

推荐 (维持)

风险释放 相对安全

2011 年 1 月 17 日

食品饮料业 2011 年 1 月月报

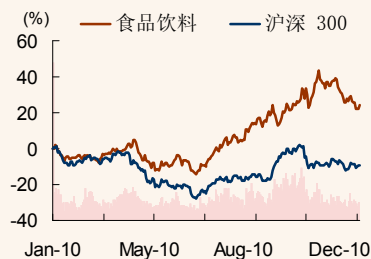
上证指数 2828

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	60	3.2
总市值 (亿元)	9531	3.7
流通市值 (亿元)	7242	3.8

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9.2	37.3	29.1
相对表现	-5.5	18.1	37.3



相关报告

- 1、《食品饮料业 2011 年度投资策略 - 高端品承压 大众品崛起》2010/12/8
- 2、《食品饮料业 2010 年中期投资策略 - 经济转型期 食品新阶段》2010/6/10

本月报重点解析 2010 年 1-11 月主要企业分属地财务表现, 对估算 2010 年度业绩有相当意义。食品饮料板块 12 月大幅调整、风险释放较充分, 我们认为一线龙头已非常安全, 中端白酒可关注春节后的 1 季报题材。

- **行业估值风险释放, 我们认为板块防御能力得以加强。**1) 行业自 12 月以来回落幅度较大, 估值风险得以释放, 一线白酒公司已经回落到 PE25 倍以内, 具备相当安全性。2) 春节来临, 一线白酒终端价格高企。3) 行业企业仍具备扎实的业绩基本面, 并有良好的业绩预期。
- **配置思路一是估值较低安全边际足, 二是业绩良好有基本面支撑, 三是已提价或有提价预期。**我们认为目前可以重点买入一线品种贵州茅台、泸州老窖、五粮液, 买入张裕、安琪酵母、汤臣倍健、燕京啤酒、青岛啤酒、伊利、双汇。二线白酒洋河、汾酒、古井、金种子调整时间尚不足, 可重点关注春节后的 1 季报行情。
- **2010 年 1-11 月集团业绩表现:** 1) **白酒。**茅台集团增速 11.4%, 老窖、五粮液 30% 以上 (泸州老窖 4 季度增速显著), 汾酒 60% 以上 (但预计会有保留), 洋河 70% 以上, 金种子、古井 100% 以上。老白干和沱牌尚未体现业绩。2) **红酒。**张裕增速回升至 25%, 长城和王朝仍不理想。张裕三大酒庄中爱斐堡迅猛增长是张裕亮点。3) **黄酒。**浙派黄酒三品牌古越龙山、会稽山、塔牌均高增长 80% 以上, 金枫仍显平淡。4) **啤酒。**10 年业绩平稳, 11 年行业性提价概率较大。5) **乳业。**成本压力继续加大, 也需向终端传导。区域乳企皇氏乳业获得 100% 增长。6) **肉类加工。**雨润高速增长, 双汇集团增速 34%, 期待重组后加快发展。配套肠衣供应商梧州神冠亦得以高速发展。7) **保健品:**汤臣倍健增长 82%, 未来值得期待; 8) **饮料:**承德露露业绩高增长, 但持续性方面我们看法有所保留。

- **风险提示:** 流动性收紧仍是重点关注问题, 提防淡季后再回落。

重点公司主要财务指标

	股价	09EPS	10EPS	11EPS	10PE	11PE	PB	评级
贵州茅台	179	4.57	5.66	7.34	31.6	24.4	12	强烈推荐-A
张裕 A	91	2.14	2.65	3.38	34.3	26.9	16	强烈推荐-A
泸州老窖	41	1.20	1.40	1.74	29.3	23.6	13	强烈推荐-A
五粮液	34	0.85	1.20	1.50	28.3	22.7	9	审慎推荐-B
双汇发展	85	1.50	2.59	3.36	32.8	25.3	17	强烈推荐-A
伊利股份	36	0.81	0.86	1.52	41.9	23.7	8	强烈推荐-A
安琪酵母	40	0.77	1.04	1.32	38.5	30.3	11	强烈推荐-A
青岛啤酒	34	0.95	1.14	1.50	29.8	22.7	6	强烈推荐-A
燕京啤酒	20	0.52	0.65	0.85	30.8	23.5	3	强烈推荐-A

资料来源: 招商证券

董广阳
0755-82943140
donggy@cmschina.com.cn
S1090210080002

朱卫华
0755-82943101
zhuweihua@cmschina.com.cn
S1090203100034

正文目录

一、行业 2010 年 1-11 月企业分属地数据解析	4
二、盈利预测与投资评级	8
附一、2010 年 1-11 月份行业产量价格数据	12
蒸馏酒	13
葡萄酒	16
啤酒	18
乳业	19
肉类行业	21
速冻米面食品和酵母制品	22
附二、2010 年 1-11 月份行业收入、利润数据	23
附三、企业分属地销售产值数据，仅供参考	25

图表目录

图 1: 食品饮料行业历史 PEBand	9
图 2: 食品饮料行业历史 PBBand	9
图 3: 全国白酒产量	13
图 4: 茅台酒、五粮液、国窖 1573 零售价格与出厂价格比较总图（2010 年 12 月）	14
图 5: 茅台酒、五粮液、国窖 1573、水井坊零售价格与出厂价格比较细图一	14
图 6: 茅台酒、五粮液、国窖 1573 零售价格与出厂价格比较细图二	15
图 7: 广东地区洋酒价格（截至 2010 年 12 月）	15
图 8: 全国葡萄酒产量	16
图 9: 葡萄酒价格指数走势（截止 2010 年 12 月，以 2004 年 1 月为 100）	16
图 10: 我国进口原装葡萄酒量价情况（截止 2010 年 11 月）	17
图 11: 我国进口散装葡萄酒量价情况（截止 2010 年 11 月）	17
图 12: 我国进口原装散装葡萄酒量对比（截止 2010 年 11 月）	17
图 13: 全国啤酒产量	18
图 14: 加拿大温尼伯交易所大麦期货价格	18
图 15: 我国进口大麦量价（截止 2010 年 11 月）	18
图 16: 我国进口麦芽量价（截止 2010 年 11 月）	19
图 17: 全国乳制品产量	19
图 18: 全国液态奶产量	19
图 19: 我国内蒙古原奶周价格（截至 2010.12）	20
图 20: 我国内蒙古奶牛养殖毛利（截至 2011.01）	20
图 21: 环太平洋地区乳品交易价格走势（截至 2010.11）	20
图 22: 企业牛场收奶价格走势（截至 2010.11）	20
图 24: 我国进口全脂奶粉量价情况（截止 2010 年 11 月）	21
图 25: 全国鲜冷藏冻肉产量	21
图 26: 山东鲜冷藏冻肉产量	21
图 27: 四川鲜冷藏冻肉产量	21
图 28: 河南鲜冷藏冻肉产量	21
图 29: 全国仔猪、活猪、猪肉价格走势（截至 2010.10）	22
图 30: 全国生猪养殖业毛利变化	22
图 31: 全国生猪屠宰业毛利变化	22

图 32: 全国速冻米面食品产量	23
图 33: 河南速冻米面食品产量	23
图 34: 全国活性酵母出口量价	23
图 35: 广西糖蜜 3 个月期和 6 个月期货价格走势	23
表 1: 企业分属地 2010 年 1-11 月绩效 (白酒)	4
表 2: 企业分属地 2010 年 1-11 月绩效 (白酒)	4
表 3: 企业分属地 2010 年 1-11 月绩效 (白酒)	5
表 4: 企业分属地 2010 年 1-11 月绩效 (葡萄酒)	5
表 5: 企业分属地 2010 年 1-11 月绩效 (葡萄酒)	6
表 6: 企业分属地 2010 年 1-11 月绩效 (黄酒)	6
表 7: 企业分属地 2010 年 1-11 月绩效 (青啤)	6
表 8: 企业分属地 2010 年 1-11 月绩效 (燕京)	7
表 9: 企业分属地 2010 年 1-11 月绩效 (其他啤酒)	7
表 10: 企业分属地 2010 年 1-11 月绩效 (肉类及软饮料)	8
表 11: 企业分属地 2010 年 1-11 月绩效 (乳品及保健品)	8
表 12: 龙头公司估值表	9
表 13: 国际估值对照表	9
表 14: 各子行业 2010 年 1-11 月产量	13
表 15: 食品饮料主要子行业 2010 年 1-11 月份经济指标	23
表 16: 主要省份 2010 年 1-11 月份行业经营情况	24
表 17: 部分集团公司销售产值“累计增速”	25
表 18: 部分集团公司销售产值“单月增速”	26

一、行业 2010 年 1-11 月企业分属地数据解析

茅台数据点评：贵州茅台 2010 年的业绩预计与集团增速差异不大，但不表示其真实利润增长一般。公司 11 年有多项业绩推动因素：大幅度提价 20% 以上、消费税同比因素消失、销量增速有望较往年 10% 加快、公司 2011 年十二五规划开门红的需要。上述因素外，我们跟踪的产值数据（见附一）也预示 11 年初将有大幅增长。公司 2011 年真实业绩同比增长将高达 40% 以上，我们维持强烈推荐贵州茅台，11-12 年 EPS7.34 元，9.15 元，一年目标区间 220-270 元。

泸州老窖点评：1-11 月收入增速 22.8%，利润增速达到 36.6%，相比 1-8 月 19% 和 21% 的增速显著提升，9-11 月增速达 75%。驱动因素主要来自提价带来的收入增长和毛利率提升，及销售费用率的下降。尽管公司调整营销对经销商系统形成较大的销售压力，但公司志在夺回浓香第一品牌，我们认为公司后劲较足。短期估值低，其有业绩超预期的可能性。

表 1：企业分属地 2010 年 1-11 月绩效（白酒）

项 目	五粮液	贵州茅台	泸州老窖	山西汾酒	洋河	双沟	苏酒集团
销售收入增长率	14.3%	16.7%	22.8%	43.7%	64.4%	7.6%	44.4%
利润总额增长率	25.5%	11.4%	36.6%	62.6%	74.2%	4.2%	63.2%
剔除营业外收益后的利润增长率	-63.6%	10.8%	77.0%	16.9%	71.3%	76.2%	72.7%
主营业务利润率	14.9%	86.8%	41.6%	43.4%	62.3%	43.2%	57.3%
去年同期	13.0%	87.2%	35.4%	46.2%	58.6%	34.6%	50.2%
营业税金率	3.5%	13.8%	6.0%	9.9%	8.3%	6.5%	7.9%
去年同期	2.2%	10.0%	5.6%	10.4%	12.3%	6.4%	10.2%
营销费用率	5.6%	7.2%	5.4%	11.2%	29.1%	9.2%	23.9%
去年同期	5.3%	7.6%	8.2%	10.2%	19.5%	9.5%	16.0%
管理费用率	5.5%	9.5%	5.2%	7.5%	4.4%	4.6%	4.4%
去年同期	4.4%	10.3%	4.3%	7.0%	7.2%	4.6%	6.3%
销售利润率	15.1%	58.5%	28.2%	22.5%	33.2%	10.5%	27.3%
去年同期	13.7%	61.2%	25.4%	19.9%	31.4%	10.8%	24.1%

资料来源：招商证券 注：五粮液股份作为集团的营业外收益，增速约为 34%；苏酒集团增速的 09 年基数中含双沟，因此上市公司收入利润增速更高

表 2：企业分属地 2010 年 1-11 月绩效（白酒）

项 目	古井贡	老白干	金种子	水井坊	酒鬼酒	沱牌曲酒	牛栏山
销售收入增长率	31.2%	10.6%	29.1%	-1.5%	39.3%	25.4%	27.4%
利润总额增长率	126.5%	11.0%	323.2%	-26.6%	71.0%	4.4%	73.8%
剔除营业外收益后的利润增长率	110.7%	14.8%	99.5%	-30.5%	-46.9%	594.2%	70.8%
主营业务利润率	71.9%	34.9%	42.3%	70.4%	73.6%	35.2%	53.1%
去年同期	58.3%	29.2%	36.5%	73.1%	79.2%	30.5%	51.7%
营业税金率	14.5%	11.1%	11.2%	11.7%	14.7%	3.2%	12.0%
去年同期	13.9%	10.9%	10.0%	10.0%	11.2%	4.5%	10.8%
营销费用率	22.4%	13.6%	11.9%	28.3%	35.0%	3.7%	23.7%

去年同期	16.3%	9.2%	11.2%	25.7%	30.0%	5.8%	25.6%
管理费用率	14.0%	5.0%	6.1%	10.1%	14.7%	9.1%	7.9%
去年同期	14.3%	3.8%	6.6%	8.6%	18.4%	14.5%	8.3%
销售利润率	23.3%	4.3%	13.4%	24.1%	16.0%	4.5%	9.6%
去年同期	13.5%	4.3%	4.1%	32.3%	13.0%	5.4%	7.0%

