

## 食品饮料行业



爱建证券有限责任公司  
AJ SECURITIES CO., LTD.

## 促消费和食品涨价背景下食品饮料行业 2011年下半年投资策略

2011年6月30日

### 投资要点:

●2011年下半年我国出口形势仍然不乐观,淘汰产能过剩、资源高消耗和环境高污染企业将继续成为政府调整经济结构的重要措施,国际大宗农产品价格稳中有降,我国居民消费价格指数将逐级回落到5%以下,促进消费仍将被放到特别重要的突出位置。

●2011年下半年,我国粮食价格将保持稳定,可能略有回落,有利于食品企业控制原料成本。

●2011年下半年,白酒行业将迎来生产和消费旺季。

●2011年下半年,葡萄酒和黄酒行业将同时迎来生产和消费旺季。

●2011年下半年是啤酒生产和消费淡季,但是啤酒上市公司经营业绩同比预计稳定增长。

●我国白糖价格大周期顶部已过,下半振荡回调是大势所趋。

●2011年下半年,我国猪肉价格将继续上涨。

●乳制品行业超过三分之一企业被强制关闭,行业龙头公司竞争环境改善,下半年将持续稳定增长。

●投资策略:2011年下半年,食品饮料行业存在三条投资主线,第一条投资主线是生产和消费旺季带来的投资机会,重点公司有贵州茅台、五粮液等;第二条投资主线是行业许可条件提高带来的投资机会,重点公司有伊利股份、光明乳业等;第三条投资主线是重组、增发和股票激励效应带来的投资机会,重点公司有双汇发展、通葡股份、ST中葡、光明乳业等。

●2011年下半年,继续维持食品饮料行业“强于大市”评级。

### 食品饮料行业评级 强于大市 (维持)

动态市盈率: 38.73

市净率: 7.39

### 行业表现



| 评价周期    | 1个月  | 6个月   | 12个月  |
|---------|------|-------|-------|
| 行业涨跌(%) | 3.10 | 1.76  | 34.47 |
| 大盘涨跌(%) | 0.83 | -0.80 | 8.08  |

资料来源: 爱建证券研发部

### 重点公司盈利预测及投资评价

| 股票名称 | 评级 | 09EPS | 10EPS | 11EPS |
|------|----|-------|-------|-------|
| 光明乳业 | 推荐 | 0.12  | 0.19  | 0.25  |
| 贵州茅台 | 推荐 | 4.57  | 5.35  | 8.25  |
| 青岛啤酒 | 推荐 | 0.95  | 1.13  | 1.41  |
| 张裕A  | 推荐 | 2.14  | 2.72  | 3.63  |
| 南宁糖业 | 推荐 | 0.43  | 0.64  | 0.86  |
| 双汇发展 | 推荐 | 1.50  | 1.80  | 2.14  |

资料来源: 公司公告

注册证券分析师: 吴正武

执业证书编号: S0820511030001

电话: 021-3222 9888-3509

邮箱: wuzhengwu@ajzq.com

### 相关报告

《促消费和食品涨价背景下食品饮料行业  
2011年投资策略》

请务必阅读正文之后的重要声明

## 目录

|                                                   |    |
|---------------------------------------------------|----|
| 一、2011年下半年,促进消费将继续成为政府保持经济增长和调整经济结构的主要措施之一.....   | 05 |
| 二、2011年下半年,我国粮食价格将保持稳定,可能略有回落,有利于食品企业控制原料成本.....  | 10 |
| 三、2011年下半年,白酒行业将迎来生产和消费旺季.....                    | 11 |
| 四、2011年下半年,葡萄酒和黄酒行业将同时迎来生产和消费旺季.....              | 13 |
| 五、2011年下半年是啤酒生产和消费淡季,但是啤酒上市公司经营业绩同比预计稳定增长.....    | 18 |
| 六、我国白糖价格大周期顶部已过,下半振荡回调是大势所趋.....                  | 22 |
| 七、2011年下半年,我国猪肉价格将继续上涨.....                       | 26 |
| 八、乳制品行业超过三分之一企业被强制关闭,行业龙头公司竞争环境改善,下半年将持续稳定增长..... | 30 |
| 九、行业投资建议和评级.....                                  | 33 |
| 十、重点上市公司盈利预测和评级.....                              | 35 |

