



食品饮料

2010.12.20

白酒保持较快增长，啤酒增速有所回升

——食品饮料产量点评之 2010 年 11 月

	胡春霞	张楷滢
	021-38676186	021-38674752
	huchunxia@gtjas.com	zhangkaixi008735@gtjas.com
	S0880208060347	S0880110090037

本报告导读：

白酒保持较快增速，啤酒产量增速回升，葡萄酒产量增速下降但进口酒增速持续放缓，原奶价格维持高位，预计未来乳品企业会通过提价的方式化解成本上涨压力。

摘要：

- **白酒保持较快增速，预计全年略快于 25%：**1-11 月累计产量 792 万千升，同比增长 27%，我们预计全年白酒产量增速略快于 25%，产量增长更多的来源于中低档产品，未来中低档产品竞争将更加激烈。
- **啤酒单月产量增速回升：**1-11 月份累计产量 4,240 万千升，同比增长 6.5%，增速与去年同期持平；11 月份单月产量同比增长 6.4%，增速环比上升 5.9 个百分点，比去年同期快 11.2 个百分点。行业增长不快但是稳定，未来收购兼并将加速行业达到利润释放的临界点。
- **葡萄酒单月产量增速下降，进口葡萄酒增速放缓：**11 月份单月产量 11 万千升，同比下降 4%，增速比去年同期慢 61 个百分点；1-11 月份累计产量同比增长 14%。葡萄酒 1-10 月累计进口同比增长 56%，增速连续两个月下降，目前进口与国产葡萄酒产量之比在 1:4 左右。进口酒在一定程度上起到了普及葡萄酒文化的作用，预计未来行业仍能保持较高增速。
- **预计液体乳全年产量增长 10%左右，原奶价格维持高位：**1-11 月份累计产量 1,670 万吨，同比增长 10.1%。截止 11 月中旬全国原奶收购均价为 3.07 元/kg，从我们实际了解的情况来看，乳品企业原奶收购价格目前维持在 3.6-3.7 元/kg，价格与上月基本持平，预计明年原奶收购价格仍将在高位运行，但涨幅应该不大，未来乳品企业未来会继续采取提价等方式抵抗成本上涨的压力。
- **猪肉价格继续上涨，预计肉价在明年上半年高位运行：**12 月第二周猪肉均价已经到了 21.57 元/kg，生猪价格 13.97 元/kg，玉米批发价 2.09 元/kg，近 5 个月玉米价格基本持平。考虑到明年可能出现的较高通胀，饲料价格有可能会进一步上升，再加上生猪饲养本身的周期性现象，我们预计明年上半年猪肉的价格会维持高位。
- **四川、江苏白酒增速较快，未来白酒竞争将更加激烈：**四川地区 1-11 月累计产量 200 万千升，同比增长 46%，产量占全国权重为 25%；江苏地区 11 月单月同比增长 120%，单月增速较 10 月大幅回升 30 个百分点，1-11 月累计产量 51 万千升，增速 67%保持全国第一。
- **鲁、粤、桂、蒙四地延续较快增速：**我们重点关注青啤和燕京的重点销售区域。1-11 月，山东地区累计产量增速 10.5%，广东增速 11.5%，广西和内蒙增速在 11.4% 左右。山西今年增速最快，青啤收购嘉禾布局山西后，未来将分享山西啤酒市场持续扩大所带来的销量上升。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：

增持

上次评级：

增持

细分行业评级

食品	增持
饮料	增持



相关报告

食品饮料：《消费升级与通胀作用下的新一轮量价齐升》

2010.12.04

食品饮料：《葡萄酒单月进口放缓、自产增速加快》

2010.11.16

食品饮料：《收入稳定增长 盈利能力继续提升》

2010.11.09

食品饮料：《白酒延续高景气，葡萄酒增速回升》

2010.10.25

食品饮料：《白酒新品辈出，葡萄酒展区大幅扩张》

2010.10.13

1. 食品饮料行业 11 月产量简评

1.1. 白酒保持较快增速，啤酒产量增速回升

- **白酒继续保持较高增速，预计全年增速略快于 25%：**11 月份单月产量 96.6 万千升，同比增长 35%，增速环比上升 7.7 个百分点；1-11 月份累计产量 792 万千升，同比增长 27%，增速比去年同期快 4.6 个百分点。

