

[2010-12-31]

食品饮料行业

行业增长稳定，调整提供机会

——食品饮料行业 2011 年 1 月月报

✍ 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
- 1月份投资策略及公司推荐

投资要点：

● 三季度收入、增速利润回升

11 月份整体工业和食品饮料三大二级子行业工业增加值增速均有所提升，行业表现由于整体工业。1-11 月份收入和利润增速在 1-8 月份的基础上继续回升，其中农副食品加工业改善幅度最为明显。毛利率基本上与前期持平，农副食品加工业和饮料制造业毛利率小幅回升，食品制造业毛利率小幅回落。

● 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。11 月份白酒行业产量为 96.61 万千升，同比增长 34.69%，增速同比、环比均加快。**高档白酒价格平稳，12 月份茅台零售价格涨幅较大。**1-11 月份，白酒收入、利润增速进一步下滑，毛利率小幅回升。

● 葡萄酒行业利润增速降，啤酒行业利润增速升

1-11 月份葡萄酒行业收入加快 1.5 个百分点，但利润总额增速下滑 6.86 个百分点，毛利率小幅提升 1.13 个百分点。

1-11 月份啤酒行业收入增速维持在 10% 左右水平，但是利润总额增速从前 8 月的 17.97% 上升至 26.9%；毛利率为 31.15%，与前 8 月份相比小幅下滑。

● 乳品利润改善，肉制品行业屠宰量低位、收入利润增速升

乳制品：11 月份液体乳和乳制品产量增速均在 14% 左右，处于正常水平。原料乳价格和产品终端价格均在上涨，主要厂商也对产品进行了部分提价，转移成本。利润总额增长显著改善，从前 8 个月的同比下降 1.02% 到前 11 个月的 10.22%；

肉制品：11 月份国家定点屠宰企业屠宰量同比增长 3.05%，增速连续 5 个月维持 5% 以下。猪肉价格涨幅趋缓，维持在 21 元/公斤左右波动；猪粮比高位运行，预计生猪供应未来会有所改善。行业 1-11 月份收入和利润增速分别为 29.76% 和 41.75%，增速环比 1-8 月份上升了 1.45 个百分点和 8.46 个百分点

- 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
- 调整带来中长期买入机会

转移成本能力强的白酒、葡萄酒；在 CPI 开始步入下降通道时，啤酒行业和肉制品行业市场表现较好；长期看好保龄宝和伊利股份。

● 公司推荐：泸州老窖、五粮液、山西汾酒、青岛啤酒、伊利股份、保龄宝

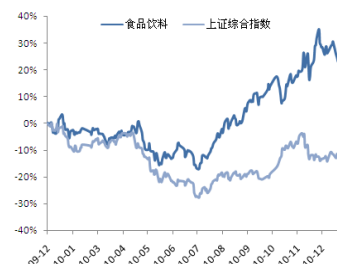
请务必阅读正文之后的免责条款部分

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
山西汾酒	买入
伊利股份	买入
保龄宝	买入
青岛啤酒	买入



相关报告

《关注提价和通胀受益》

《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 估值相对较低》

目 录

1 整体行业运行情况.....	4
1.1 三季度收入、利润增速回升	4
1.2 二级市场运行情况	5
2 子行业运行情况	6
2.1 白酒行业：行业高景气运行，茅台价格继续上涨.....	6
2.2 葡萄酒行业：收入增速加快，利润总额增速下滑，毛利率基本持平	7
2.3 啤酒行业：行业增速淡季回升，利润总额增速显著回升	7
2.4 乳品行业：利润增速显著回升，成本、售价齐涨.....	8
2.5 肉制品行业：猪肉价格涨幅趋缓，屠宰量增速低位运行	10
3 食品饮料行业运行环境	12
4 投资策略	13
4.1 绝对估值低，估值优势不明显.....	13
4.2 投资主线.....	13

图 目 录

图 1：11 月份工业增加值增速回升，行业表现好于整体工业	4
图 2：1-11 月份食品饮料行业收入、利润增速均有不同程度下滑.....	4
图 3：1-11 月份农副食品加工业和饮料制造业毛利率小幅回升.....	5
图 4：食品饮料行业跌幅居第二	5
图 5：白酒行业产量走势图	6
图 6：12 月份高档白酒终端价稳定，茅台价格继续上涨	6
图 7：白酒行业收入、利润增速以及毛利率水平有所下滑	6
图 8：葡萄酒行业累计产量增速下降至 14%	7
图 9：葡萄酒行业收入增速加快，利润增速下滑，毛利率水平小幅回升	7
图 10：啤酒行业产量增速回升	8
图 11：啤酒行业利润总额增速显著回升，毛利率小幅下滑	8
图 12：液体乳产量走势图	8
图 13：乳制品产量走势图	9
图 14：36 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	9
图 15：原料乳价格不断攀升	9

图 16: 乳业收入增长与前期持平, 利润总额增速显著改善, 毛利率小幅下滑	10
图 17: 22 省市猪肉价格基本稳定, 猪粮比高位运行	10
图 18: 四川省猪肉价格持续上涨, 饲料价格趋稳	10
图 19: 全国定点屠宰企业屠宰量增速低位运行	11
图 20: 屠宰及肉制品行业收入利润增速回升, 毛利率小幅下滑, 税前利润率回升	11
图 21: 11 月个税纳税额增速上升到 26.77%左右, PMI 从业指数为 52	12
图 22: 消费者指数继续下降, 居民通胀预期强烈, 当期物价满意指数创新低	12
图 23: 居民储蓄意愿高涨, 消费意愿低位运行	12
图 24: 食品饮料行业估值下降, 处于历史较低水平, 相对估值仍在高位运行	13
图 25: 食品饮料估值水平中等偏高(市盈率 TTM), 其中黄酒和白酒估值最低	13

表 目 录

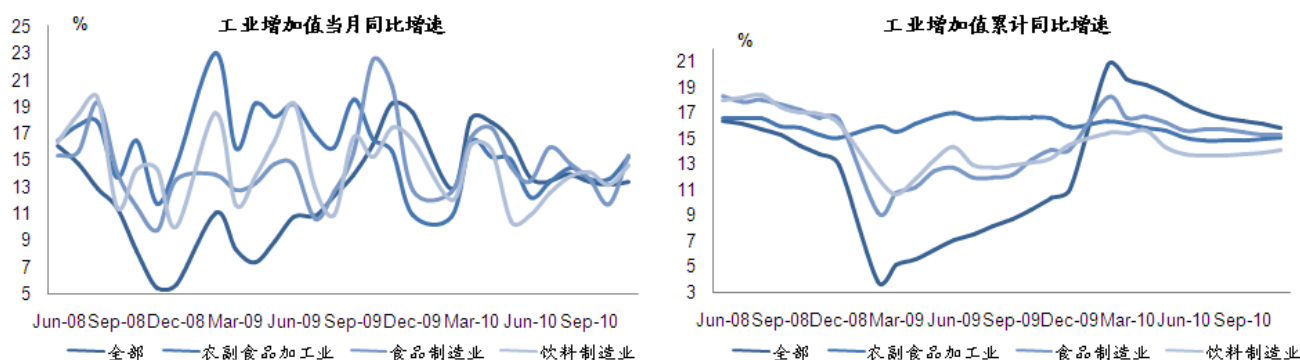
表 1: 重点关注食品饮料上市公司	14
-------------------------	----

