。但是，我国有大约 2.5 亿左右农民工，其中 1.5 亿农民工外出就业，这些人口现在需要从市场、尤其是销区市场购买粮食，粮食商品化率提高了。今年小麦市场价格大幅度高于最低收购价，国有粮库按照最低收购价无法从市场收购到粮食，很多外资粮食加工企业和内资粮食加工和贸易企业进入小麦主产区高价收购小麦，在短期给种粮农户带来实际经济利益的同时，也给

2010 年 7 月以来,受美元贬值、全球主要粮食出口国遭遇自然灾害粮食预计减产、俄罗斯等粮食出口大国禁止粮食出口等因素影响,美国小麦等粮食价格大幅度上涨。目前,尽管美国大豆、玉米、小麦等主要粮食品种价格仍然低于中国,但是差价大幅度缩小,目前约为 35%左右。我国人口多、粮食需求量大,靠国际粮食贸易无法保障我国粮食安全。2011 年我国粮食、棉花进口关税配额量为:小麦 963.6 万吨,玉米 720 万吨,大米 532 万吨,棉花 89.4 万吨。适当进口国外廉价粮食、棉花等大宗农产品有利于降低国内饲料价格,降低肉、蛋、奶等食品生产成本。

总体上看，2011 年我国玉米、小麦、稻谷等主要粮食品种价格大幅度上涨的可能性不大，将维持高位运行，警惕局部地区的粮食价格上涨、并向其他地区蔓延仍然十分必要。粮食是肉、蛋、奶、水产品、酒等众多农产品和食品的原料或者饲料，粮食价格维持高位运行将推高食品饮料企业生产成本，是推动食品饮料价格上涨的重要力量。

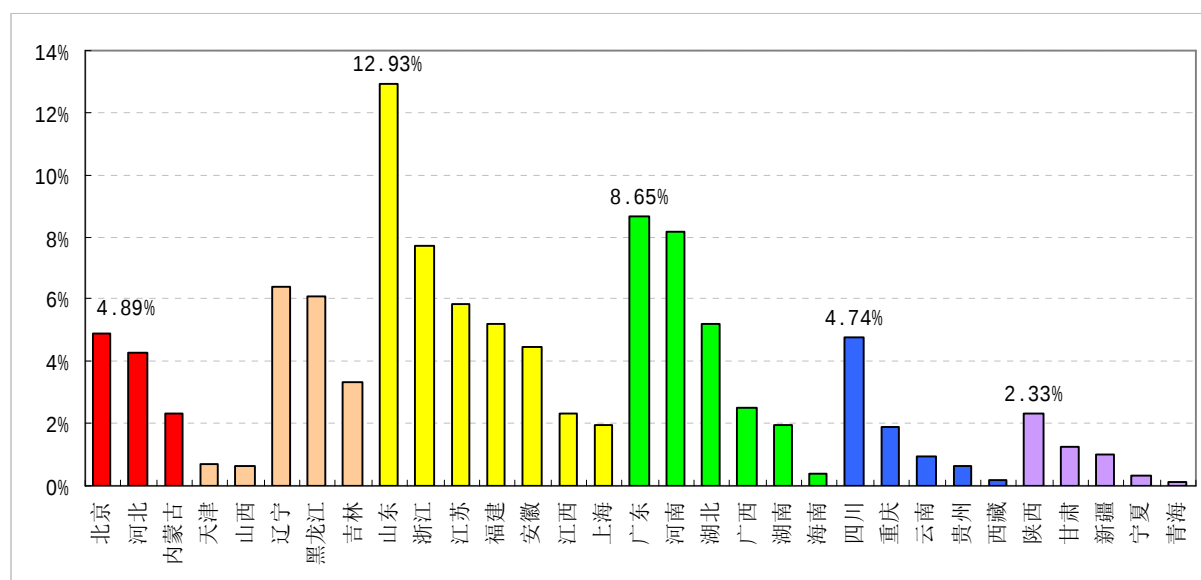
我国啤酒月度产量呈现有规律的季节性周期波动，周期的高点和低点都呈现逐年抬高趋势，啤酒产量在周期波动中向前发展。每年秋季之前是啤酒消费旺季，啤酒上市公司经营业绩环比逐月增长。

The graph displays the Shanghai Composite Index over a decade. The y-axis represents the index value, ranging from 50 to 650 in increments of 100. The x-axis shows time in months, with labels every six months (e.g., 2001年1月, 2001年7月, etc.). The index starts at approximately 100 in January 2001, rises to a peak of about 300 in July 2001, and then falls to a low of around 100 in January 2002. It continues to fluctuate, with notable peaks in July 2004 (around 350) and July 2007 (around 450). A significant drop occurs in late 2008, with the index falling to around 200. It then recovers sharply, reaching a peak of over 550 in July 2010, before ending at approximately 350 in the final month shown.

11

啤酒需求量变动主要受到人口数量、人均收入水平、饮食方式、气温变化等因素影响。我国啤酒主要生产和消费地区位于东部地区，西部地区除四川省外，啤酒生产和消费量在国内所占份额低。

图 7：2001 年 1 月到 2010 年 10 月我国分地区啤酒累计产量占同期全国啤酒累计产量比例

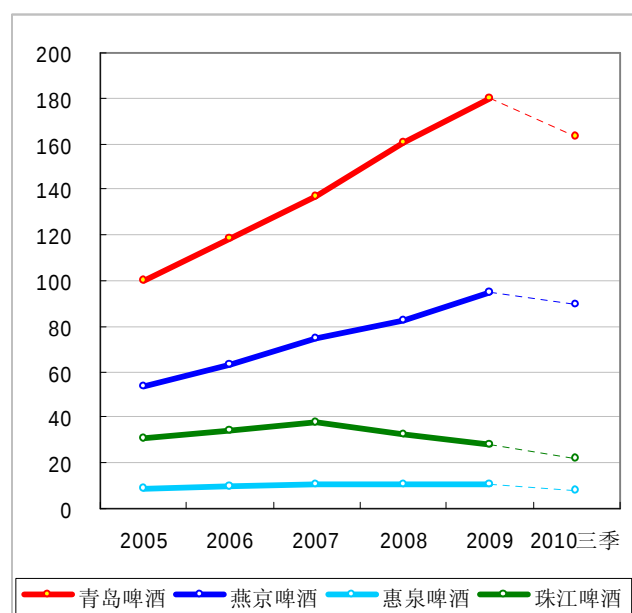


资料来源：国家统计局

青岛啤酒下属主要啤酒生产和销售企业和燕京啤酒下属主要啤酒生产和销售企业位于东部地区，经营规模和经营业绩增长空间大；惠泉啤酒位于东部地区，第一大股东是燕京啤酒；珠江啤酒位于华南地区，在广东市场占有率 35% 左右；啤酒花、重庆啤酒、兰州黄河和西藏发展位于西部地区。

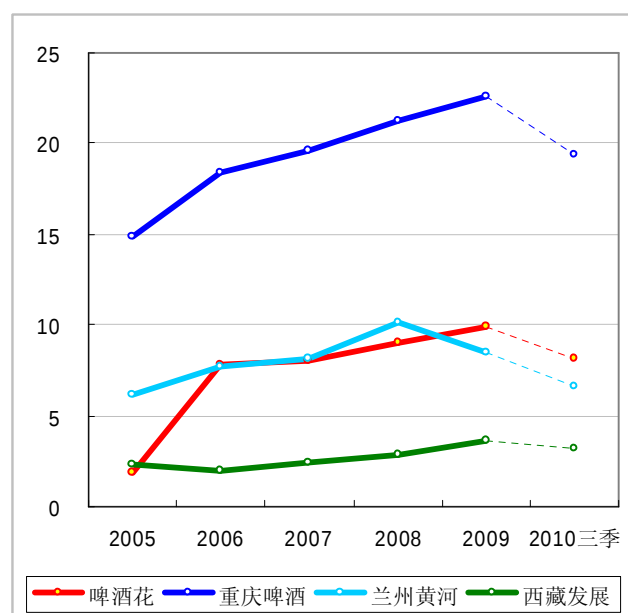
过去五年，青岛啤酒、燕京啤酒和惠泉啤酒营业收入持续稳定增长，2009 年与 2005 年相比，三家公司营业收入合计增长 76.8%，营业利润合计增长 153.1%，说明过去五年三家公司整体盈利能力大幅度增强。珠江啤酒为 2010 年新上市公司，过去三年营业收入和营业利润呈现波动下降趋势。

图 8：东部四家啤酒公司营业收入比较（亿元）



资料来源：公司公告

图 9：西部四家啤酒公司营业收入比较（亿元）

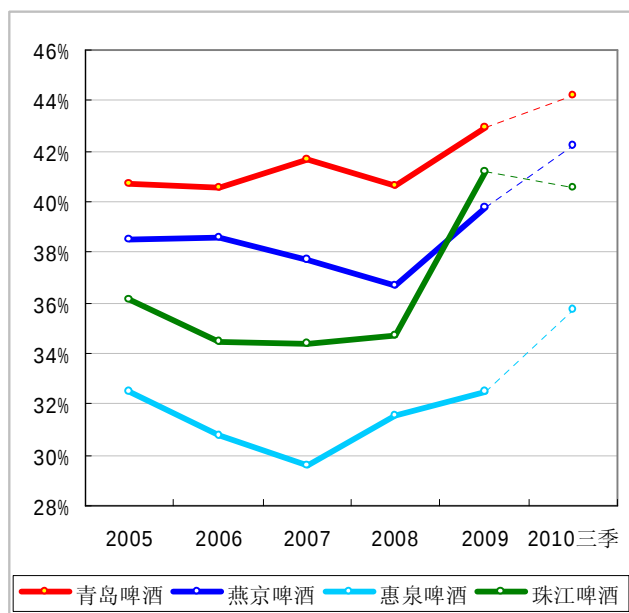


资料来源：公司公告

请务必阅读正文之后的重要声明

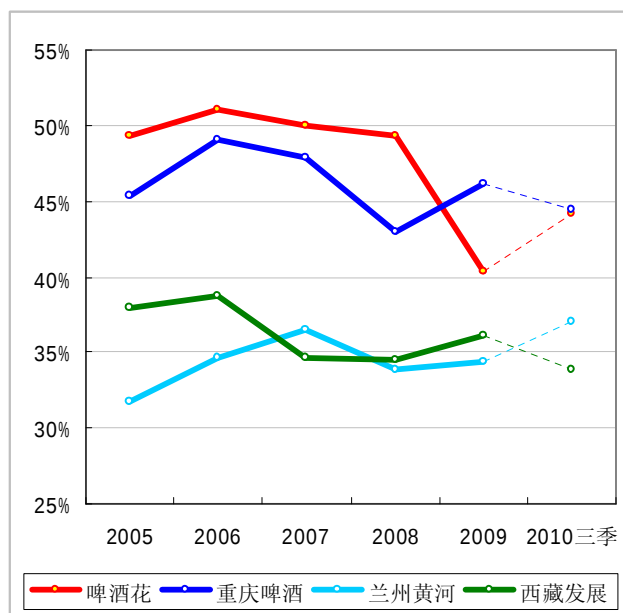
12

图 10: 东部四家啤酒公司毛利率比较 (%)



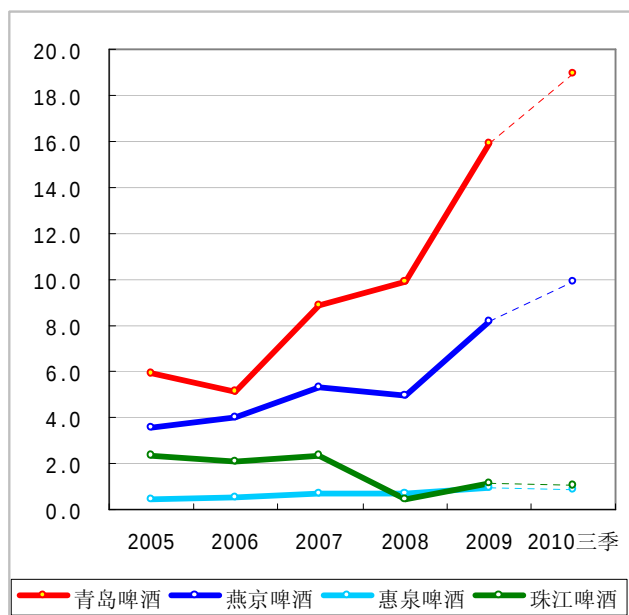
资料来源: 公司公告

图 11: 西部四家啤酒公司毛利率比较 (%)



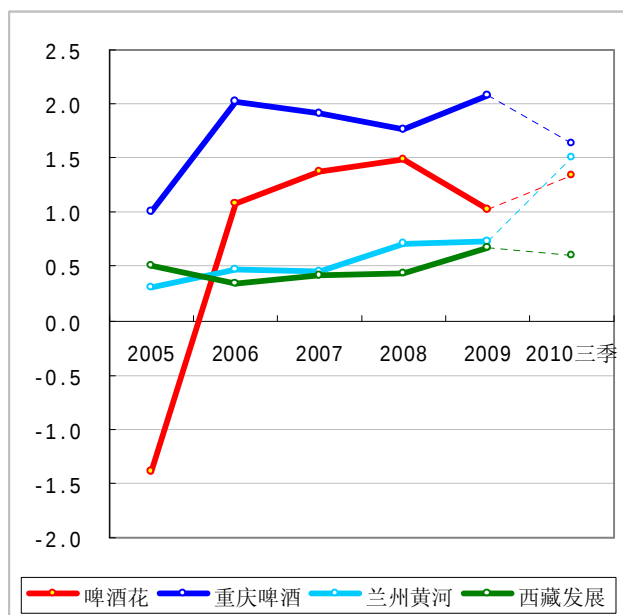
资料来源: 公司公告

图 12: 东部四家啤酒公司营业利润比较 (亿元)



资料来源: 公司公告

图 13: 西部四家啤酒公司营业利润比较 (亿元)



资料来源: 公司公告

青岛啤酒在国内拥有 50 多家啤酒生产基地, 大部分位于东部地区, 也有部分位于中部地区, 还有少量位于西部地区, 2009 年, 公司啤酒销售量 591 万吨, 占当年国内啤酒总产量的 13.7%。燕京啤酒在国内拥有 20 多家啤酒生产基地, 大部分位于东部地区, 小部分位于中西部地区, 2009 年, 公司啤酒销售量 446 万吨, 占当年国内啤酒总产量的 10.3%。惠泉啤酒拥有 2 家啤酒生产基地, 分别位于福建省和江西省, 2009 年, 公司啤酒销售量 53 万吨, 占当年国内啤酒总产量的 1.2%。珠江啤酒在国内拥有 3 家啤酒生产基地, 年生产啤酒能力 180 万吨, 公司计划投资 16 亿元, 在湖南和广西建设年分别分别为 20 万吨啤酒项目, 2009 年, 公司啤酒销售量 114 万吨, 占当年国内啤酒总产量的 2.6%。