我们预计全年白酒产量增速略快于 25%，以此计算的全年产量水平将突破全行业产量历史高点，产量增长更多的来源于中低档产品，未来中低档产品的竞争将更加激烈。我们预计明年白酒产量依然保持较高增速。

- **啤酒单月产量增速回升：**11 月份单月产量 267 万千升，同比增长 6.4%，增速环比上升 5.9 个百分点，增速比去年同期快 11.2 个百分点；1-11 月份累计产量 4,240 万千升，同比增长 6.5%，增速与去年同期基本持平。

我们预计啤酒全年增速在 6.5% 左右，行业增长不快但是稳定。对于人均消费量已经达到世界平均水平的成熟期酒精饮料来说，我们很难预期其未来销量有太快增速，但收购兼并将加速行业达到利润释放的临界点。

- **黄酒增速季节波动较大，预计全年产量增速略快于 10%：**11 月份单月产量 13.0 万千升，同比增长 4.5%，环比增速下降 12 个百分点，增速比去年同期慢 2 个百分点；1-11 月份累计产量 116.8 万千升，同比增长 10.3%，增速比去年同期慢 3.2 个百分点。

黄酒生产本身的季节性以及统计口径可能存在调整等原因造成黄酒单月产量增速数据波动较大，预计黄酒全年产量增速略快于 10%。

- **葡萄酒单月产量环比增速大幅下降 42 个百分点：**11 月份单月产量 10.9 万千升，同比下降 4.1%，环比增速下降 42 个百分点，增速比去年同期慢 61 个百分点；1-11 月份累计产量 96.1 万千升，同比增长 14%，增速比去年同期回落 2.8 个百分点。葡萄酒 1-10 月累计进口 23.7 万千升，同比增长 56.2%，增速较 1-9 月下降 9.4 个百分点，进口酒的增速连续两个月下降，目前进口与国产葡萄酒产量之比在 1:4 左右。

葡萄酒消费在国内还处于市场空间不断拓展的快速发展阶段，市场空间大，我们预计未来几年还能保持比较快速的生长。长期看，国内葡萄酒品质的提升和文化内涵的培养也正在进行中，毋需过于担忧进口酒的冲击。

- **液体乳行业增速稳定在 10% 左右：**11 月份单月产量 162.4 万吨，同比增长 13.9%，增速环比持平，比去年同期慢 22 个百分点；1-11 月份累计产量 1,670 万吨，同比增长 10.1%，增速比去年同期慢 0.35 个百分点。

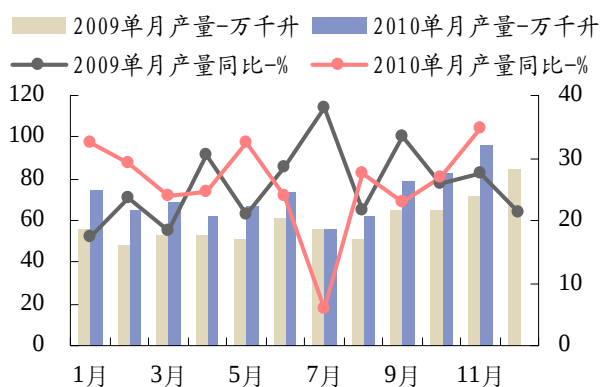
长期来看，我国乳制品行业进入平稳低速发展期，预计 2010 年产量增速将保持在 10% 左右。

表 1：产量数据速递

	2010 年 11 月		1-11 月累计 同比增长	2010 年 10 月		1-10 月累计 同比增长
	产量	同比增长		产量	同比增长	
白酒	96.6 万千升	34.7%	26.9%	82.3 万千升	27.0%	26.6%
啤酒	266.6 万千升	6.4%	6.5%	320.4 万千升	0.5%	6.5%
黄酒	13.0 万千升	4.5%	10.3%	11.1 万千升	16.6%	10.8%
葡萄酒	10.9 万千升	-4.1%	13.9%	12.2 万千升	37.8%	16.6%
乳制品	189.2 万吨	14.0%	10.6%	195.1 万吨	12.6%	10.7%