1 整体行业运行情况

1.1 三季度收入、利润增速回升

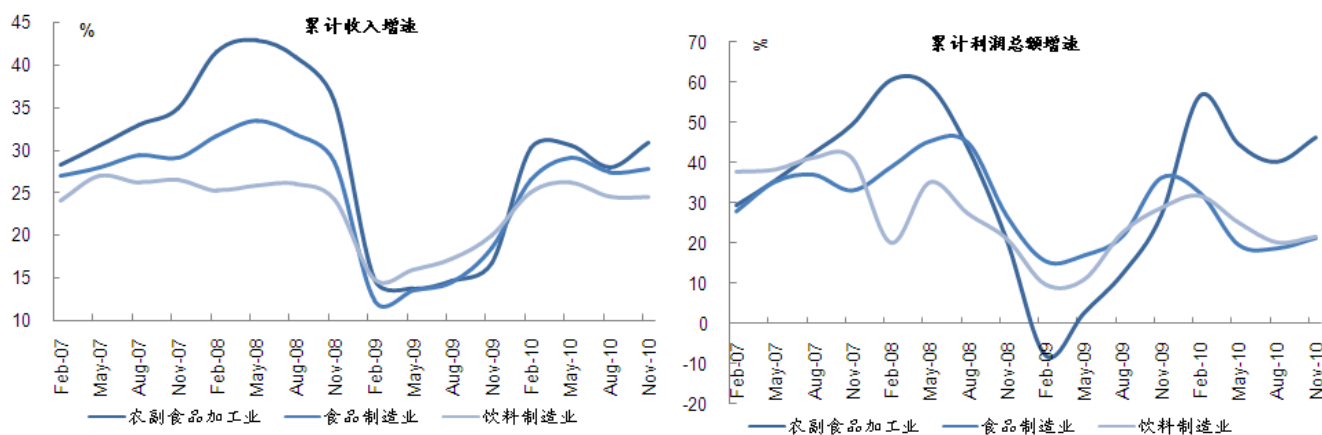
11 月份整体工业和食品饮料三大二级子行业工业增加值增速均有所提升，行业表现由于整体工业。1-11 月份收入和利润增速在 1-8 月份的基础上继续回升，其中农副食品加工业改善幅度最为明显。毛利率基本上与前期持平，农副食品加工业和饮料制造业毛利率小幅回升，食品制造业毛利率小幅回落。