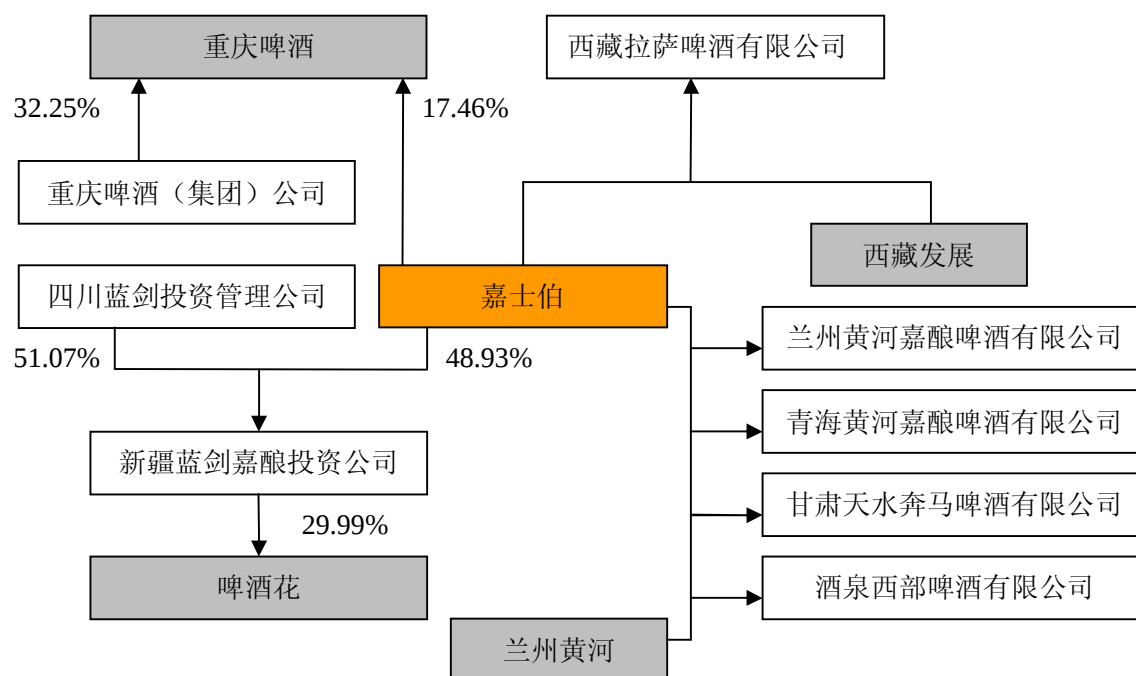
啤酒花、重庆啤酒、兰州黄河和西藏发展在我国新疆、重庆、甘肃和西藏地区啤酒市场占有率分别高达 85%、75%、75%和 50%。2009 年末，这四家公司与全球啤酒巨头嘉士伯都有股权关系，并且都将推进与嘉士伯的战略合作作为公司未来发展的依靠力量。嘉士伯是总部位于丹麦的啤酒跨国公司，嘉士伯与其合作伙伴在中国西部地区的市场占有率已经达到 50%左右，处于绝对领先地位。

2008 年 4 月，嘉士伯通过向四川蓝剑投资管理有限公司收购股权方式已经成为啤酒花实际控制人。嘉士伯是重庆啤酒的第二大股东，持股比例 17.46%，第一大股东重庆啤酒（集团）有限公司持股比例 32.25%，2010 年上半年重庆啤酒（集团）有限公司将其所持本公司 12.25%股份转让给嘉士伯，嘉士伯持有重庆啤酒股份增加到 29.71%，成为第一大股东。

嘉士伯与兰州黄河和西藏发展都合资成立了啤酒公司，嘉士伯和其一致行动人持股比例 50%，这些公司是相关上市公司最重要的啤酒生产和销售企业。实际上，兰州黄河和西藏发展都已经分别成为投资公司，与嘉士伯各持有下属啤酒公司 50%股权，由于嘉士伯的全球啤酒巨头地位，兰州黄河和西藏发展在啤酒营销、研究开发、生产管理等方面对嘉士伯有很强的依赖关系。

未来，兰州黄河和西藏发展很有可能步啤酒花和重庆啤酒的后尘，两公司实际控制人可能将所持股权转让给嘉士伯。啤酒花和重庆啤酒控股权转让给嘉士伯，两公司股票价格均大幅度上涨，如果兰州黄河和西藏发展控股权转让给嘉士伯，两公司股票价格预计也将大幅度波动。

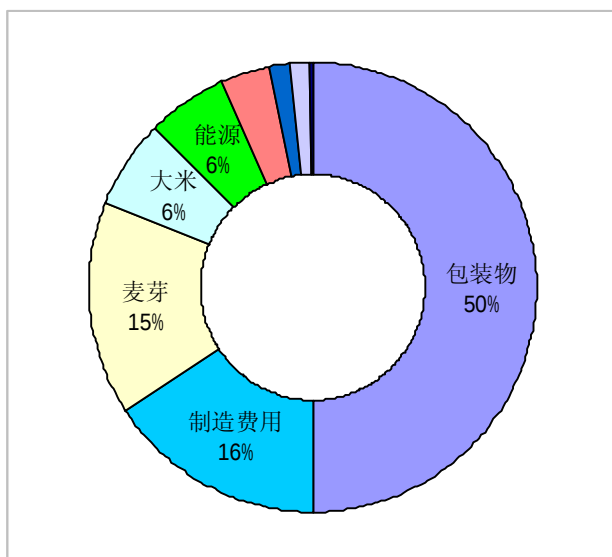
图 14：嘉士伯与啤酒花、重庆啤酒、兰州黄河和西藏发展股权关系图



资料来源：公司公告

啤酒营业成本包括麦芽、大米、酒花、水、辅助材料、能源、包装物、直接工资、制造费用等成本。包装物可以回收循环利用，价格变化对啤酒营业成本影响不大，制造费用具有比较强刚性，主要原料大麦价格变化是影响啤酒营业成本的主要因素。由于国产大麦产量和质量限制，我国主要啤酒生产企业所需大麦依赖从国际市场进口，进口大麦价格波动对啤酒生产成本的影响较大。

图 15：2009 年啤酒营业成本构成



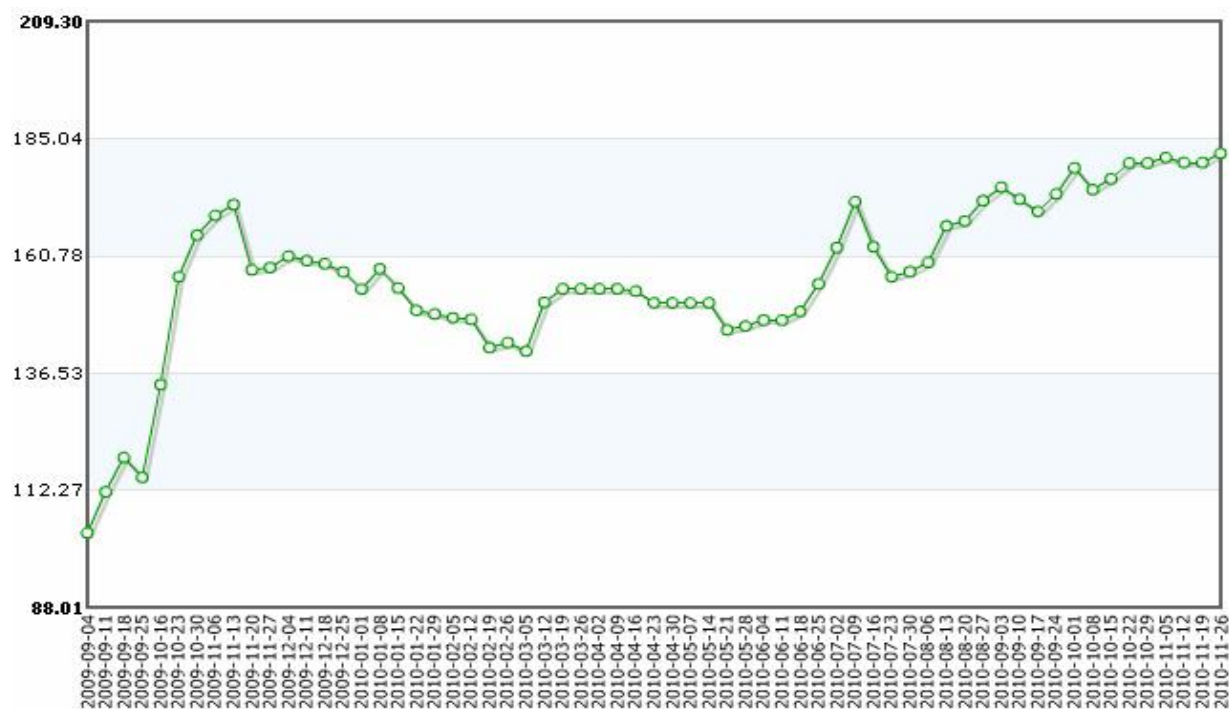
资料来源：青岛啤酒 2009 年报

图 16：中国进口大麦价格走势



资料来源：中国海关

图 17：加拿大温尼伯交易所大麦期货收盘价走势（加元/吨）



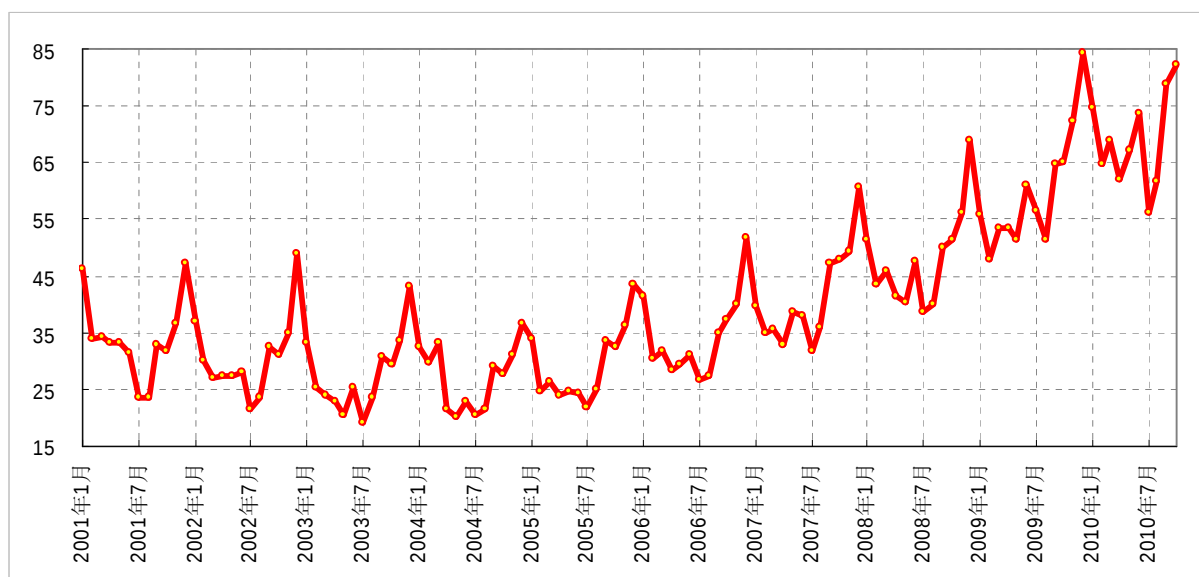
资料来源：商务部

2008 年下半年，由于国际金融危机爆发，国际大麦价格大幅度下跌，但是从 2009 年初以来国际大麦价格在低水平徘徊，未来大幅度上涨的可能性小，2010 年 7 月以后国内大米价格出现一定幅度上涨，未来大幅度上涨的可能性也小。包装物（包括铝罐、玻璃瓶、纸箱等）价格预计呈现振荡走势。主要原料和主要包装材料价格稳定有利于啤酒公司生产经营活动持续稳定发展，也有利于啤酒公司优化产品结构，稳定提高毛利率。2011 年我国 8 家啤酒上市公司毛利率预计为 40%左右，营业收入、营业利润和净利润预计同比增长 30%左右。

四、2011 年我国白酒上市公司盈利水平继续保持在高位，但是增长幅度将下降

我国白酒月度产量呈现有规律的季节性周期波动，2004 年以后，周期的高点和低点都呈现逐年抬高趋势，说明我国白酒产量在周期波动中向前发展。每年冬季是白酒生产和消费的旺季。

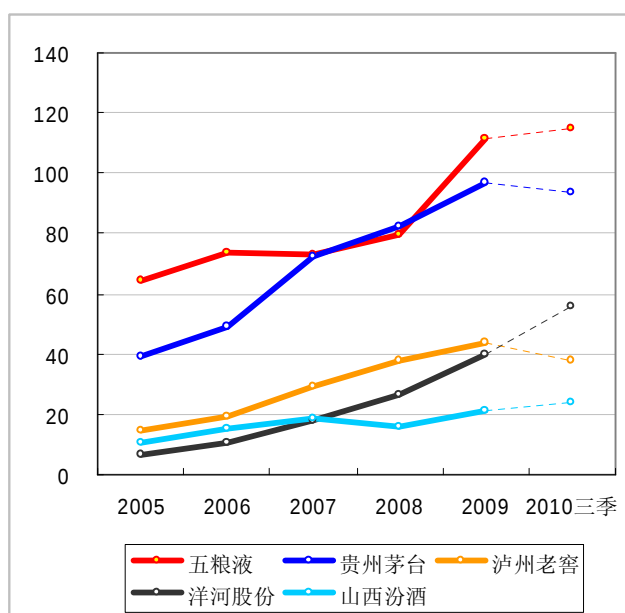
图 18：2001 年 1 月-2010 年 10 月我国白酒月度产量（万千升）



资料来源：国家统计局

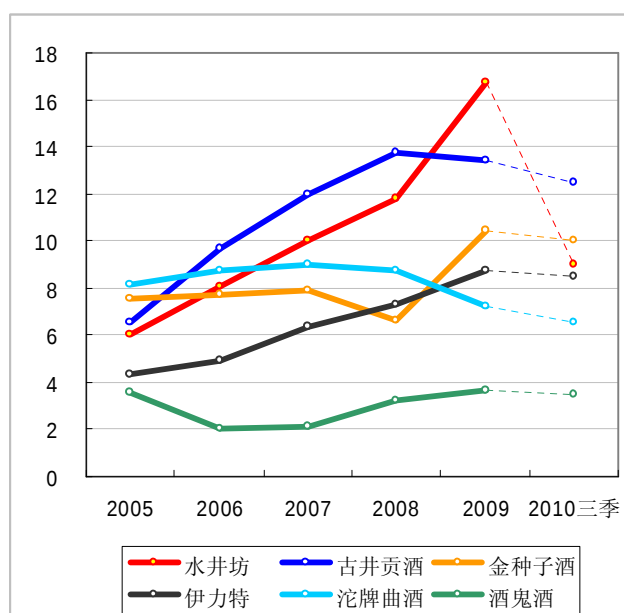
目前，我国有 11 家主营业务收入全部为白酒的上市公司，分别是贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、洋河股份、沱牌曲酒、水井坊、金种子酒、酒鬼酒和伊力特。还有 2 家主营业务收入大部分来源于白酒业务的上市公司，分别是老白干酒、*ST 皇台。其中，贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、洋河股份和沱牌曲酒 7 家公司曾经被评为“中国名酒”。

图 19：五家白酒公司营业收入比较（亿元）



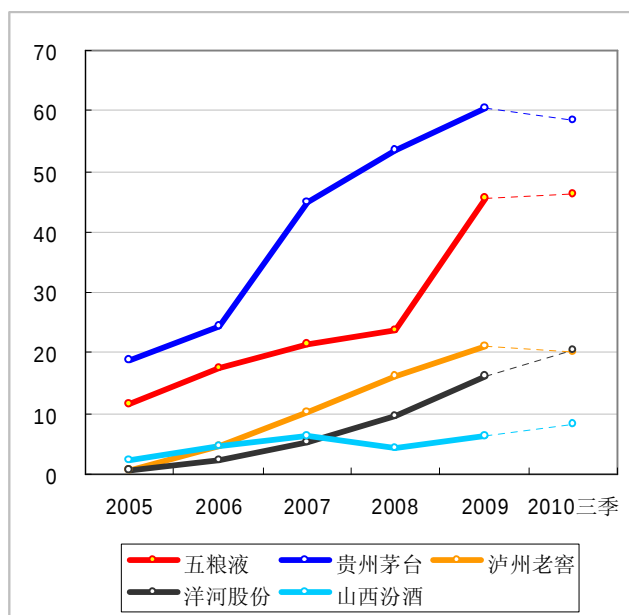
资料来源：公司公告

图 20：六家白酒公司营业收入比较（亿元）



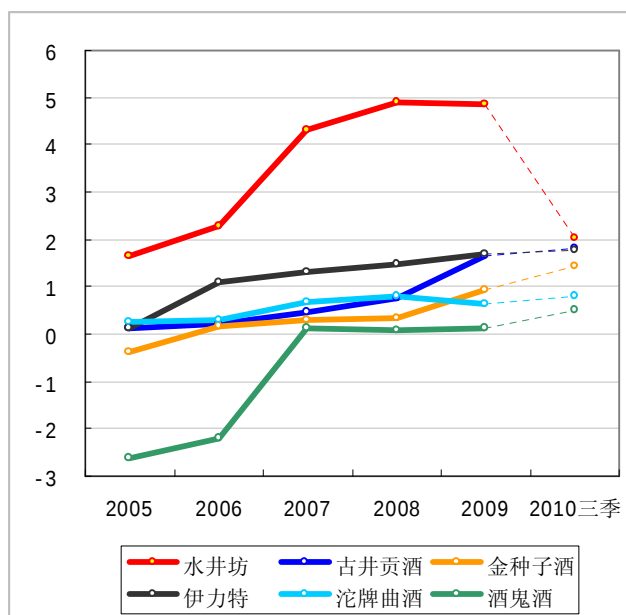
资料来源：公司公告

图 21: 五家白酒公司营业利润比较 (亿元)