资料来源：招商证券

表 3：企业分属地 2010 年 1-11 月绩效（白酒）

项 目	枝江酒业	海南椰岛	郎酒	西凤酒	剑南春	白云边	今世缘	口子酒
销售收入增长率	29.0%	73.0%	46.8%	50.4%	3.6%	43.0%	38.2%	1.0%
利润总额增长率	90.4%	293.6%	209.3%	126.5%	8000.0%	83.4%	70.5%	17.2%
剔除营业外收益后的利润增长率	90.0%	-2.6%	209.3%	108.8%	7665.2%	3.0%	68.7%	14.6%
主营业务利润率	17.2%	17.3%	53.5%	49.4%	56.5%	48.1%	55.3%	63.7%
去年同期	16.0%	15.7%	49.8%	38.2%	60.7%	45.6%	56.2%	61.4%
营业税金率	2.9%	7.6%	7.8%	9.3%	9.5%	4.1%	8.5%	14.6%
去年同期	3.1%	11.5%	3.5%	5.7%	7.0%	4.0%	13.7%	14.4%
营销费用率	8.3%	2.9%	20.0%	15.4%	29.2%	34.9%	28.6%	15.5%
去年同期	8.4%	4.6%	23.5%	10.9%	33.8%	30.2%	28.5%	17.5%
管理费用率	1.9%	16.4%	10.5%	17.1%	11.7%	3.2%	2.8%	6.5%
去年同期	1.8%	17.9%	14.0%	15.8%	19.7%	3.1%	1.5%	5.6%
销售利润率	4.3%	85.4%	12.5%	5.0%	6.1%	9.0%	16.4%	26.8%
去年同期	2.9%	37.5%	5.9%	3.3%	0.1%	7.0%	13.3%	23.1%

资料来源：招商证券

表 4：企业分属地 2010 年 1-11 月绩效（葡萄酒）

项 目	张裕	烟台长城	沙城长城	中粮君顶酒庄	张裕卡斯特酒庄	张裕冰酒庄	张裕爱斐堡酒庄
销售收入增长率	30.06%	4.08%	-20.66%	50.80%	-34.30%	37.85%	130.47%
利润总额增长率	25.26%	3.04%	-51.37%	86.34%	-17.10%	-9.08%	639.41%
剔除营业外收益后的利润增长率	56.56%	8.66%	-53.52%	86.34%	-24.41%	191.99%	2082.86%
主营业务利润率	48.75%	39.96%	48.25%	10.47%	44.66%	42.23%	52.08%
去年同期	44.17%	39.33%	51.28%	8.42%	24.05%	27.79%	42.32%
营业税金率	3.77%	4.60%	9.76%	0.07%	10.50%	10.21%	11.49%
去年同期	3.89%	4.49%	9.61%	0.00%	4.87%	11.65%	11.48%
营销费用率	18.54%	17.81%	27.17%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
去年同期	17.93%	17.82%	25.75%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
管理费用率	3.84%	1.08%	4.24%	0.01%	13.47%	1.60%	19.69%
去年同期	4.06%	1.18%	4.11%	0.01%	1.67%	2.18%	29.09%
销售利润率	19.19%	16.32%	7.20%	10.39%	21.12%	19.85%	20.30%
去年同期	19.92%	16.49%	11.75%	8.41%	16.74%	30.09%	6.33%

资料来源：招商证券

表 5: 企业分属地 2010 年 1-11 月绩效 (葡萄酒)

项 目	王朝酒业	中葡	通葡	莫高国际酒庄	龙徽	威龙
销售收入增长率	-29.68%	54.35%	81.93%	413.11%	63.39%	6.18%
利润总额增长率	-38.84%	亏损	-15.18%	3320.53%	扭亏	10.70%
剔除营业外收益后的利润增长率	-37.44%	17.23%	-19.91%	1305.72%	扭亏	10.70%
主营业务利润率	31.58%	24.66%	44.14%	40.41%	48.20%	33.60%
去年同期	57.89%	19.67%	24.84%	19.49%	48.49%	34.35%
营业税金率	9.55%	13.94%	10.04%	1.93%	11.18%	10.44%
去年同期	8.61%	11.53%	11.82%	13.64%	10.87%	11.00%
营销费用率	2.42%	12.10%	21.87%	16.49%	23.95%	4.96%
去年同期	30.11%	6.61%	2.10%	0.43%	36.43%	5.29%
管理费用率	6.56%	12.17%	18.76%	8.56%	7.76%	4.22%
去年同期	4.15%	16.85%	24.93%	0.49%	11.76%	5.13%
销售利润率	14.21%	-46.10%	-5.31%	9.85%	6.56%	12.00%
去年同期	16.33%	-42.45%	-11.38%	1.48%	-8.61%	11.51%

资料来源: 招商证券

表 6: 企业分属地 2010 年 1-11 月绩效 (黄酒)

项 目	绍兴黄酒集团	女儿红	古越龙山合并	石库门	华光酿酒	金枫酒业合并	会稽山	塔牌
销售收入增长率	13.10%	35.80%	16.45%	25.17%	-39.01%	1.19%	17.32%	40.42%
利润总额增长率	91.93%	44.45%	87.39%	22.99%	-19.68%	6.94%	239.08%	92.97%
剔除营业外收益后的利润增长率	80.04%	88.61%	81.15%	34.84%	-16.92%	13.95%	315.47%	35.34%
主营业务利润率	26.91%	21.63%	26.00%	44.34%	36.50%	42.57%	34.15%	30.70%
去年同期	25.61%	23.96%	25.37%	41.17%	40.38%	40.87%	27.51%	34.85%
营业税金率	2.78%	3.02%	2.82%	4.33%	3.37%	4.12%	4.94%	3.91%
去年同期	3.02%	3.59%	3.10%	5.38%	2.82%	4.42%	3.86%	3.19%
营销费用率	8.26%	9.98%	8.55%	12.55%	2.49%	10.29%	7.60%	9.59%
去年同期	8.67%	10.06%	8.88%	9.27%	13.67%	10.91%	8.96%	12.04%
管理费用率	7.18%	3.60%	6.56%	13.24%	10.27%	12.57%	4.87%	9.34%
去年同期	7.75%	4.57%	7.28%	13.13%	8.78%	11.51%	4.28%	8.93%
销售利润率	11.20%	4.28%	10.01%	15.13%	20.49%	16.34%	12.89%	10.03%
去年同期	6.60%	4.03%	6.22%	15.40%	15.56%	15.46%	4.46%	7.30%

资料来源: 招商证券

表 7: 企业分属地 2010 年 1-11 月绩效 (青啤)

项 目	青啤本部	青啤汉斯	青啤深圳	青啤三水	青啤珠海	青啤上海	青啤成都	新银麦
销售收入增长率	20.60%	8.72%	27.08%	6.49%	-6.61%	9.63%	45.88%	17.42%
利润总额增长率	8.61%	39.01%	49.20%	11.02%	5.60%	30.50%	-98.37%	57.99%
剔除营业外收益后的利润增长率	0.62%	26.88%	51.46%	5.98%	6.58%	14.99%	-98.33%	61.43%
主营业务利润率	30.35%	20.79%	22.61%	28.72%	37.79%	20.60%	5.51%	35.18%
去年同期	31.09%	20.58%	22.80%	31.40%	34.72%	20.47%	4.12%	31.23%
营业税金率	2.72%	4.05%	8.78%	12.12%	11.21%	9.38%	3.31%	8.83%

去年同期	3.02%	4.12%	8.42%	11.67%	10.99%	9.56%	4.21%	8.86%
营销费用率	19.47%	5.01%	0.48%	0.07%	0.37%	0.45%	0.01%	10.83%
去年同期	17.91%	6.21%	1.45%	1.67%	0.16%	0.37%	0.00%	10.28%
管理费用率	2.18%	1.73%	3.06%	2.02%	3.85%	2.21%	1.58%	3.67%
去年同期	2.63%	1.63%	3.67%	3.46%	3.95%	2.29%	1.96%	3.30%
销售利润率	10.62%	11.89%	10.16%	15.86%	23.19%	9.51%	-0.05%	11.86%
去年同期	11.80%	9.30%	8.65%	15.21%	20.51%	7.99%	-4.05%	8.81%

资料来源：招商证券

表 8：企业分属地 2010 年 1-11 月绩效（燕京）

项 目	燕京北京	燕京漓泉	漓泉玉林	燕京四川	燕京沈阳	燕京惠泉	燕京通辽	燕京仙桃
销售收入增长率	-1.16%	8.93%	15.90%	35.54%	25.93%	-18.13%	32.32%	37.79%
利润总额增长率	25.11%	20.32%	30.76%	转盈	-30.34%	2.35%	15.73%	-41.58%
剔除营业外收益后的利润增长率	86.51%	25.88%	48.63%	-118.78%	119.64%	-16.60%	-0.04%	-41.58%
主营业务利润率	31.38%	38.76%	39.75%	13.94%	15.00%	33.94%	12.94%	27.90%
去年同期	27.09%	35.66%	36.12%	13.35%	10.75%	31.76%	14.92%	32.68%
营业税金率	7.64%	9.01%	14.85%	1.91%	0.06%	10.56%	2.89%	0.90%
去年同期	7.60%	9.06%	14.22%	1.91%	0.37%	11.18%	3.61%	0.61%
营销费用率	13.16%	6.02%	1.37%	8.51%	0.09%	8.29%	2.41%	9.50%
去年同期	10.70%	5.17%	0.46%	8.51%	0.88%	6.49%	2.12%	8.81%
管理费用率	4.98%	6.94%	8.78%	3.11%	0.13%	5.32%	1.74%	8.50%
去年同期	4.70%	6.59%	9.15%	5.15%	0.93%	4.33%	1.69%	7.05%
销售利润率	15.76%	17.75%	14.79%	0.32%	0.01%	12.44%	6.55%	6.50%
去年同期	12.45%	16.07%	13.11%	-0.30%	0.01%	9.95%	7.49%	15.33%

资料来源：招商证券

表 9：企业分属地 2010 年 1-11 月绩效（其他啤酒）

项 目	华润雪花 (沈阳)	华润雪花 (浙江)	华润雪花 (四川)	百威英博 雪津	百威英博 哈啤	广州珠江	百威(武 汉)	百威(佛 山)
销售收入增长率	10.83%	-10.47%	75.04%	10.13%	-2.05%	-1.66%	9.49%	39.56%
利润总额增长率	2.81%	-18.32%	60.29%	38.62%	-13.15%	-9.55%	21.30%	106.99%
剔除营业外收益后的利润增长率	0.08%	-16.28%	76.07%	25.96%	-44.55%	-13.49%	14.69%	102.49%
主营业务利润率	63.62%	48.84%	37.28%	58.43%	36.10%	43.30%	36.41%	42.58%
去年同期	65.21%	52.31%	42.15%	56.44%	42.63%	41.41%	35.60%	34.71%
营业税金率	6.38%	13.73%	5.16%	8.34%	11.91%	11.78%	6.67%	5.04%
去年同期	6.66%	13.26%	6.62%	9.45%	11.35%	11.64%	6.51%	6.23%
营销费用率	11.98%	17.97%	8.85%	24.05%	12.31%	15.96%	6.02%	1.99%
去年同期	8.64%	20.24%	10.88%	19.47%	14.54%	14.25%	5.47%	1.25%
管理费用率	4.66%	5.51%	4.08%	13.08%	10.03%	8.40%	3.37%	3.49%
去年同期	5.10%	5.91%	6.33%	16.15%	12.49%	7.73%	4.70%	4.43%
销售利润率	13.78%	12.44%	15.89%	17.91%	4.01%	5.40%	22.08%	33.31%
去年同期	14.86%	13.64%	17.36%	14.23%	4.52%	5.88%	19.93%	22.46%

资料来源：招商证券

表 10: 企业分属地 2010 年 1-11 月绩效 (肉类及软饮料)

项 目	双汇集团	雨润食品	梧州神冠	恒顺醋业	承德露露	南方露露
销售收入增长率	29.15%	18.57%	40.68%	14.46%	44.16%	40.42%
利润总额增长率	33.50%	100.26%	56.75%	13.34%	78.37%	112.24%
剔除营业外收益后的利润增长率	9.41%	9.65%	57.68%	-173.47%	83.87%	112.77%
主营业务利润率	8.70%	23.48%	61.91%	19.83%	32.66%	25.31%
去年同期	10.12%	23.88%	59.66%	29.61%	29.13%	30.38%
营业税金率	0.12%	0.05%	0.10%	0.81%	0.67%	0.10%
去年同期	0.14%	0.05%	0.00%	0.54%	0.81%	0.12%
营销费用率	2.55%	7.05%	0.59%	12.96%	17.58%	16.28%
去年同期	3.21%	7.52%	0.81%	5.36%	16.83%	21.31%
管理费用率	1.27%	3.29%	1.78%	12.35%	2.12%	4.72%
去年同期	1.16%	2.82%	3.09%	4.10%	2.61%	5.70%
销售利润率	6.67%	22.25%	61.08%	5.78%	12.75%	4.13%
去年同期	6.46%	13.17%	54.82%	5.84%	10.31%	2.74%