图 1：11 月份工业增加值增速回升，行业表现好于整体工业



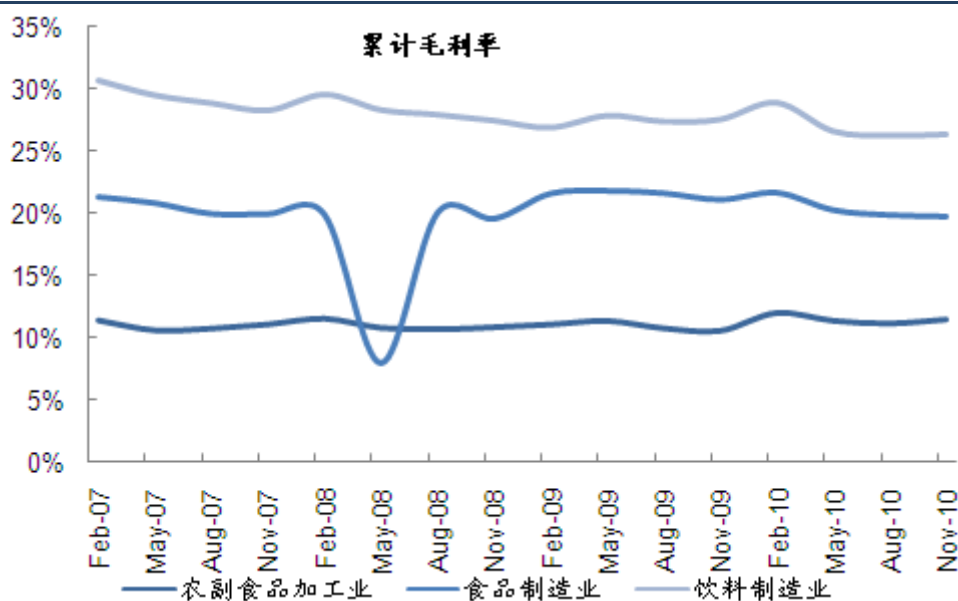
数据来源：Wind，渤海证券研究所

图 2：1-11 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

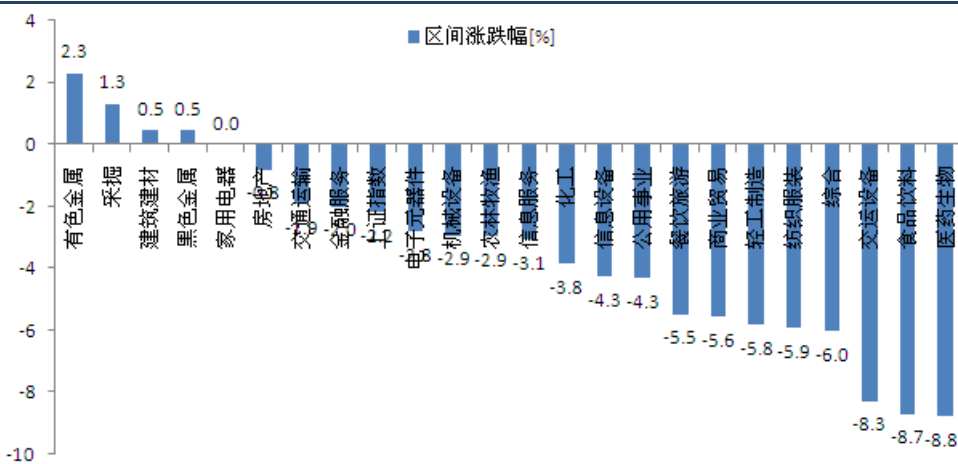
图 3: 1-11 月份农副食品加工业和饮料制造业毛利率小幅回升



数据来源: Wind 渤海证券研究所

1.2 二级市场运行情况

图 4: 食品饮料行业跌幅居第二



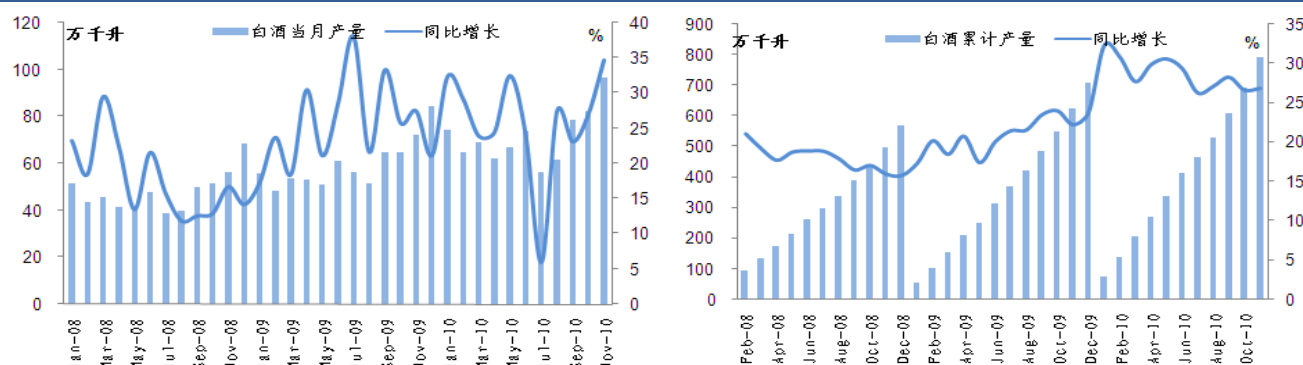
数据来源: Wind, 渤海证券研究所 单位: %

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

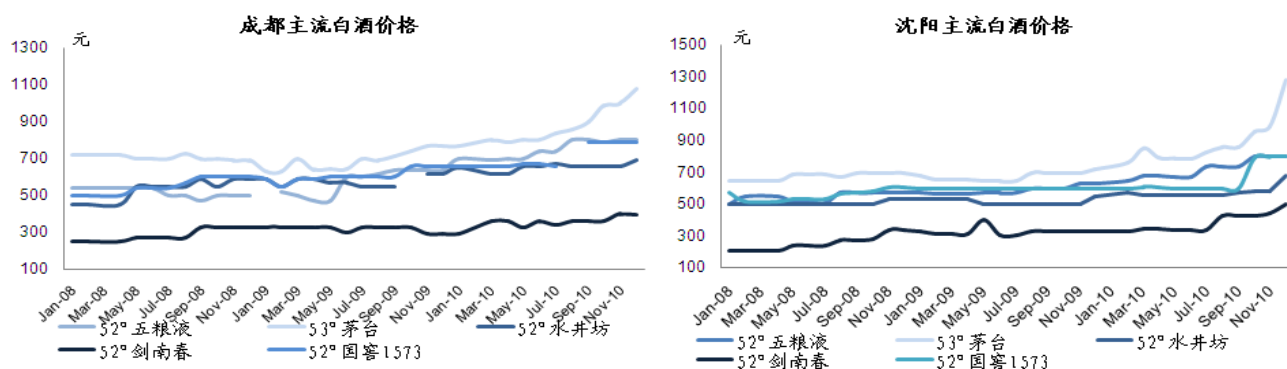
产量增速维持高位运行。11月份白酒行业产量为96.61万千升，同比增长了34.69%，增速同比、环比均加快。高档白酒价格基本平稳，12月份茅台零售价格涨幅较大。1-11月份，白酒收入、利润增速进一步下滑，毛利率小幅回升。

图 5：白酒行业产量走势图



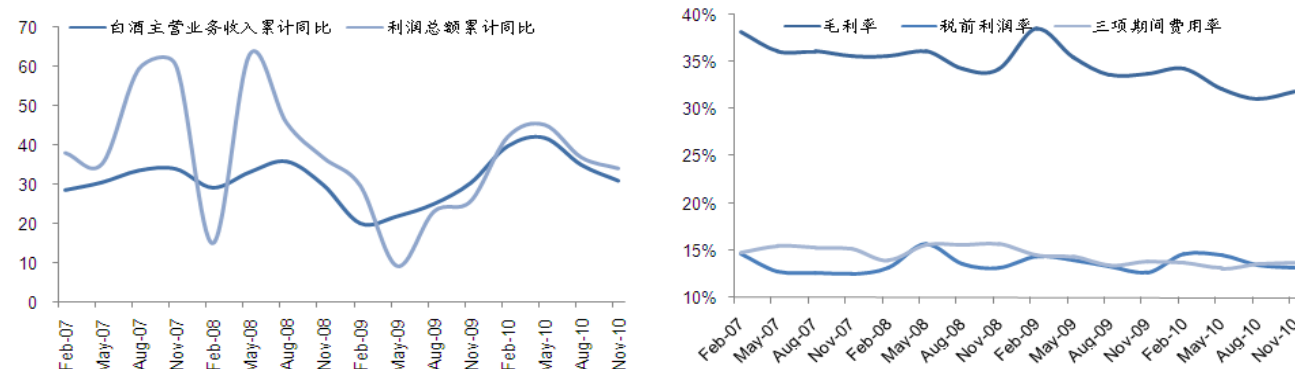
数据来源：Wind，渤海证券研究所

图 6：12 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

图 7：白酒行业收入、利润增速以及毛利率水平有所下滑



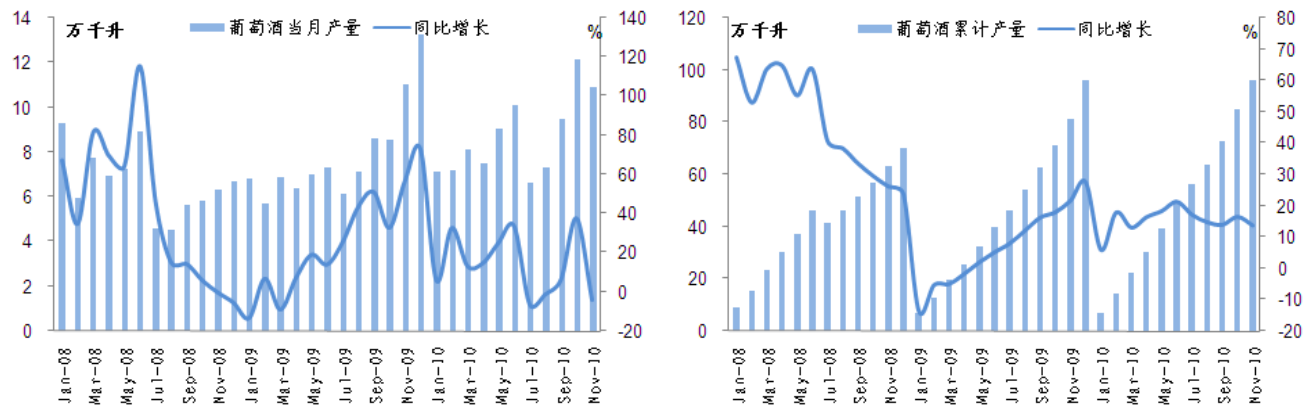
数据来源：Wind，渤海证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