资料来源: 公司公告

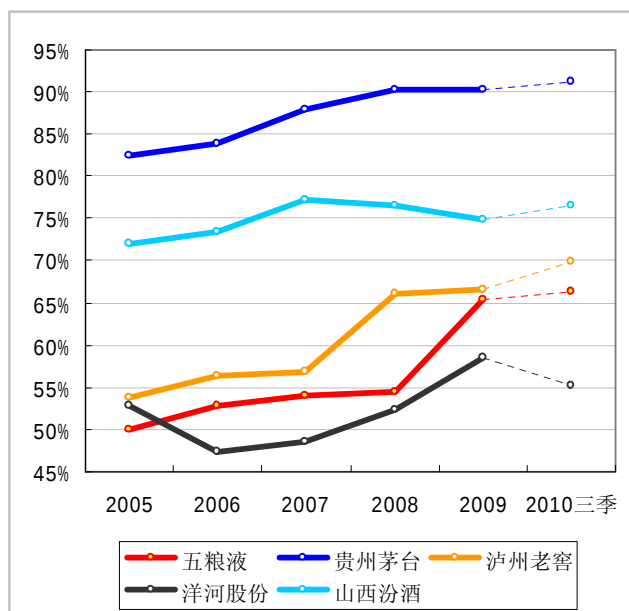
图 22: 六家白酒公司营业利润比较 (亿元)



资料来源: 公司公告

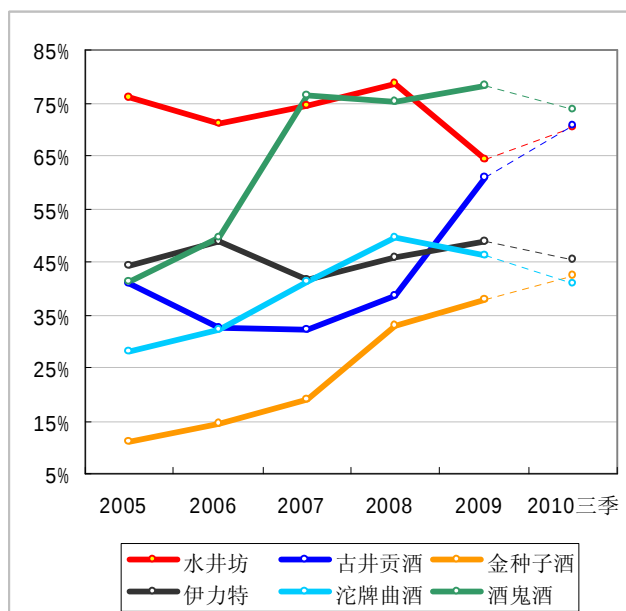
2009 年与 2005 年相比, 我国 11 家主营业务收入全部为白酒的上市公司营业利润合计增加了 357%, 同期营业收入合计增加了 117%, 营业利润增幅远大于营业收入的增幅, 说明过去五年白酒上市公司整体盈利能力大幅度增强。

图 23: 五家白酒公司毛利率比较 (亿元)



资料来源: 公司公告

图 24: 六家白酒公司毛利率比较 (亿元)



资料来源: 公司公告

2009 年, 我国 11 家主营业务收入全部为白酒的上市公司中, 贵州茅台、山西汾酒、泸州老窖、五粮液、酒鬼酒、水井坊和古井贡酒 7 家公司毛利率超过 60%, 分别是 90.17%、74.87%、66.65%、65.31%、78.22%、64.43%和 60.81%, 以中高档产品为主; 洋河股份、沱牌曲酒、伊力特、金种子酒

等 4 家公司毛利率低于 60%，以中低档产品为主。2009 年，五粮液产品结构战略调整 and 解决与母公司之间关联交易取得明显成效，毛利率同比增加了 11 个百分点；泸州老窖毛利率同比略有增长；贵州茅台和山西汾酒毛利率同比略有下降。高档白酒销售价格高、毛利率高、市场占有率高、公司盈利水平高；中低档白酒销售价格低、毛利率低、销售范围局限于区域市场、公司盈利水平低。随着居民、商务、政务支出水平的提高，白酒向高档次发展是必然趋势。

我国白酒消费税针对白酒生产环节征收，税率是按照销售收入征收 20% 从价税，再按销售量每吨征收 1000 元从量税。白酒企业通过设立全资或者控股的白酒销售公司，以大幅度低于市场价的价格将白酒出售给自己的销售公司，达到少缴白酒消费税目的。2009 年 7 月 25 日，国家税务总局发布《白酒消费税最低计税价格核定管理办法（试行）》，自 2009 年 8 月 1 日起执行，基本堵塞了该漏洞。

高档白酒拥有市场垄断地位，自主定价能力强，可以通过提价转嫁消费税、并且达到提升品牌形象和盈利水平目的。2009 年第四季度，五粮液、贵州茅台、山西汾酒、泸州老窖、沱牌曲酒、金种子酒、水井坊、洋河股份等公司将其部分高档白酒出厂价格提高 6%-18% 左右，进入 2010 年以后，贵州茅台、五粮液等高档白酒继续提高出厂价格。提高出厂价格将大幅度提升白酒上市公司同比经营业绩。贵州茅台、五粮液等高档白酒价格经过 2009 年和 2010 年比较大幅度上调以后，已经处于 800 元-1200 元/500 毫升的高位，2011 年进一步提价的空间有限，但是中档白酒尚有一定提价空间。

白酒与一般商品不同，白酒越陈越香，价格越高。白酒行业上市公司白酒存货数字是预测其未来盈利潜力的重要依据之一。

表 2：白酒行业上市公司 2009 年末白酒库存商品、自制半成品和在产品存货（亿元）

	白酒存货成本	2009 年毛利率	白酒存货销售预期毛利额
贵州茅台	38.12	90.17%	349.63
五粮液	31.06	65.31%	58.48
泸州老窖	11.91	66.65%	23.80
山西汾酒	7.52	74.87%	22.40
酒鬼酒	3.89	78.22%	13.97
水井坊	5.82	64.43%	10.54
洋河股份	6.74	58.47%	9.49
沱牌曲酒	9.38	46.04%	8.00
古井贡酒	3.22	60.81%	5.00
伊力特	3.09	48.82%	2.95
金种子酒	1.60	37.64%	0.97

资料来源：公司公告

2009 年末，贵州茅台、五粮液、泸州老窖和山西汾酒白酒库存商品、自制半成品和在产品存货按照该公司毛利率销售以后，预期毛利额分别是 349.63 亿元、58.48 亿元、23.80 亿元和 22.40 亿元，贵州茅台的盈利潜力远远领先于五粮液、泸州老窖和山西汾酒。2009 年末，古井贡酒、伊力特和金

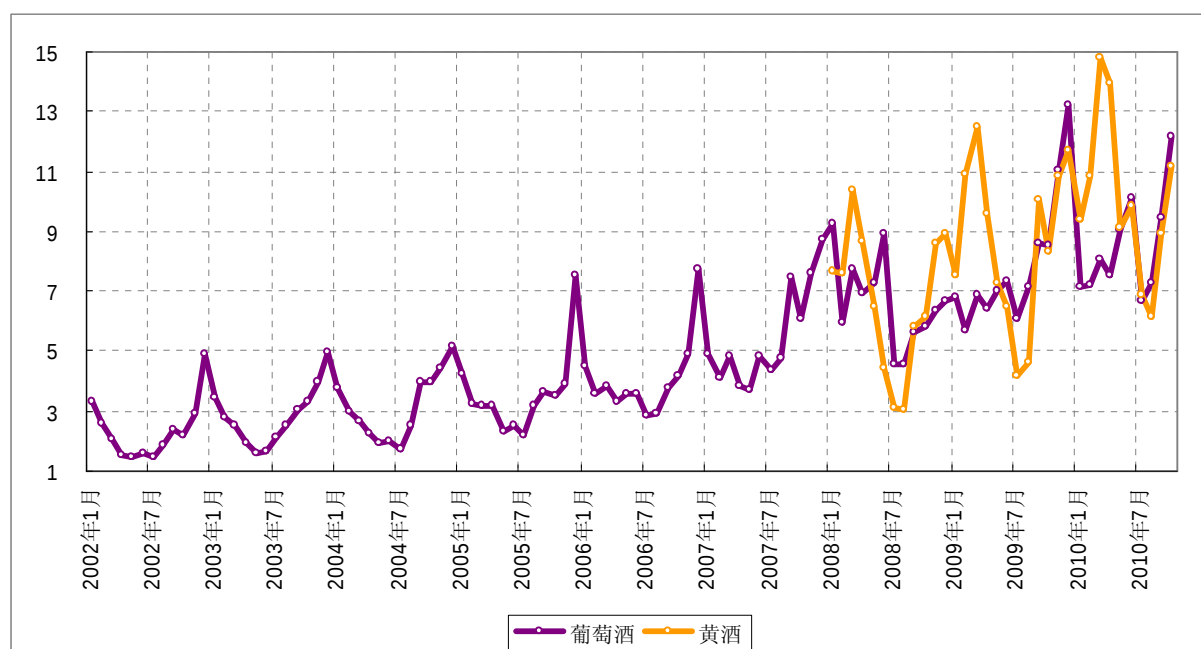
种子酒白酒存货与其营业收入相比规模偏小，未来营业收入依赖当年产新酒，盈利潜力不大。

2011 年我国 11 家白酒上市公司毛利率预计略有提高，营业收入、营业利润和净利润预计同比增长 30% 左右，增长幅度比以前年度预计有所下降。

五、2011 年葡萄酒和黄酒上市公司经营业绩将继续稳定提高

葡萄酒和黄酒生产和消费也具有明显的季节性特征，冬季是葡萄酒和黄酒生产和消费的高峰期，夏季是葡萄酒和黄酒生产和消费的谷底期。与啤酒和白酒相比，葡萄酒和黄酒年产量小很多。另外，葡萄酒和黄酒生产具有明显地域性特征。

图 25：2002 年 1 月-2010 年 10 月我国葡萄酒和黄酒月度产量（万千升）



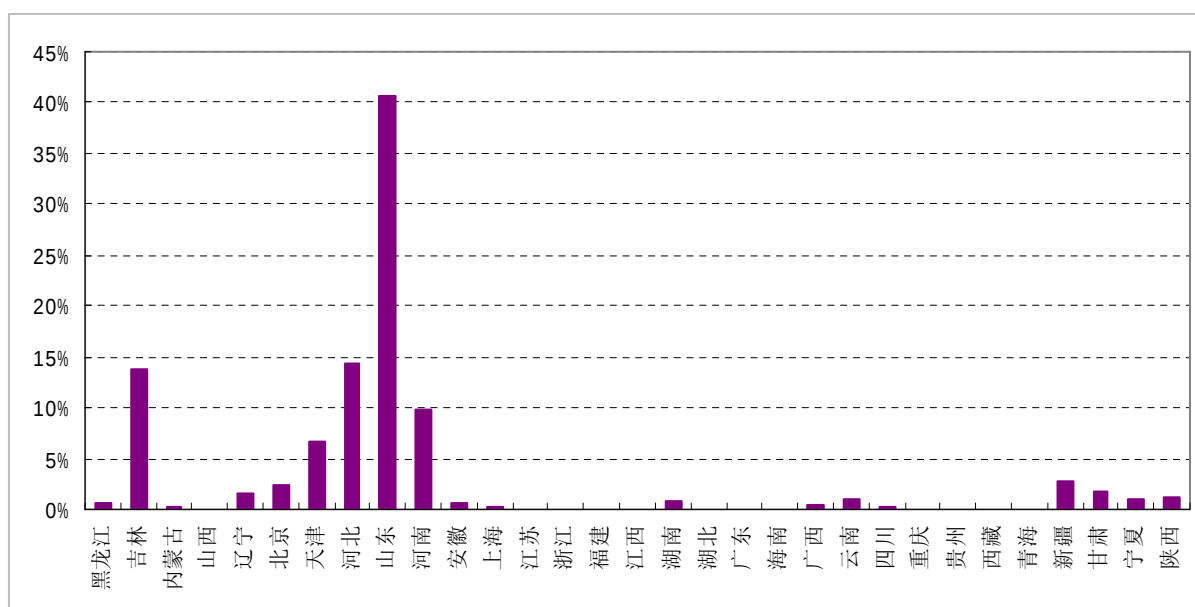
资料来源：国家统计局

由于葡萄容易腐坏变质，需要及时就近加工，不利于长时间远距离运输，葡萄酒生产企业一般布局在葡萄产地。葡萄品种和葡萄产地的自然资源对葡萄酒的品质有决定性的影响。我国葡萄产地主要分布在环渤海地区、黄河故道、宁夏甘肃河西地区、新疆等地区，东北的吉林省和西南的云南省葡萄种植面积也比较大，我国葡萄酒产地也主要分布在这些地区。

环渤海地区气候条件优越，是我国葡萄主要产地，目前该地区集中 30 家左右主要葡萄酒生产企业，其中包括张裕、威龙、王朝、长城等四家我国葡萄酒行业龙头公司。黄河故道产区病虫害比较严重，葡萄品质不高，在国内葡萄酒行业处于二流地位。宁夏甘肃河西地区是我国优质葡萄的最佳种植区域，未来发展前景广阔，我国葡萄酒行业龙头公司已经在该地区投资建设葡萄种植基地和葡萄酒厂，当地的葡萄酒企业也在扩大葡萄种植和葡萄酒酿造规模。新疆产区出产的葡萄酒含糖量较高，颜色较深，芳香浓郁，具有明显地域特色。