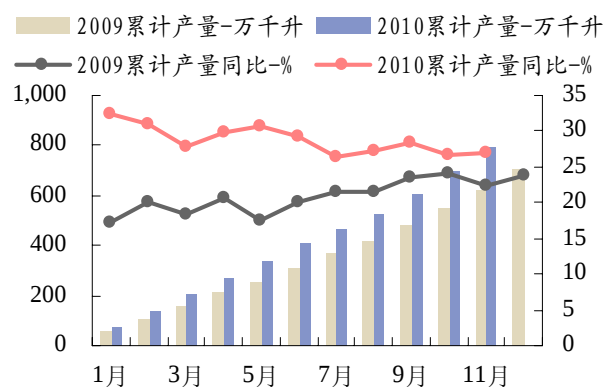
数据来源：WINDDB、国泰君安证券

图 1：白酒单月产量及同比增速（万千升 %）



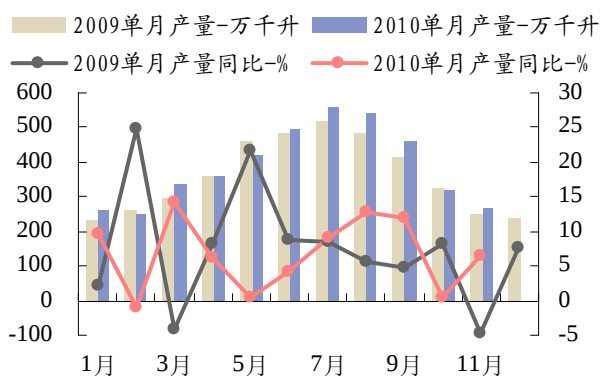
数据来源：WINDDB、国泰君安证券

图 2：白酒累计产量及同比增速（万千升 %）



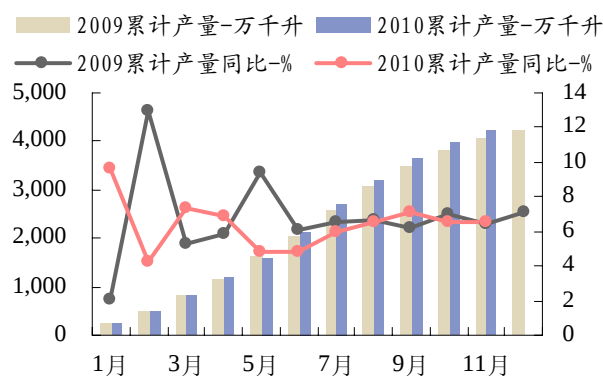
数据来源：WINDDB、国泰君安证券

图 3：啤酒单月产量及同比增速（万千升 %）



数据来源：WINDDB、国泰君安证券

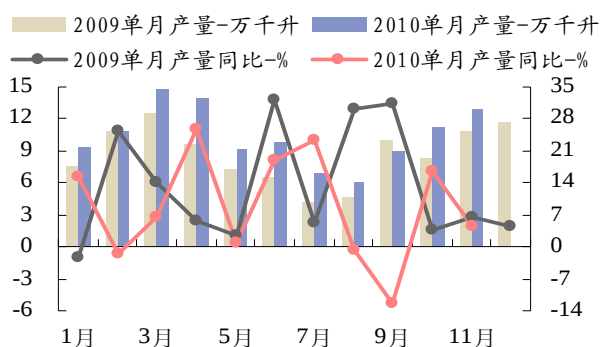
图 4：啤酒累计产量及同比增速（万千升 %）



数据来源：WINDDB、国泰君安证券

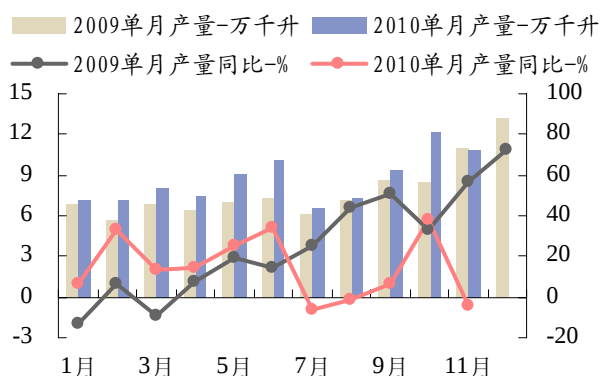
图 5：黄酒单月产量及同比增速（万千升 %）

图 6：黄酒累计产量及同比增速（万千升 %）



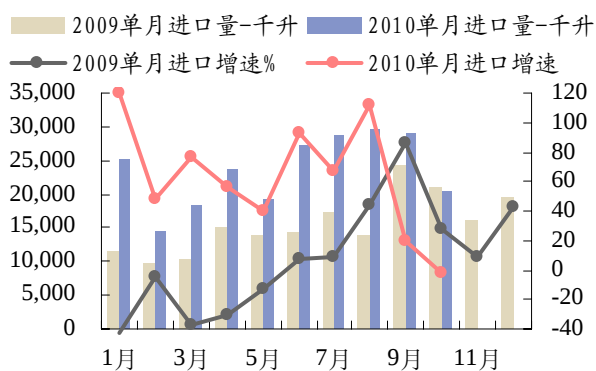
数据来源: WINDEDB、国泰君安证券

图 7: 葡萄酒单月产量及同比增速 (万千升 %)



