

推荐 (维持)

中档酒一季报、大众品超跌机会

2011 年 4 月 11 日

食品饮料业 2011 年二季度投资策略

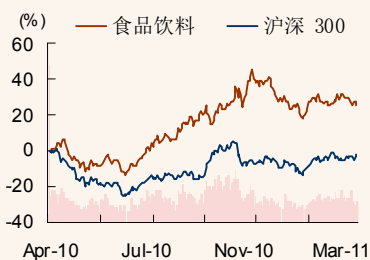
上证指数 3030

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	60	3.2
总市值 (亿元)	9517	3.5
流通市值 (亿元)	7490	3.6

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-0.7	2.9	25.4
相对表现	-1.9	-9.9	28.1



相关报告

- 1、《食品饮料业 2011 年 2 月月报 - 糖酒会及季报有望催化板块行情》2011/3/2
- 2、《食品饮料业 2011 年 1 月月报 - 风险释放 相对安全》2011/1/16
- 3、《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

朱卫华

0755-82943101
zhuweihua@cmschina.com.cn
S1090511030001

食品饮料板块近期表现平淡，糖酒会与中档白酒 1 季报大幅预增都还没有激起热情，4 月份我们正好继续推荐汾酒、洋河、古井贡这类公司；其后应注意把握大众品公司双汇、伊利、安琪的超跌机会；再其后关注进入销售旺季的啤酒行业青啤、燕京。食品饮料板块大的机会还在下半年。

- **食品饮料板块近期表现平淡、但估值上有吸引力。**板块自 12 月初以来持续调整，近期也没有随市场反弹，表现羸弱。估值有吸引力，高端白酒及其它一线股的定位达到今年业绩 25 倍 PE 以下，中档白酒业绩增速更快，达到 30 倍 PE。板块近期催化剂不少：3 月中下旬的成都糖酒会、金种子酒、古井贡酒 1 季报大幅预增，洋河年报高送配，汾酒、古井贡提价都没有能激起市场热情。倒是酒业协会发文劝酒企慎重提价一事让板块又下一城，其实该提价的都已经提价，所以影响不大。
- **白酒仍是首选，二线白酒是主力。**建议主要配置调整幅度大、基本面良好、一季报增速佳的公司，以汾酒、洋河、古井贡等中档白酒为代表，白酒会形成板块联动效应，题材效应大的沱牌和老白干最具弹性。贵州茅台等一线股虽然弹性一般，但今年还是可以关注茅台的 1 季报。泸州老窖业绩增速良好，估值低，长期价值显著。
- **其后关注超跌的大众品公司。**1) 瘦肉精事件让双汇成为瞩目的对象，一般来说消费品公司只有在某些负面事件之后才能买到便宜的价格，双汇会像三聚氰胺后的伊利一样。2) 乳制品生产许可证重新审查工作于 3 月底结束，行业整合再次加快，伊利股份的市场份额有望继续扩大。3) 安琪酵母去年底产品提价，业绩可持续快速稳健增长，股价已跌至定增底价附近。4) 5 月份进入啤酒消费旺季，青啤、燕京可持续关注。
- **风险提示：**流动性收紧目前仍是政策重点，可能压制反弹空间。

重点公司主要财务指标

	股价	10EPS	11EPS	12EPS	10PE	11PE	PB	评级
贵州茅台	176	5.35	7.34	9.50	32.8	23.9	11	强烈推荐-A
张裕 A	86	2.72	3.44	4.31	31.6	25.0	15	强烈推荐-A
泸州老窖	42	1.57	2.01	2.70	27.0	21.1	14	强烈推荐-A
五粮液	31	1.16	1.46	1.80	26.8	21.2	8	审慎推荐-B
双汇发展	78	2.43	3.00	4.14	32.1	26.0	16	强烈推荐-A
伊利股份	36	0.86	1.52	1.69	41.4	23.4	8	强烈推荐-A
安琪酵母	35	0.86	1.14	1.54	41.1	31.0	9	强烈推荐-A
青岛啤酒	33	1.13	1.40	1.80	29.0	23.3	5	强烈推荐-A
燕京啤酒	19	0.64	0.78	1.02	29.8	24.3	3	强烈推荐-A

资料来源：招商证券

正文目录

一、投资次序：中档白酒、大众品（肉乳酵母啤酒）	3
1、中档白酒的繁荣	3
2、肉制品：瘦肉精事件中的双汇发展	4
3、乳业：生产许可证重新审核有利于行业整合	5
4、酵母：安琪酵母已跌至定增底价位置	5
5、啤酒行业：成本上升加速行业整合	5
二、盈利预测与投资评级	6
三、2011 年 1-2 月份行业产量价格数据	9
蒸馏酒	10
葡萄酒	13
啤酒	15
乳业	16
肉类行业	18
速冻米面食品和酵母制品	19

图表目录

图 1：食品饮料行业历史 PEBand	6
图 2：食品饮料行业历史 PBBand	6
图 3：全国白酒产量（截止 2011 年 2 月）	10
图 4：茅台酒、五粮液、国窖 1573 零售价格与出厂价格比较总图（2011 年 3 月）	11
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（截止 2011 年 3 月）	11
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（2011.3）	12
图 7：广东地区洋酒价格（截止 2010 年 12 月）	12
图 8：全国葡萄酒产量（截止 2011 年 2 月）	13
图 9：葡萄酒价格指数走势（截止 2011 年 3 月 31 日，以 2004 年 1 月为 100）	13
图 10：我国进口原装葡萄酒量价情况（截止 2011 年 2 月）	14
图 11：我国进口散装葡萄酒量价情况（截止 2011 年 2 月）	14
图 12：我国进口原装散装葡萄酒量对比（截止 2011 年 2 月）	14
图 13：全国啤酒产量（截止 2011 年 2 月）	15
图 14：加拿大温尼伯交易所大麦期货价格（2011 年 4 月）	15
图 15：我国进口大麦量价（截止 2011 年 2 月）	16
图 16：我国进口麦芽量价（截止 2011 年 2 月）	16
图 17：全国乳制品产量（截止 2011 年 2 月）	16
图 18：全国液态奶产量（截止 2011 年 2 月）	16
图 19：我国十省主产区原奶周价格（截止 2011 年 3 月）	17
图 20：我国十省主产区奶牛养殖毛利（截止 2011 年 3 月）	17
图 21：环太平洋地区乳品交易价格走势（截止 2011.3）	17
图 22：企业牛场收奶价格走势（截止 2011 年 2 月）	17
图 28：全国速冻米面食品产量（截止 2011 年 2 月）	19
图 29：河南速冻米面食品产量（截止 2011 年 2 月）	19
图 30：全国活性酵母出口量价（截止 2011 年 2 月）	19
图 31：广西糖蜜 3 个月期和 6 个月期货价格走势（2011.3）	19
表 1：龙头公司估值表	6
表 2：国际估值对照表	7
表 3：各子行业 2011 年 1-2 月产量	10

一、投资次序：中档白酒、大众品（肉乳酵母啤酒）

1、中档白酒的繁荣

白酒近期热点较多

除了金种子、洋河、古井贡等年报高增长之外，山西汾酒、古井贡的提价；金种子酒、古井贡酒的1季报大幅预增，利好消息很多，但市场偏好转移、股价表现都平平。

山西汾酒：从2011年3月29日起对部分产品对外售价进行调整，其中30年青花汾酒上调20%左右，40年青花、20年青花、20年老白汾酒系列产品上调10%左右。

古井贡：从2011年3月21日起对古井淡雅系列和古井贡酒年份原浆系列产品的出厂价格进行调整，具体上调幅度为3%—25%。2010年度，古井淡雅和古井贡酒年份原浆系列产品的合计收入占公司白酒收入的比例约为56%。

金种子酒：预计2011年第一季度归属于母公司所有者的净利润比上年同期增长150%以上；古井贡酒：预计2011年第一季度归属于母公司所有者的净利润比上年同期增长121%。

限价令使证券市场限入疲弱

4月2日酒类流通协会一份通报“发改委价格司领导提出稳定价格等五点要求、希望各酒类龙头公司能站出来公开表达近期不调价和保持市场稳定的意向”让板块限入疲弱。

我们认为，市场对这一消息的反应有些过度，市场的疲弱正有利于我们的推荐。1）发改委的窗口指导是为了稳定消费者的通胀预期，政策出发点是正确的，尽管压住酒类价格对于控制CPI实际数字其实作用有限。2）从市场角度看，跟CPI相关的酒类零售价格并非企业所能控制，还需要对商家做一些窗口指导。茅台自己的“限高令”（经销商销售价不能高于959元/瓶，商超零售价需控制为1099元/瓶）其实是尽了企业的一份义务，并不是外面说的仅是个噱头，据一位经销商称，公司让经销商监控各自下游终端价格，如果终端价格管控不住、经销商需高价回收，否则头一次减少供应计划20%，再一次则取消经营资格，为此该经销商在春节时因高价回购茅台酒，损失了几十万元。3）绝大部分酒类企业已经在去年底今年初完成了出厂价的上调，限价令不影响业绩提升；限价令其实强调是近期尤其是上半年不能提价，没有提价的五粮液因为有高达71亿元的预收账款，即使现在提价，效应体现出来也要到四季度，如果它减少预收账款、并于下半年再提价，也不影响业绩增长。

