

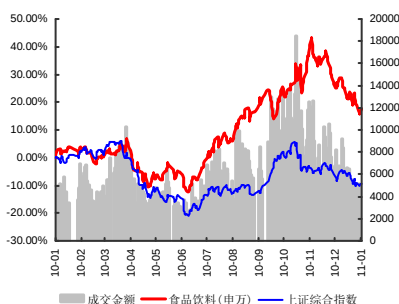
行业分析

食品饮料

2011 年 1 月 27 日

评级：中性

52 周走势



相关报告

报告作者

国联证券研究所食品饮料研究小组

组长：周纪庚

执业编号：S0590210100011

联系人

周纪庚

电话：021-38991500-895

Email: zhoujg@glsc.com.cn

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

产量数据符合预期，白酒依然是首选

——食品饮料 12 月产量数据分析

● 投资要点：

白酒产量增速创十年新高，产量向优势区域集中：白酒 1-12 月份累计产量 890.8 万千升，同比增长 26.8%，增速比去年同期上升 3 个百分点，创近十年新高；分地区来看，江苏、四川、安徽、辽宁等白酒产量优势区域，增速明显高于其他区域，白酒产量区域集中度在提升；中档白酒竞争加剧，行业整合将展开。

啤酒全年增长 6.3%，行业整合进入后期：啤酒 2010 年全年累计产量 4483 万千升，同比增长 6.3%，增速与 2009 年基本持平；随着去年河南市场前几大啤酒企业被兼并，啤酒行业的整合基本进入后期，未来啤酒企业将更多地关注内部整合，深化区域布局，提升盈利能力。

葡萄酒全年产量同比增长 12.4%，进口酒增速较快：葡萄酒 1-12 月份累计产量 108.9 万千升，同比增长 12.4%，增速比 09 年回落 15 个百分点；12 月份单月产量 12.8 万千升，同比上升 0.5%，增速比 09 年同期下降 72 个百分点；进口葡萄酒继续保持较快增速，全年同比增长 62.8%

黄酒产量全年增 10.9%，主产省份增速均低于行业：黄酒行业 1-12 月份累计产量 134.1 万千升，同比增长 10.93%，增速同比 2009 年下降 3 个百分点；四大主产区上海、江苏、浙江、安徽累计增速分别为-2.36%、1.35%、10.52%和 7.26%，均低于行业平均水平。

乳制品产量增速平稳，原奶价格上涨进入后期：2010 年产量 2159 万吨，同比增长 11.1%，增速同比下降 1.7 个百分点。12 月份原奶主产区收购价格环比继续上涨，达到 3.13 元/公斤，全年涨幅超过 20%。原奶价格上涨进入后期，乳制品企业的调价将逐步转化为毛利率的提升。

鲜、冷藏肉产量增长 24.7%，猪肉价格稳定：鲜、冷藏肉 1-12 月累计产量为 2116.76 万吨，同比增长 24.67%，增速较上年同期下滑 15 个百分点，较 1-11 月份下降 1.5 个百分点。9 月份生猪存栏量的大幅提升逐步向终端供应量转化，春节期间猪肉价格将保持稳定。

投资策略：目前行业的估值水平接近 10 年年中水平，但目前压制行业的因素除了对紧缩货币政策的担忧之外，主要在于 2010 年的业绩情况，行业 2010 年业绩出现超预期的可能性不大，市场存在进一步下探的空间，未来一个月维持“中性”评级，但我们认为可以参考指标股的业绩披露情况，可参考贵州茅台 2010 年静态市盈率 30 倍 PE 的标准。

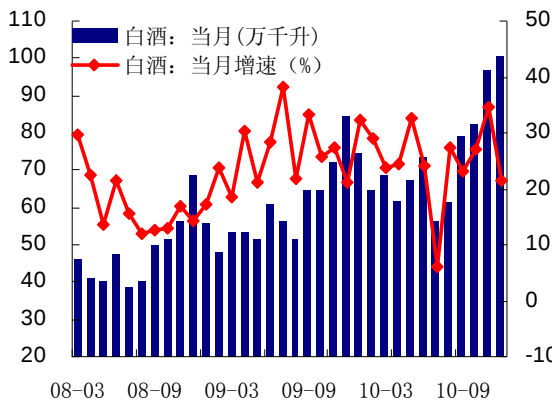
2010 年 1-12 月产量数据：白酒 1-12 月份累计产量 890.8 万千升，同比增长 26.8%，增速比去年同期上升 3 个百分点；啤酒 2010 年全年累计产量 4483 万千升，同比增长 6.3%，增速与 2009 年基本持平；葡萄酒 1-12 月份累计产量 108.9 万千升，同比增长 12.4%，增速比 09 年回落 15 个百分点；黄酒 1-12 月份累计产量 116.8 万千升，同比增长 10.32%，增速同比下降 3.2 个百分点；乳制品行业 2010 年产量 2159 万吨，同比增长 11.1%，增速较 2009 年下降 1.7 个百分点。

一、白酒产量全年增 26.8%，创近十年新高

全年产量增速创近十年新高：2010 年白酒行业全年产量 890.8 万千升，同比增长 27%，增速较上年提高 3 个百分点，符合我们前几个月报告中的预期，环比增速与上月持平。**单月产量再攀高峰，**12 月份白酒单月产量 101 万千升，同比增长 22%，增速环比下降 13 个百分点，单月产量继 11 月后再创新高。