资料来源: 招商证券

表 11: 企业分属地 2010 年 1-11 月绩效 (乳品及保健品)

项 目	光明上海	多美滋	美赞臣	三元食品	皇氏乳业	汤臣倍健
销售收入增长率	12.25%	24.51%	29.15%	-6.14%	61.86%	61.33%
利润总额增长率	0.44%	45.99%	-23.00%	-77.18%	124.44%	82.06%
剔除营业外收益后的利润增长率	-155.87%	42.29%	-22.03%	-840.35%	124.44%	76.05%
主营业务利润率	26.11%	71.47%	47.50%	15.60%	39.33%	62.64%
去年同期	27.22%	69.20%	57.44%	20.78%	31.00%	61.13%
营业税金率	0.25%	0.00%	0.00%	0.04%	0.42%	1.03%
去年同期	0.00%	0.00%	0.00%	0.04%	0.26%	1.01%
营销费用率	24.53%	48.12%	27.53%	16.78%	15.61%	19.80%
去年同期	23.93%	47.55%	30.04%	16.19%	12.15%	19.16%
管理费用率	1.96%	3.02%	8.42%	2.98%	5.20%	5.75%
去年同期	2.17%	3.62%	7.77%	3.37%	4.65%	7.88%
销售利润率	5.18%	21.26%	11.91%	1.21%	16.53%	35.79%
去年同期	5.79%	18.13%	19.98%	4.96%	11.92%	31.72%

资料来源: 招商证券

二、盈利预测与投资评级

部分业绩预测调整:

- 1) 双汇发展重组后的 10-12 年 EPS 摊薄后盈利预测 2.59 元, 3.36 元, 4.47 元。
- 2) 洋河股份四季度增长较快, 而近期公告收购双沟其余股权, 我们略为上调了其 10-11 年 EPS 预测 4.86 元, 7.17 元。

3) 茅台 2010 年业绩预测较集团数据偏高, 不过公司只是将多出部分延迟到 11 年确认;

4) 泸州老窖集团 2010 年四季度业绩增幅显著, 10-11 年存在业绩上调可能。

表 12: 龙头公司估值表

	名称	投资评级	市值	股价	EPS				P/E				08-11 复合增长	PEG
					08	09	10E	11E	08	09	10E	11E		
高端 阳型	贵州茅台	强烈推荐-A	1694	179	4.03	4.57	5.66	7.34	45	39	31.7	24	22.1%	1.43
	张裕 A	强烈推荐-A	479	91	1.70	2.14	2.65	3.38	53	42	34.3	27	25.7%	1.33
	泸州老窖	强烈推荐-A	565	41	0.91	1.20	1.43	1.74	45	34	28.3	23	24.1%	1.17
	洋河股份	审慎推荐-A	933	207	1.83	2.79	4.86	7.17	113	74	42.7	29	57.6%	0.74
	金枫酒业	审慎推荐-A	56	13	0.57	0.40	0.33	0.41	22	32	38.8	31	11.2%	3.46
	五粮液	审慎推荐-B	1278	34	0.48	0.85	1.20	1.50	70	40	28.1	22	46.2%	0.61
	古越龙山	中性-B	85	13	0.18	0.14	0.16	0.19	74	95	83.3	70	7.8%	10.68
大众 阳型	山西汾酒	审慎推荐-A	269	62	0.57	0.82	1.20	1.53	109	76	51.8	41	39.0%	1.33
	双汇发展	强烈推荐-A	1014	85	1.15	1.50	2.59	3.36	74	56	32.7	25	43.0%	0.76
	伊利股份	强烈推荐-A	284	36	-2.11	0.81	0.86	1.52	-	44	41.3	23	-	-
	安琪酵母	强烈推荐-A	110	40	0.39	0.77	1.04	1.32	105	53	38.9	31	50.8%	0.77
阴型	青岛啤酒	强烈推荐-A	454	34	0.53	0.95	1.14	1.50	63	35	29.5	22	41.5%	0.71
	燕京啤酒	强烈推荐-A	248	20	0.38	0.52	0.65	0.85	54	39	31.5	24	30.8%	1.02
	光明乳业	中性-B	106	10	-0.27	0.12	0.20	0.23	-	85	51.0	44	-	-

资料来源: 招商证券研究, 注 1: 皆为 1 月 13 日收盘价; 注 2: 泸州老窖业绩中包含华西证券收益, 我们预测 10、11 年酒类业绩分别为 1.23 元、1.54 元; 注 3: 洋河股份中包含收购双沟后业绩, 我们预计 40% 股权下双沟 10-11 年增厚 0.15 元, 0.35 元; 注 5: 古越龙山按定向增发 7614 万股后摊薄, 金枫酒业 10 送 2 摊薄; 注 4: 阳型是销售半径大公司, 阴型是销售半径小公司

图 1: 食品饮料行业历史 PEBand

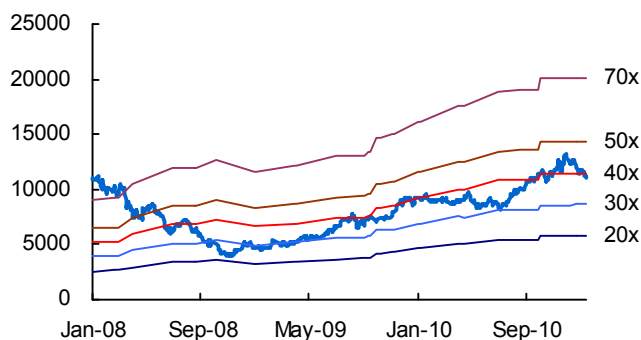
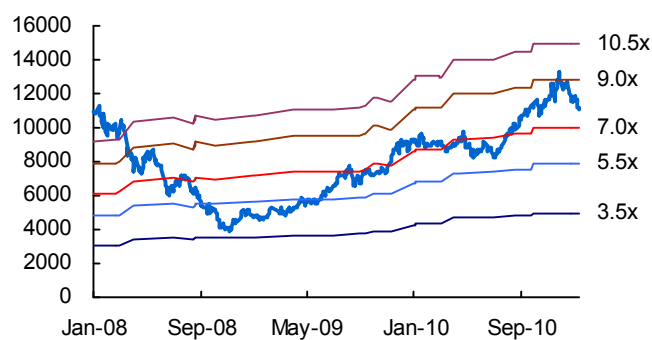


图 2: 食品饮料行业历史 PBBand



说明: 1、资料来源于招商证券研发中心; 2、行业指数基期、基点对应于沪深 300 指数; 3、行业净利润为剔除亏损公司后对应时点向前滚动一年的行业净利润总和; 4、行业净资产为对应时点行业净资产总和。

表 13: 国际估值对照表

			滚动				利润率 月市值				
名称	国别	PE	PE10	PE11	PB	市值	营收	ROE	%	变动%	
酒类 (不含啤酒)	DIAGEO	GB	18.5	15.3	14.2	7.7	48514	15471	45.4	16.7	-1.3
	贵州茅台	CH	35.8	32.0	24.3	9.6	25541	1278	33.5	49.4	17.7
	PERNOD-RICARD	FR	19.5	16.5	14.7	2.0	24845	9853	11.5	13.4	2.9
	五粮液	CH	29.2	26.8	21.0	7.4	19285	1512	25.3	31.4	0.0
	BROWN-FORMAN	US	21.8	20.5	18.8	5.0	9840	2469	24.2	18.2	11.9
	泸州老窖	CH	28.3	28.2	23.0	11.6	8568	592	43.3	41.4	1.7
	洋河股份	CH	68.1	44.2	30.6	18.3	14123	580	38.8	31.7	5.6

			滚动							利润率	月市值
	名称	国别	PE	PE10	PE11	PB	市值	营收	ROE	%	变动%
	张裕	CH	32.9	26.5	21.3	12.2	6684	578	40.4	28.6	-11.4
	THAI BEVERAGE	TH	16.6	15.3	13.4	3.1	5554	3148	19.2	9.8	5.4
	CONSTELLATION	US	10.7	10.7	10.2	1.5	4051	3365	4.4	3.0	8.6
	CAMPARI GROUP	IT	18.8	17.3	15.3	2.3	3721	1406	13.7	13.6	0.8
	REMY COINTREAU	FR	40.7	22.4	19.1	2.5	3331	1142	8.7	10.7	-0.9
	UNITED SPIRITS	IN	N/A	33.6	23.2	4.4	3723	1343	-0.7	-0.4	-4.6
	山西汾酒	CH	49.9	45.1	32.7	13.3	3973	260	22.8	20.0	1.8
	TAKARA HOLDINGS	JN	23.3	20.9	20.0	1.1	1271	2055	4.9	2.5	3.6
	水井坊	CH	36.9	28.5	23.5	7.8	1601	217	21.9	21.7	-12.1
	古井贡 A	CH	70.7	69.8	40.3	19.3	2253	169	16.1	12.2	8.2
	金枫酒业	CH	41.5	31.2	24.0	5.2	842	133	15.5	16.1	-9.3
	古越龙山	CH	69.4	57.3	44.6	4.1	1270	103	5.9	10.8	-8.7
	王朝酒业	HK	32.4	31.3	25.9	2.9	722	191	8.8	10.5	-7.4
	啤酒	AB INBEV	BE	21.0	18.7	15.6	2.9	94168	36758	17.5	12.5
SABMILLER		GB	26.4	18.7	16.2	2.6	54784	18020	10.8	10.6	5.2
HEINEKEN		NE	15.5	15.0	13.2	2.1	28587	20500	20.7	6.9	-3.2
KIRIN HOLDINGS		JN	26.3	35.0	14.1	1.1	13289	24381	5.2	2.2	3.7
GRUPO MODELO		MX	24.7	24.9	22.5	3.3	20449	6075	12.7	10.5	5.0
CARLSBERG		DE	15.2	14.7	13.0	1.3	14893	11121	6.6	6.1	-4.9
FOSTER		US	N/A	15.1	14.0	4.0	10718	3777	-14.4	-10.8	-3.1
MOLSON COORS		JN	12.2	13.3	12.4	1.2	8915	3032	11.0	23.8	-1.8
ASAHI BREWERIES		AU	17.9	13.9	13.0	1.3	9244	15756	8.7	3.2	2.0
青岛啤酒		CH	30.8	29.6	24.4	5.1	6793	2600	17.5	7.1	-7.2
燕京啤酒	CH	31.9	29.7	24.6	3.1	3753	1225	8.8	7.5	-11.6	
非酒 精饮 料	COCA-COLA	US	18.4	18.1	16.4	5.3	147217	30990	30.1	22.0	3.1
	PEPSICO	US	17.0	16.2	14.6	5.3	106042	43232	41.2	13.8	0.1
	FOMENTO ECON	MX	19.5	19.5	16.8	2.1	18255	14622	13.2	5.0	4.8
	汇源果汁	CH	70.4	57.3	24.0	1.4	1027	415	5.0	8.2	5.7
	承德露露	CH	35.7	33.5	26.7	10.5	1146	193	22.6	10.5	-3.0
肉类 加工	HORMEL FOODS	US	16.7	15.8	14.8	2.8	6709.5	7221	17.5	5.5	8.1
	TYSON FOODS	US	7.7	9.0	8.8	1.2	6341.2	28430	16.3	2.7	11.9
	双汇发展	CH	49.6	41.9	32.2	16.7	7813.0	4141	34.2	3.2	57.9
	雨润食品	CH	20.7	20.9	17.4	4.1	6289.8	1789	25.7	12.6	-12.3
	SMITHFIELD FOODS	US	12.2	8.5	10.6	1.1	3370.2	11203	-3.8	-0.9	7.7
	SANDERSON FARM	US	6.5	27.7	10.6	1.3	865.4	1790	21.0	4.6	-3.7
乳业	NESTLE	SZ	20.3	16.3	15.3	4.3	186869	92901	20.9	10.4	-1.1
	UNILEVER	NE	15.6	15.4	14.1	4.9	92203	55531	30.6	8.5	-0.8
	KRAFT FOODS	US	15.6	15.5	13.5	1.6	54919	40386	12.5	7.5	-2.4
	DANONE	FR	21.2	16.8	15.0	2.0	39473	20892	12.4	9.1	0.0
	SAPUTO	CA	19.1	18.1	16.7	3.9	8505	5341	19.1	6.6	-0.6
	PARMALAT	IT	8.2	19.5	19.2	1.1	4823	5529	17.2	13.1	-0.1
	YAKULT HONSHA	JN	28.7	29.8	25.5	1.9	5234	3135	6.2	4.6	-2.1
	DEAN FOODS	US	10.2	12.5	12.7	1.2	1815	11158	25.2	2.2	-30.7
	蒙牛乳业	HK	27.4	22.3	17.5	3.2	4422	3763	17.1	4.3	0.7
	伊利股份	CH	41.5	35.9	26.6	7.0	4268	3545	20.8	2.7	2.4
	光明乳业	CH	77.1	53.8	43.3	4.8	1627	1159	6.0	1.5	-5.4
	雅士利国际	HK	12.8	16.1	13.0	2.3	376	379	N/A	15.6	-6.3
	圣元国际	US	N/A	N/A	103.7	7.3	743	292	-38.1	-8.4	15.3
	飞鹤国际	US	N/A	N/A	15.5	1.3	231	271	14.1	7.2	-18.0
澳优乳业	HK	N/A	16.3	13.1	N/A	1270	91	30.7	29.2	-15.8	
其他	GENERAL MILLS IN	US	14.9	14.7	13.5	4.1	23099	14797	28.9	10.3	-2.5