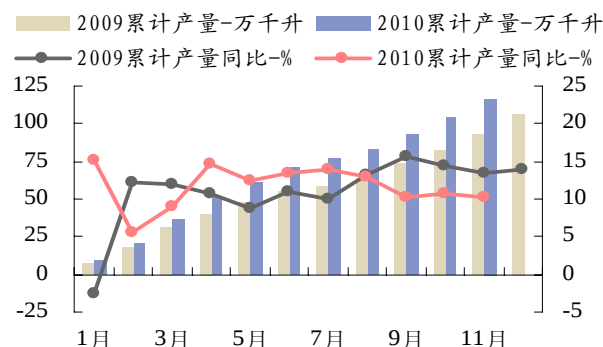
数据来源: WINDEDB、国泰君安证券

图 9: 葡萄酒单月进口量 (千升 %)



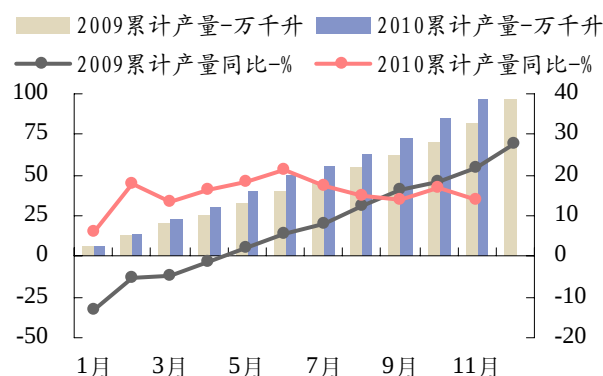
数据来源: WINDEDB、国泰君安证券

图 11: 液体乳单月产量及同比增速 (万吨 %)



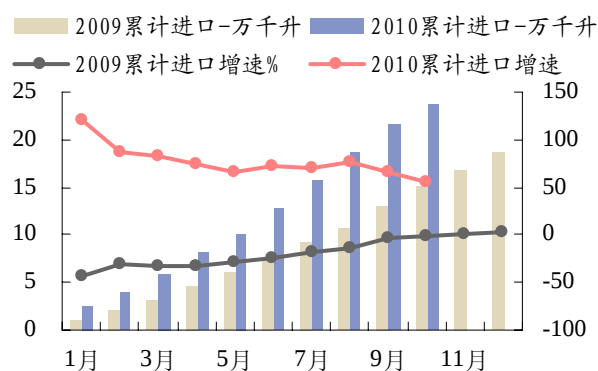
数据来源: WINDEDB、国泰君安证券

图 8: 葡萄酒累计产量及同比增速 (万千升 %)



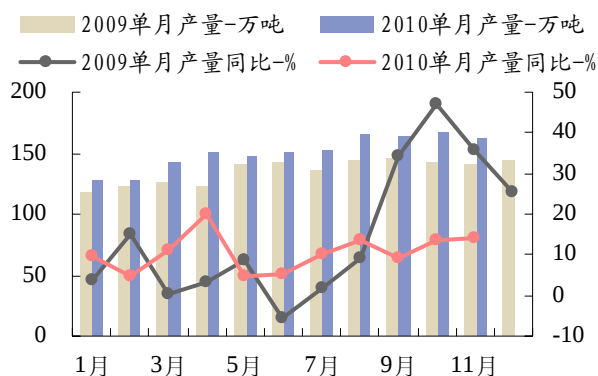
数据来源: WINDEDB、国泰君安证券

图 10: 葡萄酒累计进口量 (万千升 %)