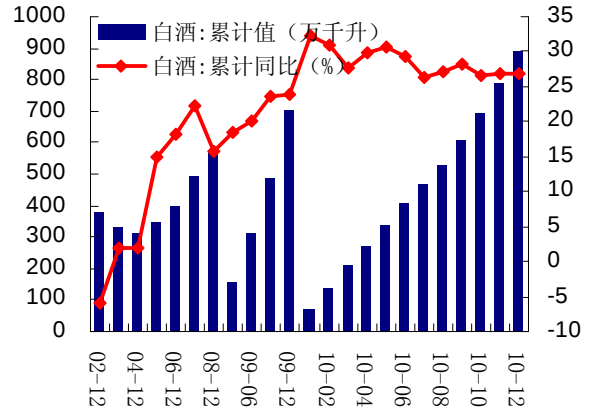
白酒行业 2010 年产量保持较高增速，除了经济快速增长、居民收入提升等宏观原因外，统计口径（一般只统计规模化生产企业）也是重要原因，原本属于散酒销售或者规模较小的酒企随着销售规模的扩张，被纳入到了统计范围内。而从产品分类来看，中低档酒产量较快，高档酒的提价以及居民的消费升级使得对中高檔白酒的需求增加，低档酒以价取胜，而中档产品未来竞争将更激烈，一旦行业需求增速下降，弱势企业将面临困境，行业整合将展开。

图表 1: 白酒单月产量及同比增速（万千升/%）



数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 2: 白酒累计产量及同比增速（万千升/%）



数据来源: WIND 国联证券研究所

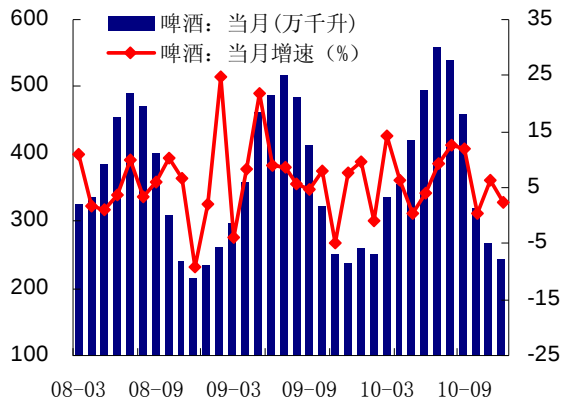
白酒产量向优势地区集中：从白酒分地区产量来看，主产区中江苏、四川、安徽、辽宁、吉林、河南都保持较快增长，产量增速超出全国水平，白酒行业区域集中度在提升。江苏地区 12 月单月同比增长 51%，2010 年累计产量 563874 千升，同比增长 65%，全年增速全国第一；四川地区 2010 年累计产量 229.8 万千升，同比增长 47%，12 月份产量达到 294835 千升，同比增长 56.33%；辽宁 2010 年白酒产量 642908 千升，同比增长 27.92%；吉林、安徽 2010 年白酒

产量分别达到 46 万千升和 48 万千升，同比增长 33.8%和 60%。

二、啤酒产量增速稳定，行业整合进入后期

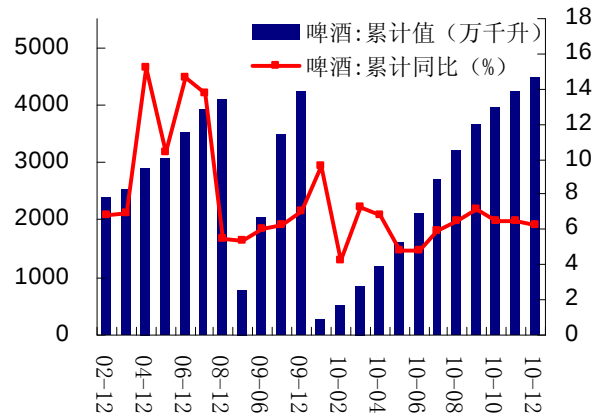
啤酒行业 2010 年全年累计产量 4483 万千升，同比增长 6.3%，符合我们此前的预期，增速与 2009 年基本持平，行业增速较为稳定。12 月份啤酒单月产量 242 万千升，同比增长 2.3%，增速环比下降 4.1 个百分点，增速比 2009 年同期下降 5.4 个百分点；对于啤酒行业的整合，随着去年河南市场前几大啤酒企业的被兼并，我们认为啤酒行业的整合基本进入后期，未来啤酒企业将更多地关注内部整合，深化区域布局，提升盈利能力。

图表 3: 啤酒单月产量及同比增速 (万千升/%)



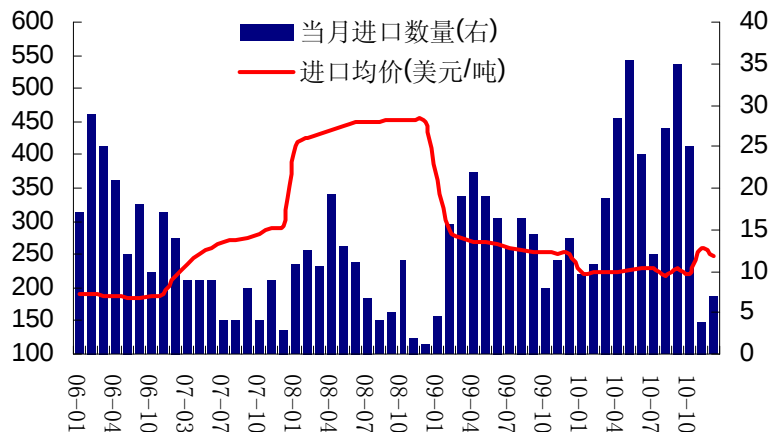
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 4: 啤酒累计产量及同比增速 (万千升/%)



数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 5: 大麦单月进口量及同比增速 (万吨/%)