成都春季糖酒会调研情况简述

此次我们撰写了糖酒会见闻录系列五篇报告，分别是山西汾酒、水井坊、五粮液、酒鬼酒、郎酒，具体请参阅相关报告。以前年份的见闻录报告也可串起来阅读。

糖酒会上透露出的信息：《中国酿酒产业十二五（2011-2015年）发展规划》已制订完毕，被纳入《中国轻工业十二五发展规划》中，目前等待主管部门审批，预计上半年将正式对外公布。

我们了解下来，主要白酒公司都处于良性发展阶段，营销上有的讲求大板块化运作，有个讲求精细化渠道下沉。比如五粮液成立华东营销中心，酒鬼酒成立北方营销中心；茅台称，全国 2000 个县，我们的专卖店才 1000 家，言下之意，如果再增加 1000 家专卖店，每家每年配 3 吨货，销量就可增长 30%；洋河称，全国 2000 个县，我们才覆盖了 30%，2010 年有河南、山东、安徽、浙江、上海、北京、广东等 13 个省含税收入过亿，2011 年目标是 20 个省过亿，2012 年是所有省市均过亿，实现全国化。古井贡酒随着年份原浆酒的异军突起，它把安徽市场做了更细的划分，从原来 12 个大区细化到 19 个，在合肥建立全国营销指挥中心和区域物流运营中心，在安徽新建 102 家精品终端展示店。

沱牌曲酒：今年是公司营销转型的第二年，央视广告投入比去年再增长 30%（去年据说是 2 亿元），并再度与凤凰卫视展开合作；年初从四川高校招收 100 多名大学生充实销售队伍；糖酒会期间声势较大、公司加大了招商力度，提出重点市场重点品牌销量同比增长 50% 的目标。与工商银行合作推出“舍得 30 年年份酒【天工绝版酒】人民币 1 年期受益权信托理财产品”，1 年兑付方式：现金+4.4% 利息，或者是白酒+6.4% 的现金收益，计划分三期发行，第一期发行规模 2 亿元。我们认为，他们在学泸州老窖，考虑到品牌力不如泸州老窖，这种信托期酒销售还是挺难做到 2 亿元的，不过这种模式比较好，有助于公司盘活库存酒，在保证利润率的前提下，做大收入就等于提升了费用增长的空间。基本面情况请参阅报告《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。

茅台系列酒（王子酒、迎宾酒）提价 50%、导致销量大减，可能是大股东认为系列酒定价太便宜，有损公司形象，但一次大幅提价、市场不能接受。茅台系列酒去年贡献收入 7.8 亿元，应该基本无盈利。这次调整对公司整体经营无多大影响，系列酒销售虽然是个阵痛，但对未来发展是不错的。

2、肉制品：瘦肉精事件中的双汇发展

央视在 3·15 消费者权益日播出了一期节目《“健美猪”真相》，披露了双汇集团旗下河南济源公司使用瘦肉精猪肉的事实，导致双汇发展股票当日跌停。国务院高度重视，其食品安全委员会办公室会同公安、监察、农业、商务、卫生、工商、质检等部门组成联合工作组赴河南督导查处，并进一步在全国拉网抽检；济源双汇停产整顿，双汇集团发布两个声明对消费者致歉。

瘦肉精堪比乳业三聚氰胺，双汇不仅经济损失大、品牌美誉度也大幅下降。对这一事件，双汇需要作深刻检讨，其它食品饮料企业也要从中吸取教训。事件后，很多大城市的连锁超市双汇产品都下架了，其它品牌产品虽然占得了货架、销路也受拖累。事隔半月之后，我们认为绝大部分消费者对双汇产品还是有忠诚度的，估算双汇的损失还是可控的，下半年努力应该可以将利润找补一些回来。据悉，双汇发展正在统计损失，近期股票可复牌。我们判断复牌后会有 20% 左右的下跌，换个角度看，下跌其实为投资者提供一个非常理想的买入契机。

3、乳业：生产许可证重新审核有利于行业整合

国家质检总局新闻发布会称，到3月底全国乳制品及婴幼儿配方乳粉企业生产许可重新审核工作已全部结束，全国共有643家通过了生产许可重新审核，通过率不到55%，其中有114家是婴幼儿配方乳粉企业。行业专家王丁棉认为，被淘汰企业可转型生产乳饮料或其他饮料。

我们认为，此举为规模企业腾出的市场空间未必有多大，但它有助于净化乳制品行业，提升消费者的信心，更有利于龙头公司的发展，我们看好伊利、蒙牛长期发展前景。1季度伊利发布了两项大的投资计划：1)对宁夏吴忠新建日产780吨UHT奶项目追加投资，该项目原总投资金额为2.89亿元，此次追加投资7075万元。2)拟在广东惠州新建日产800吨UHT奶项目，预计投资4.57亿元。

4、酵母：安琪酵母已跌至定增底价位置

公司于1月21日就公布去年年报，是希望能尽快推进定增事宜，好补充资金投入扩大产能与新项目中，预计定增项目能在4、5月获得证监会批准。目前股价已跌至定增底价位置，含金量比较高。

公司今年业绩增长保持30%以上速度应该没有问题。1)去年下半年糖蜜涨价，公司备足货后，年底也对产品价格做了相应提高。2)预计公司一季度销售收入增速30%，好于市场之前20%的预期。3)去年6月份放进来的少数股东损益，今年1-5月份还有个同比效应，我们测算将多出3500-4000万元，相当于0.12-0.13元。

5、啤酒行业：成本上升加速行业整合

啤酒行业表面上不温不火，底下却是暗流涌动，收购兼并的故事层出不穷。啤酒行业因为今年采购的进口大麦成本较去年高出50%，各公司只能通过提价或产品结构调整来消化，今年的业绩增速也不会太快，看似对公司不利，其实成本上升加速了行业整合步伐。我们归纳的啤酒行业最佳的投资时点有二：一是五年后的行业整合末期，二是大麦成本下降、产品价格不降的时候。现在时机都还没到，不过考虑5月份啤酒行业进入消费旺季，啤酒公司的股票应该还是比较防御的品种。

华润雪花啤酒：产能、产销量最大，销售收入与青啤相当，市场投入大、净利润在三家中最低。公司截至去年底经营超过70家啤酒厂，产能超1450万KL，2010年啤酒销售928万KL，同比增长11%。2010年山西、上海、山东和黑龙江新建及新并购的啤酒厂已投产，今年又相继收购了河南奥克、江苏泰州的三泰、辽宁阜新梅雪啤酒等公司。不过备受关注的雪花洽购的喜力所持金威啤酒21.37%股权被金威大股东粤海控股使用优先受让权夺走了，粤海对金威的控股比例上升到73.82%。金威啤酒总产能170万吨，去年啤酒销量92.5万吨，同比增长11%，工厂分别位于深圳、东莞、汕头、佛山、成都、西安、天津。公司还签约成为2011年深圳举办的世界大学生运动会的全球合作伙伴。华润如果能够成功收购金威，将如虎添翼、重构广东的竞争格局。这次收购失利，对于青啤、燕京来说不啻为一个好消息，三强的均势还不至于被打破。

青岛啤酒：去年啤酒销售 635 万 KL，同比增长 7.4%，青岛二厂三厂、上海、深圳、福州、珠海等地工厂相继扩建、石家庄新建工厂，并成功收购了山东新银麦（山东排名仅次于青啤）、嘉禾太原厂，今年扬州、宿迁 40 万 KL 扩建，又收购新安江啤酒（杭州）并扩产到 40 万 KL。

燕京啤酒：去年销售啤酒 503 万 KL（含托管企业），同比增长 7.71%，收购河南月山啤酒（40 万 KL 产能），切入河南市场；年底前收购内蒙金川啤酒（10 万 KL 保健啤酒产能），巩固在内蒙古的战略优势。转债项目的北京、广东、江西扩建，晋中、昆明新建项目都已投产，公司计划十二五新增产能 300 万吨，其中收购 100 万吨。请参考报告《燕京啤酒（000729）- 发挥三模式，提价催化剂》2011/1/7。

二、盈利预测与投资评级

大量公司公布了 10 年年报或业绩快报，我们更新了盈利预测表，将 11 年和 12 年最新盈利预测列示如下。

表 1：龙头公司估值表

	名称	投资评级	市值	股价	EPS				P/E				09-12 复合增长	PEG
					09	10E	11E	12E	09	10E	11E	12E		
高端 阳型	贵州茅台	强烈推荐-A	1658	176	4.57	5.35	7.34	9.50	38	33	23.9	18	27.6%	0.86
	张裕 A	强烈推荐-A	453	86	2.14	2.72	3.44	4.31	40	32	25.0	20	25.2%	1.00
	泸州老窖	强烈推荐-A	590	42	1.20	1.57	2.01	2.70	35	27	21.1	16	31.1%	0.67
	洋河股份	审慎推荐-A	909	202	2.79	4.91	7.50	10.00	72	41	26.9	20	53.0%	0.51
	金枫酒业	审慎推荐-A	56	13	0.40	0.30	0.35	0.40	32	42	36.3	32	0.0%	-
	五粮液	审慎推荐-B	1176	31	0.85	1.16	1.46	1.80	36	27	21.2	17	28.4%	0.74
	古越龙山	中性-B	77	12	0.14	0.20	0.27	0.35	87	61	44.3	35	36.0%	1.22
大众 阳型	山西汾酒	审慎推荐-A	267	62	0.82	1.14	1.75	2.50	75	54	35.3	25	45.0%	0.76
	双汇发展	强烈推荐-A	934	78	0.75	2.43	3.00	4.14	104	32	26.0	19	76.8%	0.34
	伊利股份	强烈推荐-A	284	36	0.81	0.86	1.52	1.69	44	41	23.4	21	27.8%	0.82
	安琪酵母	强烈推荐-A	117	35	0.64	0.86	1.14	1.54	55	41	31.0	23	34.5%	0.89
阴型	青岛啤酒	强烈推荐-A	440	33	0.95	1.13	1.40	1.80	34	29	23.3	18	23.7%	0.96
	燕京啤酒	强烈推荐-A	229	19	0.52	0.64	0.78	1.02	36	30	24.3	19	25.2%	0.96
	光明乳业	中性-B	107	10	0.12	0.19	0.22	0.24	85	54	46.5	43	26.0%	1.80