2.2 葡萄酒行业：收入增速加快，利润总额增速下滑，毛利率基本持平

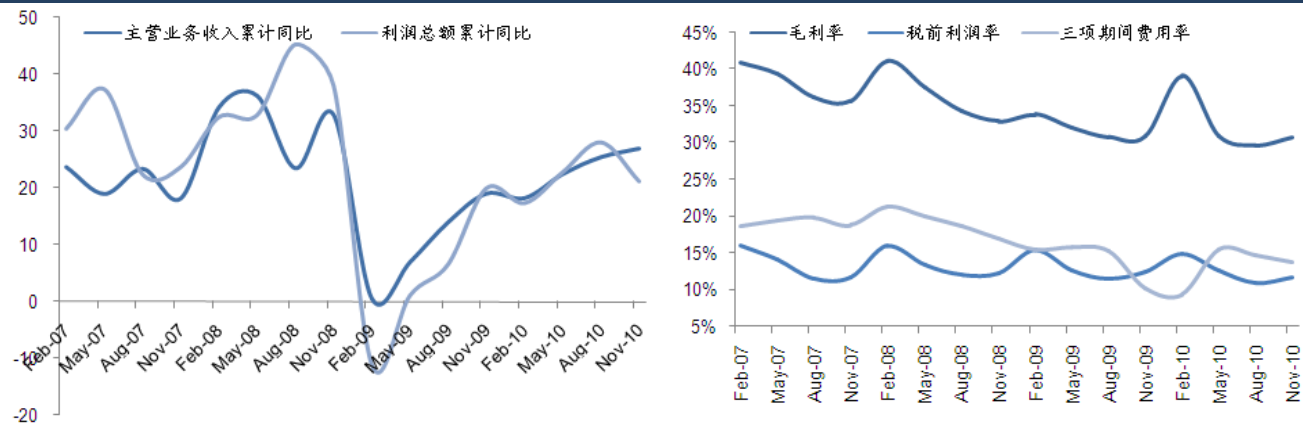
11 月份葡萄酒行业产量同比小幅负增长，但累计同比增速前 11 月份为 13.88%，总体来说增速回归正常状态。1-11 月份行业收入加快 1.5 个百分点，但利润总额增速下滑 6.86 个百分点，毛利率小幅提升 1.13 个百分点。

图 8：葡萄酒行业累计产量增速下降至 14%



数据来源：Wind，渤海证券研究所

图 9：葡萄酒行业收入增速加快，利润增速下滑，毛利率水平小幅回升

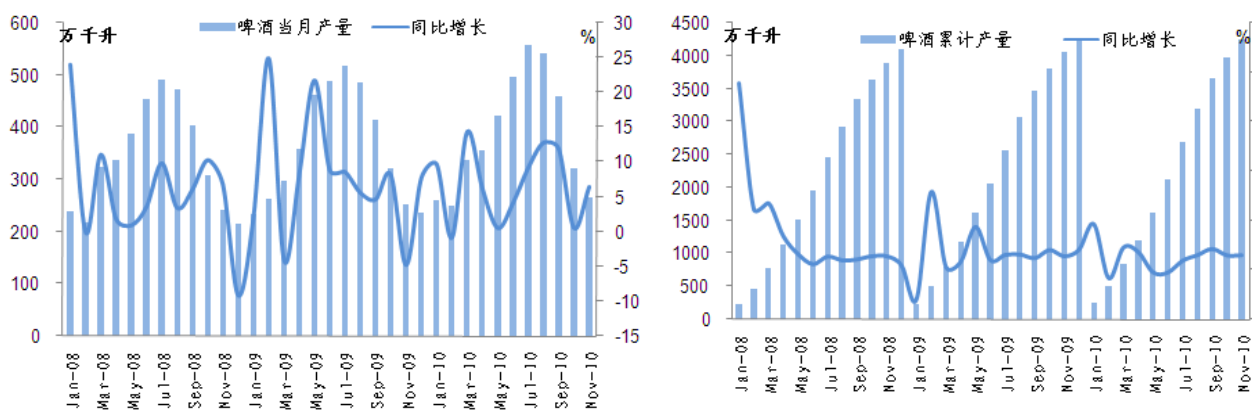


数据来源：Wind，渤海证券研究所

2.3 啤酒行业：行业增速淡季回升，利润总额增速显著回升

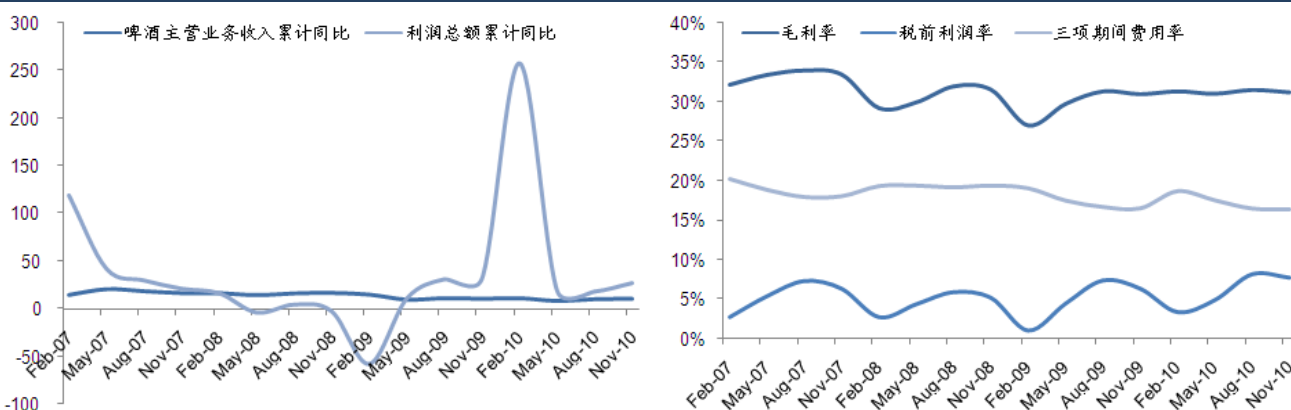
2010 年 11 月份，啤酒行业产量为 266.57 万千升，同比增长了 6.42%，增速同比环比均有所上升；1-11 月份累计产量同比增速为 6.53%。1-11 月份，啤酒行业收入增速维持在 10%左右水平，但是利润总额增速从前 8 月的 17.97%上升至 26.9%；毛利率为 31.15%，与前 8 月份相比小幅下滑。