数据来源: WIND 国联证券研究所

分地区看，产量增速较快的基本属于相对弱势地区，山西、宁夏、湖南、贵州、青海分居全年产量增速前五位；山东 12 月份产量同比下降 19.44%至

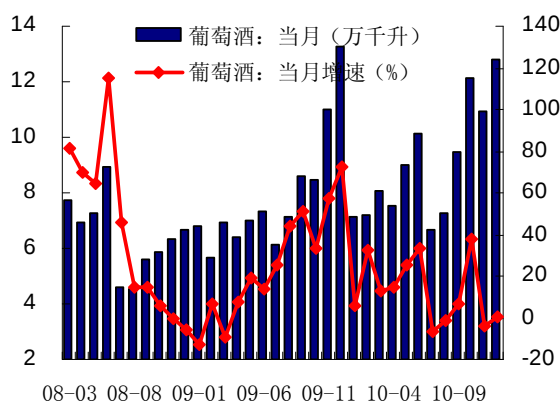
293820 千升，全年产量 5361274 千升，同比增长 8.3%，广东、广西、内蒙 2010 年全年增速均在 11.5% 左右，超越行业平均水平；第二大啤酒主产省河南全年产量 4086319 千升，同比增长 6.3%，几大啤酒巨头并购河南啤酒企业后，未来河南啤酒产量增速将超行业水平；而北京、上海等啤酒人均销量高的地区，啤酒产量则基本保持平稳。

大麦价格环比 2010 年将上升，啤酒企业面临成本压力：从 2010 年 11 月和 12 月份大麦进口价格来看，大麦价格为 250~260 美元/吨，环比前几个月 220~230 美元/吨的价格，涨幅不小；从目前大麦的供给情况来看，海外大麦主产区遭遇恶劣气候影响，大麦产出将环比出现下降，预计 2011 年全球大麦供给将会受限，大麦价格将上升 20~30%，将会影响到国内啤酒行业的毛利率水平。对于国内啤酒企业来说，除了通过产品结构调整提升综合毛利率水平外，更为直接的是提价（近期燕京啤酒上调了北京地区产品出厂价 18% 左右），如果大麦价格如我们所预计，未来啤酒行业提价的可能性很大。

三、葡萄酒全年产量同比增长 12.4%，进口酒增速较快

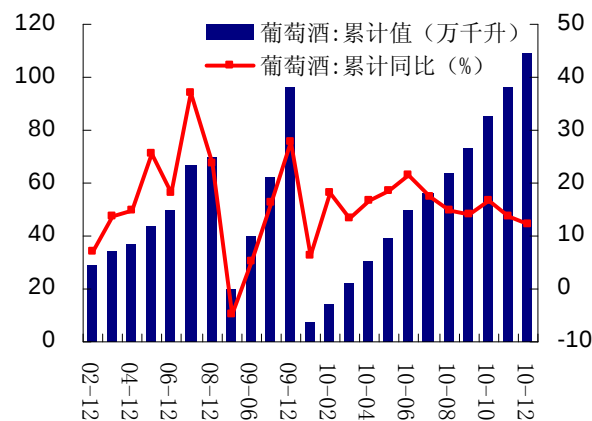
葡萄酒 2010 年全年累计产量 108.9 万千升，同比增长 12.4%，增速比 09 年回落 15 个百分点；12 月份单月产量 12.8 万千升，同比上升 0.5%，环比增速上升 4.6 个百分点，增速比 09 年同期下降 72 个百分点。

图表 6: 葡萄酒单月产量及同比增速（万千升/%）



数据来源：WIND 国联证券研究所

图表 7: 葡萄酒累计产量及同比增速（万千升/%）



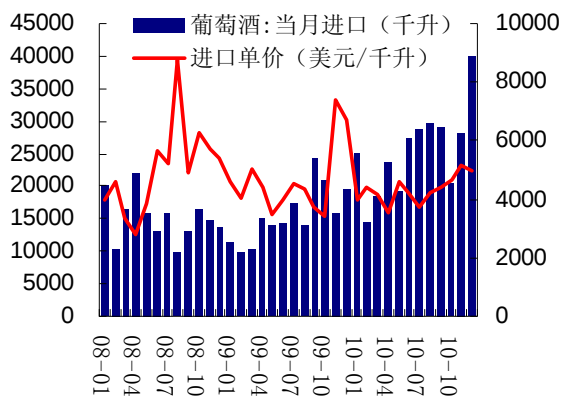
数据来源：WIND 国联证券研究所

12 月份葡萄酒产量增速维持低位，主要原因是山东、河北、吉林三大主产区产量同比出现下降，分别同比下降 4.33%、20.41% 和 44.58%，全年分别同比增长 4.79%、-11.94% 和 -4.89%，全年产量增速较快的主要是宁夏、新疆、福建湖北、黑龙江，分别同比增长 416.93%、186.24%、188.39%、175.92% 和 171.22%。

进口葡萄酒增速较快：葡萄酒全行业 2010 年累计进口 30.5 万千升，同比增长 62.8%，增速环比 1-11 月提升 4.8 个百分点；12 月进口量创出新高，达到 39974 千升，同比增长 103.6%，环比增速提升 28 个百分点，主要原因是国内进

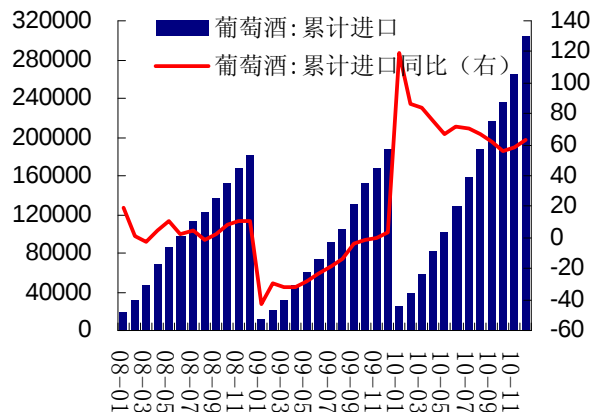
口葡萄酒经销商为了应对春节的需求，都会提前一个月进行储备，同比来看，去年春节相对今年要晚，因此进口量的高峰出现在1月份，而今年则出现在12月份。