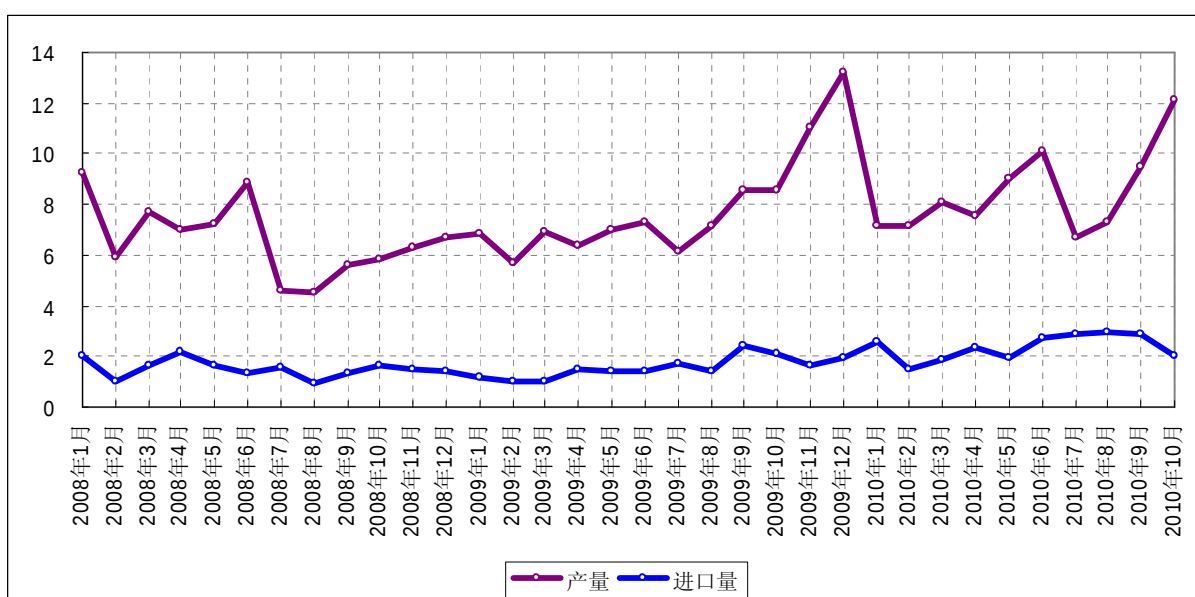
新疆、宁夏和甘肃葡萄产量占全国葡萄总产量的 25% 左右，葡萄酒产量只占全国葡萄酒总产量的 7% 左右。葡萄酒产业由环渤海地区向该地区转移是大势所趋。

图 26：2003 年 1 月-2010 年 10 月各地葡萄酒累计产量占同期全国累计产量比例



资料来源：国家统计局

图 27：2008 年 1 月-2010 年 10 月我国葡萄酒产量与进口量比较（万千升）

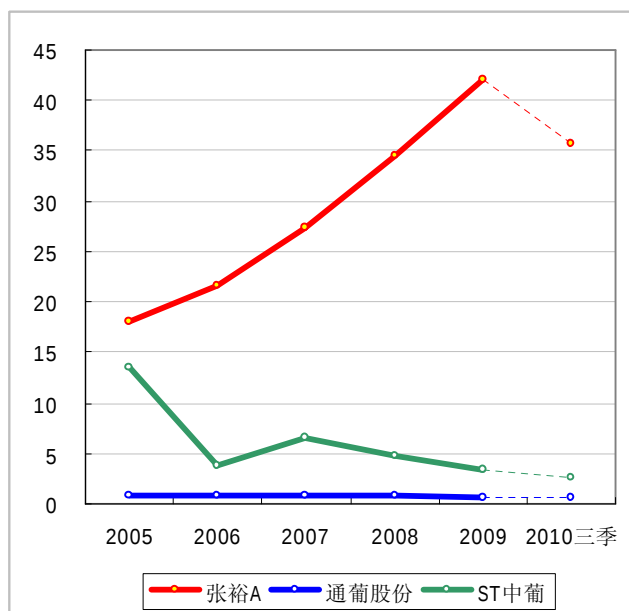


资料来源：国家统计局、中国海关

我国每年葡萄酒进口量比较大，2008 年进口量 18.18 万千升，与同期我国葡萄酒产量比超过 1:5；2009 年进口量 18.74 万千升，与同期我国葡萄酒产量比为 1:5 左右。2010 年前 10 个月进口量 23.69 万千升，与同期我国葡萄酒产量比为 1:4 左右，国外葡萄酒大量进口到国内，冲击了国内葡萄酒市场，对国产葡萄酒形成激烈竞争。

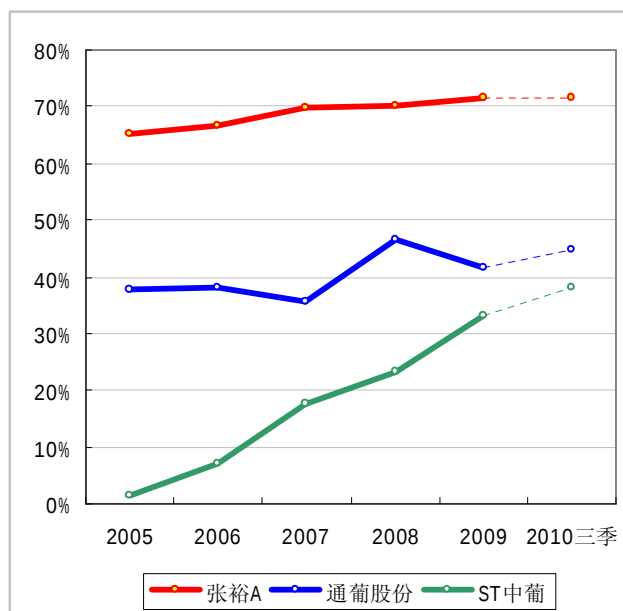
目前，我国葡萄酒行业主要上市公司有张裕 A、通葡股份、*ST 中葡、ST 银广厦、*ST 皇台、莫高股份等 6 家。张裕 A、通葡股份、*ST 中葡三家公司以葡萄酒业务为主营业务，ST 银广厦、*ST 皇台和莫高股份主营业务收入中仅有部分来源于葡萄酒业务。

图 28: 三家葡萄酒公司营业收入比较 (亿元)



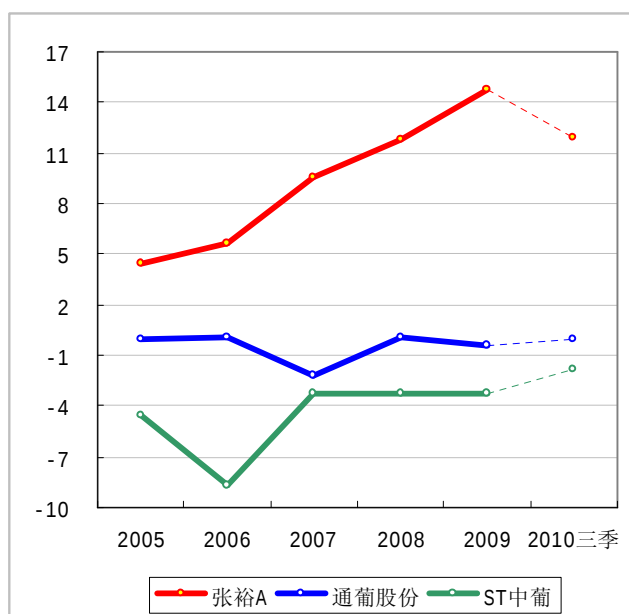
资料来源: 公司公告

图 29: 三家葡萄酒公司毛利率比较 (%)



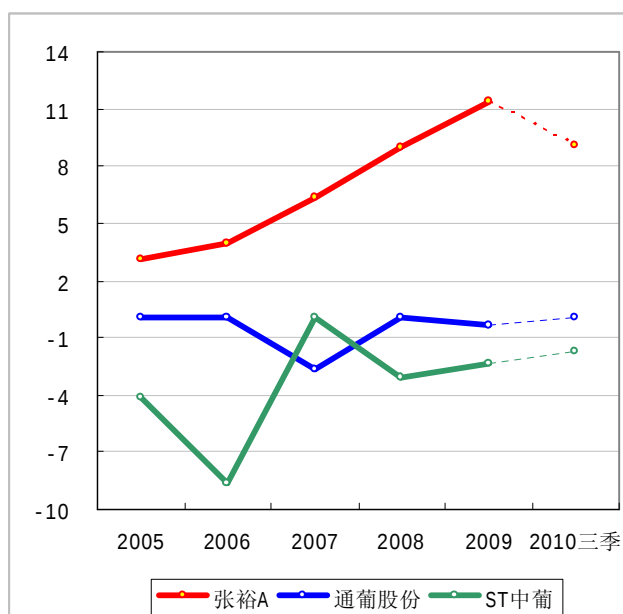
资料来源: 公司公告

图 30: 三家葡萄酒公司营业利润比较 (亿元)



资料来源: 公司公告

图 31: 三家葡萄酒公司净利润比较 (亿元)



资料来源: 公司公告

张裕 A 居于葡萄酒行业龙头地位, 公司在浙江、江苏、上海和山东市场占据优势地位, 以“张裕爱斐堡”和“解百纳”为主体的中高档葡萄酒持续快速增长; 公司在烟台、新疆、宁夏和陕西扩大葡萄基地面积, 提高葡萄酒档次。ST 中葡在新疆天山北坡沿线有 12 万亩葡萄种植基地, 年加工葡萄能力合计 10 万吨左右, 并拥有产品优势, 增发筹集资金 20 亿元用于摆脱财务困境和突破营销瓶颈, 有巨大发展潜力; 通葡股份重大资产重组后, 营业收入增长幅度将近 2 倍, 净利润增长幅度 10 倍以上, 并拥有云南省葡萄酒市场占有率绝对优势地位和拓展附近市场的便利条件, 未来成长空间大。

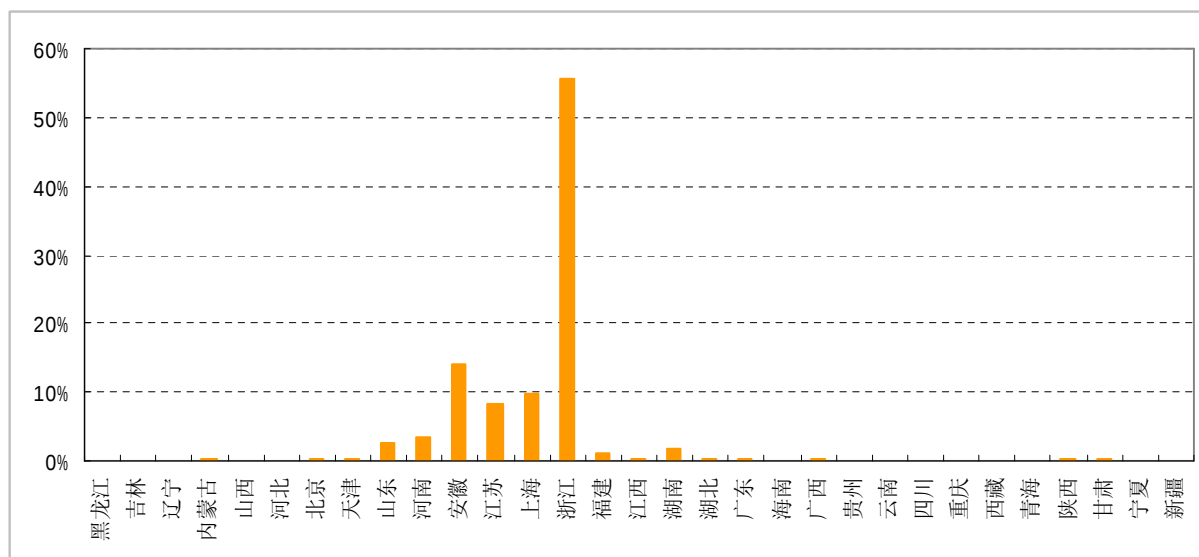
2011 年我国 6 家葡萄酒上市公司毛利率预计有所提高, 营业收入、营业利润和净利润预计同比增长 30% 左右, 其中, ST 中葡预计摘去 ST 帽子, 扭亏为盈。

请务必阅读正文之后的重要声明

21

黄酒传统生产和消费区域是江浙沪地区，并向福建、江西、湖南、四川、安徽南方地区发展。2000 年以前，江浙沪地区黄酒生产和消费量占全国比例 90%以上，到 2009 年该比例缩小到 70%左右。

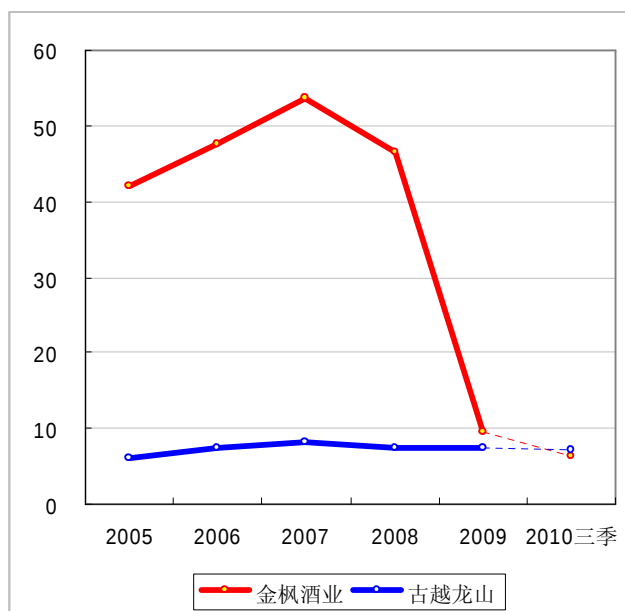
图 32：2009 年 1 月-2010 年 10 月各地黄酒累计产量占同期全国累计产量比例



资料来源：国家统计局

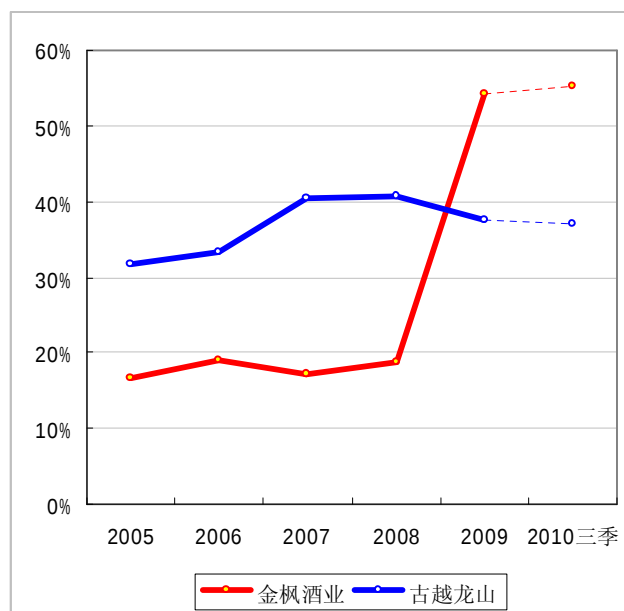
黄酒行业主要上市公司有金枫酒业和古越龙山两家。两家上市公司产品销售区域集中在长江三角洲地区，消费者购买能力强，但是易受国际经济危机影响。两家公司黄酒年产能都在 16 万吨左右。金枫酒业黄酒销售集中在上海市，在江苏省也有少量销售；古越龙山黄酒销售 40%分布在浙江、30%分布在上海和江苏、其他地区约占 30%。金枫酒业比古越龙山产品档次高，盈利能力和抗风险能力强。2009 年，金枫酒业由多元化经营转变为专业从事黄酒生产经营，尽管这一转变导致当年营业收入同比大幅度下降，但是公司发展战略更加明确，资源更加集中，盈利能力大幅度增强。