名称	国别	滚动 PE	PE10	PE11	PB	市值	营收	ROE	利润率 %	月市值 变动%
KELLOGG	US	15.9	15.6	14.9	9.7	18963	12575	65.2	9.6	0.4
HJ HEINZ	US	16.5	15.8	14.5	6.5	15652	10495	55.6	8.2	-0.9
康师傅控股	CH	33.0	33.6	28.3	8.8	15019	5081	28.7	7.5	-10.1
旺旺控股	HK	32.0	29.5	23.1	11.8	11284	1711	32.6	18.3	-14.0
统一食品	CH	18.8	21.8	17.7	2.1	2014	1333	11.6	7.7	-21.4
中国食品	HK	31.3	28.1	21.5	2.5	1796	2170	10.7	3.4	-17.9
安琪酵母	CH	43.7	37.1	29.0	9.0	1866	245	22.1	12.6	15.2
三全食品	CH	62.8	53.3	41.9	6.4	934	210	9.9	6.2	-6.6
思念食品	CH	11.2	11.2	9.5	0.5	256	274	5.8	9.1	-6.4

资料来源：BLOOMBERG，注：分类别按市值降序排列；市值、主营收入的单位统一为百万美元；主营收入、利润率、ROE 数据统一为最近财政年度数据；PE、PB 数据按 1 月 13 日价格计算

附一、2010 年 1-11 月份行业产量价格数据

注：国家统计局 10 年 1-10 月份食品饮料行业产量数据请参阅《食品饮料业 2011 年度投资策略-高端品承压 大众品崛起》2010/12/8。

白酒产量维持快速增长，四川、江苏、湖南迅猛，贵州、山西增速下降。1-11 月全国白酒累计增速为 26.9%。川酒维持高速，累计增长 45.9%，江苏继续加速至 67.1%；贵州由于 11 月产量拖累致使累计增速回落至 20.7%，山西累计增速继续降低至-16.4%，安徽累计增速加快至 18.1%，湖南累计增速 51.6%。

葡萄酒产量 1-11 月累计同比 13.88%，增速环比有所下降。山东累计增速 6%；天津累计增速 26.6%；新疆葡萄酒产量基数小，累计增速继续飙升为 203.2%；河北增速继续降低到-10.4%。

冬季为黄酒生产旺季，11 月增速较 10 月有所下降。全国黄酒业 1-11 月累计增速 10.3%；浙江累计增速提高至 10.3%；上海虽仍为负增长-1.4%，但较 1-10 月已有改善。

啤酒 1-11 月累计增速 6.53%，单月增长 6.42%。燕京优势区域，广西增速 9.8%，北京增速继续提高，累计 2.3%、单月 34.6%，福建累计增速改善为-1.6%、单月-0.3%。青啤优势地区，山东累计增速 10.5%，广东增速 11.5%，陕西累计增速 4.4%。

软饮料产量稳定增长。1-11 月全国累计增速为 17.3%，其中果蔬汁增速 28.8%，瓶装水增速提升到 20.5%，精制茶 21.5%，碳酸饮料累计增速降低到-1.1%。

乳业全国产量继续小幅稳步增长，黑龙江、上海贡献明显，内蒙当月负增长。1-11 月份全国乳制品累计增速 10.6%，液态奶累计增速 10.1%。内蒙古 1-11 月乳制品和液态奶累计增速继续降低为-9.1%和-11.5%；黑龙江乳制品和液态奶累计增速继续改善为 2.6%和 1.8%；上海乳制品和液态奶累计增速为 4.4%和 5.8%。

鲜冷藏冻肉产量迅猛增长势头略有回落，但仍保持高位。1-11 月全国累计增速为 31.2%，其中山东增速 43.0%，四川增速 13.5%，河南增速 26.5%。全国冷鲜肉和冻肉 1-10 月累计增速分别为 26.1%和 29.3%。

速冻米面食品增速回落。1-11 月全国累计增速为 20.7%、当月为负增长-6.0%，其中河南累计增速 18.8%、当月-11.6%。

表 14: 各子行业 2010 年 1-11 月产量

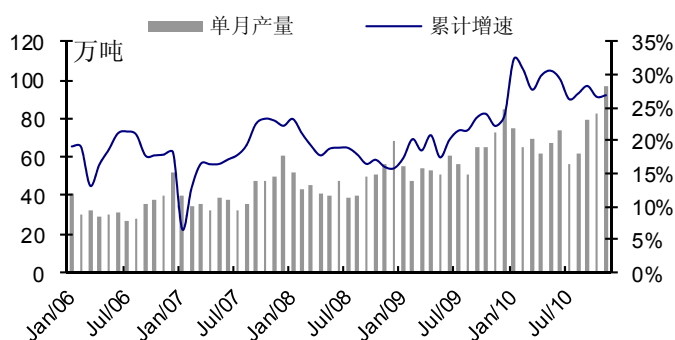
白酒			葡萄酒			黄酒		
	产量	增速		产量	增速		产量	增速
全国	791.6	26.87%	全国	96.1	13.88%	全国	116.8	10.32%
四川	200.2	45.88%	山东省	33.7	5.95%	上海	10.3	-1.36%
贵州	14.5	20.70%	天津市	5.3	26.60%	浙江	64.0	10.55%
			新疆区	3.2	203.23%			
乳制品			液态奶			啤酒		
	产量	增速		产量	增速		产量	增速
全国	1954.0	10.55%	全国	1670.1	-13.66%	全国	4239.9	6.53%
内蒙古	317.5	-9.11%	内蒙古	284.5	-11.54%	北京	157.0	2.32%
黑龙江	163.3	2.56%	黑龙江	103.7	1.83%	广西	132.4	11.30%
上海市	38.8	4.44%	上海市	35.1	5.83%	福建	179.4	-1.55%
鲜冷藏冻肉			速冻米面食品			山东	404.2	17.3%
	产量	增速		产量	增速	广东	374.1	11.51%
全国	2245.3	31.23%	全国	265.4	20.69%	陕西	90.7	4.35%
山东	545.3	43.01%	河南	196.6	18.76%			
四川	352.2	13.53%						
河南	234.0	26.48%						

单位: 万吨

资料来源: 国家统计局, 注: 乳业中伊利、蒙牛看内蒙古、黑龙江, 光明乳业看上海; 白酒中五粮液、泸州老窖看四川, 贵州茅台与贵州省产量增速差异大, 实际上贵州产量的降低更有利于茅台; 啤酒中青岛啤酒看山东、广东、陕西, 燕京啤酒看北京、广西、福建; 葡萄酒中张裕看山东, 王朝看天津, 新天国际看新疆。不过产量数据对于大众品(啤酒、乳业、肉类)行业更重要, 对于高端品(白酒、红酒、黄酒)意义不大, 仅作参考。

蒸馏酒

白酒产量

图 3: 全国白酒产量


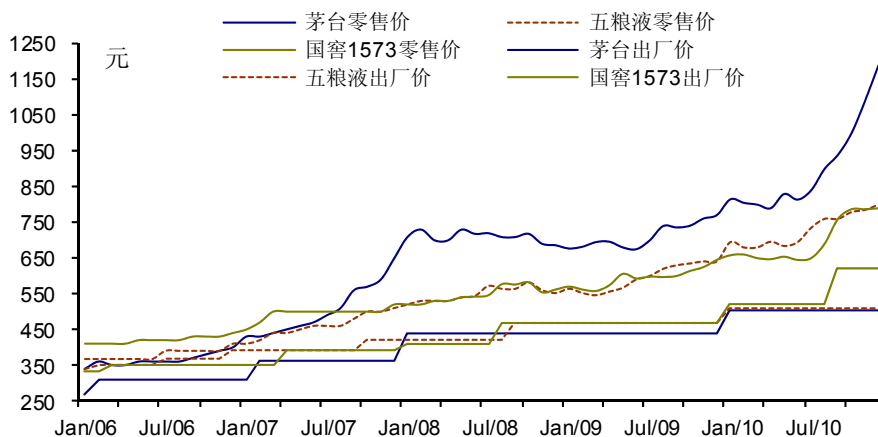
资料来源: 国家统计局

白酒价格

高端白酒 7 月以来涨幅显著。

价格图解读方式主要有横纵两方面：

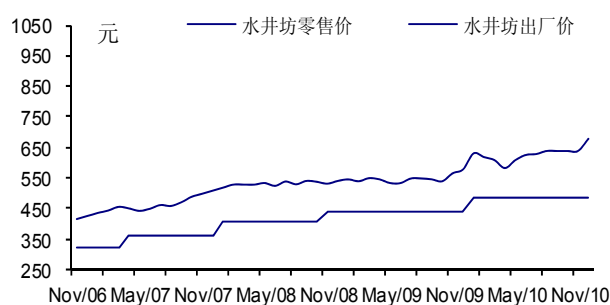
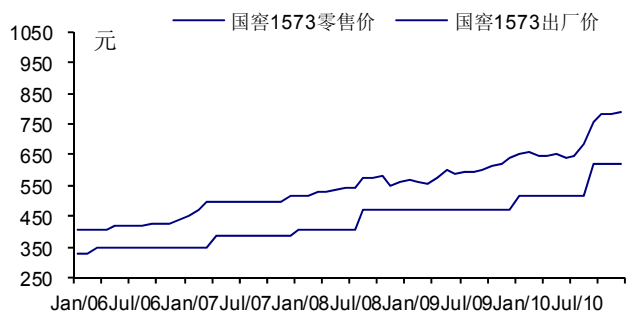
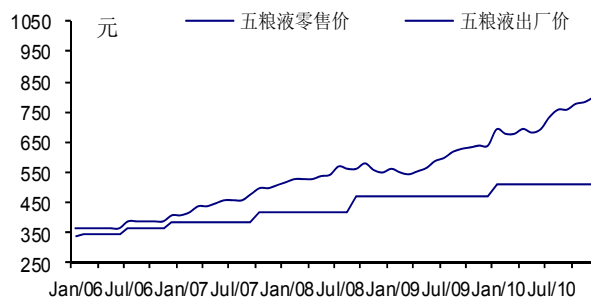
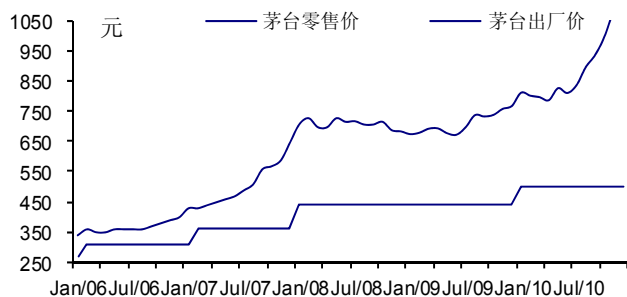
图 4：茅台酒、五粮液、国窖 1573 零售价格与出厂价格比较总图（2010 年 12 月）



资料来源：招商证券研究，注：贵州茅台于 2011 年元旦普通酒提价 120 元到 619 元。

纵比：同一品种零售价格与出厂价格相对照。一可观察其价差情况，把握公司的提价空间，二可观察二者涨跌变化谁先谁后，是出厂价格提高来推动零售价格上涨，还是零售价格先行上涨腾出出厂价格上调的空间；