图表 8: 葡萄酒单月进口及单价



数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 9: 葡萄酒累计进口及增速



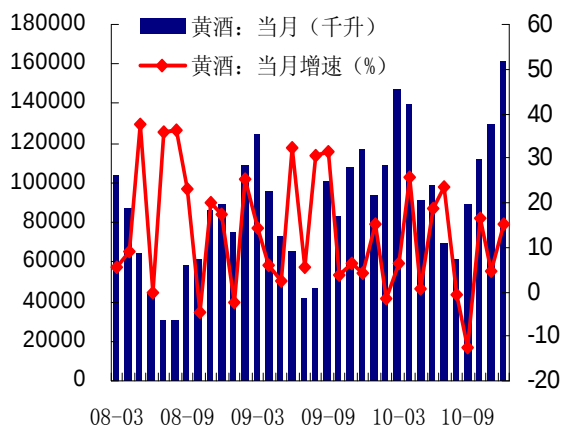
数据来源: WIND 国联证券研究所

进口葡萄酒在国内市场的开拓,一定程度上起到了普及葡萄酒文化的作用,但进口葡萄酒品种繁多,不少产品在国内以次充好、高价销售,消费者无法分辨,而国内葡萄酒品质不断提升,再加上品牌的市场认知度高,将会在葡萄酒行业的快速发展中获得最大收益。

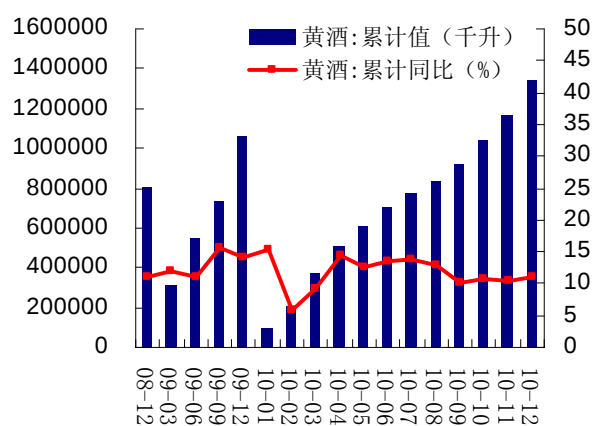
四、黄酒产量全年增 10.9%，主产省份增速均低于行业

黄酒行业 1-12 月份累计产量 134.1 万千升，同比增长 10.93%，增速同比 2009 年下降 3 个百分点，产量增速相对比较平稳；12 月份单月实现产量 161250 千升，同比增长 15.3%，环比增速提升 11 个百分点，增速比去年同期上涨 11 个百分点。

图表 10: 黄酒单月产量及同比增速（千升/%）



图表 11: 黄酒累计产量及同比增速（千升/%）



数据来源：WIND 国联证券研究所

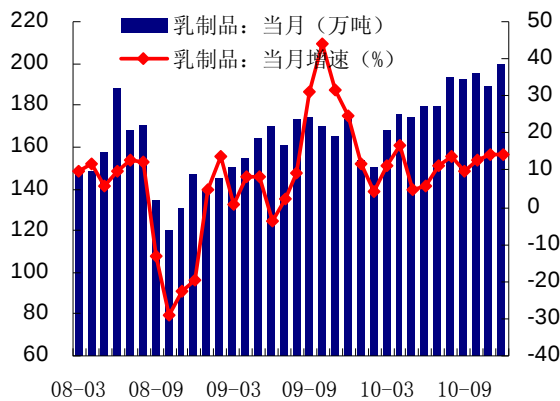
数据来源：WIND 国联证券研究所

从黄酒几个主产省份来看，1-12 月四大黄酒主产区上海、江苏、浙江、安徽累计增速分别为-2.36%、1.35%、10.52%和 7.26%，均低于行业平均水平。12 月份安徽产量为 18218 千升，同比增长 23.85%，增速远高于江浙沪三省市，其中上海同比下降 8.76%至 14827 千升，江苏同比下降 15.82%至 12057 千升，浙江同比增长 7.43%至 77373 千升。

五、乳制品产量增速平稳，原奶价格上涨进入后期

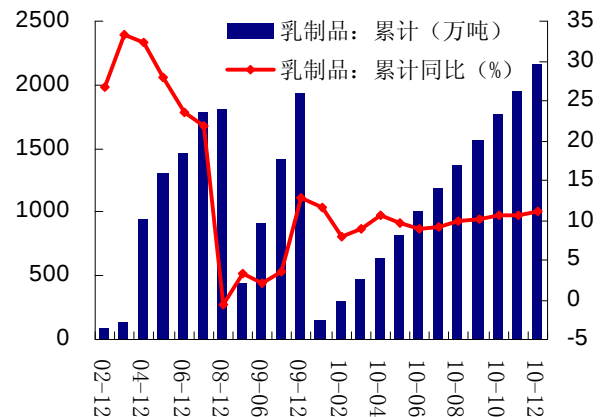
乳制品行业 2010 年产量 2159 万吨，同比增长 11.1%，增速较 2009 年下降 1.7 个百分点，主要原因是 09 年在 08 年低基数的基础上增幅较大，导致 10 年增速同比有所下降；12 月份单月产量 199.96 万吨，同比增长 14.21%，增速环比略有上升，比 09 年同期下降 10.5 个百分点；长期来看，我国乳制品行业进入低速发展期，预计 2011 年产量增速仍将保持在 10%左右，未来行业的看点在于“准生证”重新发放带来行业秩序的规范，有助于行业龙头市占率和盈利的提升。