图 10: 啤酒行业产量增速回升



数据来源: Wind, 渤海证券研究所

图 11: 啤酒行业利润总额增速显著回升, 毛利率小幅下滑

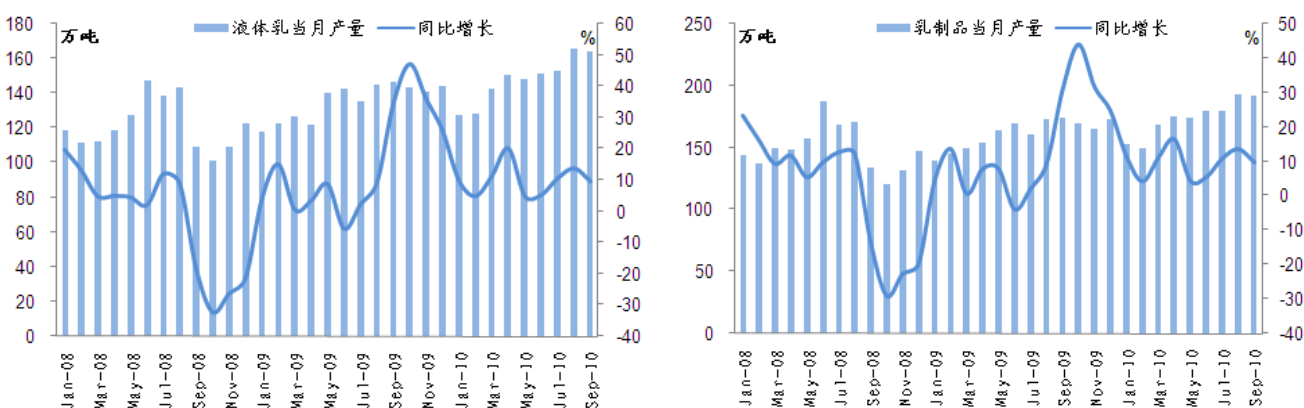


数据来源: Wind, 渤海证券研究所

2.4 乳品行业: 利润增速显著回升, 成本、售价齐涨

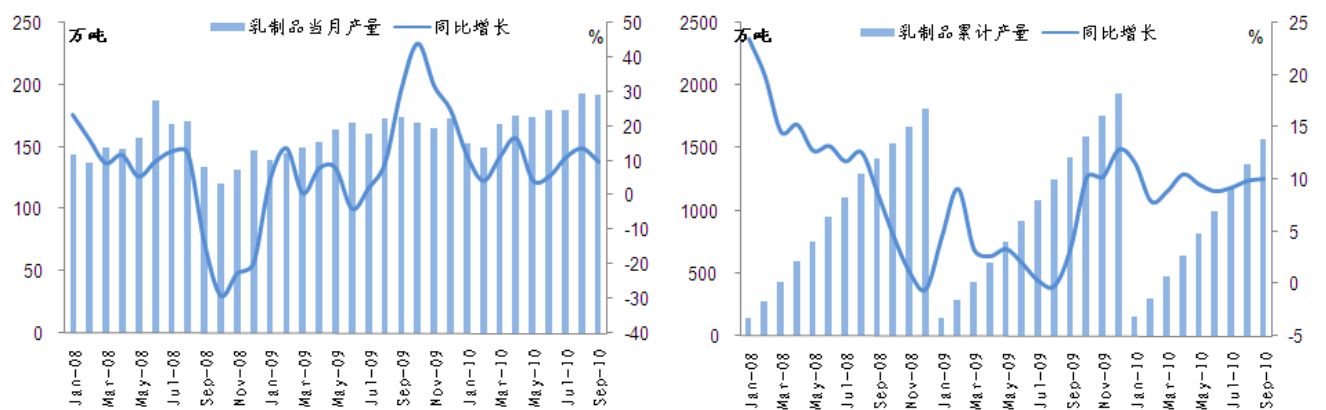
11 月份液体乳和乳制品产量增速均在 14% 左右, 处于正常水平。原料乳价格和产品终端价格均在上涨, 主要厂商也对产品进行了部分提价, 转移成本。