资料来源：招商证券研究，注 1：皆为 4 月 8 日收盘价；注 2：部分公司 10 年业绩尚未公布，加粗显示的为预测值；注 3：安琪酵母 EPS 为定向增发摊薄之后的预测值；注 4：伊利股份 11 年业绩包含 0.2 元股权转让收益；注 5：泸州老窖业绩中包含华西证券收益，我们预测 11、12 年酒类业绩分别为 1.76 元、2.45 元；注 6：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

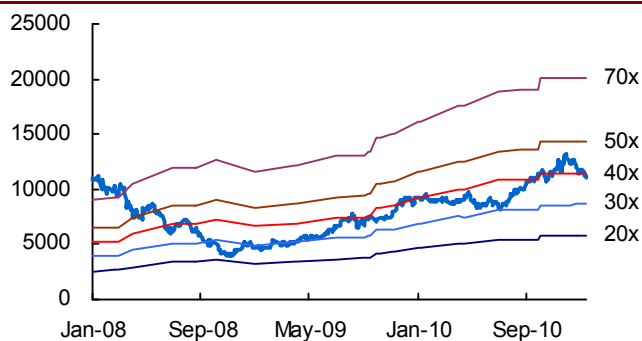
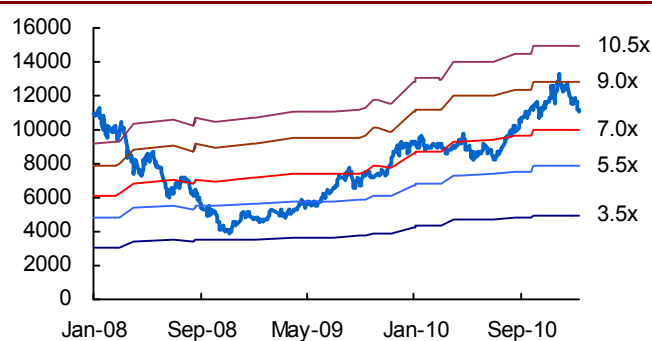


图 2：食品饮料行业历史 PBBand



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 2: 国际估值对照表

	名称	国别	滚动 PE	PE10	PE11	PB	市值	营收	ROE	利润 率%	月市值 变动%
酒类 (不含啤酒)	DIAGEO	GB	16.5	15.2	13.9	6.2	49427	15471	45.4	16.7	0.1
	贵州茅台	CH	32.8	23.8	19.2	9.0	25366	1486	30.7	50.2	-0.6
	PERNOD-RICARD	FR	17.0	15.6	13.9	1.8	25003	9853	11.5	13.4	-1.8
	五粮液	CH	26.7	19.4	16.4	6.5	17999	2091	27.2	31.1	-5.8
	洋河股份	CH	41.2	28.4	21.3	13.1	13905	1113	36.8	29.3	-9.4
	BROWN-FORMAN	US	20.8	20.1	18.5	5.4	9932	2469	24.2	18.2	-3.0
	泸州老窖	CH	26.8	21.6	17.0	10.7	9034	729	45.2	44.7	-4.6
	张裕 A	CH	29.5	24.0	19.3	10.9	6303	578	40.4	28.6	-8.5
	THAI BEVERAGE	TH	16.1	14.1	12.7	3.0	5692	3833	18.6	8.7	-1.7
	CONSTELLATION	US	13.0	11.3	10.2	1.8	4562	3332	21.8	16.8	9.1
	山西汾酒	CH	54.2	33.5	24.4	13.6	4090	260	22.8	20.0	5.2
	CAMPARI GROUP	IT	17.9	15.8	14.3	2.3	4040	1543	13.7	13.4	2.7
	REMY COINTREAU	FR	43.6	24.1	20.2	2.7	3853	1142	8.7	10.7	5.9
	UNITED SPIRITS	IN	N/A	32.3	22.8	3.7	3262	1343	-0.7	-0.4	1.6
	古井贡酒 A	CH	55.0	36.4	23.4	16.4	2404	235	33.8	19.8	-8.2
	水井坊	CH	38.3	32.9	25.8	8.1	1677	217	21.9	21.7	5.5
	古越龙山	CH	60.2	39.3	29.7	3.7	1182	153	7.3	12.0	-3.3
	TAKARA HOLDINGS	JN	19.4	17.6	16.9	0.9	1029	2055	4.9	2.5	-16.2
	金枫酒业	CH	43.0	28.6	23.8	5.0	853	139	12.6	13.9	1.5
	王朝酒业	HK	21.6	18.5	16.0	1.8	445	208	8.8	9.8	-19.2
啤酒	ANHEUSER-BUSCH I	BE	23.5	15.7	13.9	2.7	95610	36297	12.3	11.1	0.7
	SABMILLER	GB	28.2	20.0	17.4	2.8	58608	14195	10.8	13.5	7.6
	HEINEKEN	NE	15.0	13.7	12.3	2.2	32737	21402	18.4	8.9	4.3
	GRUPO MODELO	MX	23.5	22.4	20.4	3.0	19872	6735	13.2	11.7	0.3
	CARLSBERG	DE	16.6	14.3	12.4	1.4	17257	10698	9.0	8.9	1.0
	KIRIN HOLDINGS	JN	91.3	14.3	12.0	1.1	12353	24879	1.2	0.5	-6.5
	FOSTER	AU	N/A	16.6	15.8	4.0	11694	3777	-14.4	-10.8	1.1
	MOLSON COORS	US	13.6	12.6	11.9	1.0	8881	3254	9.5	21.7	6.8
	ASAHI BREWERIES	JN	12.4	11.5	10.2	1.1	8012	17015	9.0	3.6	-9.9
	青島啤酒	CH	25.3	23.1	19.5	5.0	6893	2940	17.5	7.6	-2.4
	燕京啤酒	CH	29.8	23.5	19.8	2.8	3509	1348	9.9	8.4	-2.2
非酒 精饮 料	COCA-COLA	US	19.3	17.4	15.7	5.0	154729	35119	42.3	33.6	2.7
	PEPSICO	US	16.1	14.7	13.5	4.9	105502	57838	33.4	10.9	3.3
	FOMENTO ECON	MX	19.0	17.9	15.4	2.2	19307	13443	40.5	23.7	3.6
	承德露露	CH	40.4	27.4	21.0	9.7	1111	267	25.7	9.9	-0.5
	汇源果汁	CH	32.7	21.1	16.1	1.3	997	548	4.0	5.3	0.8
肉类 加工	HORMEL FOODS	US	16.9	16.5	16.1	2.9	7434	7221	17.5	5.5	1.1
	双汇发展	CH	45.5	34.9	26.9	15.3	7226	4141	34.2	3.2	-5.4
	TYSON FOODS	US	7.7	9.4	9.2	1.3	6777	28430	16.3	2.7	2.7
	雨润食品	CH	17.9	16.6	13.5	3.5	6527	2764	23.9	12.7	10.3
	SMITHFIELD FOODS	US	10.4	8.1	9.7	1.2	3880	11203	-3.8	-0.9	4.1
	SANDERSON FARM	US	11.8	N/A	14.8	1.6	977	1925	25.0	7.0	6.4
乳业	NESTLE	SZ	20.5	15.9	14.5	2.8	201375	100644	61.8	32.7	2.3
	UNILEVER	NE	14.9	14.0	12.9	4.4	98110	58719	32.0	9.6	2.9
	KRAFT FOODS	US	15.7	14.2	12.7	1.6	55581	49207	13.3	8.4	1.1
	DANONE	FR	15.4	15.6	14.1	2.4	43713	22566	16.6	11.0	5.1
	SAPUTO	CA	19.7	19.2	16.8	4.1	9200	5341	19.1	6.6	1.2
	PARMALAT	IT	14.1	20.7	19.7	1.1	5754	5706	8.4	6.6	0.1
	蒙牛乳业	HK	28.4	21.8	17.7	3.6	5369	4472	13.5	4.1	10.1
	伊利股份	CH	42.0	38.0	26.4	7.1	4353	3545	20.8	2.7	-3.1