图表 12: 乳制品单月产量及同比增速（万吨/%）



数据来源：WIND 国联证券研究所

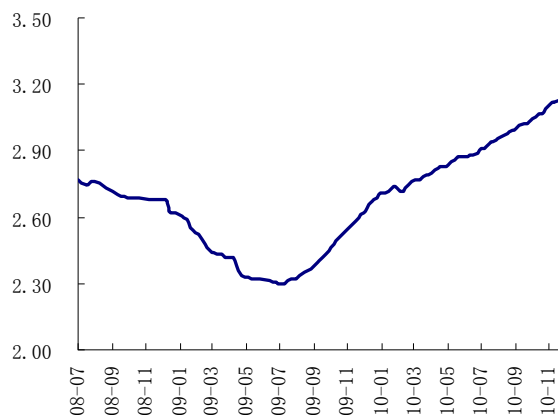
图表 13: 乳制品累计产量及同比增速（万吨/%）



数据来源：WIND 国联证券研究所

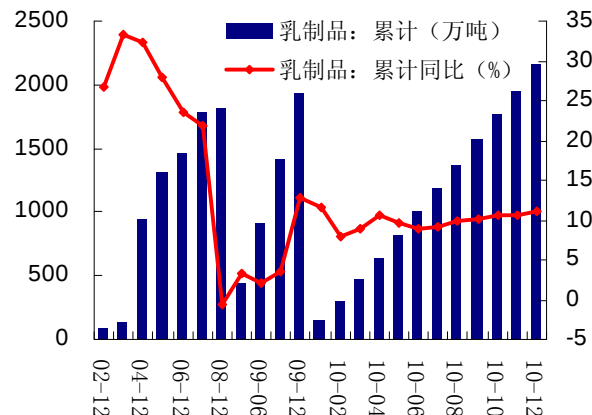
原奶收购价格继续上涨：2010 年 12 月第三周原奶收购价格 3.13 元/kg，从年初到现在已经累计上涨 20%，主要原因是粮食涨价导致的饲料成本增加，奶牛存栏不高以及国家对原奶收购的严格监管导致的收购成本增加，短期来看原奶价格仍将维持高位，但随着行业整顿的进一步深化，原奶价格继续大幅上涨的可能性不大。目前来看原奶价格上涨应该进入到本轮上涨周期的尾端，部分乳制品企业上调了产品价格以应对原奶价格上涨，随着涨价周期的结束，乳制品行业的毛利率水平将会得到较大幅度提升。

图表 14: 原奶收购价格走势



数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 13: 乳制品累计产量及同比增速 (万吨/%)

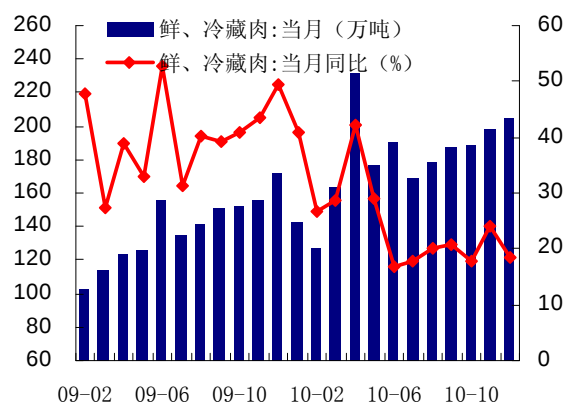


数据来源: WIND 国联证券研究所

六、鲜、冷藏肉产量增长 24.7%，猪肉价格稳定

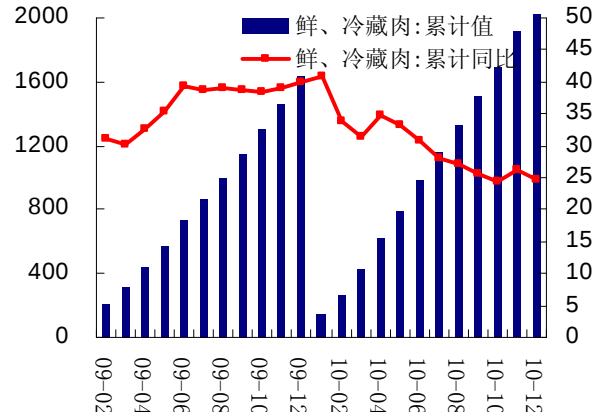
鲜、冷藏肉 1-12 月累计产量为 2116.76 万吨，同比增长 24.67%，增速较上年同期下滑 15 个百分点，较 1-11 月份下降 1.5 个百分点；12 月产量为 205.45 万吨，同比增长 18.34%，增速较上年同期回落 19 个百分点，环比增速提升 6 个百分点。

图表 14: 鲜冷藏肉单月产量及同比增速 (万吨/%)



数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 15: 鲜冷藏肉累计产量及同比增速 (万吨/%)

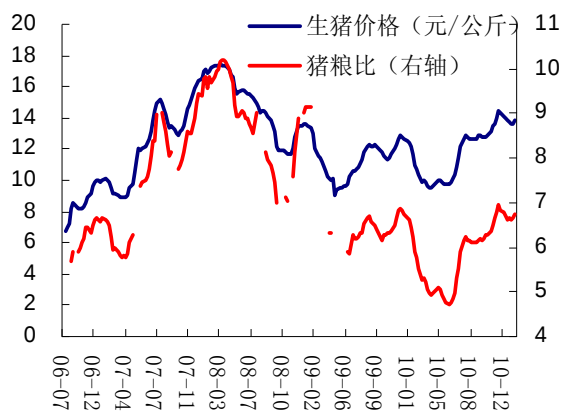


数据来源: WIND 国联证券研究所

生猪供应增加，春节期间猪肉价格稳定：猪肉价格高企导致生猪出栏量增加，12 月份以来生猪价格较 11 月有所回落，目前均价为 13.80 元/公斤；玉米价格为 2.07 元/公斤，环比略有下降；猪粮比为 6.70，较上月增加了 0.3。12 月末生猪存栏量为 45460 万头，环比保持平稳。综合来看，生猪存栏量没有出现明显的增加，但 9 月份以来存栏量的大幅提升已经逐步反映到终端供给，因此