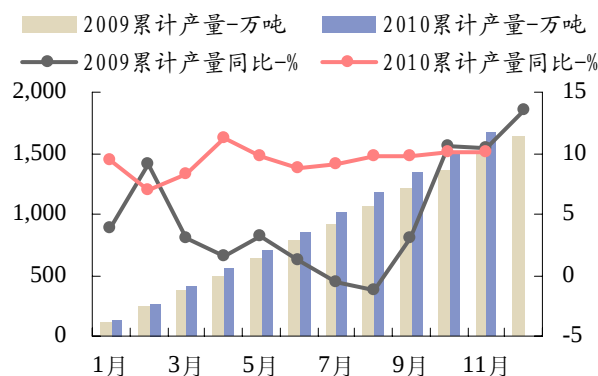


数据来源: WINDEDB、国泰君安证券

图 12: 液体乳累计产量及同比增速 (万吨 %)



数据来源：WIND、国泰君安证券

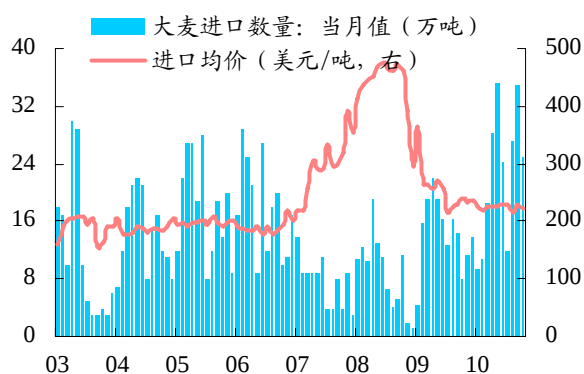


数据来源：WIND、国泰君安证券

1.2. 猪肉价格继续上涨，乳企原奶收购价格与上月基本持平

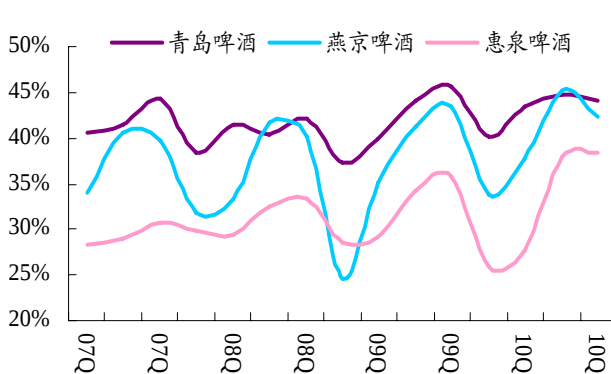
- **大麦价格上升，啤酒企业面临一定的成本压力，期望通过吨酒价格的上升化解：**从 10 月份大麦进口的数据来看，大麦价格略有下降，但是从我们目前了解到的情况来看，啤酒企业购进大麦的平均价格已经出现了一定幅度的上涨，啤酒企业毛利率存在下降的风险。在全球流动性过剩以及农产品涨价的背景下，预计明年大麦价格同比可能上升 30% 左右，考验各啤酒企业调整产品结构和提价的能力，并且不排除在成本较大幅上升的情况下出现如 08 年初一样的行业性提价。
- **我们预计在大麦价格大涨的行业性成本上升的背景下，优势企业可以通过各种价格手段化解：**07 年下半年至 08 年中期的大麦价格大幅上涨一定程度上拉低了啤酒企业的毛利率，但是青岛啤酒在 08 年的单季度毛利率水平同比仅下滑 1-2 个百分点，降幅并不大；燕京啤酒在 2008 年前三季度毛利率同比基本持平，仅在 08 年 4 季度出现同比 7 个百分点的下滑。大麦价格在 08 年中期开始大幅下降之后，青啤和燕啤在 09 年毛利率水平均出现了较大幅度的回升，我们认为在行业性成本上升的背景下，优势企业可以通过各种价格手段来化解。

图 13: 大麦进口数量和进口均价



数据来源：WIND、国泰君安证券

图 14: 啤酒重点公司毛利率（单季度）

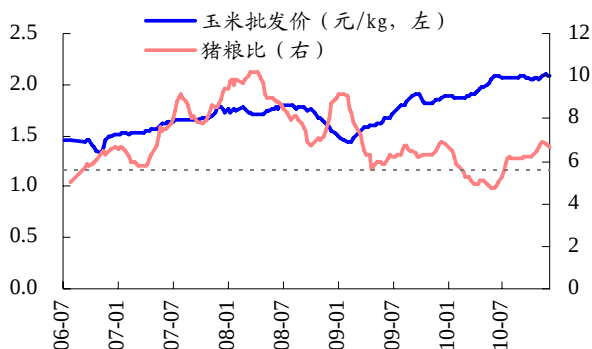


数据来源：WIND、国泰君安证券

- **猪肉价格继续上涨：**12 月第二周猪肉均价已经到了 21.57 元/kg，生猪价格 13.97 元/kg，玉米批发价 2.09 元/kg，近 5 个月玉米价