图 33：两家黄酒公司营业收入比较（亿元）



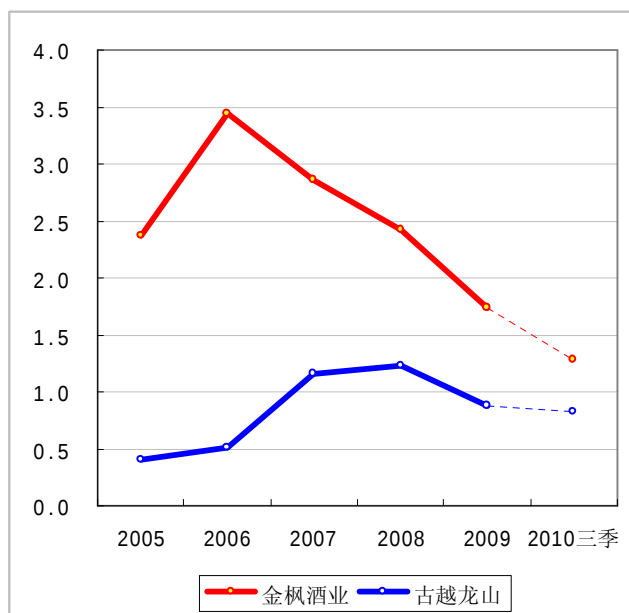
资料来源：公司公告

图 34：两家黄酒公司毛利率比较（%）



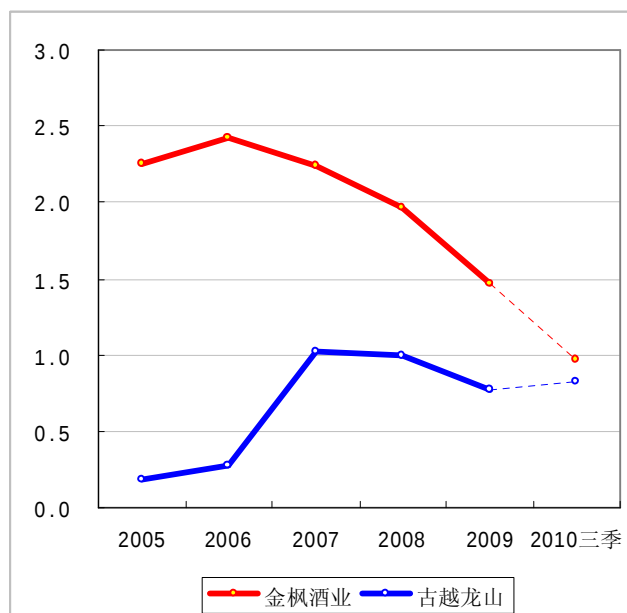
资料来源：公司公告

图 35: 两家黄酒公司营业利润比较 (亿元)



资料来源: 公司公告

图 36: 两家黄酒公司净利润比较 (亿元)



资料来源: 公司公告

两家黄酒上市公司经营业绩不具有持续多年稳定上涨的趋势, 2008 年和 2009 年受国际金融危机影响, 经营业绩下滑明显。黄酒消费集中在长三角地区, 区域内黄酒生产企业竞争激烈, 导致黄酒价格提高压力大, 销售费用上升, 原材料等生产成本上涨也是影响企业盈利水平提高的重要因素。

2011 年我国 2 家黄酒上市公司毛利率预计略有提高, 营业收入、营业利润和净利润预计同比增长 20% 左右。

六、白糖价格已经进入高位, 2011 年涨幅预计不大

我国白糖价格呈现周期性波动, 从开始上涨到下跌结束, 大约经历 5-6 年时间。2006 年-2008 年我国白糖价格处于周期的下跌阶段; 从 2009 年开始我国白糖价格走出谷底, 处于周期的上涨阶段。

图 37: 2006 年初到 2010 年 10 月中国食糖现货价格指数 (元/吨)



资料来源: 云南糖网

请务必阅读正文之后的重要声明

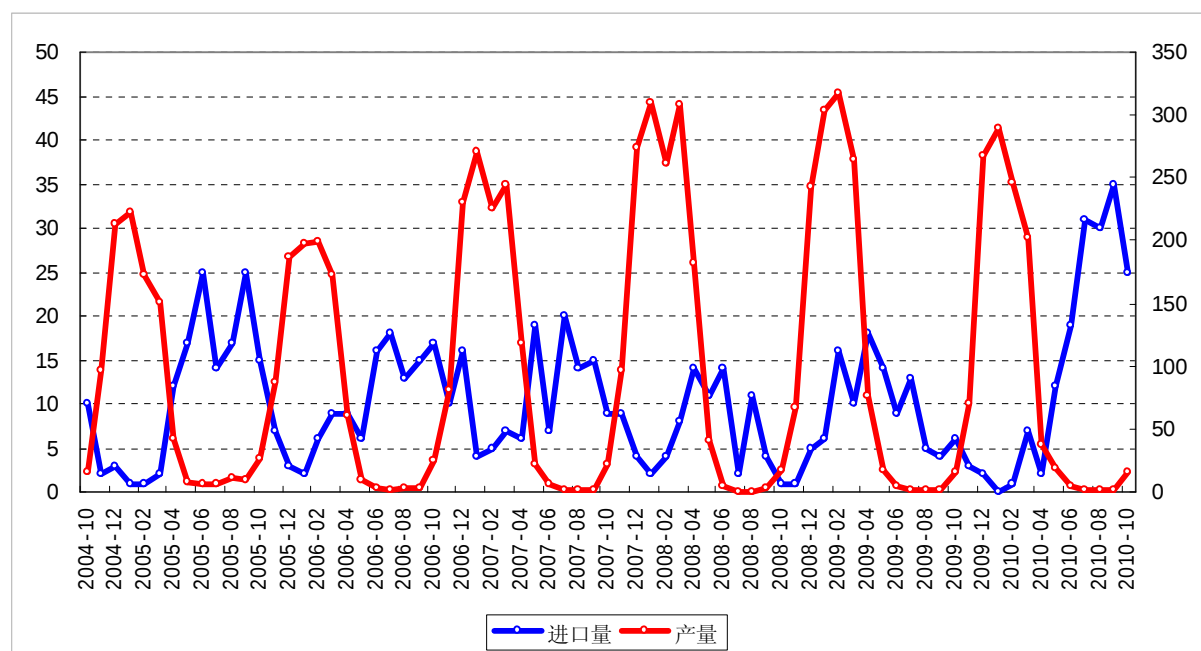
23

中国食糖现货价格指数(简称 CSI)选取国标 GB317-2006 一级白砂糖(含甘蔗糖、甜菜糖)为样本,采集国内 28 个省(直辖市)的 33 个食糖主要产销区每天的现货价格(该 33 个地区占全国食糖产、销量的 90%以上),加权平均后每天生成全国食糖价格动态点阵指数图。每个地区的权重系数根据该地区的产、销量和其他因素科学、合理分配。

2010 年 10 月我国白糖价格是 2009 年初我国白糖价格的 2.6 倍。白糖价格大幅度上涨的原因中有食品工业复苏、国内白糖减产等因素,但是根本原因是国际和国内扩张性货币政策。国际和国内投机资金炒作白糖期货也是加剧我国白糖价格波动的重要原因。11 月,我国白糖价格在美元反弹、国内提高银行存款准备金和银行存贷款利率以及国务院采取有力措施稳定消费价格总水平等综合作用下有所回调,但是仍然处于高位。

根据中国糖业协会的统计,2008/2009 年榨季(2008 年 10 月-2009 年 9 月),全国共生产白糖 1242.89 万吨,同比减产 240.9 万吨;2009/2010 榨季全国共生产白糖 1073.83 万吨,同比减产 169.1 万吨。减产的原因是北方甜菜糖主要产区遭到冰冻灾害和云南、广西等甘蔗糖主要产区遭到干旱灾害。2009/2010 榨季,国内食糖供应缺口将达到 200 万吨以上。2010/2011 榨季全国糖料播种面积同比增加 3%左右,但是播种面积增加并不代表产量也会相应增加,今年春季北方天气异常,南方春季干旱,夏季出现洪涝灾害,食糖产量受自然灾害影响比较大。

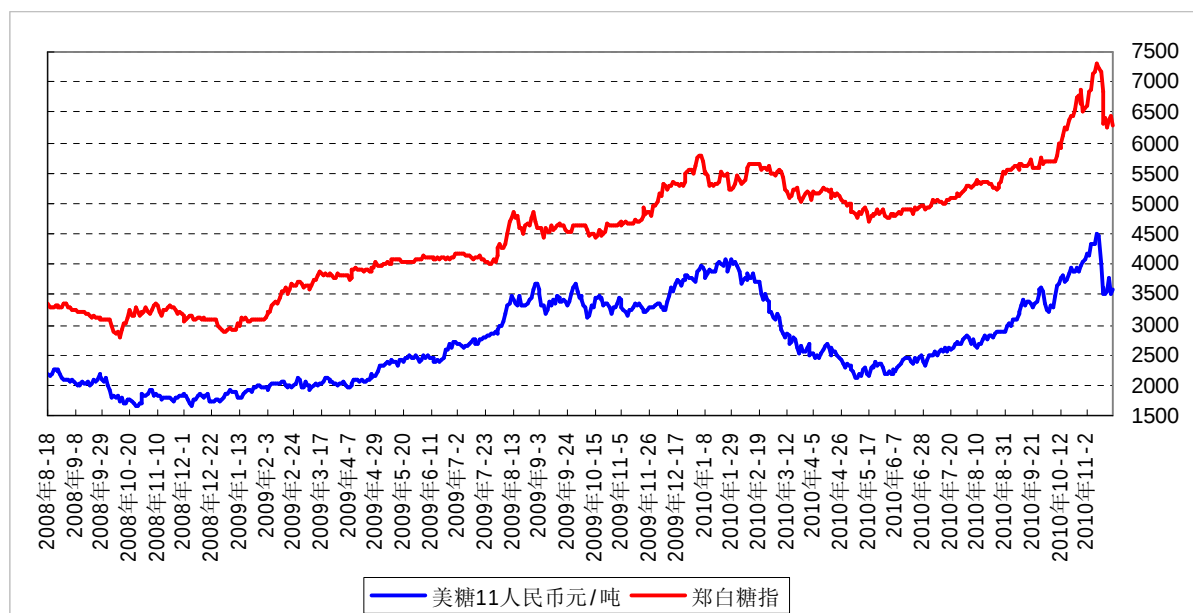
图 38: 2004 年 10 月-2010 年 10 月我国白糖产量和进口量(万吨)



资料来源:国家统计局、中国海关

为了增加白糖供给量,抑制白糖快速上涨,2010 年 8 月以来国家发展改革委员会多次密集投放国家储备糖,于 8 月 12 日投放第七批国家储备糖,数量 15 万吨;于 9 月 9 日投放第八批国家储备糖,数量 24 万吨;于 10 月 22 日投放新榨季第一批国家储备糖,数量 21 万吨;于 11 月 22 日投放新榨季第二批国家储备糖,数量 20 万吨。以上批次投放国家储备糖的竞卖底价都为 4000 元/吨(仓库提货价)。

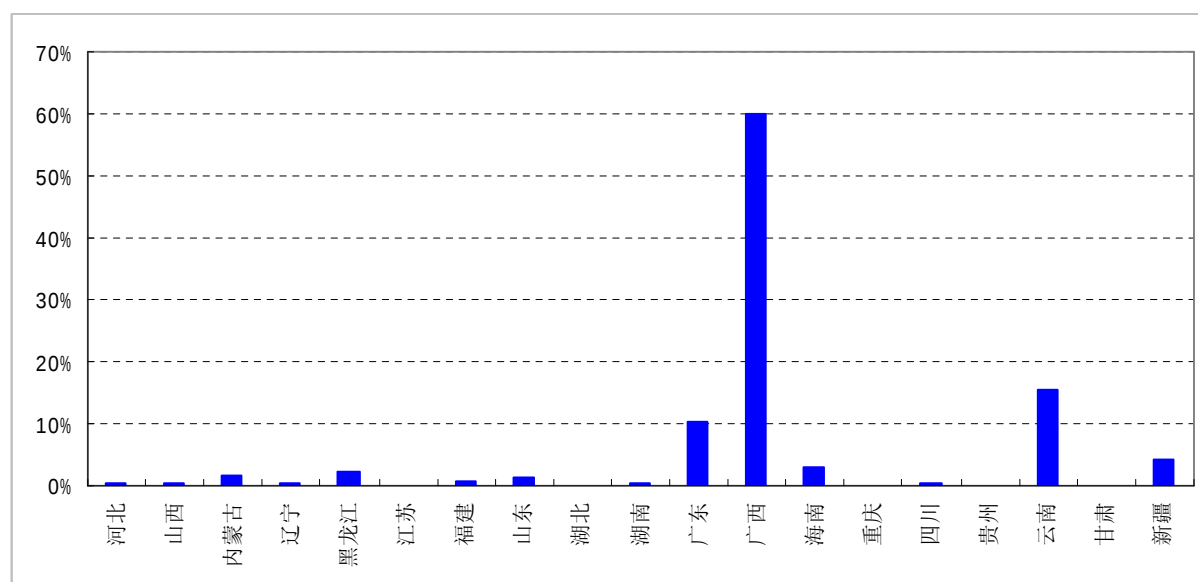
图 39：美糖 11 和郑白糖期货价格（以人民币元/吨计价）



资料来源：美国纽约期货交易所和郑州商品交易所

国内糖料生产和压榨成本大幅度高于国外，国家对白糖进口征收关税和采取配额限制，国内白糖价格大幅度高于国际白糖价格。未来一年左右，这种状况不会有大的改变。国内白糖价格大幅度高于同期国际白糖价格，即使加上运输、加工、损耗、进口环节税等成本因素，进口白糖仍具有较强的成本优势。2009 年我国进口白糖 106 万吨，与同期我国白糖产量的比是 1:12 左右，2010 年 1 至 10 月我国累计进口白糖 162 万吨。2010 年我国食糖进口关税配额量为 194.5 万吨，其中 70%为国营贸易配额。白糖大量进口到国内将抑制国内白糖价格上涨。但是国际和国内扩张性货币政策和国内白糖供不应求 2010 年到 2011 年间国内白糖价格的重要支撑，白糖价格回调以后将继续上涨。

图 40：2004 年 10 月-2010 年 10 月各地白糖累计产量占同期全国累计产量比例



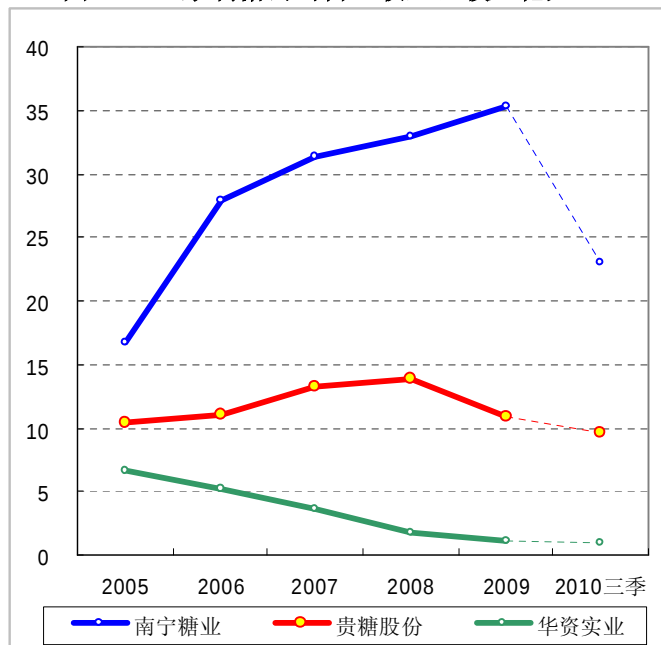
资料来源：国家统计局

我国白糖产量 60%左右来自广西自治区。为了保护糖料种植农户利益，广西自治区政府制定甘蔗

收购指导价格与白糖销售价格联动。甘蔗收购指导价格与白糖销售价格联动以后，制糖公司自有甘蔗基地面积和甘蔗压榨规模对公司盈利水平有重要影响，对行业龙头公司有利。

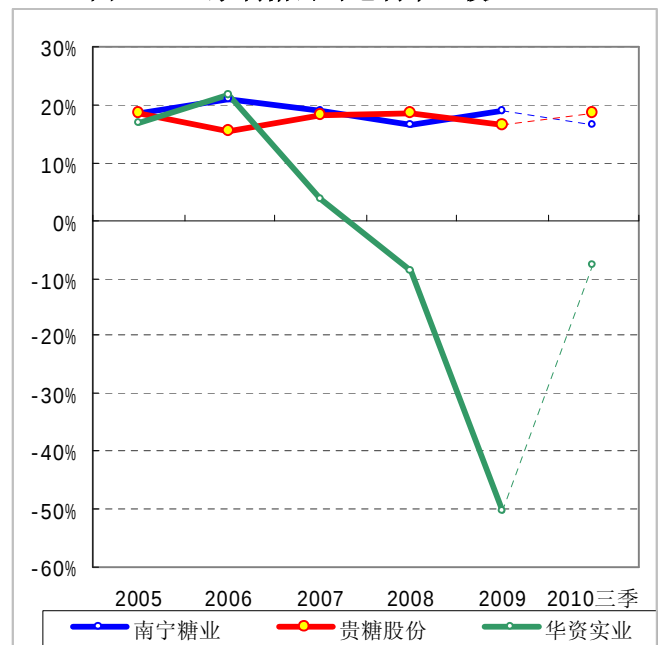
目前，我国制糖业上市公司有南宁糖业、贵糖股份、华资实业、中粮屯河、保龄宝、ST 甘化等 6 家公司。南宁糖业是我国甘蔗制糖行业龙头公司，公司白糖年产量 50 万吨左右，占我国白糖年产量将近 5%。中粮屯河甜菜糖年产量 30 万吨左右，占我国甜菜糖年产量的 40% 左右。贵糖股份、华资实业和 ST 甘化经营规模和盈利水平相对较小。保龄宝主要利用麦芽生产低聚糖，与机制白糖生产不同。