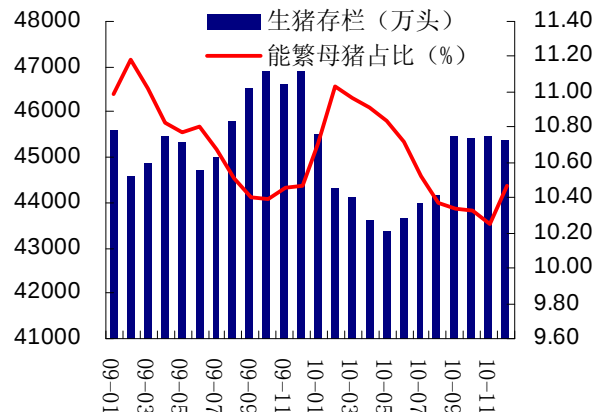
我们认为春节前后猪肉价格将保持稳定。

图表 16: 猪肉价格及猪粮比 (元/公斤)



数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 17: 生猪存栏量及能繁母猪占比 (万头/%)



数据来源: WIND 国联证券研究所

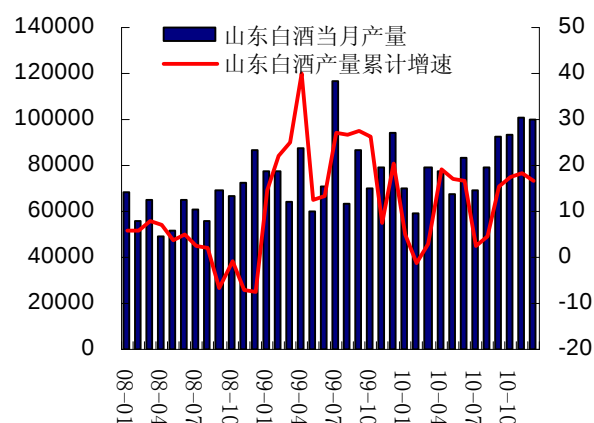
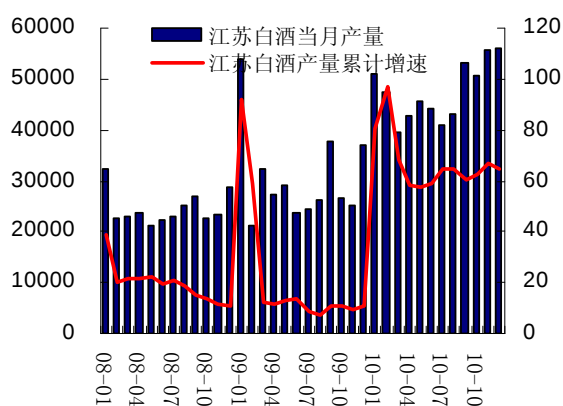
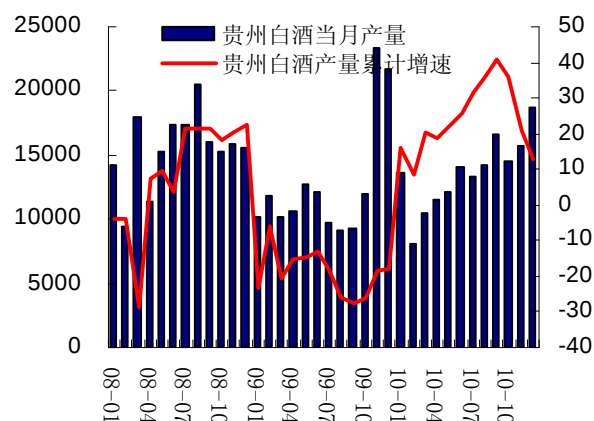
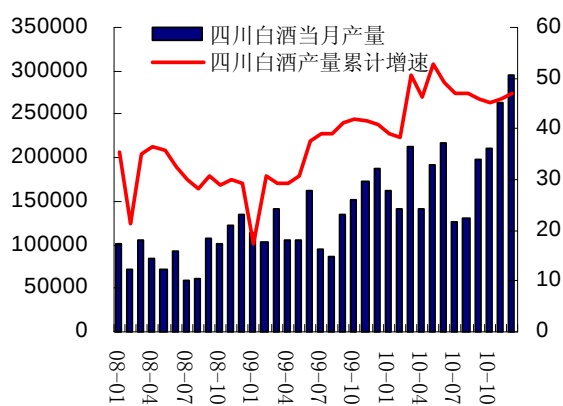
附录:

图表 16: 白酒主要产地产量数据

(千升)	11 月		1-11 月		12 月		1-12 月	
	产量	同比	累计产量	同比	产量	同比	累计产量	同比
四川	263129	50.40	2001892	45.88	294835	56.33	2297972	47.12
贵州	15714	-37.54	145407	20.70	18676	-15.20	160383	12.63
江苏	55743	118.97	512598	67.09	55974	51.28	563874	64.86
山东	100984	22.55	868635	18.18	99588	5.56	969041	16.78
河南	105196	39.63	736970	24.60	108939	26.25	844345	24.58
辽宁	64551	58.80	594712	28.86	48196	17.35	642908	27.92
安徽	34079	25.04	435031	18.06	44851	9.03	479882	17.17