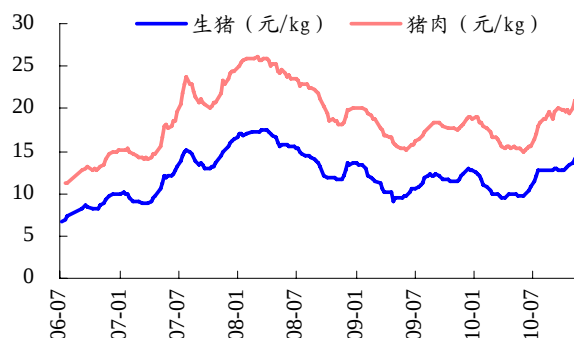
格基本持平，但仍处于历史高位；猪粮比 6.69，比 11 月份均值下降 0.1，但仍处于较低水平。目前肉猪和能繁母猪存栏量比较平稳，这轮价格上涨的推动因素主要是上游饲料价格的上涨和生猪价格本身的周期性变动。考虑到明年可能出现的较高通胀，饲料价格有可能会进一步上升，再加上生猪饲养本身的周期性现象，我们预计明年上半年猪肉的价格会维持高位。

图 15：玉米批发价与猪粮比



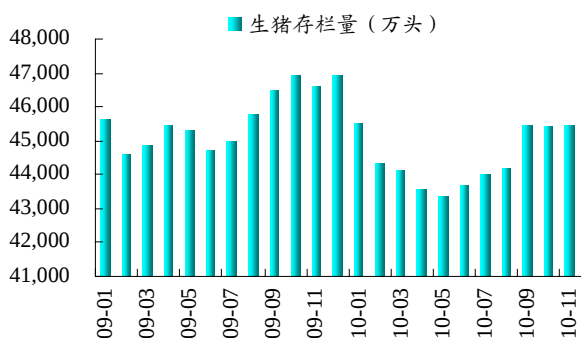
数据来源：WINDDB、国泰君安证券

图 16：猪肉与生猪价格持续上涨



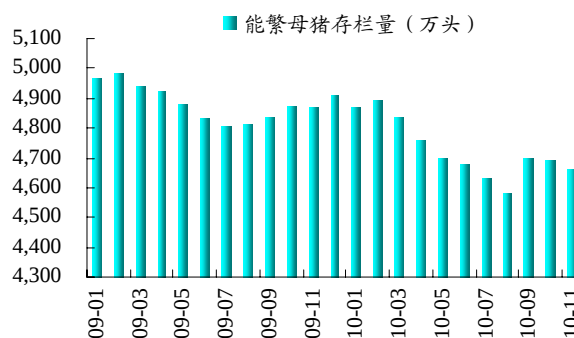
数据来源：WINDDB、国泰君安证券

图 17：全国生猪存栏量



数据来源：WINDDB、国泰君安证券

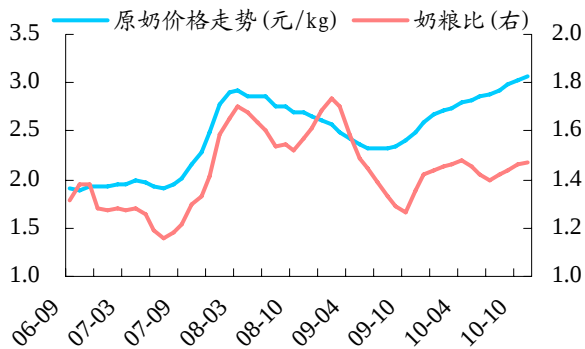
图 18：全国能繁母猪存栏量



数据来源：WINDDB、国泰君安证券

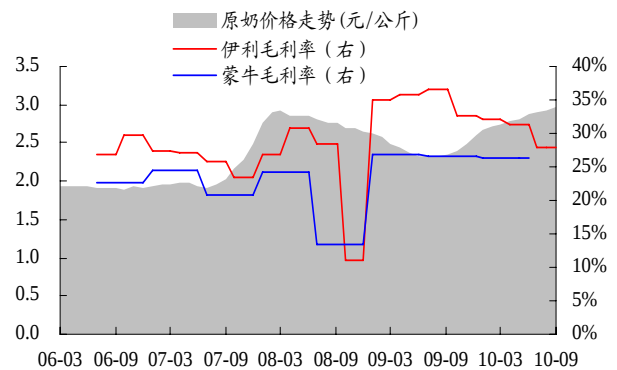
- **原奶收购价格继续上涨：**11 月第三周原奶价格 3.07 元/kg，从年初到现在已经累计上涨 18%。最近几周农业部没有公布原奶价格数据，而从我们实际了解到的情况看，伊利和光明的原奶收购价格已经上涨至 3.6-3.7 元/kg 左右，最近一个多月两家乳企的原奶收购价格没有再继续上升。分析此轮原奶价格上涨主要原因应该是：饲料涨价、奶牛存栏不高，国家对原奶收购的严格监管也会增加收购成本，这三个因素短期看都不会改变，因此我们预计明年原奶收购价格仍将会在高位运行，但涨幅应该不大。