	名称	国别	滚动 PE	PE10	PE11	PB	市值	营收	ROE	利润 率%	月市值 变动%
	YAKULT HONSHA	JN	24.5	25.7	22.2	1.6	4339	3135	6.2	4.6	-6.9
	DEAN FOODS	US	12.7	18.1	13.9	1.3	1908	12123	6.4	0.8	4.6
	光明乳业	CH	55.2	56.0	42.7	4.6	1644	1408	8.8	2.0	-2.1
	雅士利国际	HK	N/A	15.1	12.4	2.3	1304	437	20.1	17.0	15.7
	圣元国际	US	N/A	N/A	25.9	7.6	630	292	-38.1	-8.4	-1.6
	澳优乳业	HK	22.8	18.4	14.4	2.3	362	86	30.7	19.0	25.6
	飞鹤国际	US	N/A	11.4	8.9	0.8	150	257	-6.6	-4.2	-27.5
其他	GENERAL MILLS IN	US	14.4	14.5	13.4	3.9	22976	14797	28.9	10.3	-3.5
	KELLOGG	US	16.4	15.5	14.3	9.2	19726	12397	56.3	10.1	-0.9
	HJ HEINZ	US	16.6	15.9	14.8	6.0	15843	10495	55.6	8.2	-0.7
	康师傅控股	CH	30.1	27.3	21.9	7.9	14338	6681	29.0	7.1	8.4
	旺旺控股	HK	33.9	27.0	21.3	11.3	12126	2244	34.8	16.0	10.5
	中国食品	HK	36.2	25.2	19.7	2.6	1991	2569	7.5	2.1	19.4
	统一食品	CH	24.8	22.8	16.9	1.9	1969	1860	7.9	4.1	8.1
	安琪酵母	CH	36.2	27.6	20.4	7.5	1653	309	22.9	13.6	-1.9
	三全食品	CH	54.9	43.6	34.2	6.6	1039	283	12.4	6.5	4.1
	思念食品	CH	11.2	N/A	N/A	0.4	202	283	3.8	6.1	5.7

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 4 月 8 日价格计算

三、2011 年 1-2 月份行业产量价格数据

注：国家统计局 10 年 1-12 月份食品饮料行业产量数据请参阅《糖酒会及季报有望催化板块行情》2011/3/1。

白酒产量保持快速增长，四川、湖南领跑，江苏、安徽、山西落后。1-2 月全国白酒累计增速为 25.4%。川酒维持高速，累计增长 47.7%，当月 56.3%；湖南累计 65.0%，当月 68.7%；贵州 2 月产量同比增 42.9%，累计增速加速至 23.8%；山西当月-6.9%，累计 1.3%；安徽当月-7.3%，累计 2.8%；江苏当月 3.2%，累计 5.3%；山东增速环比上升明显，当月 28.9%，累计 16.8%。

葡萄酒产量 1-2 月累计同比增 23.6%，除山东外，主要省份均负增长。山东当月增 29.8%，累计 11.0%；天津当月-60.0%，累计-23.1%；新疆葡萄酒产量基数小且产量下滑，累计增速为-41.6；河北当月继续负增长-32.9，累计增速-34.9。

黄酒 1-2 月产量数据未出。

啤酒 1-2 月累计增速 7.9%，单月增长 4.8%，燕京、青啤相继提价影响不同。燕京优势区域当月产量无甚增长，可能与提价有关：广西当月-0.3%，累计 20.0%；北京增速下降，当月-2.6%，累计 12.0%；福建累计增速下降至-0.9%、单月-2.6%。青啤也提价了（青岛啤酒部分品种于 1 月 30 日开始在全国范围内涨价，总体涨幅不到 10%），但山东和陕西的增速反而提高，广东影响也不大，可能与提价幅度较小有关：山东增速持续提高，当月 34.8%，累计 24.3%；广东当月 17.0%，累计 25.1%；陕西累计增速 20.6%。

软饮料产量继续加速。1-2 月全国累计增速为 25.9%，当月 28.8%。其中果蔬汁累计增速 15.0%；瓶装水单月增速上升到 33.6%，累计 28.6%；精制茶和碳酸饮料累计增速分别为 60.9%和 12.2%。

乳业全国产量小幅稳步增长，主产区 2 月单月增速均为负。1-2 月份全国乳制品累计增速 9.3%，液态奶累计增速 9.8%。内蒙古 1-2 月乳制品和液态奶累计增速为 4.1%和 17.7%；黑龙江乳制品和液态奶累计增速下降为-8.1%和-18.5%；上海乳制品和液态奶累计增速-0.6%和-0.2%。

1-2 月鲜冷藏肉产量增长迅猛，河南表现亮丽，冻肉数据未出（瘦肉精事件尚未爆发）。1-2 月全国累计增速 26.5%，单月 24.3%。其中山东累计 39.1%，单月 32.8%。四川累计 29.0%，单月 28.7%；河南累计 54.4%，单月 50.9%。

速冻米面食品 1-2 月全国累计增速 12.8%、单月 21.6%。其中河南累计增速 9.3%、当月 23.3%，1 月单月负增长。

表 3: 各子行业 2011 年 1-2 月产量

白酒			葡萄酒			黄酒		
	产量	增速		产量	增速		产量	增速
全国	149.6	25.35%	全国	17.0	23.63%	全国	N/A	N/A
四川	45.9	52.55%	山东省	6.4	10.99%	上海	N/A	N/A
江苏	4.6	5.29%	天津市	0.7	-23.14%	浙江	N/A	N/A
安徽	2.5	2.81%	新疆区	0.1	43.75%			
乳制品			液态奶			啤酒		
	产量	增速		产量	增速		产量	增速
全国	319.4	9.28%	全国	269.6	9.79%	全国	555.6	7.91%
内蒙古	52.0	4.07%	内蒙古	40.0	17.74%	北京	18.5	11.97%
黑龙江	23.4	-8.06%	黑龙江	13.9	-18.45%	广西	24.4	20.01%
上海市	6.2	-0.64%	上海市	5.5	-0.19%	福建	21.1	-0.86%
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	49.6	25.07%
全国	346.0	12.03%	全国	48.3	12.84%	陕西	12.8	20.63%
山东	95.9	38.91%	河南	34.8	9.29%			
四川	54.9	-4.18%						
河南	37.4	8.09%						

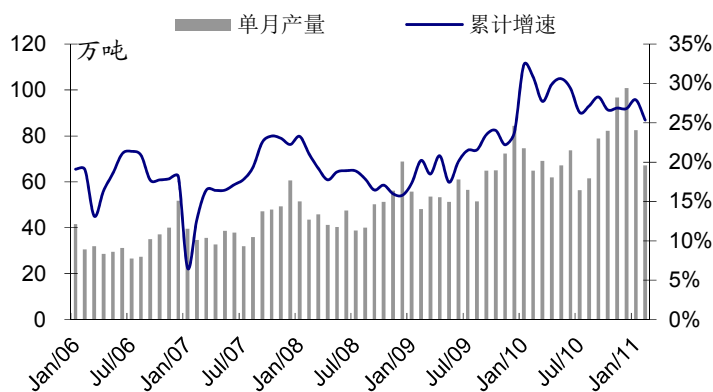
单位：万吨

单位: 万吨

资料来源: 国家统计局, 注: 黄酒 1-2 月数据未出; 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, 洋河看江苏, 古井贡看安徽; 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 (截止 2011 年 2 月)