图 41: 三家制糖公司营业收入比较 (亿元)



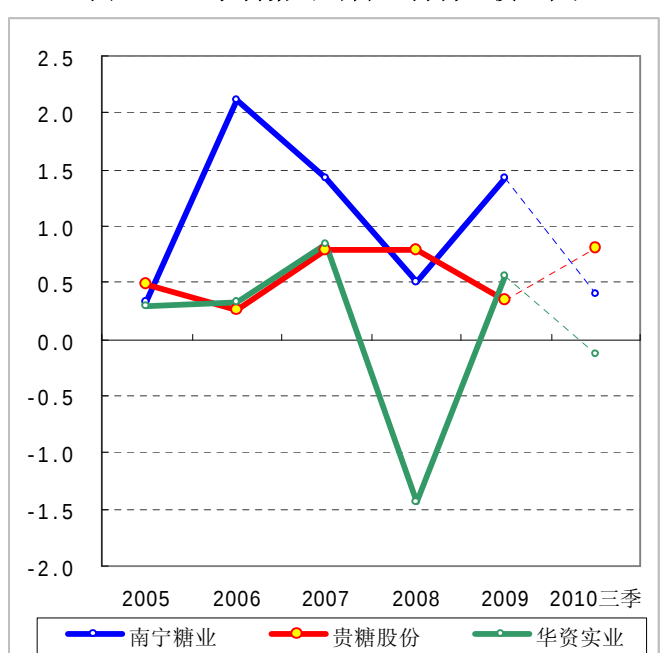
资料来源: 公司公告

图 42: 三家制糖公司毛利率比较 (%)



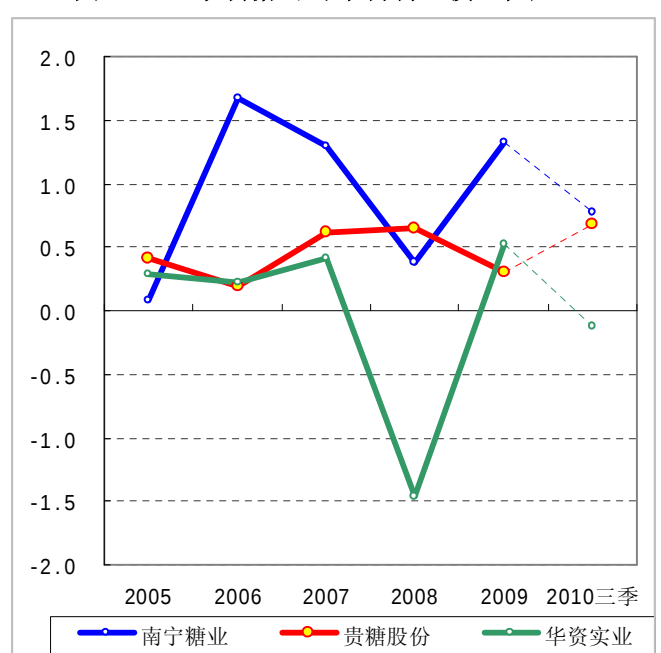
资料来源: 公司公告

图 43: 三家制糖公司营业利润比较 (亿元)



资料来源: 公司公告

图 44: 三家制糖公司净利润比较 (亿元)



资料来源: 公司公告

我国甘蔗制糖行业龙头公司南宁糖业与农民签订甘蔗种植协议 100 万亩左右，营业收入持续多年稳定增长，毛利率多年稳定在 20% 左右，基本上反映了我国甘蔗制糖行业的总体发展状况，但是公司利用蔗糖压榨副产品甘蔗渣造纸，纸张价格波动对南宁糖业营业利润和净利润比较大。贵糖股份和华资实业经营规模较小，抗风险能力和竞争能力较弱，尤其是华资实业，主要利用甜菜制糖，成本比较高，2006 年以后毛利率大幅度下降，并在 2008 年以后变为负数，2009 年营业利润和净利润没有亏损主要原因是投资收益增加。

2011 年我国 2 家白糖上市公司毛利率预计稳定，营业收入、营业利润和净利润预计同比增长 15% 左右。

七、2011 年我国猪肉价格将继续上涨，养猪和猪肉加工行业上市公司经营规模和经营业绩将增长

从 1994 年我国建立畜产品及相关生产资料价格统计报表至今，15 年猪肉价格经历了 5 个谷底，4 个完整周期。生猪和猪肉价格以大约三年为一个周期上下剧烈震荡，被称为“过山车”式价格波动。决定这种经济现象的经济规律是猪肉需求具有比较强的刚性，猪肉供给从养殖母猪到养殖仔猪再到养殖生猪一般需要两到三年时间，本期猪肉价格决定本期养殖业者的养殖规模，本期养殖规模决定下期的猪肉供给量和价格，猪肉价格波动引起养猪产业链的连锁反应，导致猪肉供给和价格的大起大落。

为了建立生猪生产稳定发展的长效机制，发改委等六部门于 2009 年 1 月 9 日发布了《防止生猪价格过度下跌调控预案（暂行）》。预案由预警指标、调控目标和响应机制等部分组成。

我国猪肉价格经过比较长时间大幅度下跌以后，在 2009 年 5 月到达谷底。由于养殖业者宰杀生猪和母猪，加上政府启动了国产冻猪肉收储采购，供给严重过剩的局面得到缓解。从 2009 年 6 月开始，我国生猪和猪肉价格已经走出谷底，进入新周期的上涨阶段。新周期预计将在 2012 年 5 月以后结束。在此期间，我国生猪和猪肉价格将经历上涨和下跌两个阶段。

表 3：1994 年以来我国生猪和猪肉价格周期波动

第一谷底		第二谷底		第三谷底		第四谷底		第五谷底		预计第六谷底	
1995 年 1 月		1998 年 3 月		2001 年 2 月		2006 年 5 月		2009 年 5 月		2012 年 5 月以后	
←	第一周期		第二周期		第三周期		第四周期		第五周期		→

资料来源：中国畜牧业协会

春节过后，由于猪肉消费减少、生猪疫情导致猪肉供给增加等因素影响，我国猪肉价格跌幅较大，又由于国家提高小麦、稻谷等粮食最低收购价格导致养猪成本上升，猪粮比价下跌，国家发展改革委和商务部实施了冷冻猪肉收储调控。经过 4 月初到 6 月中旬的蓄势整理，猪肉价格继续上涨。2011 年我国猪肉价格将继续上涨，养猪和猪肉加工行业上市公司经营规模和经营业绩将增长。

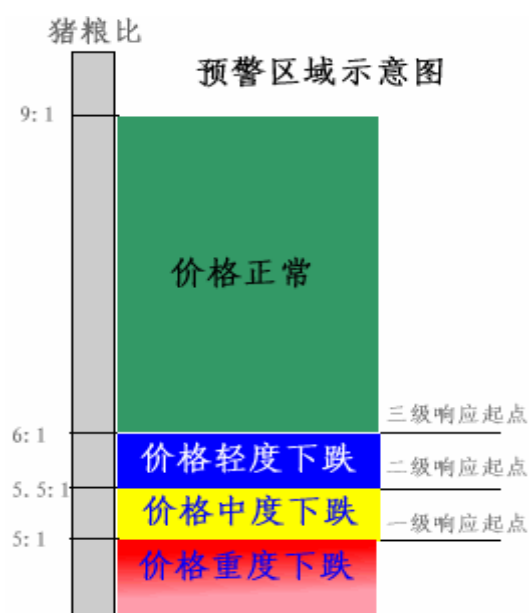
2010 年初以来，我国生猪存栏数持续下跌，5 月以后有止跌反弹；能繁母猪存栏数在 2010 年 2 月以来加速下跌，9 月略有反弹。猪存栏数和能繁母猪存栏数下跌将导致未来猪肉供给量下降，为未来猪肉价格上涨奠定了基础。2011 年我国玉米、小麦、稻谷等主要粮食品种价格将维持在高位运行，推高养猪成本，成本上升将推动猪肉价格上涨。

表 4:《调控预案（暂行）》预警指标和调控目标

预警指标	国家在判断生猪生产和市场情况时，将猪粮比价作为基本指标，同时参考仔猪与白条肉价格之比、生猪存栏和能繁母猪存栏情况，并根据生猪生产方式、生产需求和市场需求变化等因素适时调整预警指标及具体标准。
调控目标	主要目标是猪粮比价不低于 5.5 : 1；辅助目标是仔猪与白条肉价格之比不低于 0.7 : 1；生猪存栏不低于 4.1 亿头；能繁母猪存栏不低于 4100 万头。

资料来源：国家发展改革委员会

图 45:《调控预案（暂行）》预警示意图



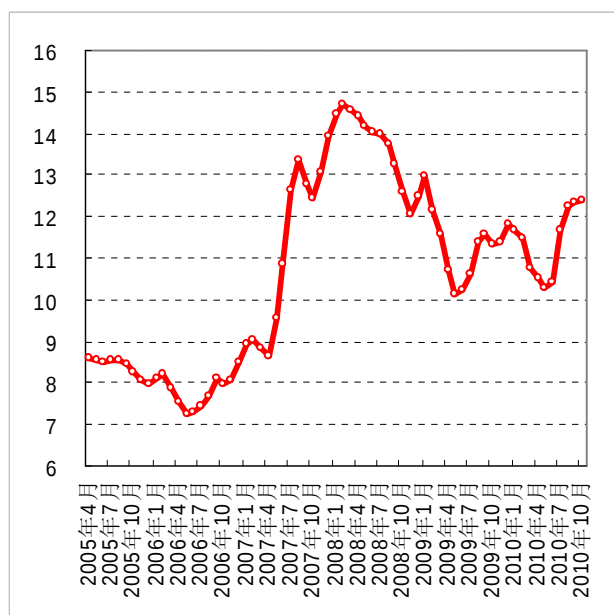
资料来源：国家发展改革委员会

表 5:《防止生猪价格过度下跌调控预案（暂行）》预警区域与响应机制

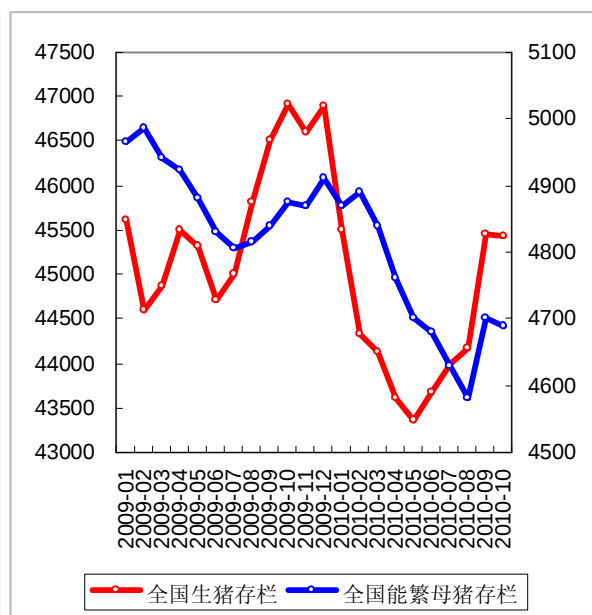
猪粮比价	预警区域	响应机制
高于 9 : 1		适时投放政府冻肉储备，必要时向城乡低保对象和家庭经济困难的大中专院校学生发放临时补贴。
9 : 1-6 : 1	绿色区域 (价格正常)	做好市场监测工作，密切关注生猪生产和市场价格变化情况。各部门根据职责定期发布生猪生产和市场信息。中央和地方正常猪肉储备规模主要用于满足应急和救灾的需要。
低于 6 : 1	三级响应起点	在中国政府网及时向社会发布生猪市场预警信息，并通过其他媒体向社会发布。
6 : 1-5.5 : 1	蓝色区域 (价格轻度下跌)	连续四周，根据市场情况增加必要的中央和地方冻肉储备，并着手做好实施二级响应的前期准备工作。
低于 5.5 : 1	二级响应起点	通过财政贴息的形式鼓励大型猪肉加工企业增加商业储备和猪肉深加工规模。
5.5 : 1-5 : 1	黄色区域 (价格中度下跌)	连续四周，进一步增加中央政府冻肉储备，同时要求主销区和沿海大中城市增加地方冻肉储备，还可以适当增加地方政府的活体储备。
低于 5 : 1	一级响应起点 红色区域 (价格重度下跌)	1.较大幅度增加中央冻肉储备规模。2.增加政府储备后，猪粮比价仍然低于 5 : 1，而且出现养殖户过度宰杀母猪的情况，月度母猪存栏量同比下降较多时，对国家确定的生猪调出大县的养殖户（场），按照每头能繁母猪 100 元的标准，一次性增加发放临时饲养补贴；对国家确定的优良种猪场的养殖户（场），按每头公种猪 100 元的标准，一次性发放临时饲养补贴。3.适当限制猪肉进口，减少当期市场供应；完善食品安全体系建设，鼓励猪肉及其制品出口。

资料来源：国家发展改革委员会

图 46: 我国 36 个大中城市猪精瘦肉零售价格 (元/斤) 图 47: 我国生猪和能繁母猪存栏数 (头)



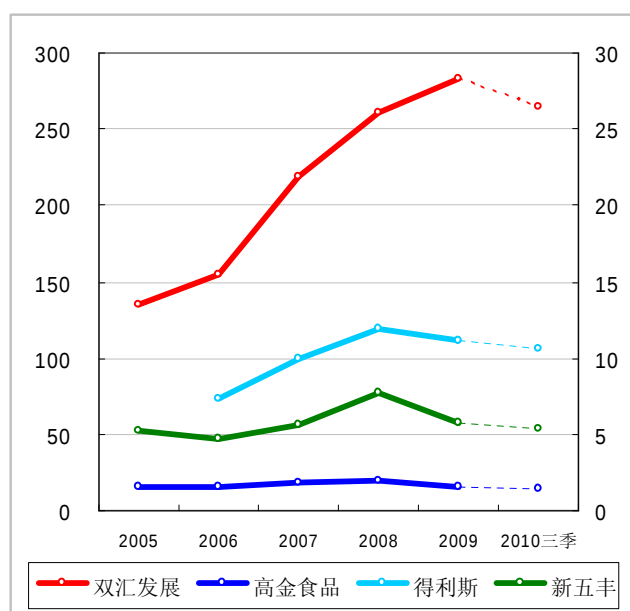
资料来源: 国家统计局



资料来源: 国家统计局

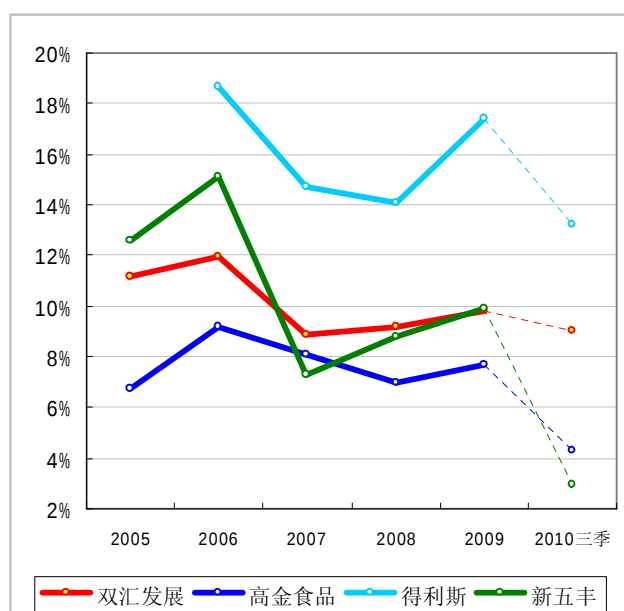
我国养猪、生猪屠宰和猪肉加工行业上市公司主要有新五丰、罗牛山、高金食品、双汇发展、上海梅林、得利斯等 6 家上市公司。其中新五丰和罗牛山主营业务是养猪，其他 4 家公司主营业务是生猪屠宰和猪肉加工。罗牛山和上海梅林还有其他经营业务。我国养猪、生猪屠宰和猪肉加工行业上市公司中，双汇发展经营规模和盈利水平高，并且逐年持续稳定提高，新五丰、高金食品和得利斯经营规模和盈利水平低，并且存在一定幅度波动。