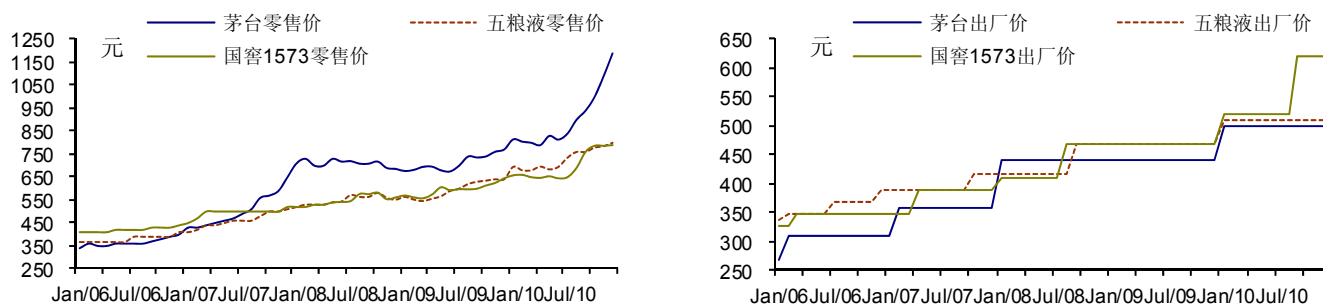
图 5：茅台酒、五粮液、国窖 1573、水井坊零售价格与出厂价格比较细图一



资料来源：招商证券研究

横比：三酒品零售价格横向比较、出厂价格横向比较。零售价格反映市场供求关系，零售价格高低（配合上销量）能反映各酒种的品牌竞争力。出厂价格是团购客户能拿到的价格。

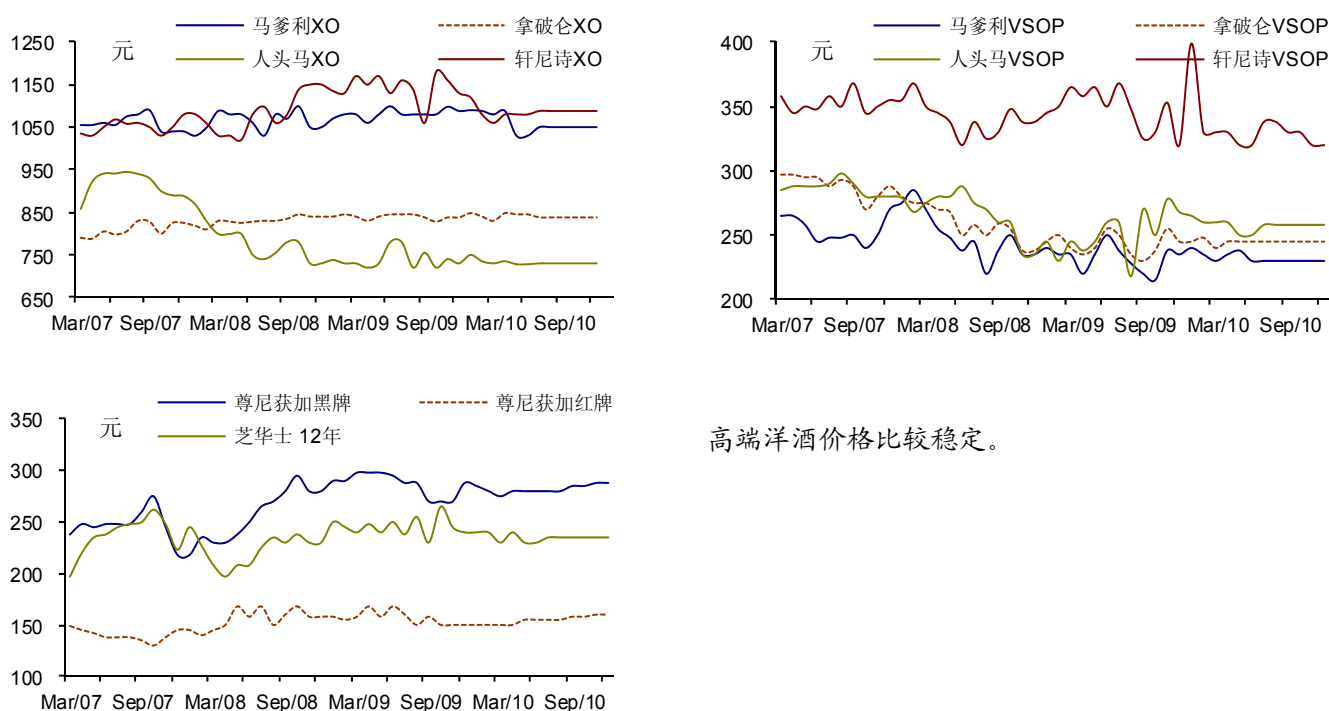
图 6：茅台酒、五粮液、国窖 1573 零售价格与出厂价格比较细图二



资料来源：招商证券研究

洋酒价格

图 7：广东地区洋酒价格（截至 2010 年 12 月）

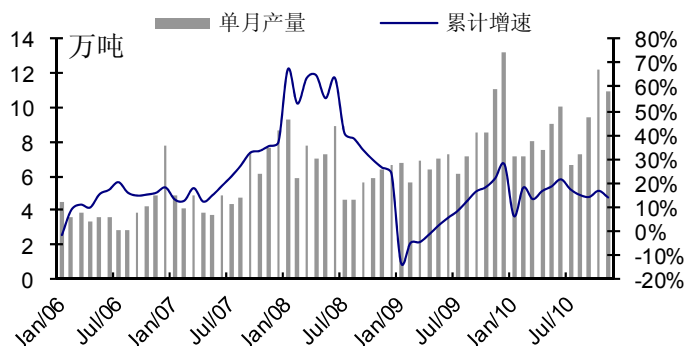


高端洋酒价格比较稳定。

资料来源：招商证券研究，注：数据是下月 1 日统计

葡萄酒

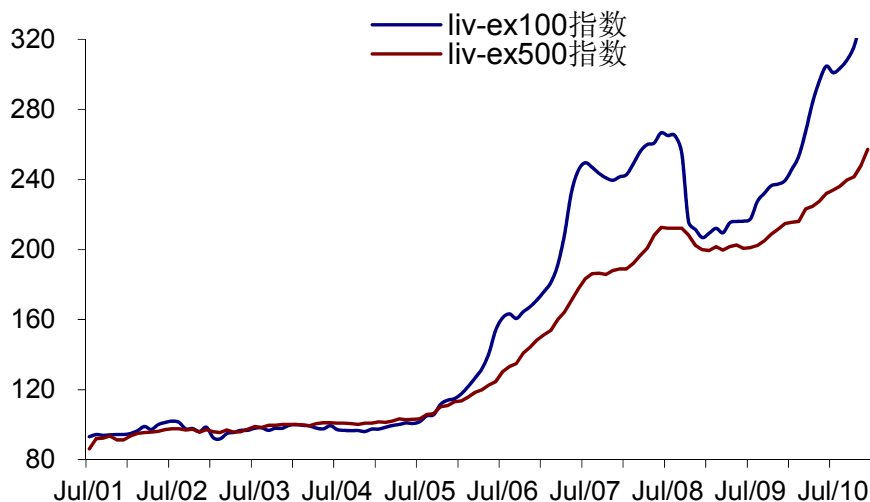
图 8: 全国葡萄酒产量



资料来源：国家统计局

海外高端葡萄酒价格指数 12 月份继续上行。Liv-ex 葡萄酒价格指数是葡萄酒收藏界最重要的指数，以法国波尔多产区葡萄酒为主要成分。该指数 09 年后起快速上升。Liv-ex100 指数 12 月份环比上升 2.2%，同比上升 40.5%。Liv-ex500 同比上升 19.7%。

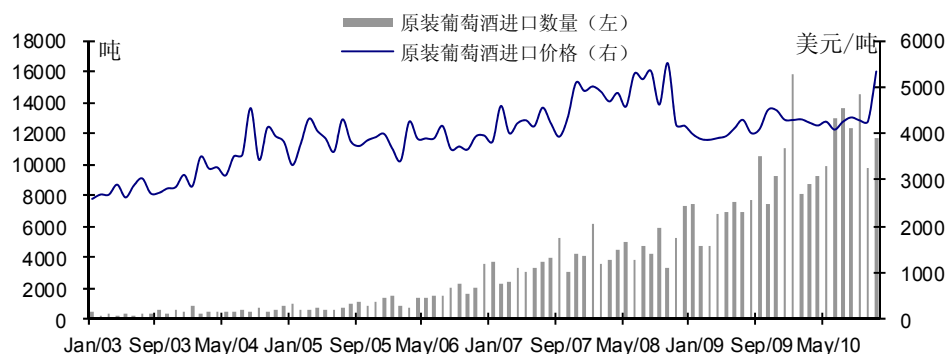
图 9: 葡萄酒价格指数走势（截止 2010 年 12 月，以 2004 年 1 月为 100）



资料来源：http://www.liv-ex.com/pages/static_page.jsp?pagelid=100

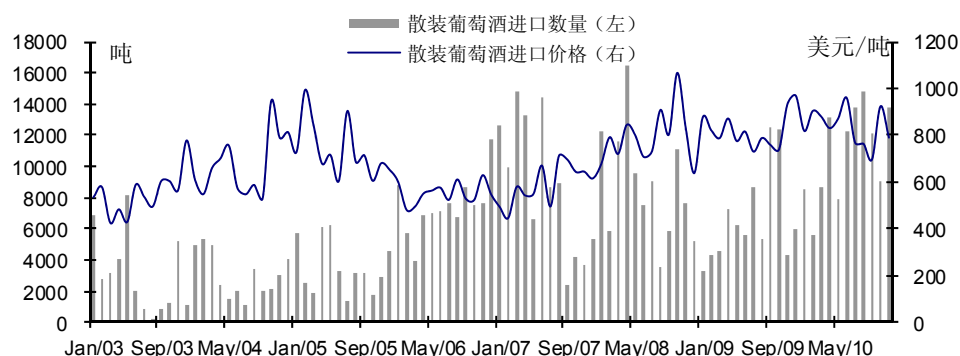
葡萄酒进口量持续增长。11 月进口原装葡萄酒价格同比大幅上涨 18%，数量同比增幅 26%。1-11 月进口原装葡萄酒量同比增长 58.2%，价格同比上升 5.5%，进口散装葡萄酒量价格同比跌 15%，数量大幅暴涨 223%，累计同比数量增加 60.9%，价格同比上升 4.4%。

图 10: 我国进口原装葡萄酒量价情况 (截止 2010 年 11 月)



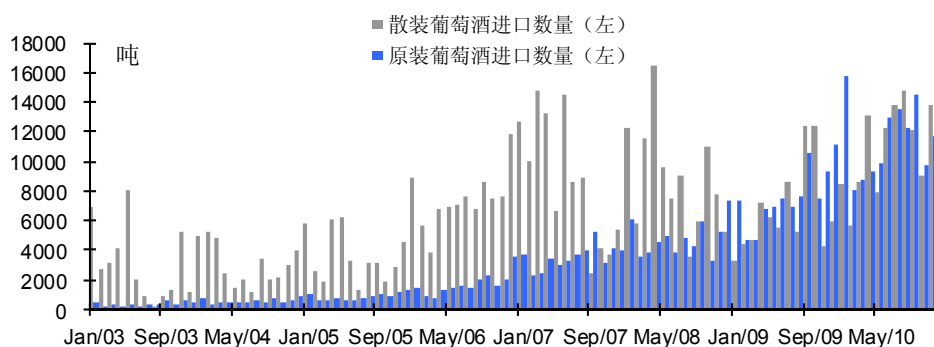
资料来源: 国家海关总署

图 11: 我国进口散装葡萄酒量价情况 (截止 2010 年 11 月)



资料来源: 国家海关总署

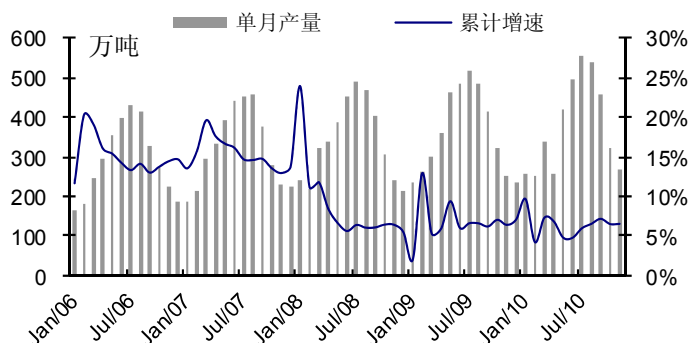
图 12: 我国进口原装散装葡萄酒量对比 (截止 2010 年 11 月)