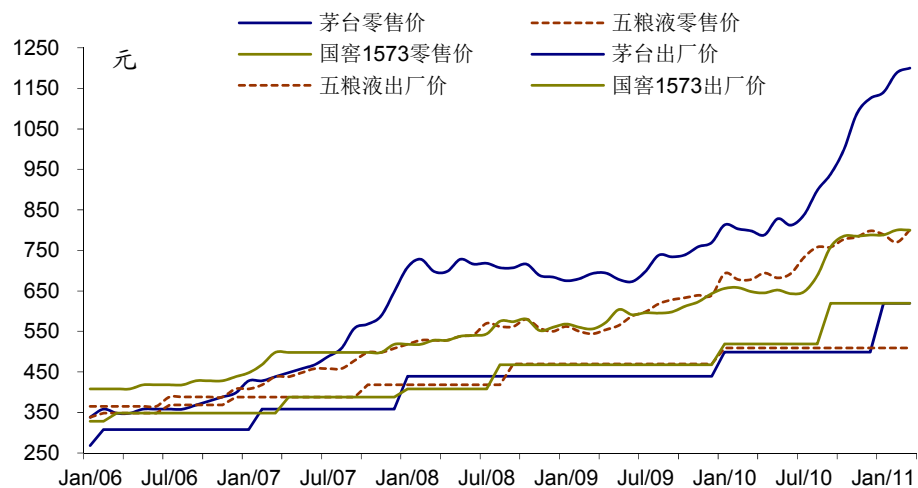
资料来源: 国家统计局

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：

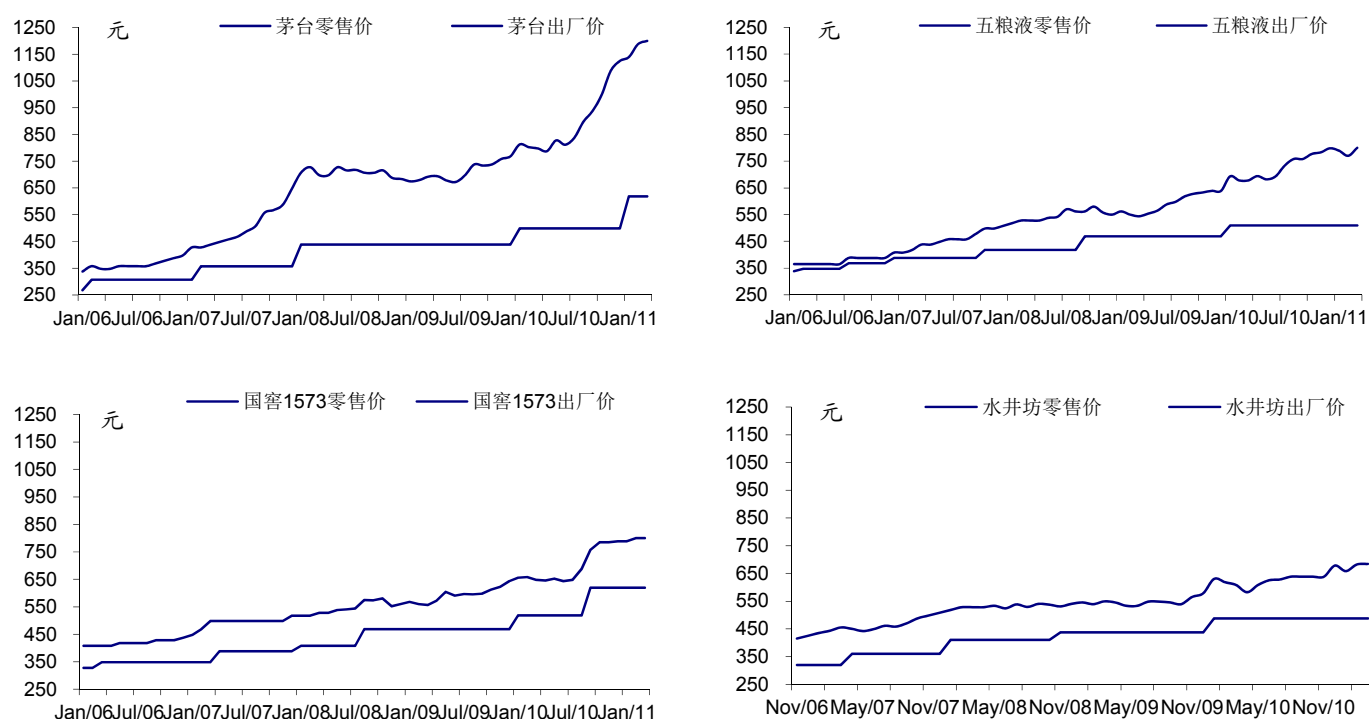
图 4：茅台酒、五粮液、国窖 1573 零售价格与出厂价格比较总图（2011 年 3 月）



资料来源：招商证券研究，

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；

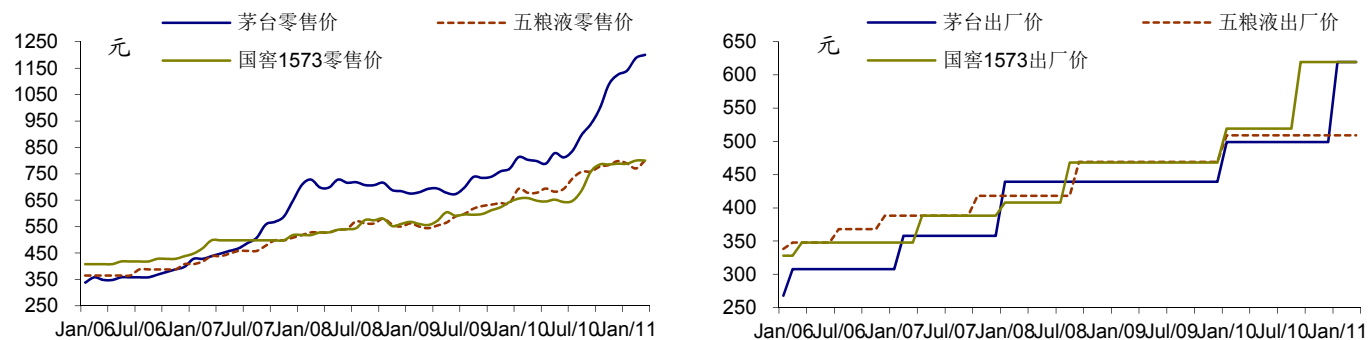
图 5：茅台酒、五粮液、国窖 1573、水井坊零售价格与出厂价格比较细图一（截止 2011 年 3 月）



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。

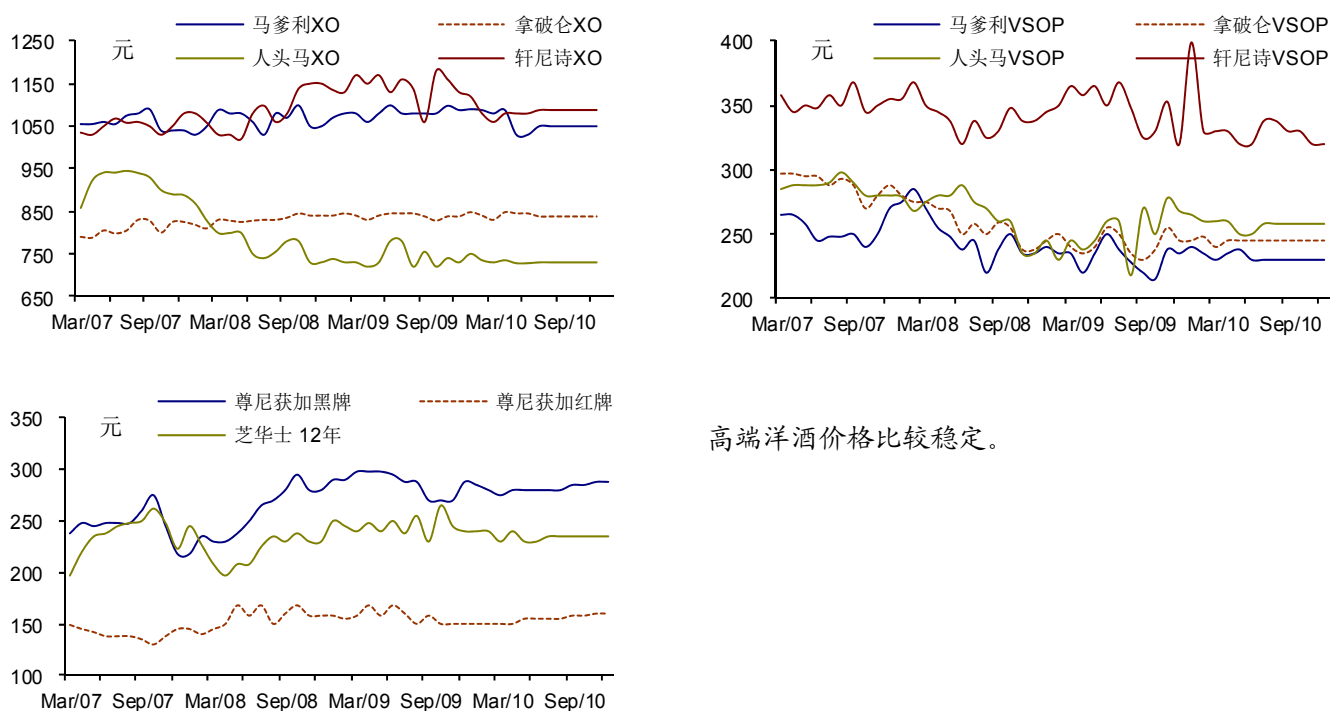
图 6：茅台酒、五粮液、国窖 1573 零售价格与出厂价格比较细图二（截止 2011 年 3 月）



资料来源：招商证券研究

洋酒价格

图 7：广东地区洋酒价格（截止 2010 年 12 月）

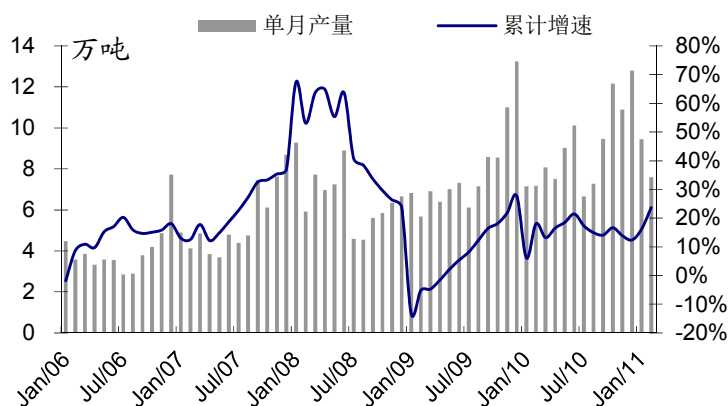


高端洋酒价格比较稳定。

资料来源：招商证券研究，注：数据是下月 1 日统计

葡萄酒

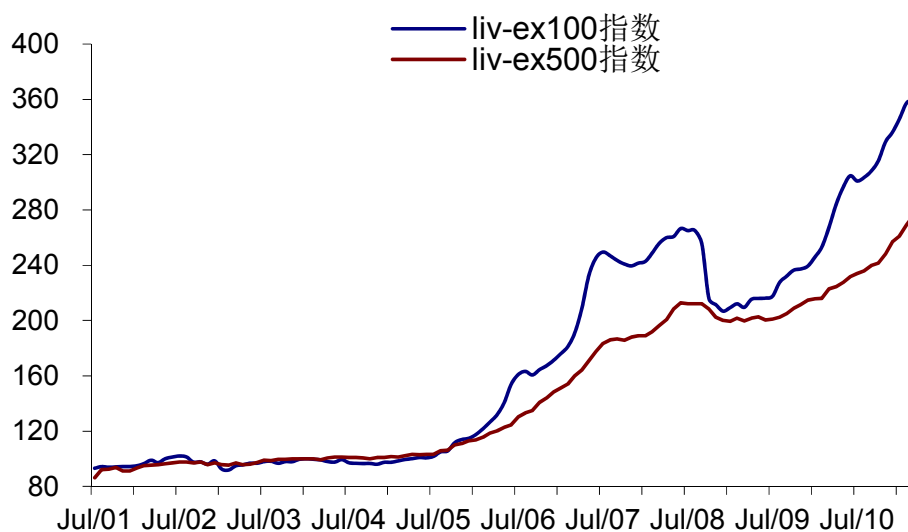
图 8: 全国葡萄酒产量 (截止 2011 年 2 月)