- **成本压力可通过提价等措施来覆盖：**虽然成本压力不小，但是比较 07 年上一轮原奶价格大幅上升的情况，可以看到，原奶价格大幅上涨的后期，蒙牛、伊利公司采用减少促销、提高价格、调整产品结构等手段，均实现了毛利率较大幅度的回升。目前乳业竞争的环境已经趋于缓和，公司减少促销和直接提价的动力更强，据我们了解，近期伊利和光明已经上调了部分产品的价格，预计明年乳品行业的盈利能力会较今年得到较大幅度回升。

图 19: 原奶收购价格与奶粮比



数据来源: WINDEDB、国泰君安证券

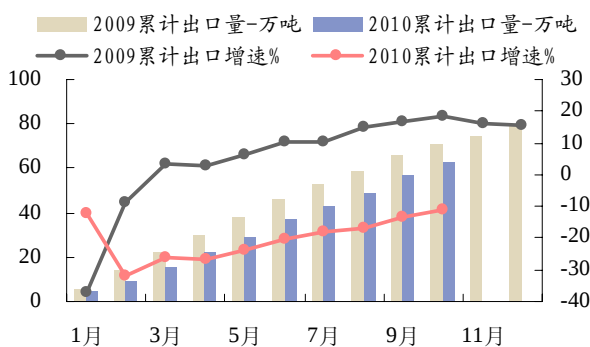
图 20: 伊利、蒙牛毛利率与原奶价格走势



数据来源: WIND、国泰君安证券

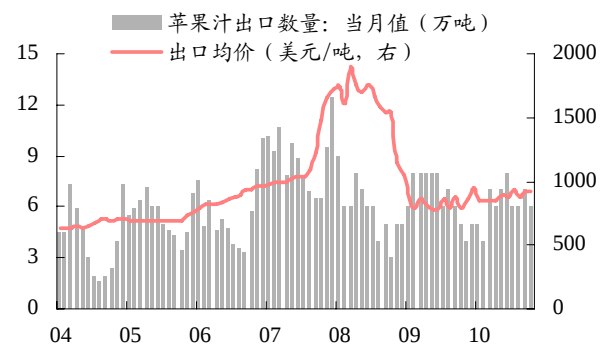
- 苹果汁累计出口增速持续回落，但降幅收窄：1-10月苹果汁累计出口63万吨，同比下降11%，但增速降幅继续收窄，表明苹果汁海外需求在逐渐回暖。

图 21: 苹果汁累计出口年度对比（万吨 %）



数据来源: WINDEDB、国泰君安证券

图 22: 苹果汁出口价量数据



数据来源: WINDEDB、国泰君安证券

2. 子行业区域数据分析

2.1. 白酒重点产区产量延续高增长

鉴于国内地区二线白酒销售、销售收入大幅增长，区域白酒未来增长趋势、增长空间等受到更多关注，我们期望进一步仔细的分析白酒区域市场情况。

四川地区1-11月累计产量200万千升，产量占全国权重为25%，同比增长46%；贵州地区1-11月累计产量增速21%，增速有所放缓；江苏地区11月单月同比增长120%，单月增速较10月大幅回升30个百分点，1-11月累计产量增速67%，增速继续保持全国第一；安徽地区1-10月累计产量43.5万千升，去年同期25万千升，增长71%，但是可能因为统计局统计口径调整等原因，安徽地区公布的1-11月累计产量增速为18%。