图 12: 液体乳产量走势图



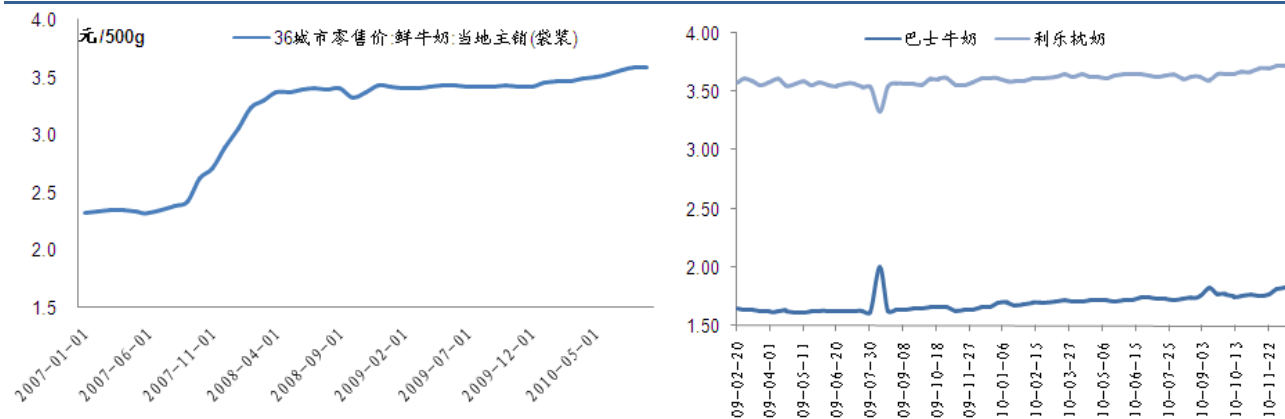
数据来源: Wind 渤海证券研究所

图 13: 乳制品产量走势图



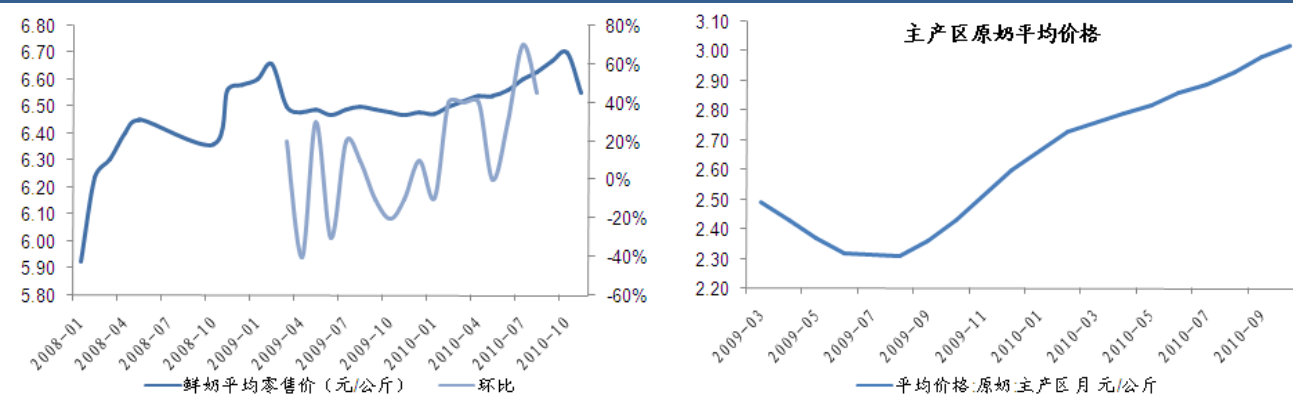
数据来源: Wind 渤海证券研究所

图 14: 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

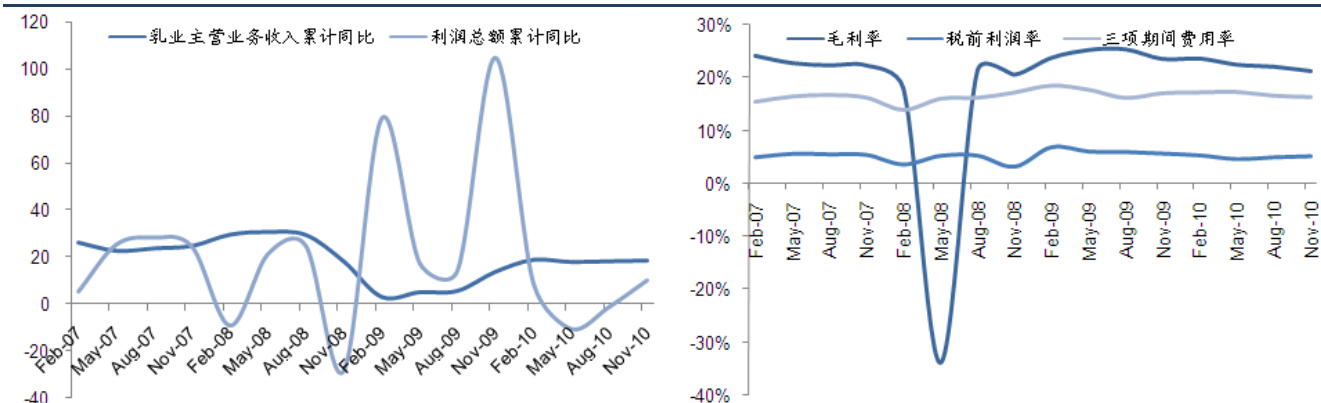
图 15: 原料乳价格不断攀升



数据来源: Wind, 渤海证券研究所

从经济效益指标看, 乳品行业 8-11 月份收入维持前期增长水平, 在 18% 左右; 利润总额增长显著改善, 从前 8 个月的同比下降 1.02% 到前 11 个月的 10.22%; 毛利率小幅下滑, 但是期间费用率压缩, 税前利润率有所回升。

图 16: 乳业收入增长与前期持平, 利润总额增速显著改善, 毛利率小幅下滑

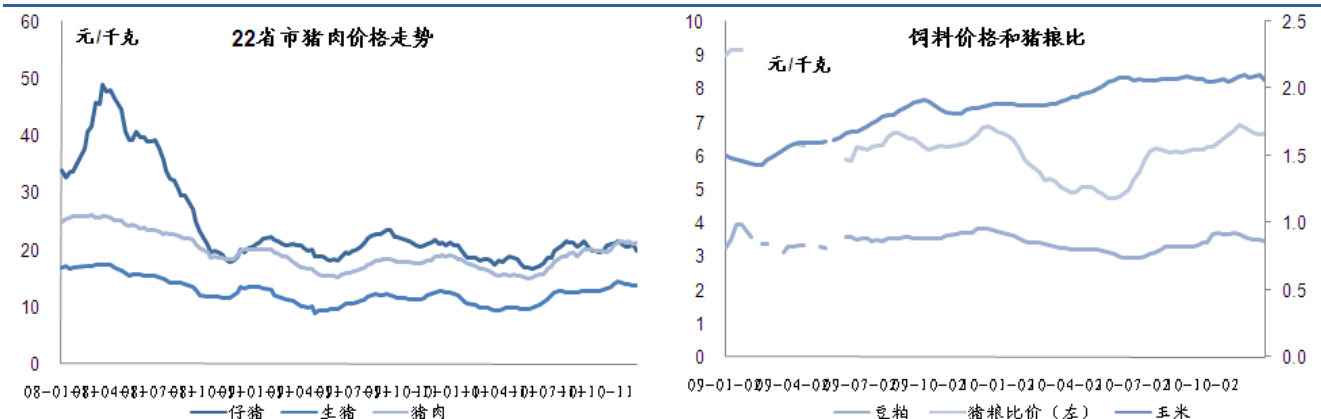


数据来源: Wind, 渤海证券研究所

2.5 肉制品行业: 猪肉价格涨幅趋缓, 屠宰量增速低位运行

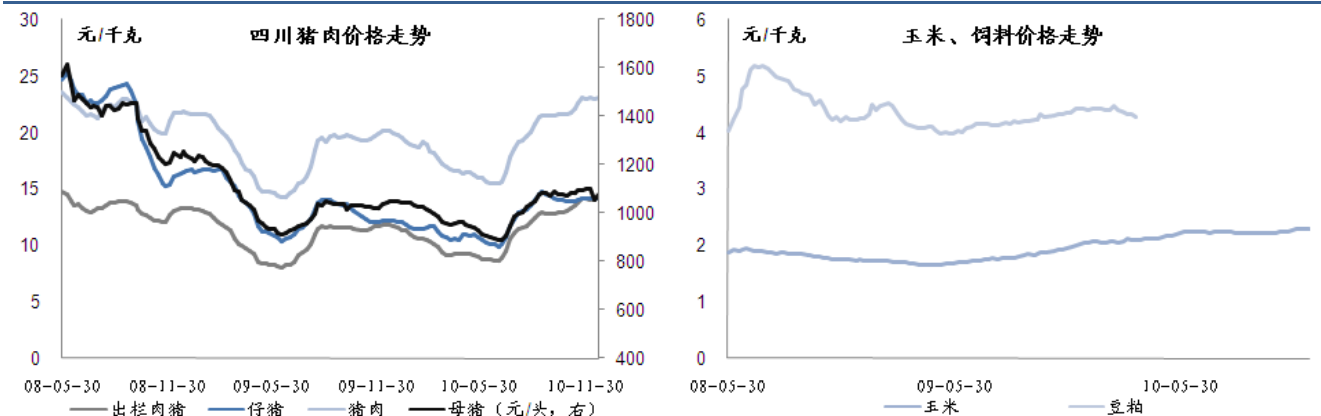
11 月份国家定点屠宰企业屠宰量同比增长 3.05%, 增速连续 5 个月维持 5% 以下。猪肉价格涨幅趋缓, 维持在 21 元/公斤左右波动, 四川省的猪肉价格已经涨到了前期 23 元/公斤的高位。玉米豆粕价格趋稳, 猪粮比高位运行, 预计生猪供应未来会有所改善。