资料来源: 国家统计局

海外高端葡萄酒价格指数 11 年 3 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 11 年 3 月份环比上升 0.4%，同比 34.3%。Liv-ex500 同比上升 23.8%。

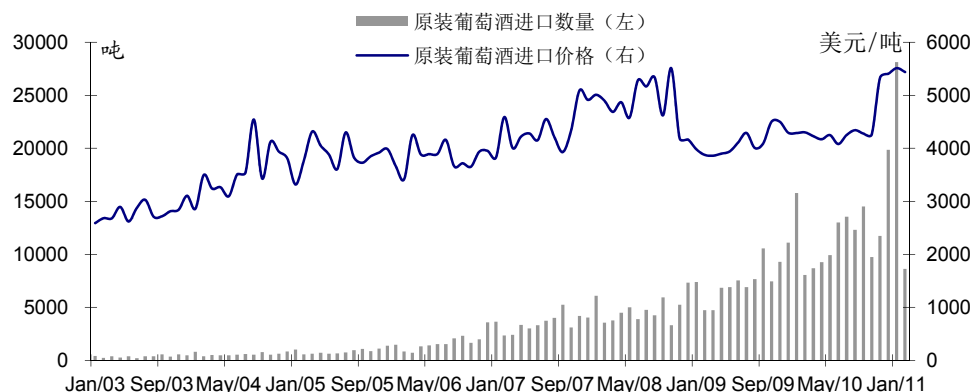
图 9: 葡萄酒价格指数走势 (截止 2011 年 3 月 31 日, 以 2004 年 1 月为 100)



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

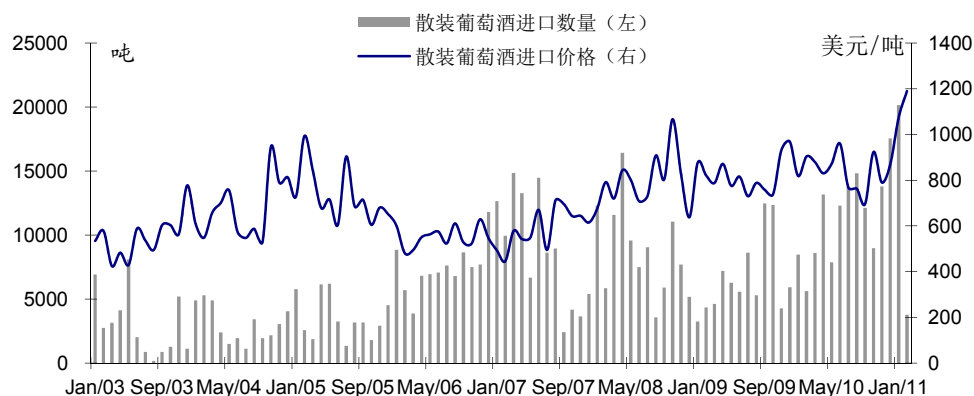
葡萄酒进口量 1 月暴增 2 月回落，应为春节行情。2 月进口原装葡萄酒价格同比上涨 26%，数量同比增幅 7%。1-2 月进口原装葡萄酒量同比增长 54.0%，价格同比上升 28.0%，进口散装葡萄酒量同比跌 33%，价格涨 32%，累计同比数量增加 69.7%，累计价格同比上升 27.9%。

图 10: 我国进口原装葡萄酒量价情况 (截止 2011 年 2 月)



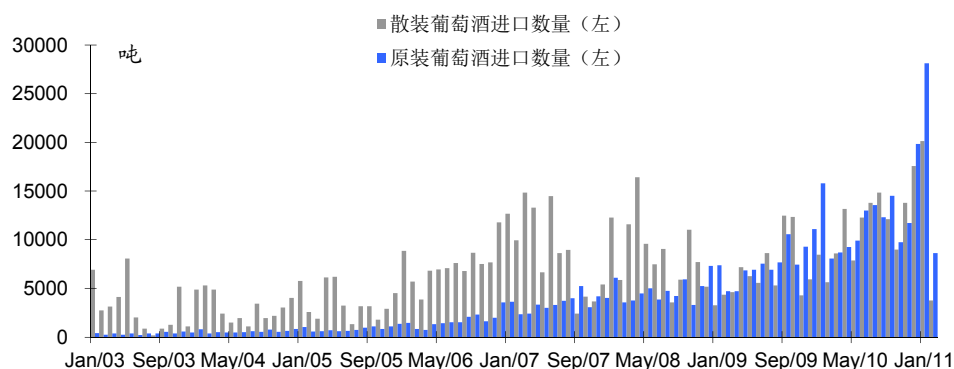
资料来源: 国家海关总署

图 11: 我国进口散装葡萄酒量价情况 (截止 2011 年 2 月)



资料来源: 国家海关总署

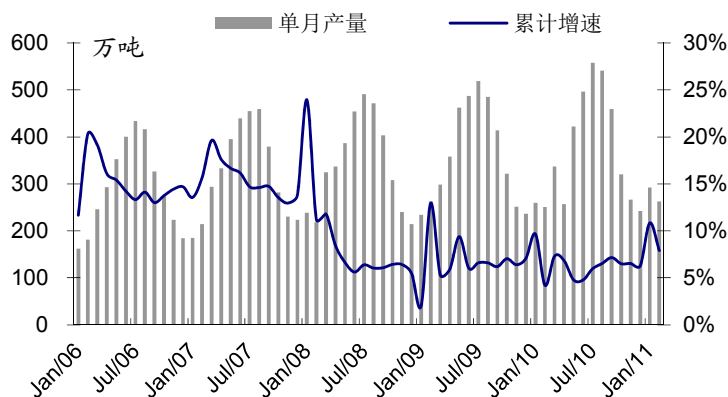
图 12: 我国进口原装散装葡萄酒量对比 (截止 2011 年 2 月)



资料来源: 国家海关总署

啤酒

图 13: 全国啤酒产量 (截止 2011 年 2 月)



资料来源：国家统计局

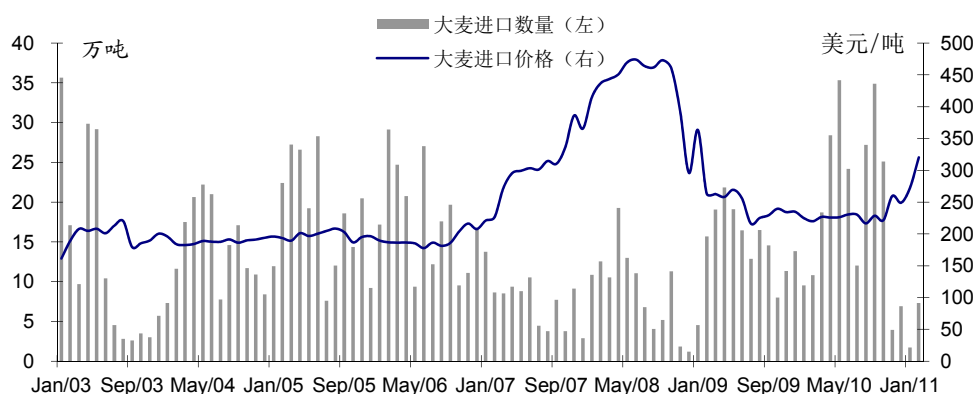
图 14: 加拿大温尼伯交易所大麦期货价格 (2011 年 4 月)