数据来源: 国家统计局 国联证券研究所

图表 17: 白酒主要产区产量



数据来源: WIND 国联证券研究所

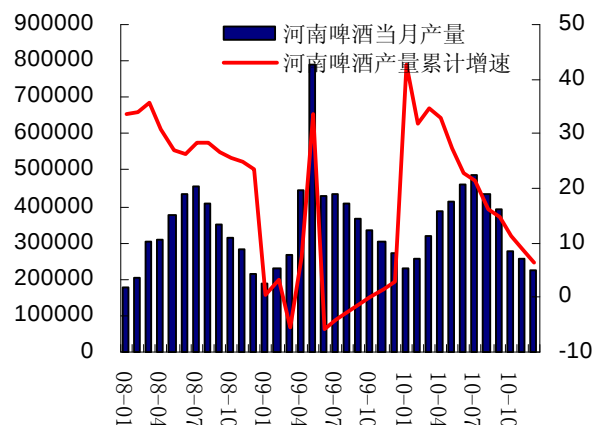
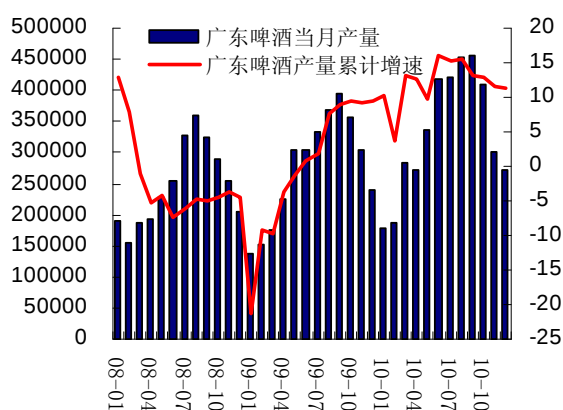
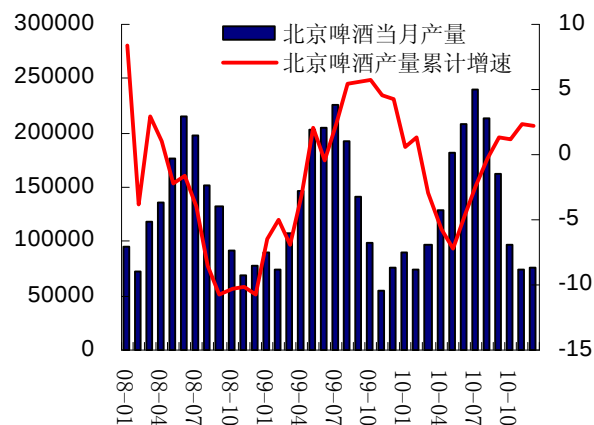
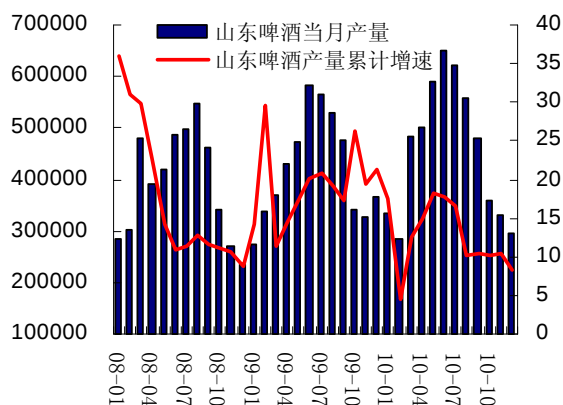
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 18: 啤酒主要产地产量数据

(千升)	11 月		1-11 月		12 月		1-12 月	
	产量	同比	累计产量	同比	产量	同比	累计产量	同比
山东	332422	2.88	5067051	10.47	293820	-19.44	5361274	8.28
河南	256977	-17.58	3862479	8.76	223840	-22.62	4086319	6.40
北京	74900	34.65	1570286	2.32	75971	-1.42	1646257	2.14
浙江	128067	6.09	2719721	7.39	111113	32.08	2830862	8.19
广东	301561	-2.72	3741267	11.51	272722	10.30	4013989	11.43

数据来源: 国家统计局 国联证券研究所

图表 19: 啤酒主要产区产量



数据来源: WIND 国联证券研究所

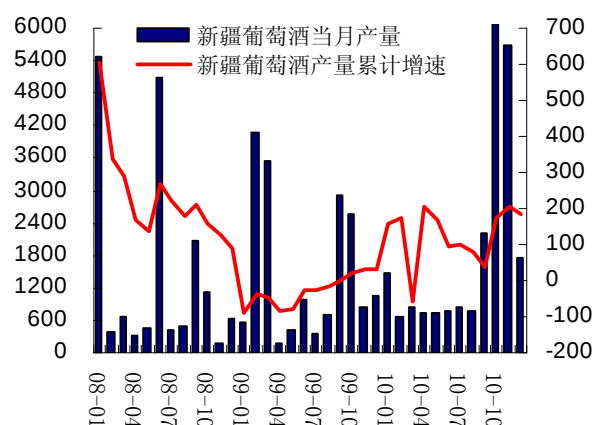
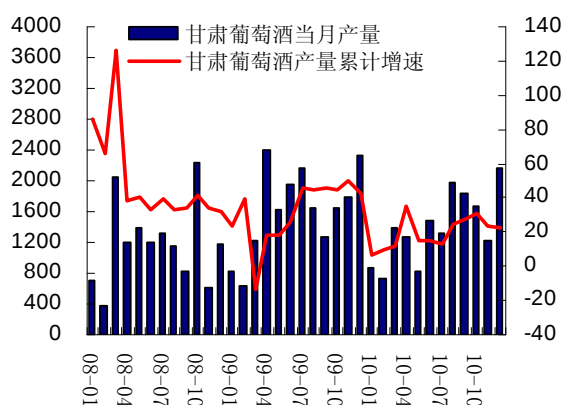
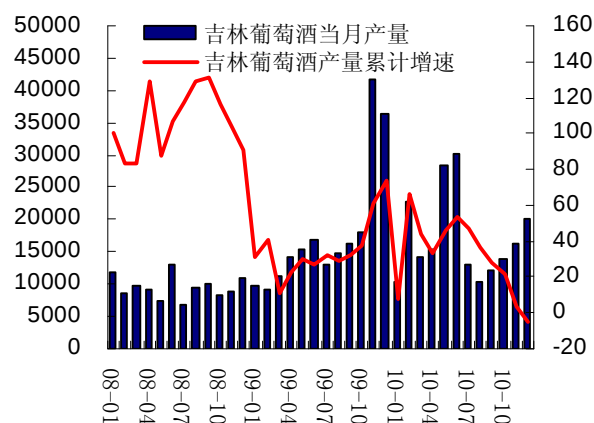
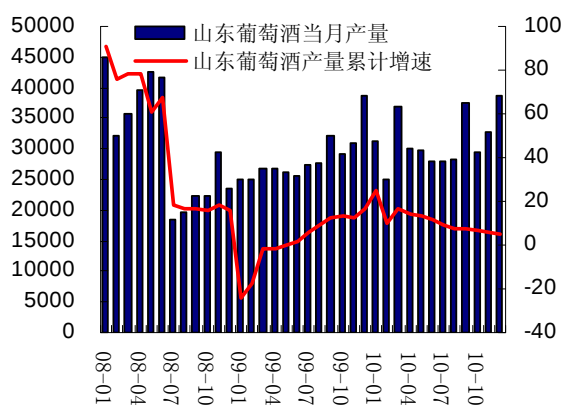
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 19: 葡萄酒主要产地产量数据