从产量绝对额增速上来看，苏徽两地酒业复兴趋势明显，川、黔、苏地

区白酒增速快于行业平均水平，一定程度上反映了白酒行业的高景气度。我们维持之前的判断，认为行业集中度有逐渐向白酒优势产区集中的趋势，未来各白酒生产企业围绕中档产品的竞争将愈发激烈。

表 2：白酒重点产区产量数据

	2010 年 11 月		1-11 月累计	2010 年 10 月		1-10 月累计
	产量-万千升	同比增长		产量-万千升	同比增长	
四川	26.3	50.4%	46%	21.1	37.9%	45%
贵州	1.6	-37.5%	21%	1.5	7.9%	36%
江苏	5.6	119.0%	67%	5.1	89.2%	63%
安徽	3.4	25.0%	18%	3.6	62.3%	18%
河南	10.5	39.6%	25%	9.1	18.5%	22%
河北	3.7	68.4%	12%	2.3	-13.0%	8%
山西	1.1	24.2%	-16%	0.8	-21.5%	10%
新疆	0.4	-23.3%	3%	0.4	1.0%	6%
湖南	1.1	54.2%	52%	1.0	63.9%	51%

数据来源：WINEDDB、国泰君安证券

2.2. 鲁、粤、桂、蒙四地延续较快增速

啤酒行业 1-11 月产量居前 10 的区域是：山东、河南、广东、浙江、江苏、辽宁、福建、湖北、黑龙江、北京。其中 1-11 月增速最快的是山西、湖南、宁夏、新疆、云南。我们重点关注青啤和燕京的重点销售区域。占产量权重最大的山东地区 1-11 月累计产量增速 10.5%，广东地区 1-11 月增速 11.5%，广西和内蒙增速在 11.4% 左右，鲁、粤、桂、蒙四地增速快于行业平均水平。山西基数较低，增速快，青啤收购嘉禾布局山西后，预计未来将分享山西省啤酒市场持续扩大所带来的需求上升。

我们可以从山东、广西和北京的区域产量增长中推测青岛啤酒、燕京啤酒的主产品销售情况，只有北京地区同比增速较低，对比上海地区产量已经连续两年同比下降来看，我们认为这与发达地区啤酒消费市场趋于饱和和有关，居民收入增长对于啤酒销量的拉动已经不明显了。

表 3：啤酒重点产区产量数据

	2010 年 11 月		1-11 月累计	2010 年 10 月		1-10 月累计
	产量-万千升	同比增长		产量-万千升	同比增长	
山东	33.24	2.88%	10.47%	35.92	7.43%	10.12%
河南	25.70	-17.58%	8.76%	27.50	-19.31%	11.30%
广东	30.16	-2.72%	11.51%	40.95	11.45%	12.96%
浙江	12.81	6.09%	7.39%	18.25	-9.31%	7.46%
江苏	12.94	9.43%	-9.36%	17.57	-13.33%	-10.21%
辽宁	19.36	28.38%	1.74%	18.57	0.39%	-0.14%
福建	10.73	-0.31%	-1.55%	16.36	3.08%	-1.80%
湖北	10.82	19.35%	3.99%	12.52	-12.10%	3.12%
黑龙江	13.90	16.56%	10.81%	14.05	8.40%	10.33%
北京	7.49	34.65%	2.32%	9.76	-2.01%	1.11%
四川	8.08	-15.07%	-1.28%	9.90	2.07%	-0.39%
安徽	3.52	14.16%	0.75%	6.72	-24.73%	0.47%

广西	7.86	9.80%	11.30%	11.04	6.25%	11.39%
吉林	10.78	26.04%	13.60%	11.06	20.29%	15.05%
河北	7.21	-16.71%	8.98%	8.14	7.88%	10.12%
江西	6.76	-3.01%	16.21%	9.32	-13.66%	19.84%
内蒙古	7.68	11.09%	11.53%	8.11	3.34%	11.56%
湖南	7.65	104.59%	23.12%	9.74	76.90%	19.09%
陕西	3.28	13.98%	4.35%	4.52	-2.45%	4.02%
重庆	3.84	18.26%	2.71%	5.57	19.94%	1.95%

数据来源：WINDEDB、国泰君安证券

作者简介:**胡春霞:**

武汉大学金融学硕士，国泰君安证券食品饮料行业研究员，从业六年。2007 年进入国泰君安，2008 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名。

张楷滢:

武汉大学金融学硕士，2010 年进入国泰君安，现从事食品饮料行业研究。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		