资料来源: 国家海关总署

啤酒

图 13: 全国啤酒产量



资料来源：国家统计局

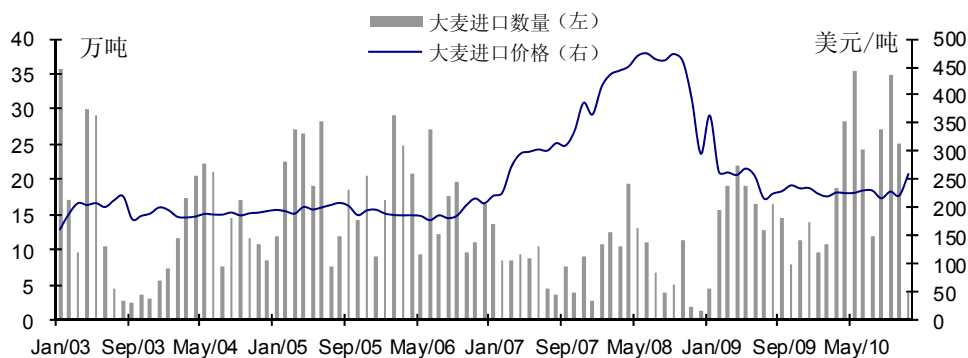
图 14: 加拿大温尼伯交易所大麦期货价格



资料来源：BLOOMBERG，招商证券

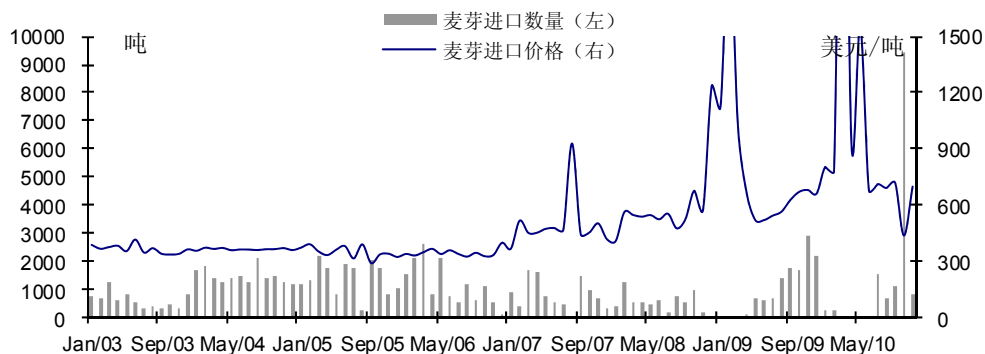
11 月份进口大麦量同比下降 66%，价格大幅上涨，这与我们之前的判断相同，由于进口大麦需要 2~3 个月的船运期，世界大麦价格的上涨到现在才体现在数据中，大麦进口量的下降应该源于价格的上涨。1-11 月我国大麦进口量累计增速 43.9%，进口价格下跌 10.1%。11 月份大麦进口价格 259.65 美元/吨。11 月份麦芽进口量降至 817 吨，10 月份的天量没有持续。加拿大期货价格持续提升。

图 15: 我国进口大麦量价（截止 2010 年 11 月）



资料来源：国家海关总署

图 16: 我国进口麦芽量价 (截止 2010 年 11 月)

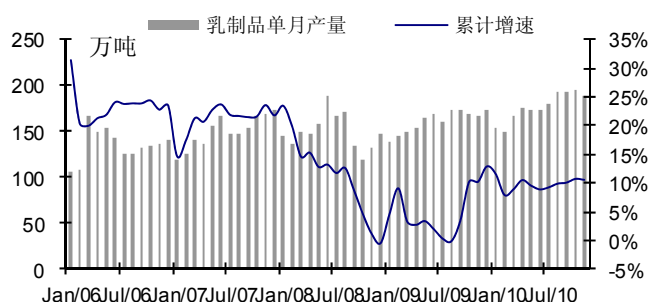


资料来源: 国家海关总署

乳业

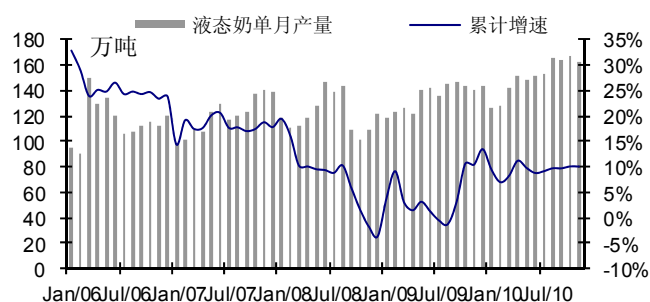
产量

图 17: 全国乳制品产量



资料来源: 国家统计局

图 18: 全国液态奶产量



资料来源: 国家统计局

原奶价格继续攀升，乳企成本压力较大。国内原奶价格自 2009 年 9 月起一路上涨，12 月底十省主产区奶农出场价格达到 3.13 元，企业收购价基本涨至 3.4 元以上，行业成本压力显著。环太平洋乳品交易价格也微涨。

图19: 我国内蒙古原奶周价格 (截至2010.12)

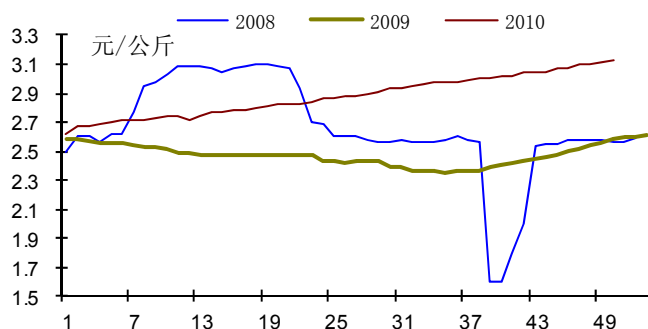
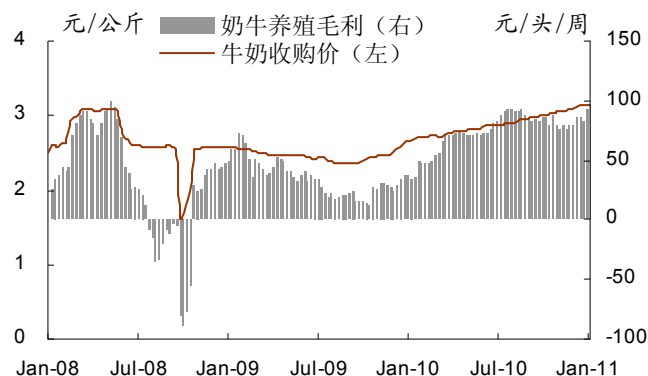
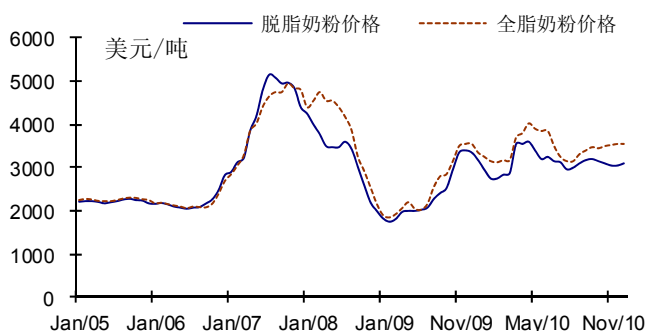


图20: 我国内蒙古奶牛养殖毛利 (截至2011.01)



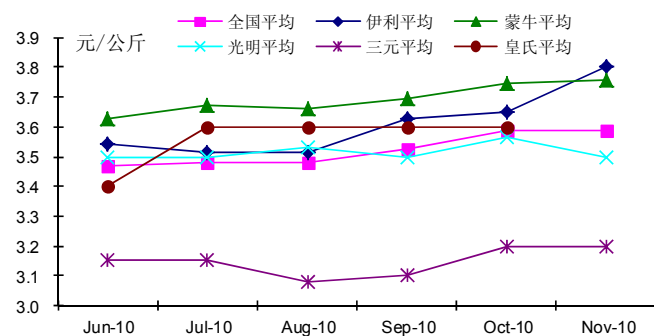
资料来源: 农业部、招商证券

图21: 环太平洋地区乳品交易价格趋势 (截至2010.11)



资料来源: USDA

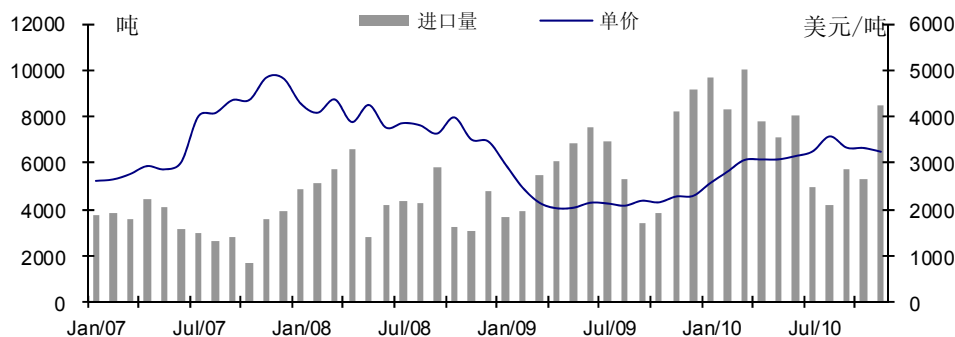
图22: 企业牛场收奶价格走势 (截至2010.11)



资料来源: 奶业协会, 价格为牛场结算价, 略高于企业平均价

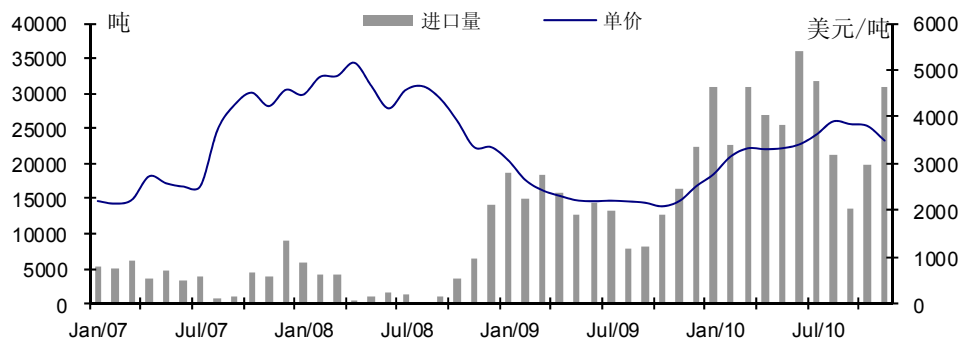
进口奶粉价格环比微跌。1-11月进口脱脂奶粉量同比增长30%, 单月价格同比涨42%。全脂奶粉累计进口增长89%, 单月价格增速59%。脱脂奶粉和全脂奶粉11月吨价环比微跌至3243美元、3492美元。

图23: 我国进口脱脂奶粉量价情况 (截止2010年11月)



资料来源: 国家海关总署

图 24: 我国进口全脂奶粉量价情况 (截止 2010 年 11 月)



资料来源: 国家海关总署

肉类行业

图 25: 全国鲜冷藏冻肉产量

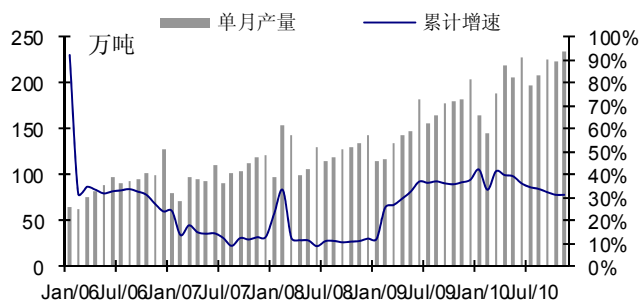


图 26: 山东鲜冷藏冻肉产量

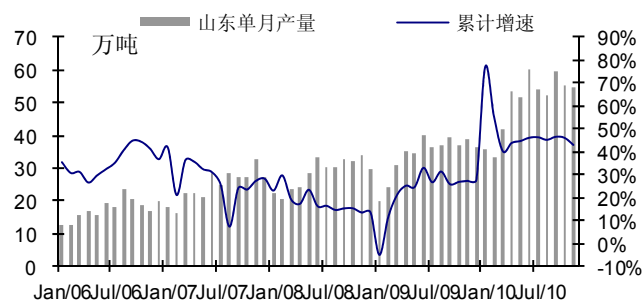


图 27: 四川鲜冷藏冻肉产量

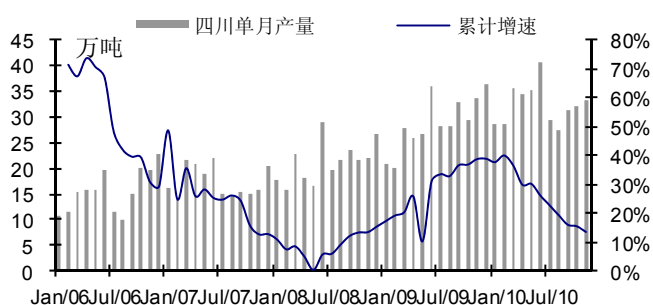
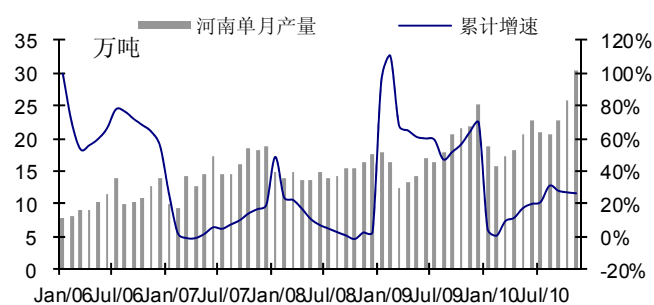
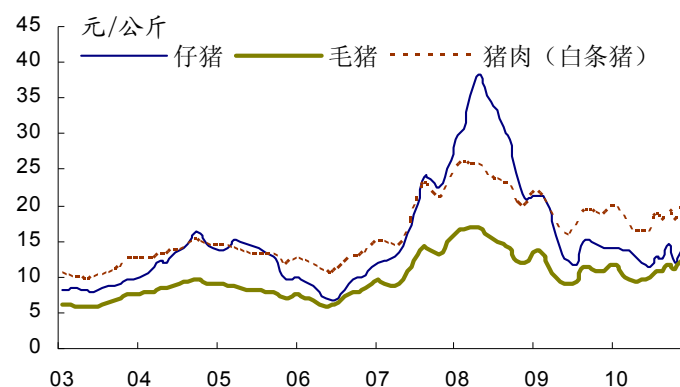