资料来源：BLOOMBERG，招商证券

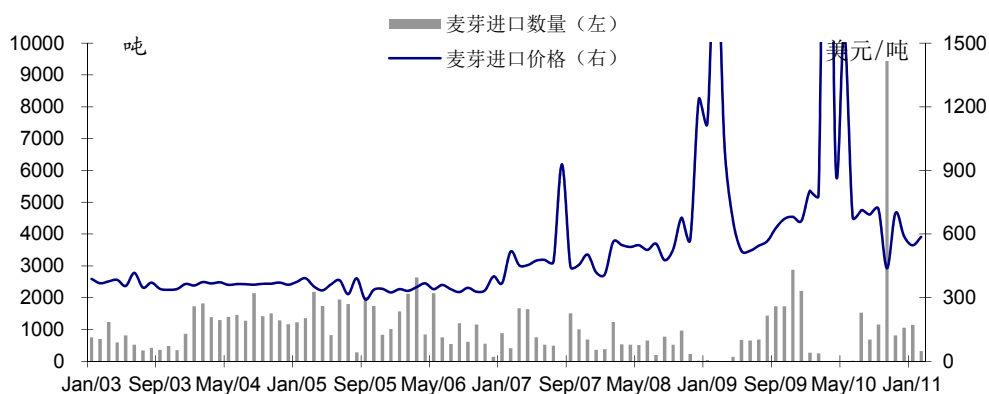
1、2 月份进口大麦量同比分别下降 82%和 32%，价格分别上涨 21%和 26%，由于进口大麦需要几个月的船运期，去年世界大麦价格的上涨从上月起才体现在数据中，大麦进口量的下降应该源于价格的上涨。1-2 月我国大麦进口量累计增速-55.6%，进口价格累计上涨 40.1%。2 月份大麦进口价格 320.37 美元/吨。2 月份麦芽进口量为 322 吨，价格 586.30 美元/吨。加拿大期货价格持续攀升。

图 15: 我国进口大麦量价 (截止 2011 年 2 月)



资料来源: 国家海关总署

图 16: 我国进口麦芽量价 (截止 2011 年 2 月)

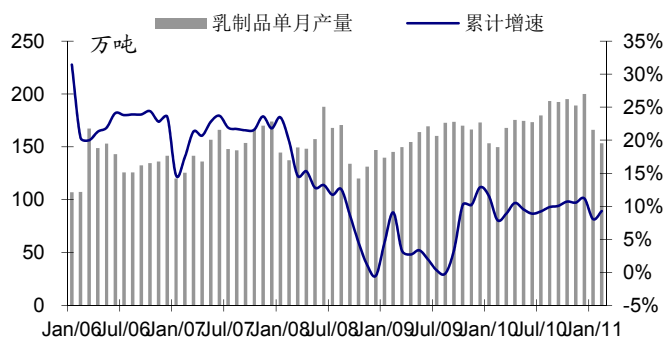


资料来源: 国家海关总署

乳业

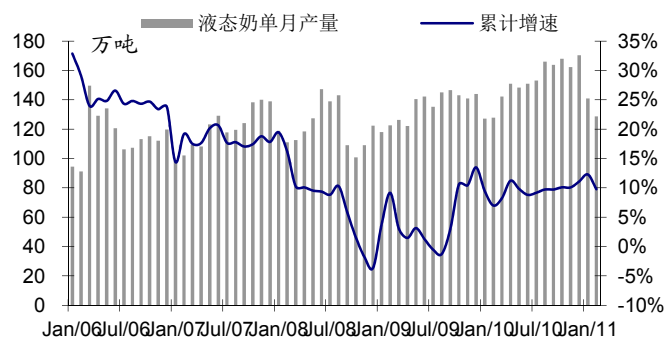
产量

图 17: 全国乳制品产量 (截止 2011 年 2 月)



资料来源: 国家统计局

图 18: 全国液态奶产量 (截止 2011 年 2 月)



资料来源: 国家统计局

原奶价格企稳，但仍维持高位。国内原奶价格自 2009 年 9 月起一路上涨，11 年 3 月底十省主产区奶农出场价格为 3.2 元，主要企业收购价基本涨至 3.5 元以上，行业成本压力显著，但近期走势比较平稳。环太平洋乳品交易价格 3 月微降。

图19：我国十省主产区原奶周价格（截止2011年3月）

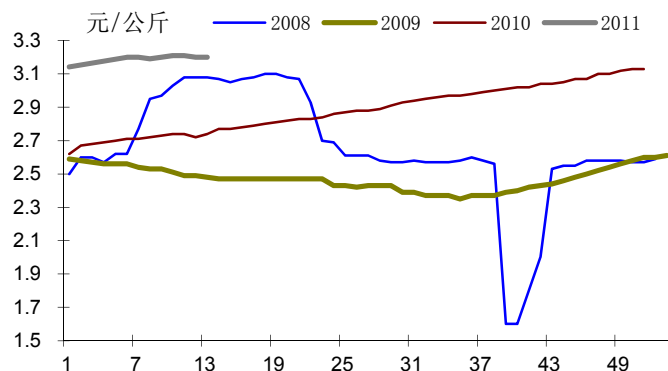
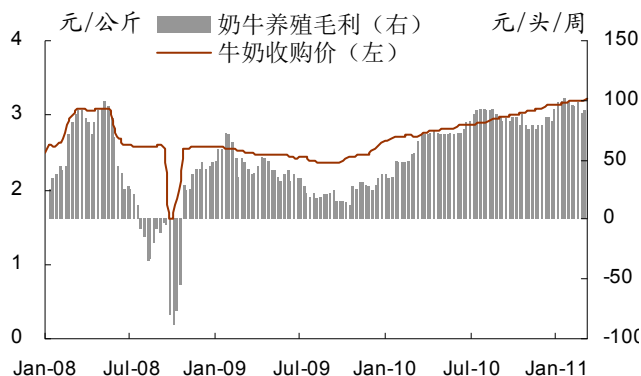
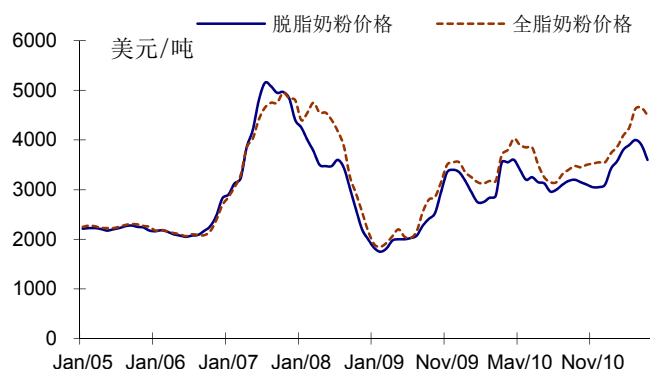


图20：我国十省主产区奶牛养殖毛利（截止2011年3月）



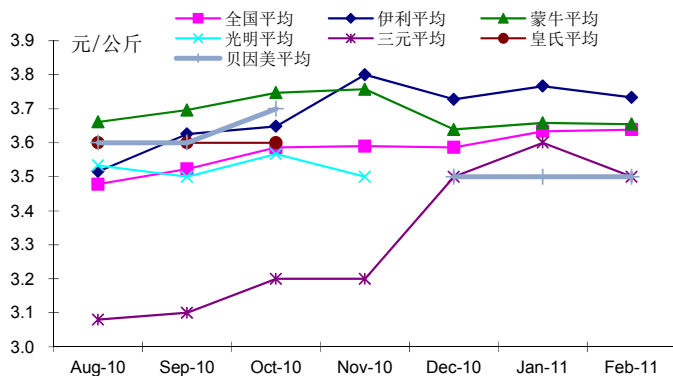
资料来源：农业部、招商证券

图21：环太平洋地区乳品交易价格走势（截止2011.3）



资料来源：USDA

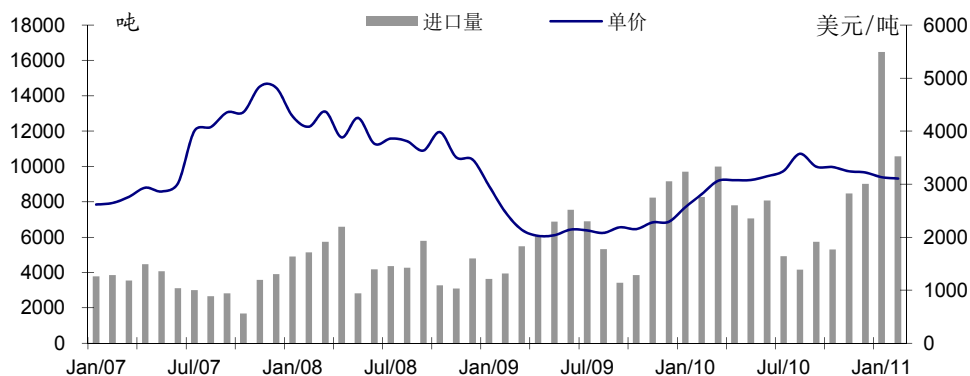
图22：企业牛场收奶价格走势（截止2011年2月）



资料来源：奶业协会，价格为牛场结算价，略高于企业平均价

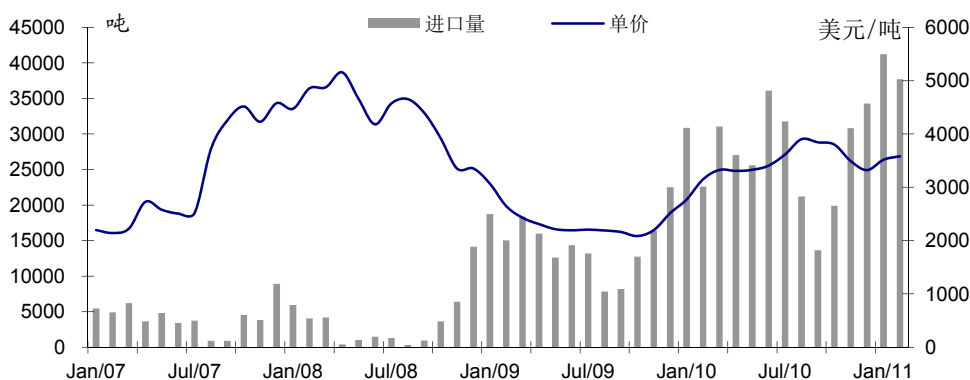
进口奶粉价格走势出现分歧，脱脂奶粉降全脂奶粉涨。1-2月进口脱脂奶粉量累计同比增长 50%，单月价格同比涨 11%。全脂奶粉累计进口增长 48%，单月价格增速 14%。脱脂奶粉 2 月吨价环比微跌至 3106 美元，全脂奶粉涨至 3581 美元。