图 48: 四家猪肉公司营业收入比较 (亿元)



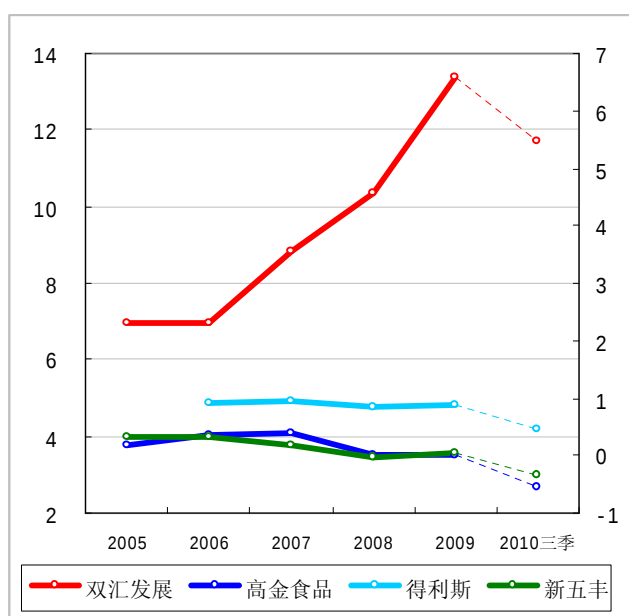
资料来源: 公司公告

图 49: 四家猪肉公司毛利率比较 (%)



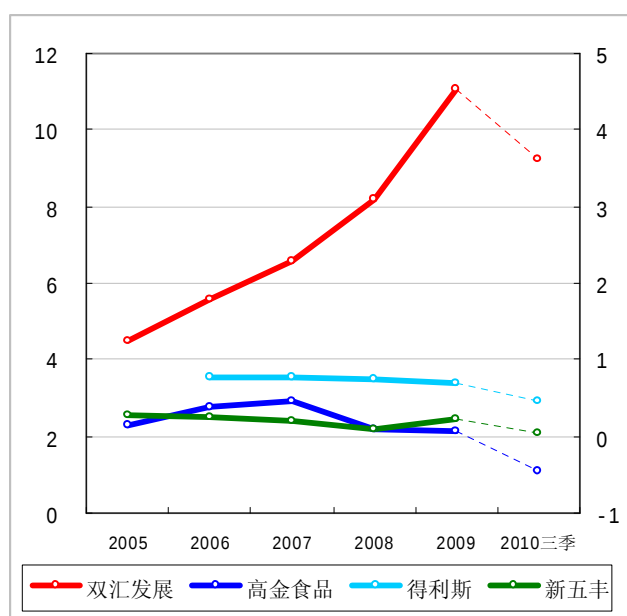
资料来源: 公司公告

图 50: 四家猪肉公司营业利润比较 (亿元)



资料来源: 公司公告

图 51: 四家猪肉公司净利润比较 (亿元)



资料来源: 公司公告

2010 年 11 月, 双汇发展的大股东双汇集团将其所有的 29 家肉类屠宰、加工和包装公司 (2010 年 5 月 31 日净资产 47.21 亿元) 的股权 (43.03 亿元, 估值约 345.9 亿元) 注入上市公司双汇发展, 双汇发展将其持有的漯河双汇物流投资有限公司 85% 的股权 (估值约 17.2 亿元) 剥离给大股东双汇集团。被注入公司 2009 年合并营业收入 166 亿元, 合并营业利润 16.29 亿元, 合并净利润 13.72 亿元。2009 年, 双汇发展生产温肉制品 85.77 万吨, 屠宰生猪 328.56 万头; 被注入公司 2009 年生产肉制品 64.41 万吨, 屠宰生猪 807.38 万头。资产重组以后, 双汇发展主业更加突出, 经营规模和盈利水平都将大幅度提高。

2011 年我国猪肉价格将继续上涨, 猪肉价格上涨将推高猪肉制品行业上市公司生产成本, 推动猪肉制品价格上涨。高金食品、双汇发展等龙头公司都拥有规模比较大的冷冻猪肉仓库, 猪肉价格上涨将提高原料存货价值, 提高公司盈利水平。但是, 在猪肉价格大幅度上涨的情况下, 如果原料采购没有把握好行情或者猪肉制品提价压力较大, 企业获利空间将被压缩。

2011 年我国 6 家养猪、生猪屠宰和猪肉加工行业上市公司毛利率预计稳定, 营业收入、营业利润和净利润预计同比增长 1 倍以上。

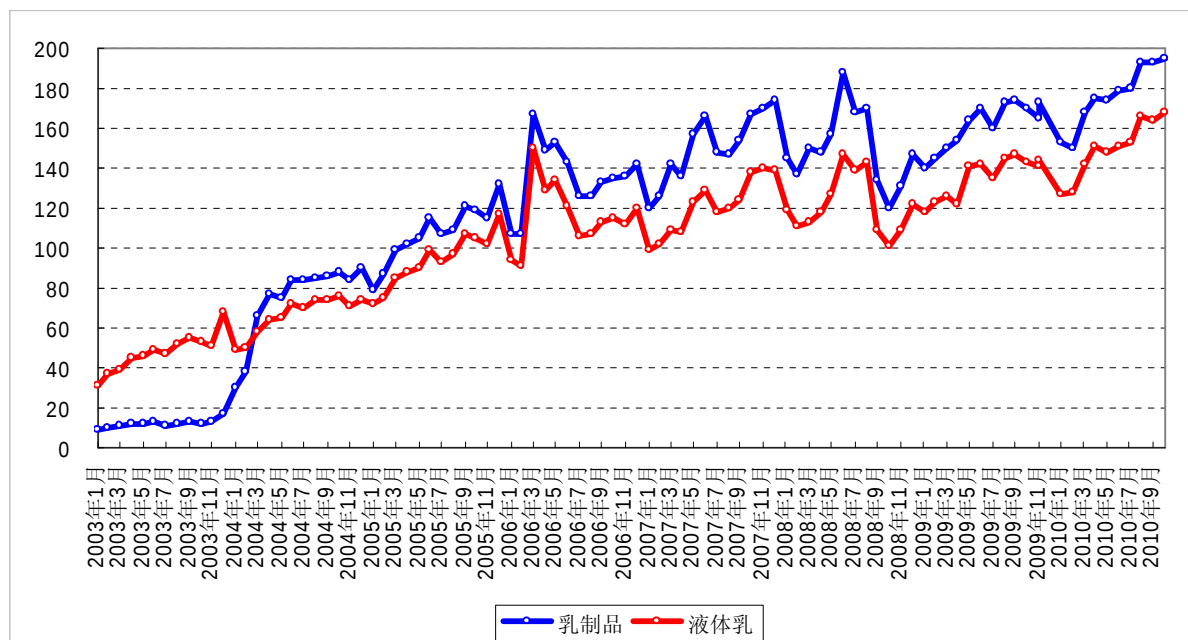
八、2011 年我国奶业龙头上市公司经营业绩将继续稳定增长

2008 年三聚氰胺事件以后, 政府和企业对奶制品实行严格的质量管理。2009 年乳制品和液体乳月度产量同比恢复增长; 2010 年乳制品和液体乳月度产量持续稳定增长。2010 年初以来, 由于饲料价格上涨, 牛奶价格持续缓慢上涨。产量和价格这种变动对奶业上市公司扩大生产规模、调整产品结构和提高盈利水平是有利的。

为了调控我国奶业发展, 国家发展改革委和工信部于 2009 年 7 月 17 日联合发布了《乳制品工业产业政策 (2009 年修订)》, 对乳制品原料采购、生产和销售各个环节质量管理提出了更高的要求,

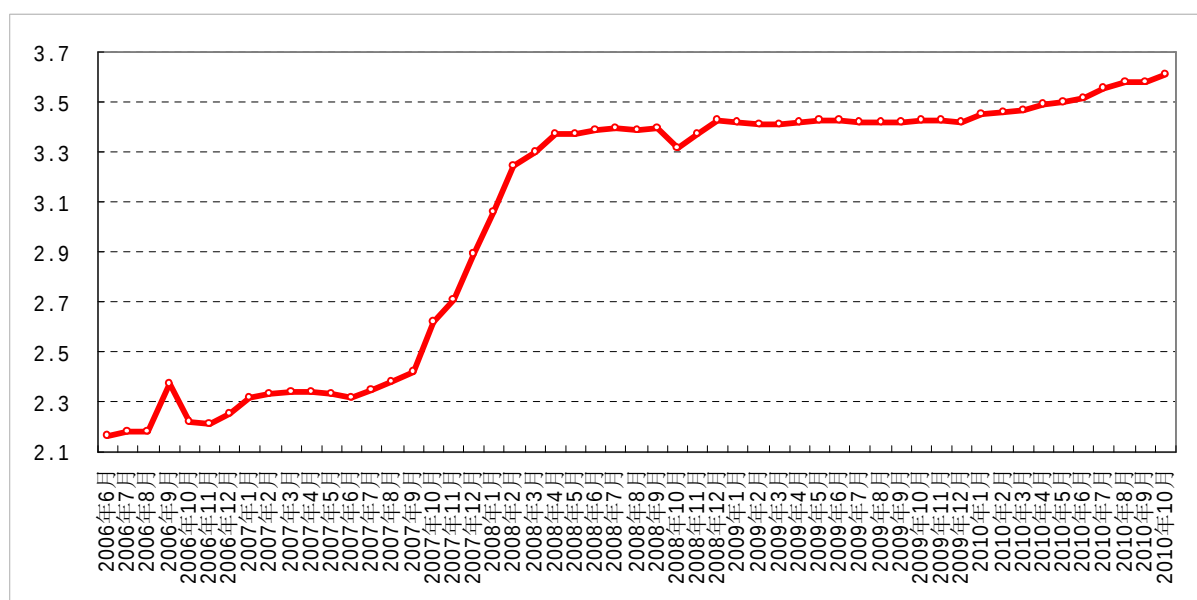
将与新建乳制品加工项目相匹配的稳定可控的奶原基地产生鲜乳的能力由 30% 提高到 40%，扩建乳制品加工项目相匹配的稳定可控的奶原基地产生鲜乳的能力保持在 75% 不变。鼓励国内企业兼并重组国内乳制品企业，培育一批年销售收入超过 20 亿元的骨干企业。

图 52：我国乳制品和液体乳月度产量（万吨）



资料来源：国家统计局

图 53：我国 36 个大中城市袋装鲜牛奶零售价格（元/斤）



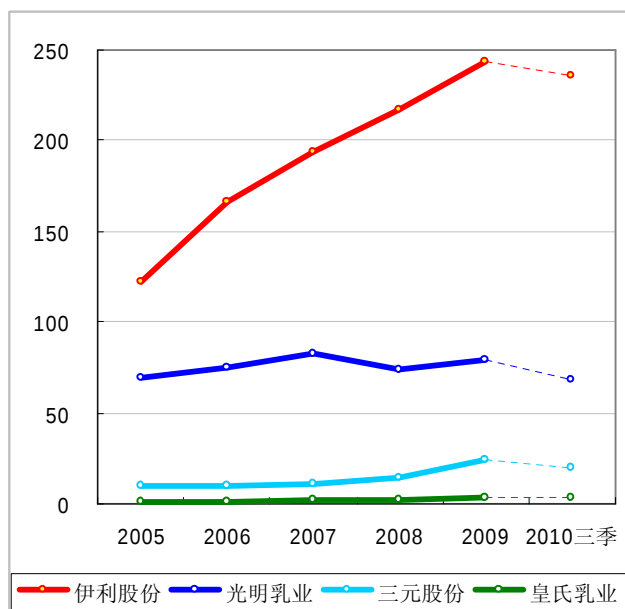
资料来源：国家统计局

我国奶业有伊利股份、光明乳业、三元股份、维维股份、皇氏乳业等四家上市公司，其中伊利股份是我国奶业龙头公司，与蒙牛乳业共同构成我国奶业双寡头格局；光明乳业和三元股份分别是北京和上海及其附近区域市场的龙头，具有区域竞争优势；维维股份除奶业外，还有豆粉、白酒等其他经营业务；皇氏乳业位于广西境内，经营品种独特的水牛奶。