(千升)	11月		1-11月		12月		1-12月	
	产量	同比	累计产量	同比	产量	同比	累计产量	同比
山东	32639	0.71	336752	5.95	38689	-4.33	375441	4.79
吉林	16240	-60.88	188128	3.01	20156	-44.58	208284	-4.89
甘肃	1225	-22.76	14585	23.59	2167	17.51	16751	22.77
宁夏	1792	918.30	5385	28.21	16502	48434.76	21887	416.93
河北	11392	-23.94	85637	-10.39	13889	-20.41	99526	-11.94
新疆	5674	547.35	31718	203.23	1748	41.93	33466	186.24

数据来源: 国家统计局 国联证券研究所

图表 20: 葡萄酒主要产区产量



数据来源: WIND 国联证券研究所

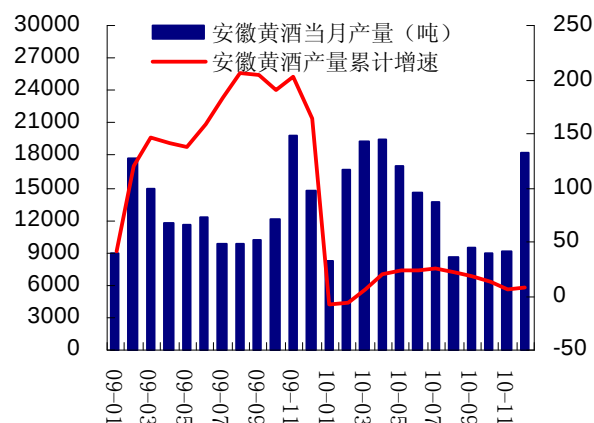
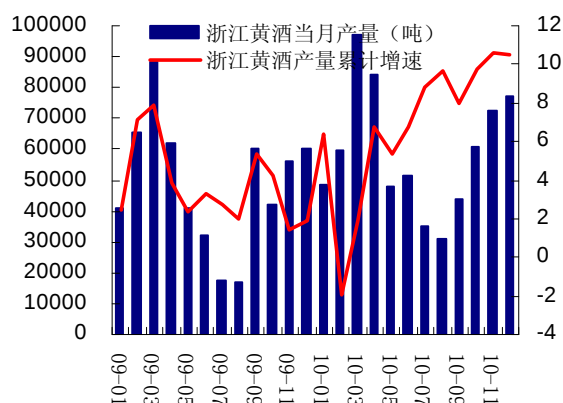
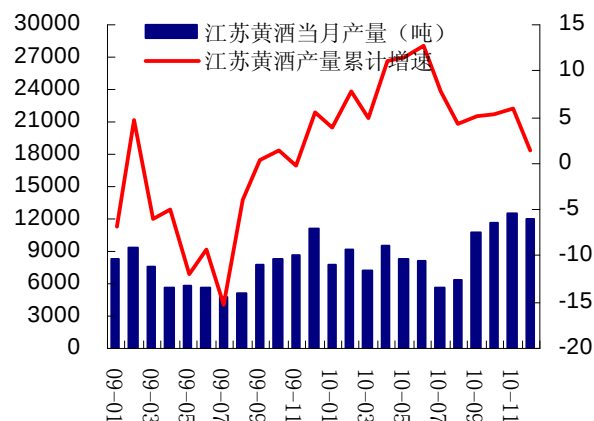
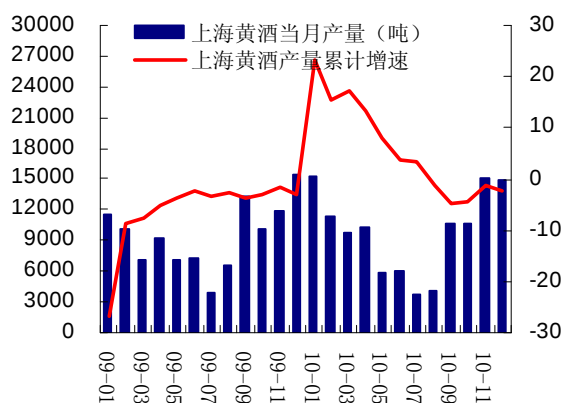
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 20: 黄酒主要产地产量数据

(千升)	11 月		1-11 月		12 月		1-12 月	
	产量	同比	累计产量	同比	产量	同比	累计产量	同比
上海	15046	20.57	102804	-1.36	14827	-8.76	117631	-2.36
江苏	12520	10.04	105437	5.86	12057	-15.82	117483	1.35
浙江	72504	17.51	640245	10.55	77373	7.43	728833	10.52
安徽	9095	-54.02	146678	5.50	18218	23.85	164895	7.26

数据来源: 国家统计局 国联证券研究所

图表 21: 黄酒主要产区产量



数据来源: WIND 国联证券研究所

数据来源: WIND 国联证券研究所

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22 楼

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资 评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 - 10% ~ 10%
行业 投资 评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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。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和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。