图 23: 我国进口脱脂奶粉量价情况 (截止 2011 年 2 月)



资料来源: 国家海关总署

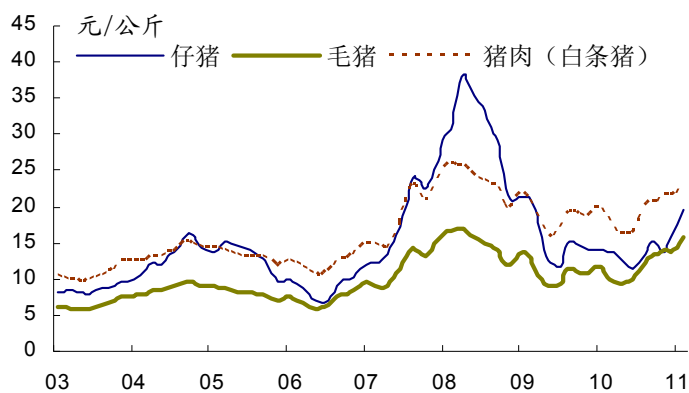
图 24: 我国进口全脂奶粉量价情况 (截止 2011 年 2 月)



资料来源: 国家海关总署

肉类行业

图 25: 全国仔猪、活猪、猪肉价格走势 (截止 2011 年 3 月)



资料来源: 农业部

图 26: 全国生猪养殖业毛利变化 (截止 2011 年 3 月)

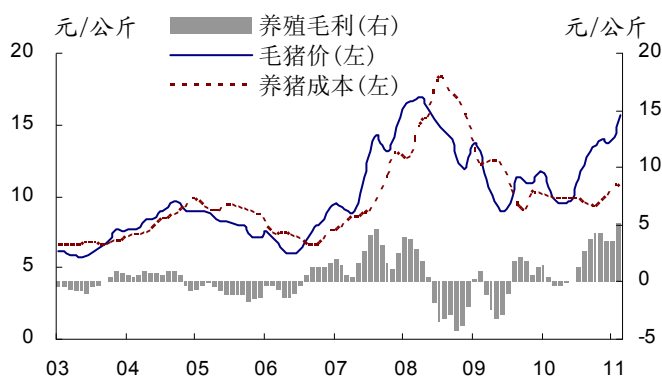
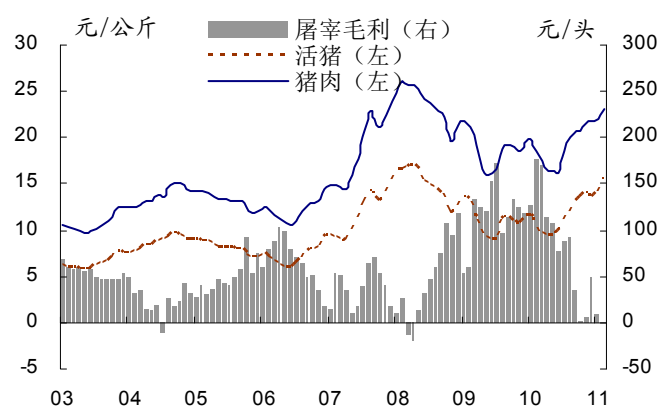


图 27: 全国生猪屠宰业毛利变化 (截止 2011 年 3 月)



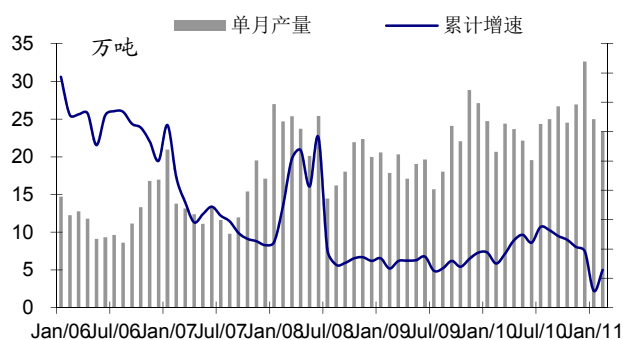
资料来源: 农业部、招商证券研发中心

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

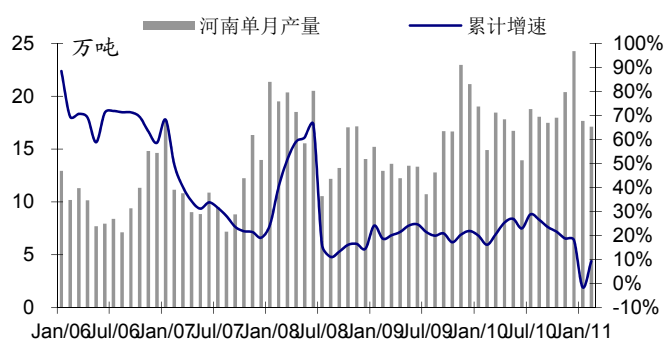
速冻米面食品产量 1-2 月累计增速 12.8%，酵母出口量总体增长，但 1 月份暴涨，2 月份暴跌，应该与订单时间有关。全国活性酵母出口在 1-2 月份累计增速为 17.1%，其中 1 月份环比增速 41.4%，2 月份-22.4%。安琪酵母的布局策略为宜昌总部强化深加工产品开发，出口基地重点移到新疆和广西，1-2 月份广西出口累计增速 112.9%，新疆出口保持增长。糖蜜期货价格企稳，3 个月期货价格达 1270 元/吨，6 个月期货价格 1296 元/吨。

图 28: 全国速冻米面食品产量 (截止 2011 年 2 月)



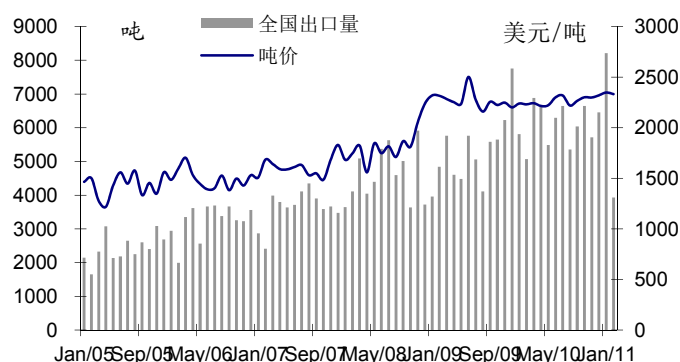
资料来源: 国家统计局

图 29: 河南速冻米面食品产量 (截止 2011 年 2 月)



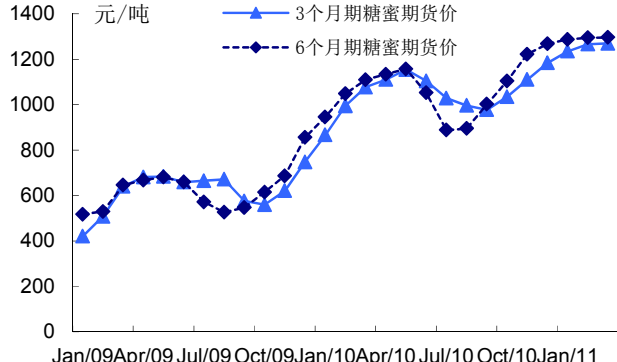
资料来源: 国家统计局

图 30: 全国活性酵母出口量价 (截止 2011 年 2 月)



资料来源: 国家海关总署

图 31: 广西糖蜜 3 个月期和 6 个月期货价格走势 (2011.3)



资料来源: 南宁商品交易所

参考报告:

1. 《糖酒会（2011 年春季）见闻录之五 - 郎酒 - 品牌升空、营销落地》2011/4/6
2. 《糖酒会（2011 年春季）见闻录之四 - 酒鬼酒（000799）主推品种需清晰，开发品牌要控制》2011/4/6
3. 《糖酒会（2011 年春季）见闻录之三 - 五粮液（000858）- 10 年交出合格答卷，11 年关注提价与转型》2011/3/31
4. 《糖酒会（2011 年春季）见闻录之二 - 水井坊（600779）- 挺进超高端，渠道扁平化》2011/3/31
5. 《糖酒会（2011 年春季）见闻录之一 - 山西汾酒（600809）省内试点深度分销，省外青花瓷走高端》2011/3/30
6. 《食品饮料业 2011 年 2 月月报 - 糖酒会及季报有望催化板块行情》2011/3/1
7. 《洽洽食品（002557）- 期待坚果炒货行业龙头的二次腾飞》2011/2/18
8. 《安琪酵母（600298）- 发展态势很健康 增发底价有支撑》2011/1/26
9. 《安琪酵母（600298）- 毛利率将触底回升 高成长仍可期待》2011/1/24
10. 《食品饮料业 2011 年 1 月月报 - 风险释放 相对安全》2011/1/16
11. 《燕京啤酒（000729）- 发挥三模式，提价催化剂》2011/01/07

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。

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。