图 17: 22 省市猪肉价格基本稳定, 猪粮比高位运行



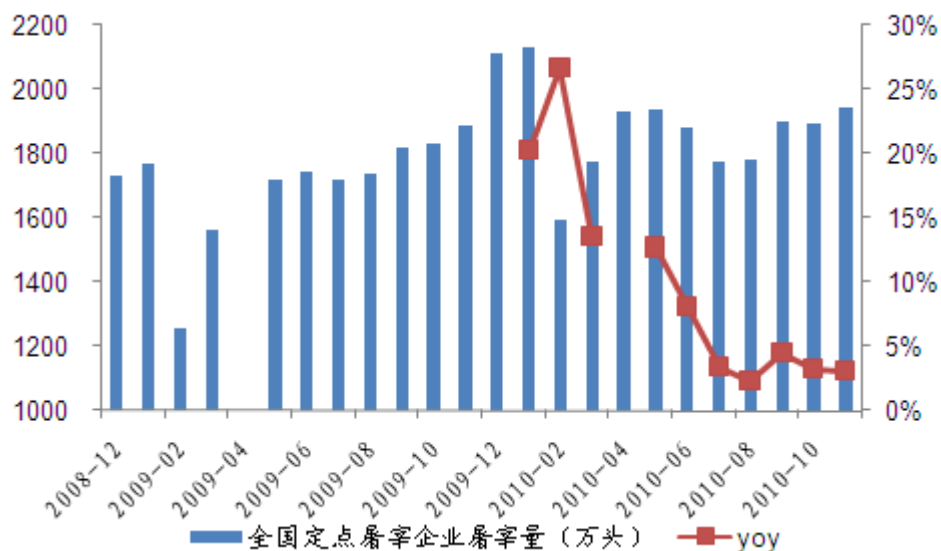
数据来源: Wind, 渤海证券研究所

图 18: 四川省猪肉价格持续上涨, 饲料价格趋稳



数据来源: Wind, 渤海证券研究所

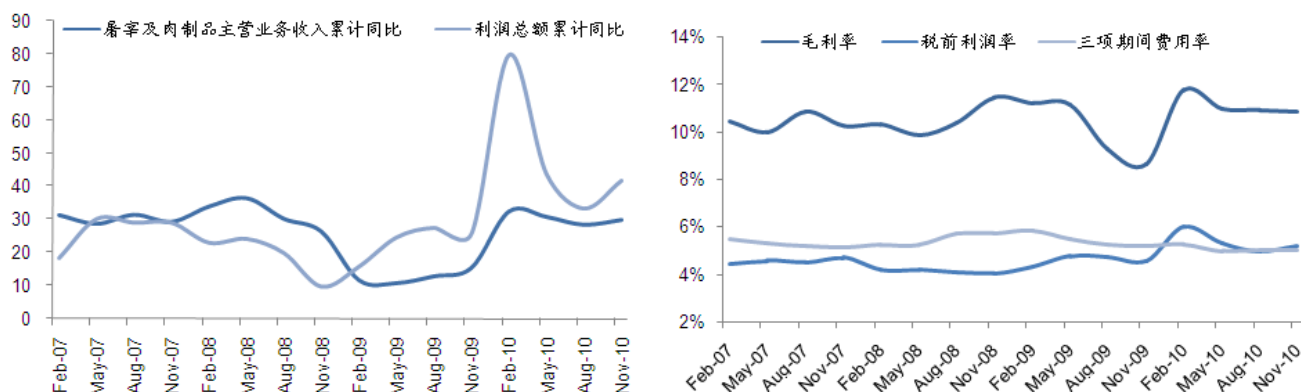
图 19: 全国定点屠宰企业屠宰量增速低位运行



数据来源: Wind 渤海证券研究所

行业 1-11 月份收入和利润增速分别为 29.76%和 41.75%，增速环比 1-8 月份上升了 1.45 个百分点和 8.46 个百分点。毛利率小幅下滑，但是税前利润率从前 8 个月的 4.98%上升到前 11 月的 5.21%。

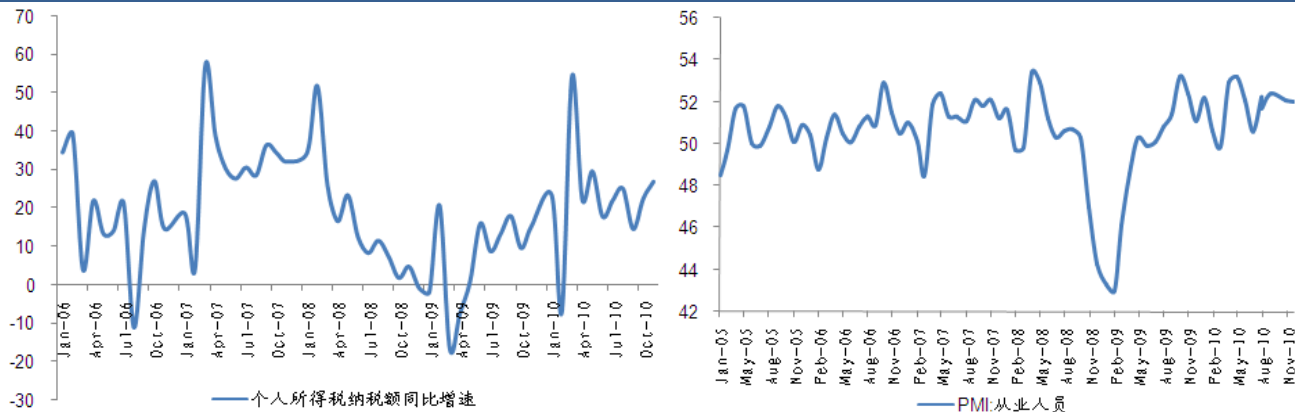
图 20: 屠宰及肉制品行业收入利润增速回升，毛利率小幅下滑，税前利润率回升



数据来源: Wind, 渤海证券研究所

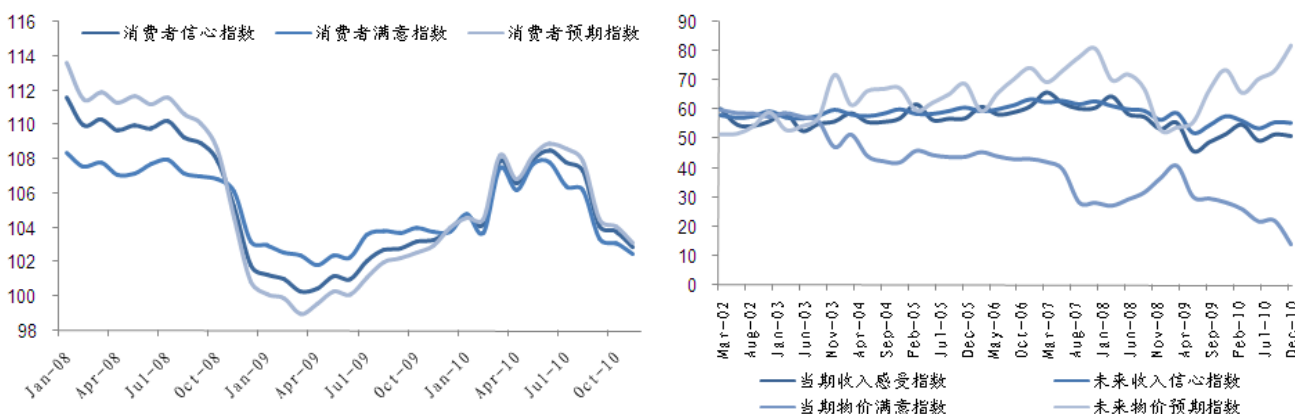
3 食品饮料行业运行环境

图 21: 11 月个税纳税额增速上升到 26.77%左右, PMI 从业指数为 52



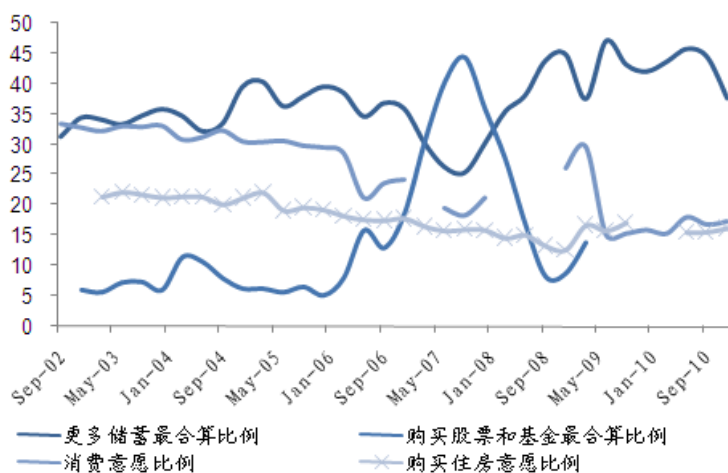
数据来源: Wind, 渤海证券研究所

图 22: 消费者指数继续下降, 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 23: 居民储蓄意愿高涨, 消费意愿低位运行