请务必阅读正文之后的重要声明

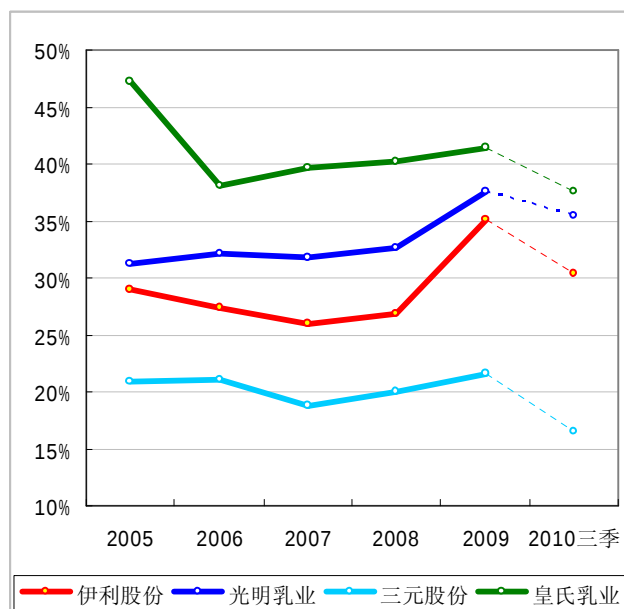
31

图 54：四家奶业公司营业收入比较（亿元）



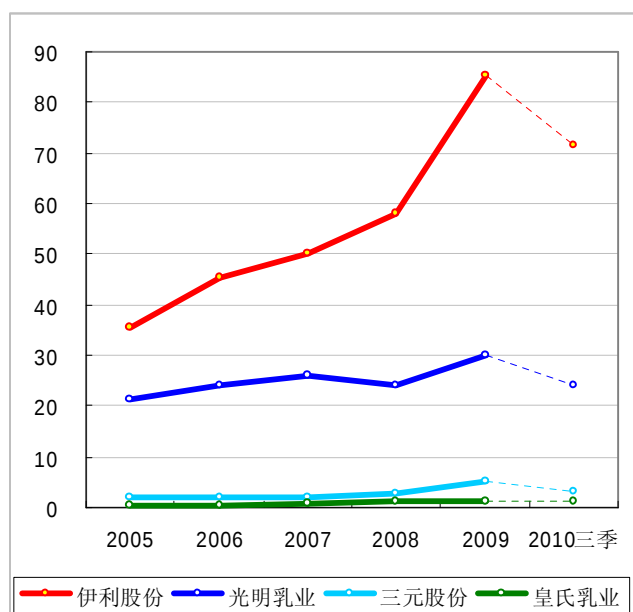
资料来源：公司公告

图 55：四家奶业公司毛利率比较（%）



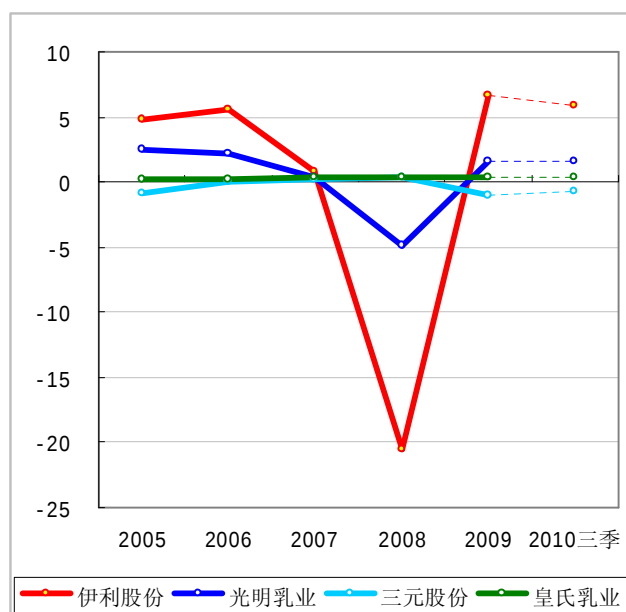
资料来源：公司公告

图 56：四家奶业公司毛利额比较（亿元）



资料来源：公司公告

图 57：四家奶业公司营业利润比较（亿元）



资料来源：公司公告

伊利股份营业收入远远领先于光明乳业和三元股份，年增长速度也高于光明乳业和三元股份。三元股份由于没有受到三聚氰胺事件打击，2009 年借机发展比较快。但是，光明乳业毛利率一直高于伊利股份和三元股份，说明产品盈利能力更强。2009 年以后，四家奶业公司毛利率同比都出现增长，说明三聚氰胺事件对奶业公司经营业绩的负面影响逐渐降低。但是进入 2010 年以后，由于原奶收购价格上涨，成品乳制品和液体乳提价缓慢，四家奶业公司毛利率有所下滑，2011 年随着成品乳制品和液体乳价格上涨，四家奶业公司毛利率将提高。

比较伊利股份、光明乳业和三元股份过去几年的毛利额和营业利润，可以看出，伊利股份和光明乳业 2008 年出现的亏损是公司实际控制人利用三聚氰胺事件在财务上对期间费用进行操作造成的，

请务必阅读正文之后的重要声明

32

奶业经营规模和经营业绩并没有发生大的变化，2009 年伊利股份和光明乳业迅速扭亏为盈，2010 年经营业绩大幅度增长。

光明乳业在上海及其附近区域有竞争优势。公司改变以前偏重低温奶的产品结构，更加注重扩大常温奶生产和销售规模，突破区域奶业市场局限。2010 年 1 月 21 日，光明乳业股份有限公司公布《光明乳业股份有限公司 A 股限制性股票激励计划（草案）》，激励计划规定：以 4.70 元/股价格向公司及其下属单位负责人出售股票 869.53 万股，占公司股本总额的 0.84%。激励计划同时规定了 2009 年、2010 年、2011 年、2012 年和 2013 年的经营业绩考核达标等条件。

表 6：光明乳业股票激励计划规定的经营业绩考核达标条件

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
营业总收入（亿元）	79.00	94.80	113.76	136.51	158.42
净利润（亿元）	1.2	1.90	2.28	2.73	3.17
净资产收益率	4.3%	8%	8%	8%	8%
扣除非经常性损益的净利润占净利润的比重	75%	85%	85%	85%	85%

资料来源：公司公告

股票激励计划将激励公司及其下属单位负责人集中公司资源发展主营业务，实现经营规模和盈利水平年均 20%-30%的复合增长率。

近几年，美国、欧洲、大洋洲等地大量奶粉进口到国内，挤压国内奶粉企业的生存空间。但是，2009 年以来，我国月度进口奶粉量与当月国内乳制品产量比在 1:20 以下，维持在 1:40 左右水平，总体不会对国内乳制品行业形成巨大冲击。在细分行业婴儿奶粉市场，外国品牌奶粉占据主导地位。自 2009 年 8 月 1 日起，商务部对鲜奶、奶粉和乳清实行进口报告管理；海关总署对鲜奶、奶粉和乳清实施自动进口许可管理。国家对奶进口进行调控政策有利于改善国内奶业竞争环境。

我国奶的消费市场仍然十分广阔，1999 年我国城镇居民人均购买鲜奶数量 7.88 公斤，2009 年我国城镇居民人均购买鲜奶数量 18 公斤左右，10 年增长了 1 倍多，未来仍将持续稳定增长。我国农村居民数量众多，人均年奶消费量远低于城镇人口，随着农村居民人均收入水平提高和向城镇转移，对奶的需求潜力巨大。奶业上市公司经营规模和盈利水平仍然有很大发展空间。

2011 年我国 4 家奶业上市公司毛利率预计有所提高，营业收入、营业利润和净利润预计同比增长 20%左右。

九、行业投资建议和评级

促进消费是 2011 年政府扩内需的必然选择，食品饮料行业是消费领域的重要行业，政府促进消费政策，尤其是提高低收入人群收入水平的政策，有利于食品饮料行业上市公司扩大经营规模，提高经营业绩，为食品饮料行业上市公司股票带来投资机会。2011 年我国粮食价格将在高位运行，是推动食品饮料价格同比上涨的重要力量。

2011 年秋季之前将是啤酒消费旺季，啤酒上市公司经营业绩环比预计大幅度增长；2011 年我国白酒上市公司盈利水平继续保持在高位，但是增长幅度将下降；2011 年葡萄酒和黄酒上市公司经营业

绩将继续稳定提高；白糖价格已经进入高位，2011 年涨幅预计不大；2011 年我国猪肉价格将继续上涨，养猪和猪肉加工行业上市公司经营规模和经营业绩将增长；2011 年我国奶业龙头上市公司经营业绩将继续稳定增长。

图 58：白酒行业指数与上证综指比较



图 59：葡萄酒行业指数与上证综指比较



图 60：啤酒行业指数与上证综指比较



图 61：制糖行业指数与上证综指比较



图 62：肉制品行业指数与上证综指比较



图 63：乳品行业指数与上证综指比较



请务必阅读正文之后的重要声明

投资策略：2011 年，食品饮料行业存在三条投资主线，第一条投资主线是生产和消费旺季带来的投资机会，重点公司有青岛啤酒、燕京啤酒等；第二条投资主线是产品预计涨价带来的投资机会，重点公司有伊利股份、光明乳业、双汇发展等；第三条投资主线是重组、增发和股票激励效应带来的投资机会，重点公司有双汇发展、通葡股份、ST 中葡、光明乳业等。2011 年，食品饮料行业内各子行业由于受产品价格变化、季节变化等因素影响强弱将发生变化，食品饮料行业总体预计继续强于大市，给予食品饮料行业“强于大市”评级。

十、重点上市公司盈利预测和评级

表 7：重点上市公司盈利预测和评级

代码	名称	细分行业	12 月 15 日股价	EPS(元)			PE			最新评级
				2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	
600597	光明乳业	奶业	11.34	0.12	0.18	0.22	94.5	63.0	51.5	推荐
600519	贵州茅台	白酒	200.70	4.57	5.69	7.17	43.9	35.3	28.0	推荐
600600	青岛啤酒	啤酒	36.57	0.95	1.19	1.44	38.5	30.7	25.4	推荐
000869	张裕 A	葡萄酒	100	2.14	2.70	3.36	46.7	37.0	29.8	推荐
000911	南宁糖业	制糖	21.38	0.43	0.82	0.98	49.7	26.1	21.8	推荐
000895	双汇发展	猪肉加工	87.90	1.50	1.88	2.30	58.6	46.8	38.2	推荐

光明乳业（600597） 公司是上海及其附近区域奶业市场的龙头公司，具有区域竞争优势。公司改变以前偏重低温奶的产品结构，更加注重扩大常温奶生产和销售规模，突破区域奶业市场局限。三聚氰胺事件对我国奶业公司经营业绩的负面影响逐渐降低，我国城镇居民人均购买鲜奶数量未来仍将持续稳定增长，农村居民数量众多，人均年奶消费量远低于城镇人口，随着农村居民人均收入水平提高和向城镇转移，对奶的需求潜力巨大，奶业上市公司经营规模和盈利水平仍然有很大发展空间。光明乳业制定股票激励计划，激励公司及其下属单位负责人集中公司资源发展主营业务，实现经营规模和盈利水平年均 20%-30%的复合增长率。

风险提示：1、伊利股份与蒙牛乳业共同构成我国奶业双寡头格局，光明乳业只是上海及其附近区域市场的龙头，突破区域市场限制开拓新市场面临的竞争压力大。2、公司现有奶源基地主要位于上海市境内，开拓新市场需要建立新的奶源基地和物流配送体系，新奶源基地建设和物流配送体系建设是一项挑战性比较强的任务。3、行业内突发的食品质量事件可能影响公司的经营业绩和股票价格。

贵州茅台（600519） 公司产品是我国酱香型白酒典型代表，同时也是我国白酒行业第一个原产地域保护产品，是世界名酒中唯一纯天然发酵产品，具有持久核心竞争力。随着国家产业政策调整，白酒市场将更加规范，名优企业将受到进一步保护，整个行业将迎来较好的发展态势。过去五年，公司一直保持着 80%以上毛利率。另外，公司还拥有自主定价权，通过提价可以实现将增加的白酒消费税完全转嫁给消费者并提高公司经营业绩。2009 年末，贵州茅台白酒存货成本 38.12 亿元，存货潜在销售毛利额 349.63 亿元，未来盈利潜力远远领先于五粮液、泸州老窖和山西汾酒。

风险提示：1、目前全国白酒市场需求趋近饱和，白酒产能、消费更多地向名优酒厂集中，企业新产品开发和营销策略均向高端转移，行业呈现向高端市场和名优品牌集中的态势，高端市场的竞争

将更加激烈。2、消费者饮酒习惯的变化、替代产品的不断增加、国内啤酒和葡萄酒产销量的逐年上升、国外洋酒品牌纷纷抢滩中国市场，挤占了部分白酒消费市场，给白酒生产企业造成一定的冲击。

青岛啤酒（600600） 公司是中国历史悠久的啤酒制造厂商，产品远销美国、日本、德国、法国、英国、意大利、加拿大、巴西、墨西哥等世界 62 个国家和地区，是世界十大啤酒厂商之一。与燕京啤酒相比，青岛啤酒在经营规模上更大，在经营业绩上更优。包装物、原材料、能源等价格下跌对降低青岛啤酒营业成本非常有利。公司调整产品结构，全面推进“1+3 品牌”（青岛啤酒和山水啤酒、崂山啤酒、汉斯啤酒）的整合和结构优化，公司的啤酒销售实现了较快增长和结构提升，毛利率稳定提高。公司地处华东地区，邻近华北地区，接近我国啤酒主要消费市场，未来市场空间比较大。

风险提示：1、我国啤酒行业竞争激烈，啤酒是中低档次大众消费品，价格是主要竞争工具之一，激烈竞争可能导致价格下降，降低公司盈利能力。2、啤酒生产和消费具有明显的季节性，夏季啤酒生产和消费高峰过后，公司经营规模和盈利水平环比逐月下降，对公司股票价格可能产生不利影响。3、啤酒单位重量和体积价格低，不适合长距离运输，公司在全国布局众多啤酒生产企业，原材料采购、产品营销和管理控制成本比较高，原材料和包装物价格若出现剧烈变化，对公司经营业绩将产生重大影响。

张裕 A（000869） 公司是中国第一个工业化生产葡萄酒企业，是我国葡萄酒行业龙头公司。公司产品结构合理，中高档产品所占比例不断上升；强大的品牌影响力以及完善的营销体系，增强了公司同经销商的议价能力。公司毛利率 70%以上，比葡萄酒行业平均毛利率水平高 40 个百分点左右。解百纳和卡斯特酒庄酒是公司主要利润增长点。公司把白兰地系列高档酒作为未来 3-5 年的重点发展方向，优化产品结构。葡萄资源供给不足和激烈竞争抑制了东部地区葡萄酒产业的进一步发展，公司开始将葡萄酒产业向西转移到甘肃、宁夏、新疆等地，未来成长前景广阔。

风险提示：1、葡萄酒进口量快速增长，加剧行业竞争激烈程度。公司未来两年销售费用将持续增加，北京爱斐堡酒庄、冰酒酒庄处于培育期，未来盈利情况具有很大不确定性。2、公司将葡萄酒产业向西转移到甘肃、宁夏、新疆等地，面临葡萄原料供应、葡萄酒厂设置、葡萄酒市场营销等很多新问题，而且面临当地葡萄酒企业竞争，未来盈利情况具有很大不确定性。

南宁糖业（000911） 公司是我国甘蔗制糖行业龙头公司，公司营业收入持续多年稳定增长，毛利率多年稳定在 20%左右，糖价大幅度波动对公司营业收入和毛利率影响较小，基本上反映了我国甘蔗制糖行业的总体发展状况。公司与农民签订甘蔗种植协议 100 万亩左右，南宁糖业将争取农民扩大甘蔗种植面积，降低农民生产成本，提高甘蔗质量。公司将采取措施提高制糖副产品蔗渣浆和纸产品对公司经营业绩的贡献份额。

风险提示：1、白糖价格已经进入高位，2011 年涨幅预计不大。2、如果甘蔗减产，可能出现榨糖企业争抢甘蔗原料的情况，签订甘蔗种植协议的农民可能在其他榨糖企业高价收购吸引下违约，造成公司原料供给困难。3、甘蔗渣造纸业务盈亏情况对公司经营业绩有重大影响。

双汇发展（000895） 公司是我国猪肉制品行业龙头公司，双汇“高温肉制品”、“低温肉制品”、“鲜冻分割猪肉”是“中国名牌”产品。公司还积极向上游生猪养殖领域延伸产业链。2010 年 11 月，大股东双

汇集团将其所有的 29 家肉类屠宰、加工和包装公司(2010 年 5 月 31 日净资产 47.21 亿元)的股权(43.03 亿元, 估值约 345.9 亿元)注入上市公司双汇发展, 双汇发展将其持有的漯河双汇物流投资有限公司 85%的股权(估值约 17.2 亿元)剥离给大股东双汇集团。被注入公司 2009 年合并营业收入 166 亿元, 合并营业利润 16.29 亿元, 合并净利润 13.72 亿元。2009 年, 双汇发展生产温肉制品 85.77 万吨, 屠宰生猪 328.56 万头; 被注入公司 2009 年生产肉制品 64.41 万吨, 屠宰生猪 807.38 万头。资产重组以后, 双汇发展主业更加突出, 经营规模和盈利水平都将大大提高。公司拥有规模比较大的冷冻猪肉仓库, 猪肉价格上涨将提高原料存货价值, 提高公司盈利水平。

风险提示: 1、在猪肉价格大幅度上涨的情况下, 如果原料采购没有把握好行情或者猪肉制品提价压力较大, 企业获利空间将被压缩。2、生猪疫情时有发生, 食品安全成为全社会广泛关注的焦点, 未来如果爆发生猪疫情或者发生肉制品安全事件, 公司产品销售将受到重大影响。

投资评级说明

I 公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘升幅20%以上

推 荐： 预期未来6个月内，个股相对大盘升幅5%~20%

中 性： 预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回 避： 预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级：

强于大市：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅5%以上

中性： 预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大市：预期未来6个月内，行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究发展总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。