图 28: 河南鲜冷藏冻肉产量



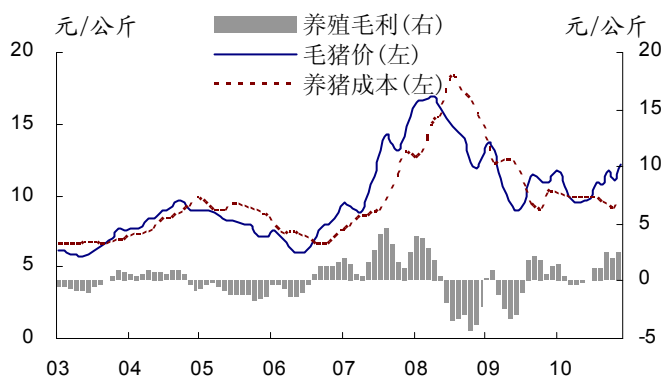
资料来源: 国家统计局, 注: 08 年增速是统计局直接公布值, 09 年起产量增速值是冷鲜藏肉和冻肉量追溯加总后的比值

图 29: 全国仔猪、活猪、猪肉价格走势 (截至 2010.10)



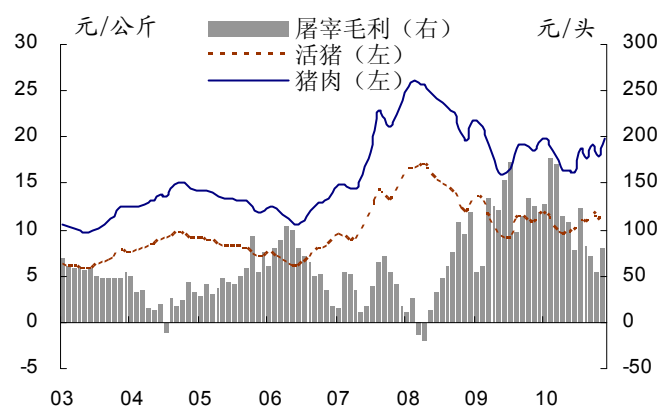
资料来源: 农业部

图 30: 全国生猪养殖业毛利变化



资料来源: 农业部、招商证券研发中心

图 31: 全国生猪屠宰业毛利变化

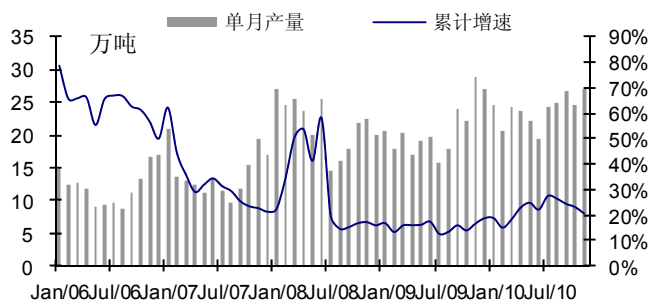


注: 我们弃用业内广泛使用的猪粮比数据

速冻米面食品和酵母制品

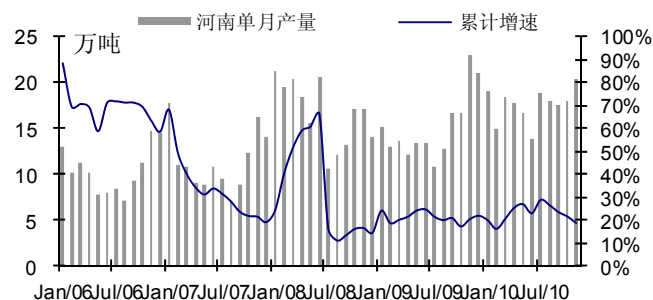
速冻米面食品产量 1-11 月增速 20.7%，酵母出口地区结构继续调整。全国活性酵母出口在 11 月份累计增速降至 17.6%，安琪酵母的布局策略为宜昌总部强化深加工产品开发，出口基地重点移到新疆和广西，11 月份新疆出口收入累计增速提高至 16.6%，广西出口保持增长。从糖蜜期货价格趋稳，基本在 1100 元~1200 元，近期安琪的酵母业务已提价 5%。

图32: 全国速冻米面食品产量



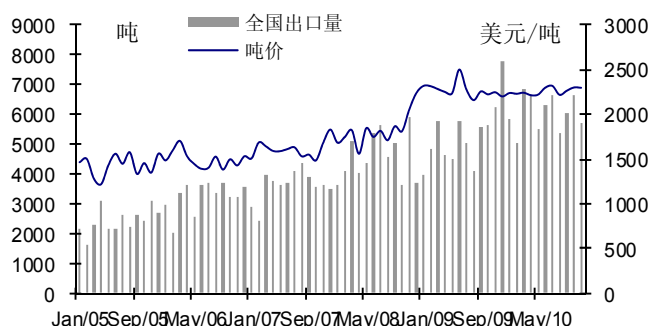
资料来源: 国家统计局

图33: 河南速冻米面食品产量



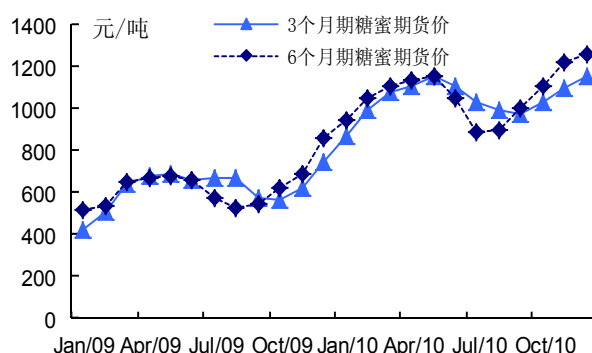
资料来源: 国家统计局

图34: 全国活性酵母出口量价



资料来源: 国家海关总署

图35: 广西糖蜜3个月期和6个月期货价格走势



资料来源: 南宁商品交易所

附二、2010 年 1-11 月份行业收入、利润数据

注: 国家统计局 1-8 月份食品饮料行业收入利润数据请参阅《食品饮料业 2011 年度投资策略-高端品承压 大众品崛起》2010/12/8。

白酒、肉类加工、速冻食品, 利润同比增速保持在 40%以上, 葡萄酒、黄酒和啤酒稳定增长为 20%以上, 乳业利润同比增长率大幅提高, 由负转正, 从-1.02%提高到 10.22%。

表 15: 食品饮料主要子行业 2010 年 1-11 月份经济指标

单位: 百万元, %	白酒	葡萄酒	黄酒	啤酒	乳业	肉类加工	其中: 肉制品	速冻食品
销售收入	242162	28583	8962	122382	172585	677055	288691	30162
销售收入增长率	31.01%	26.97%	21.37%	10.32%	18.32%	31.29%	29.76%	30.60%
利润总额	31861	3327	795	9531	8901	30419	15027	1597
利润总额增长率	34.05%	21.10%	29.10%	26.90%	10.22%	45.36%	41.75%	56.57%
主营业务利润率	25.25%	27.07%	24.25%	24.10%	20.99%	10.50%	10.45%	16.08%
同比变动 (+/-)	-1.85%	0.42%	0.20%	0.73%	-1.68%	2.15%	2.22%	-0.42%
营销费用/销售收入	8.17%	9.38%	6.34%	9.98%	12.82%	1.93%	2.34%	5.09%
同比变动 (+/-)	0.23%	3.43%	-0.49%	0.46%	-0.51%	-0.05%	-0.14%	-1.04%
管理费用/销售收入	5.07%	3.66%	2.05%	5.59%	3.11%	1.82%	2.02%	3.45%

敬请阅读末页的重要说明

同比变动 (+/-)	-0.29%	0.00%	-4.36%	-0.36%	-0.16%	-0.02%	0.00%	-0.65%
销售利润率	13.16%	11.64%	8.87%	7.79%	5.16%	4.49%	5.21%	5.29%
同比变动 (+/-)	0.52%	-0.85%	0.50%	1.39%	-0.50%	0.51%	0.65%	0.81%

资料来源：国家统计局，注：乳业与肉类统计数据的指导意义不如酒类强。

表 16：主要省份 2010 年 1-11 月份行业经营情况

单位：百万元	销售收入	销售收入增长率	毛利率	利润总额	利润总额增长率	销售利润率
白酒						
四川省	93918	32.01%	18.95%	11879	34.80%	12.65%
贵州省	14278	17.73%	66.93%	7270	11.59%	50.92%
山东省	22439	23.70%	15.46%	1387	24.96%	6.18%
山西省	5972	46.14%	30.38%	1184	62.92%	19.83%
江苏省	14780	41.47%	39.04%	2801	61.86%	18.95%
安徽省	11323	22.42%	30.62%	1464	76.22%	12.93%
葡萄酒						
山东省	18649	28.22%	28.87%	2549	24.95%	13.67%
天津市	852	-23.27%	20.62%	106	-37.63%	12.45%
新疆区	567	80.80%	21.34%	-82	13.11%	-14.54%
黄酒						
上海市	761	1.97%	36.72%	121	7.42%	15.85%
浙江省	3542	14.60%	24.66%	279	52.01%	7.88%
啤酒						
山东省	22914	13.03%	20.40%	1917	10.38%	8.37%
广东省	9535	3.32%	25.32%	804	77.47%	8.43%
陕西省	3294	6.66%	18.41%	343	27.52%	10.42%
北京市	4808	0.89%	21.93%	567	52.85%	11.80%
福建省	4349	2.38%	33.89%	506	27.03%	11.63%
广西区	3761	10.24%	27.24%	590	24.48%	15.68%
乳业						
内蒙古	30834	9.14%	19.96%	1019	24.13%	3.31%
黑龙江	28432	25.79%	22.91%	1962	15.84%	6.90%
上海市	10840	16.48%	44.40%	1296	30.32%	11.96%
肉类加工						
山东省	173461	27.46%	8.61%	7981	32.52%	4.60%
河南省	96183	34.32%	11.15%	7831	40.79%	8.14%
其中：肉制品						
山东省	77756	28.31%	7.66%	3337	22.43%	4.29%
河南省	58831	30.04%	10.15%	4424	37.54%	7.52%
速冻食品						
河南	11879	23.85%	14.57%	828	30.28%	6.97%
山东	2021	40.19%	17.35%	115	127.29%	5.70%

资料来源：国家统计局，注：白酒中五粮液、泸州老窖看四川，贵州茅台看贵州；啤酒中青岛啤酒看山东、广东、陕西，燕京啤酒看北京、广西、福建；葡萄酒中张裕看山东，王朝看天津，ST 中葡看新疆；金枫酒业看黄酒上海，古越龙山看黄酒浙江，三全食品看速冻食品河南。

附三、企业分属地销售产值数据，仅供参考

注：1-10 月企业分属地数据请参阅《食品饮料业 2010 年度投资策略－高端品承压 大众品崛起》2010/12/8。

工业销售产值增速

产品销售收入与工业销售产值的联系与区别：销售收入核算的对象、价格、方法与工业销售产值（现行价）一致，区别在于核算范围的不同，1) 销售收入一般以是否完成销售即收到货款为依据，包括上期销售在本期收到的货款，不包括本期已销售但未收到的货款，因此遵循的是以产品的实现为计算原则；而工业销售产值反映的是企业的实物运动，以所有权是否转移为原则，因此不论是否收到货款，都按本期实际销售量计算。2) 工业销售产值既包括对外销售的产品和劳务，也包括向本企业内非物质生产部门提供的产品和劳务；而产品销售收入不包括向本企业内非物质生产部门提供的产品和劳务。

表 17：部分集团公司销售产值“累计增速”