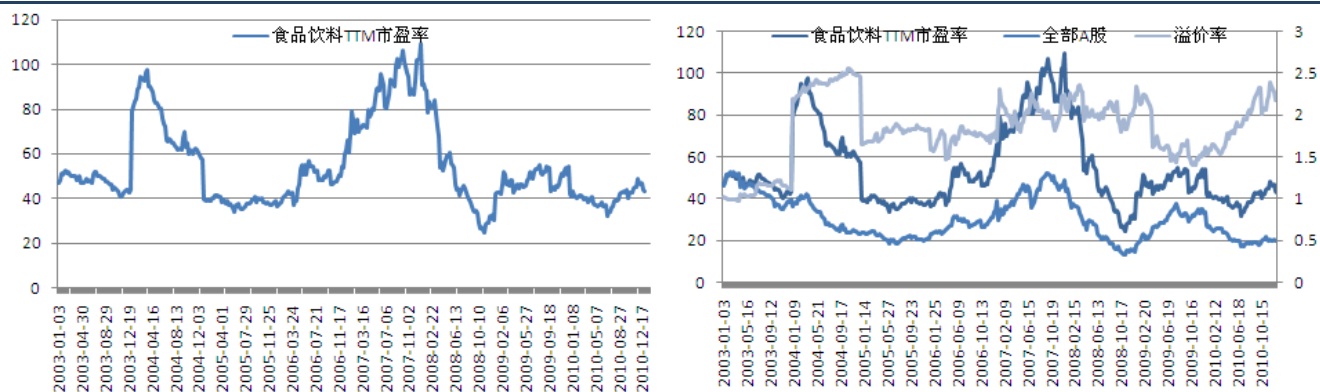


数据来源: Wind, 渤海证券研究所

4 投资策略

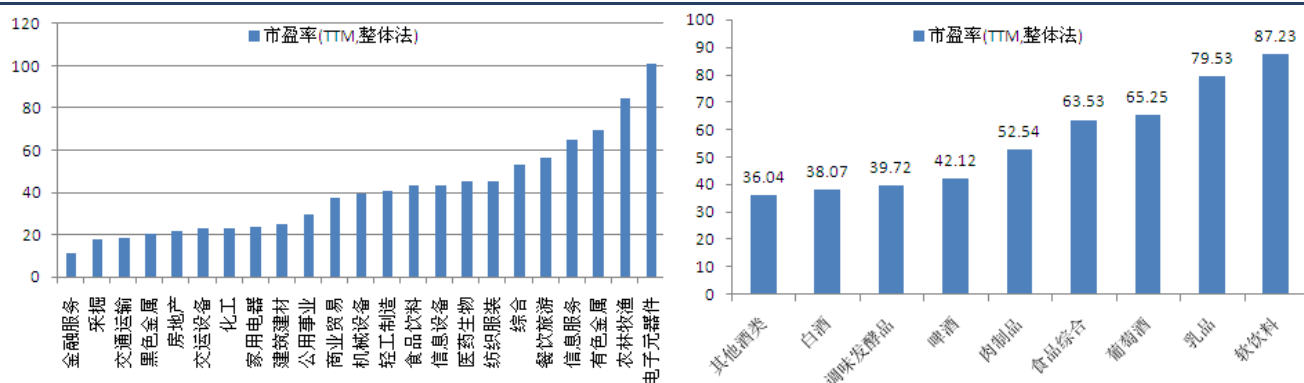
4.1 绝对估值低，估值优势不明显

图 24：食品饮料行业估值下降，处于历史较低水平，相对估值仍在高位运行



数据来源：Wind 渤海证券研究所（截止 2010-12-30）

图 25：食品饮料估值水平中等偏高（市盈率 TTM），其中黄酒和白酒估值最低



数据来源：Wind 渤海证券研究所（截止 2010-11-9）

4.2 投资主线

从 2010 年 12 月 1 日到 2010 年 12 月 30 日，食品饮料 12 月份累计下跌了 8.68%，排名涨幅榜倒数第 2 位；同期上证综合指数下跌了 2.16%，食品饮料表现远远落后于整体市场。食品饮料行业表现弱于整体市场，我们认为原因如下：前期食品饮料属于超配行业，在整体市场不景气的情况下，又临近年底，机构有落袋为安的冲动，减持压力大；另外，前期食品饮料行业连续跑赢大盘，短期也存在调整的需求；最后茅台提价公告发布后，白酒行业的提价预期逐步兑现，之后刺激因素相对减少。

目前食品饮料相对大盘的溢价率回升至 2.2，在高位运行。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，更需要考虑到估值与业绩增速的匹配。

对于近期投资策略来看，11 月份的数据基本上印证了我们年度策略里的观点：农副产品加工业和饮料制造业的毛利率相对稳定。在通胀预期较强的时期，仍然选取成本转移能力强的行业与公司：主要是白酒行业和葡萄酒行业。白酒里尤其是一线白酒，经过近期的调整，2011 年估值已经下降到 25 倍以下，性价比优势逐步显现，因此建议中长期投资者逐步建仓一线白酒，如五粮液、泸州老窖。另外，山西汾酒经过前期调整，未来上涨空间已经具备，值得投资者关注。

根据我们的统计，在 CPI 开始步入下降通道时，啤酒行业和肉制品行业市场表现较好，关注青岛啤酒和双汇发展；长期看好保龄宝和伊利股份。

表 1：重点关注食品饮料上市公司

股票名称	12.30 收盘价	每股收益			市盈率		
		09 年	10 年	11 年	09 年	10 年	11 年
五粮液	33.94	0.85	1.21	1.46	39.93	28.05	23.25
泸州老窖	39.48	1.2	1.51	1.8	32.90	26.15	21.93
山西汾酒	68	0.82	1.28	1.91	82.93	53.13	35.60
青岛啤酒	33.79	0.93	1.2	1.45	36.33	28.16	23.30
伊利股份	38.04	0.81	0.97	1.39	46.96	39.22	27.37
保龄宝	26.09	0.38	0.48	0.9	68.66	54.35	28.99

数据来源：渤海证券研究所

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