	Jun-10	Jul-10	Aug-10	Sep-10	Oct-10	Nov-10
白酒	36.48%	35.18%	34.09%	33.40%	34.28%	33.81%
贵州茅台	26.41%	22.70%	22.28%	20.32%	20.78%	24.45%
山西汾酒	53.90%	44.89%	48.94%	41.48%	42.50%	42.10%
伊力特	21.38%	22.40%	20.97%	20.73%	21.36%	21.96%
西凤酒	46.37%	53.88%	44.76%	50.34%	49.82%	50.10%
老白干	17.89%	16.15%	8.71%	11.15%	5.14%	8.66%
葡萄酒	28.09%	26.80%	24.45%	23.88%	25.92%	25.24%
张裕	44.42%	42.13%	36.46%	31.87%	30.25%	27.47%
王朝	-37.74%	-14.62%	-15.20%	-21.08%	-21.36%	-16.89%
ST 中葡	-51.34%	-48.21%	-34.55%	4.14%	27.81%	75.76%
通葡股份	-25.49%	-25.46%	-19.92%	-19.74%	-17.76%	-11.47%
沙城长城	-14.93%	-15.89%	-21.36%	-27.20%	-27.90%	-29.96%
烟台长城	41.67%	38.51%	36.55%	37.26%	36.55%	36.52%
烟台威龙	-9.22%	-12.09%	-14.56%	3.32%	1.71%	1.88%
啤酒	8.60%	9.32%	11.28%	11.38%	11.36%	11.25%
青啤山东	21.77%	20.48%	20.48%	19.66%	19.54%	19.95%
燕京北京	-7.29%	-3.92%	-0.09%	0.40%	0.72%	1.81%
珠江广东	-6.95%	-5.22%	-4.17%	-4.53%	-2.93%	-2.19%
雪津福建	0.15%	1.59%	3.57%	5.20%	7.01%	8.57%
燕京漓泉	19.97%	21.08%	21.12%	19.61%	18.31%	18.69%
燕京惠泉	-20.13%	-16.66%	-14.29%	-17.39%	-17.83%	-18.22%
重啤重庆	2.28%	2.79%	6.10%	5.25%	5.74%	6.72%
华润沈阳	4.15%	11.43%	5.89%	4.20%	7.15%	10.83%
啤酒花	2.43%	9.47%	15.87%	19.42%	18.70%	21.86%
西藏发展	-0.03%	1.88%	-0.53%	-2.38%	-1.85%	-2.02%
乳业	17.39%	17.97%	18.79%	19.29%	19.42%	19.22%
光明（母）	18.96%	17.44%	17.05%	16.33%	16.51%	17.14%
完达山	10.88%	7.18%	2.14%	10.90%	8.34%	15.95%
肉制品	28.29%	28.86%	28.68%	29.10%	29.37%	29.76%
双汇发展	14.73%	16.61%	15.25%	15.27%	14.06%	14.16%

	Jun-10	Jul-10	Aug-10	Sep-10	Oct-10	Nov-10
调味品	30.35%	29.82%	29.98%	30.97%	30.90%	31.26%
恒顺醋业	26.10%	27.67%	26.57%	25.05%	23.64%	24.67%
软饮料	20.48%	20.19%	21.02%	21.73%	22.10%	23.69%
承德露露	87.54%	57.61%	48.91%	51.33%	52.45%	55.16%

资料来源：招商证券研究、行业协会

表 18：部分集团公司销售产值“单月增速”

	Jun-10	Jul-10	Aug-10	Sep-10	Oct-10	Nov-10
白酒	31.43%	27.19%	25.65%	28.98%	40.22%	31.13%
贵州茅台	-11.26%	5.15%	19.96%	8.27%	30.60%	80.07%
山西汾酒	15.96%	-9.62%	77.23%	-1.34%	52.09%	36.47%
伊力特	21.92%	32.97%	7.69%	14.96%	25.35%	27.09%
西凤酒	0.61%	103.21%	3.26%	115.82%	45.14%	52.58%
老白干	-8.42%	-3.02%	-42.39%	19.32%	-25.24%	49.63%
葡萄酒	23.03%	21.20%	9.52%	18.51%	41.23%	18.66%
张裕	-30.21%	28.74%	3.87%	1.55%	16.42%	8.68%
王朝	9.82%	658.96%	-23.29%	-56.74%	-24.99%	16.12%
ST 中葡	-41.01%	-29.32%	43.40%	304.92%	209.53%	1234.89%
通葡股份	-66.14%	-25.23%	121.84%	-18.82%	31.74%	117.42%
沙城长城	-46.00%	-23.94%	-56.35%	-57.17%	-35.39%	-50.49%
烟台长城	61.13%	20.31%	22.44%	42.82%	30.84%	36.17%
烟台威龙	-43.74%	-27.63%	-41.22%	181.53%	-21.68%	4.15%
啤酒	7.77%	13.19%	18.39%	11.98%	10.84%	7.81%
青啤山东	22.42%	14.87%	20.45%	13.74%	17.94%	27.15%
燕京北京	-5.55%	9.50%	21.01%	4.40%	5.28%	31.83%
珠江广东	-7.46%	4.54%	2.16%	-6.82%	12.42%	8.22%
雪津福建	-3.52%	7.99%	14.49%	15.80%	23.65%	28.80%
燕京漓泉	5.60%	25.67%	21.33%	10.80%	6.44%	24.23%
燕京惠泉	-21.96%	-1.45%	-1.58%	-30.77%	-23.50%	-26.90%
重啤重庆	10.60%	4.62%	21.19%	-0.07%	12.43%	27.53%
华润沈阳	1.45%	58.50%	-21.07%	-7.46%	43.44%	65.96%
啤酒花	8.39%	51.21%	11.27%	52.47%	10.95%	78.01%
西藏发展	-14.50%	-18.57%	-14.19%	-15.69%	3.44%	-3.66%
乳业	13.51%	20.98%	22.11%	22.68%	20.67%	21.39%
光明（母）	11.36%	10.35%	14.89%	11.93%	18.18%	24.49%
完达山	6.32%	-14.55%	-27.72%	37.35%	44.29%	85.73%
肉制品	23.34%	29.47%	26.02%	30.01%	29.86%	33.08%
双汇发展	8.09%	27.25%	7.65%	15.43%	0.00%	15.13%
调味品	27.85%	30.20%	35.57%	33.80%	23.10%	33.51%
恒顺醋业	4.17%	36.36%	19.05%	14.58%	12.90%	34.36%
软饮料	17.30%	17.96%	25.71%	26.47%	22.78%	34.43%
承德露露	440.92%	-47.12%	5.27%	63.36%	65.16%	108.71%

资料来源：招商证券研究、行业协会

参考报告:

1. 《燕京啤酒（000729）-发挥三模式，提价催化剂》2011/01/07
2. 《伊利股份（600887）-出让永煤股权增厚 2011 年投资收益》2010/12/31
3. 《安琪酵母（600298）-逐卷展开的宏伟版图》2010/12/25
4. 《汤臣倍健（300146）-高屋建瓴 快速复制》2010/12/22
5. 《贵州茅台（600519）-提价决策明智 提速众望所归》2010/12/16
6. 《双汇发展（000895）-方案微调，我们维持先前建议》2010/12/10
7. 《食品饮料业 2011 年度投资策略-高端品承压 大众品崛起（更新）》2010/12/8
8. 《青岛啤酒（600600）-大本营全面整固 估值优势已显著》2010/12/8
9. 《胜景山河（002525）-黄酒的差异化创新之路》2010/12/2
10. 《双汇发展（000895）交流会纪要 - 期待方案的进一步调整》2010/11/30
11. 《汤臣倍健（300146）-膳食营养补充剂领域的佼佼者》2010/11/29
12. 《双汇发展（000895）-资产注入方案出炉，目标 100 元》2010/11/29
13. 《金字火腿（002515）-立足高汤调料转型低盐即食的金华火腿公司》2010/11/19
14. 《安琪酵母（600298）-定增进入酶制剂等产业新领域，强烈推荐》2010/11/14
15. 《晨光生物（300138）-天然色素龙头踏上新征程》2010/11/11
16. 《佳隆股份（002495）-聚焦餐饮业、扁平化运营的鸡精鸡粉公司》2010/11/1
17. 《伊利股份（600887）-年报前后是增持好机会》2010/10/31
18. 《贵州茅台（600519）-实际表现优异 无须过分担忧》2010/10/31
19. 《糖酒会（2010 年秋季）见闻录之二-沱牌曲酒（600702）舍得上规模_经营出新招》2010/10/28
20. 《青岛啤酒（600600）-产能扩张及品牌提升成为核心战略》2010/10/20
21. 《糖酒会（2010 年秋季）见闻录之一-老白干酒（600559）区域聚焦_点状扩张》2010/10/20
22. 《食品饮料业 2010 年四季度投资策略 - 风格突变，投资归核》2010/10/20
23. 《泸州老窖（000568）-双品牌战略的调整与渠道扁平化》2010/10/19
24. 《水井坊（600799）-销售强劲恢复_运营更趋规范》2010/9/26
25. 《双塔食品（002481）-分享品牌化进程中的成长收益》2010/9/15
26. 《食品饮料业 2010 年 9 月月报 - 守正出奇》2010/9/2
27. 《双汇发展（000895）-上游业务值得期待》2010/8/30
28. 《伊利股份（600887）-二季度业绩超预期，上调评级》2010/8/30
29. 《洋河股份（002304）-提升双沟运营水平 夯实协调发展基础》2010/8/20
30. 《泸州老窖（000568）-调整转型基础年》2010/8/19
31. 《贵州茅台（600519）-良好基本面终将反映于股价》2010/8/12
32. 《五粮液（000858）-淡季销售较旺 注入效应释放》2010/8/11
33. 《珠江啤酒（002461）IPO 询价报告-江山多变幻 盛名焉可还》2010/7/29
34. 《安琪酵母（600298）-稳健前行 取胜长远》2010/7/25
35. 《食品饮料业 2010 年 7 月月报 - 中报业绩起底》2010/7/6
36. 《食品饮料业 2010 年中期投资策略 - 经济转型期，食品新阶段》2010/6/10
37. 《恒顺醋业（600305）-销售网络开始编织 战术战略尚需升级》2010/6/3

38. 《洋河股份（002304）-关注产业整合、产品结构及产能扩张》2010/5/31
39. 《贵州茅台（600519）-集团增持托底股价，税负降低不无可能》2010/5/31
40. 《山西汾酒（600809）-渠道下沉初试点，业绩释放有余力》2010/5/19
41. 《五粮液（000858）-短期业绩有待释放，长期改善需要耐心》2010/5/17
42. 《洋河股份（002304）-扩张产能，整合双沟，引领苏酒振兴》2010/5/11
43. 《贵州茅台（600519）-见面会未达预期，情绪泄始成真底》2010/4/30
44. 《ST 伊利（600887）-收入增长尚可，成本压力加大》2010/4/27
45. 《贵州茅台（600519）-消费税侵蚀利润，基本面相当稳健》2010/4/26
46. 《双汇发展（000895）-资产注入进行时，静待业绩增厚效应》2010/4/26
47. 《泸州老窖（000568）-柒泉模式发挥效用，年份特曲运筹帷幄》2010/4/23
48. 《山西汾酒（600809）-改革崛起关键之年》2010/4/21
49. 《安琪酵母（600298）-成长与价值兼备，长持与短投皆宜》2010/4/20
50. 《洋河股份（002304）-业绩高增彰显价值，收购双沟锦上添花》2010/4/20
51. 《食品饮料业 2010 年二季度投资策略-阳型企业阴型战术 阴型企业阳型战略》2010/4/15
52. 《糖酒会见闻录（2010 春季成都）之八-进口葡萄酒：西风东渐》2010/4/8
53. 《糖酒会见闻录（2010 春季成都）之七-张裕 A（000869）全国战略，分类营销》2010/4/7
54. 《糖酒会见闻录（2010 春季成都）之六-郎酒：群郎所过_所剩无几》2010/4/6
55. 《糖酒会见闻录（2010 春季成都）之五-山西汾酒（600809）新模式培训提升经销商业务能力》2010/4/5
56. 《贵州茅台（600519）-业绩跌眼镜，预收创新高》2010/4/2
57. 《酒鬼酒（000799）-人事地震，潜龙勿用》2010/4/2
58. 《糖酒会见闻录（2010 春季成都）之四-水井坊（600779）销售转型孕育发展》2010/4/1
59. 《糖酒会见闻录（2010 春季成都）之三-金种子酒（600199）终端制胜的典范》2010/3/30
60. 《黑牛食品（002387）-躬耕者，有其田》2010/3/29
61. 《糖酒会见闻录（2010 春季成都）之二-酒鬼酒（000799）招商引资过亿元》2010/3/29
62. 《糖酒会见闻录（2010 春季成都）之一-古井贡酒（000596）五年大发展，市值扩三倍》2010/3/22
63. 《安琪酵母（600298）-新年迎来开门红，利润提升手段多》2010/3/8
64. 《双汇发展（000895）-议案被否，公司宜给予合理对价》2010/3/8
65. 《水井坊(600779)-DIAGEO 控股尘埃落定》2010/3/2
66. 《洋河股份（002304）-未来增长仍看省外扩张与结构提升》2010/2/9
67. 《安琪酵母（600298）-年报是持续高成长的宣言》2010/2/8
68. 《食品饮料业 2010 年 2 月月报-布局一季报行情》2010/2/2
69. 《金枫酒业（600616）-开启石库门，笑迎天下客》2010/1/24
70. 《光明乳业（600597）-股权激励方案点评》2010/1/21
71. 《食品饮料业 2010 年 1 月月报-把握春节行情》2010/1/7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱卫华：清华大学经济学学士，中国科学技术大学管理学硕士，招商证券研发中心执行董事、消费品研究小组组长。

董广阳：华中农业大学食品专业学士、上海财经大学经济学硕士，现于招商证券从事食品饮料行业研究。

招商证券食品饮料研究团队以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，曾先后获得《新财富》最佳分析师食品饮料行业 2005、2006、2007 年度第一名、2008、2009 年度第二名、2010 年度第三名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。