## 图形

|                                                        |    |
|--------------------------------------------------------|----|
| 图 1: 2005 年 1 月以来我国进出口情况(人民币亿元).....                   | 05 |
| 图 2: 2001 年末以来我国 37 种主要能源和原材料产量指数变动情况.....             | 06 |
| 图 3: 截止 2011 年 5 月中国人民银行企业商品价格(CGPI)指数变动情况.....        | 08 |
| 图 4: 截止 2011 年 6 月我国商务部食用农产品价格指数(2005 年 4 月为 100)..... | 08 |
| 图 5: 截止 2011 年 5 月我国社会消费品零售总额及其构成情况(人民币亿元).....        | 09 |
| 图 6: 大连商品交易所和郑州商品交易所大豆、玉米、小麦和籼稻指数收盘价(人民币元/吨).....      | 10 |
| 图 7: 2001 年 1 月-2011 年 5 月我国白酒月度产量(万千升).....           | 11 |
| 图 8: 五家白酒公司营业收入比较(亿元).....                             | 11 |
| 图 9: 六家白酒公司营业收入比较(亿元).....                             | 11 |
| 图 10: 五家白酒公司营业利润比较(亿元).....                            | 12 |
| 图 11: 六家白酒公司营业利润比较(亿元).....                            | 12 |
| 图 12: 五家白酒公司毛利率比较(亿元).....                             | 12 |
| 图 13: 六家白酒公司毛利率比较(亿元).....                             | 12 |
| 图 14: 2002 年 1 月-2011 年 5 月我国葡萄酒月度产量(万千升).....         | 14 |
| 图 15: 2003 年 1 月-2011 年 5 月各地葡萄酒累计产量占同期全国累计产量比例.....   | 14 |
| 图 16: 2008 年 1 月-2011 年 5 月我国葡萄酒产量与进口量比较(万千升).....     | 15 |
| 图 17: 三家葡萄酒公司营业收入比较(亿元).....                           | 15 |
| 图 18: 三家葡萄酒公司毛利率比较(%).....                             | 15 |
| 图 19: 三家葡萄酒公司营业利润比较(亿元).....                           | 16 |

|                                                           |    |
|-----------------------------------------------------------|----|
| 图 20: 三家葡萄酒公司净利润比较(亿元).....                               | 16 |
| 图 21: 2009 年 1 月-2010 年 12 月各地黄酒累计产量占同期全国累计产量比例.....      | 17 |
| 图 22: 两家黄酒公司营业收入比较(亿元).....                               | 17 |
| 图 23: 两家黄酒公司毛利率比较(%).....                                 | 17 |
| 图 24: 两家黄酒公司营业利润比较(亿元).....                               | 18 |
| 图 25: 两家黄酒公司净利润比较(亿元).....                                | 18 |
| 图 26: 2001 年 1 月-2011 年 5 月我国啤酒月度产量(万千升).....             | 18 |
| 图 27: 2001 年 1 月到 2011 年 5 月我国分地区啤酒累计产量占同期全国啤酒累计产量比例..... | 19 |
| 图 28: 东部四家啤酒公司营业收入比较(亿元).....                             | 19 |
| 图 29: 西部四家啤酒公司营业收入比较(亿元).....                             | 19 |
| 图 30: 东部四家啤酒公司毛利率比较(%).....                               | 20 |
| 图 31: 西部四家啤酒公司毛利率比较(%).....                               | 20 |
| 图 32: 东部四家啤酒公司营业利润比较(亿元).....                             | 20 |
| 图 33: 西部四家啤酒公司营业利润比较(亿元).....                             | 20 |
| 图 34: 中国进口大麦价格走势.....                                     | 21 |
| 图 35: 2010 年 1 月以来加拿大温尼伯交易所大麦期货收盘价走势(加元/吨).....           | 21 |
| 图 36: 嘉士伯与啤酒花、重庆啤酒、兰州黄河和西藏发展股权关系图.....                    | 22 |
| 图 37: 2005 年初到 2011 年 6 月中国食糖现货价格指数(元/吨).....             | 23 |
| 图 38: 美糖 11 和郑白糖期货价格(以人民币元/吨计价).....                      | 23 |
| 图 39: 2004 年 10 月-2011 年 5 月我国白糖产量和进口量(万吨).....           | 24 |
| 图 40: 2004 年 10 月-2011 年 5 月各地白糖累计产量占同期全国累计产量比例.....      | 25 |
| 图 41: 三家制糖公司营业收入比较(亿元).....                               | 25 |
| 图 42: 三家制糖公司毛利率比较(%).....                                 | 25 |
| 图 43: 三家制糖公司营业利润比较(亿元).....                               | 26 |
| 图 44: 三家制糖公司净利润比较(亿元).....                                | 26 |
| 图 45: 《调控预案(暂行)》预警示意图.....                                | 27 |
| 图 46: 我国仔猪生猪猪肉和猪粮比价变动(元/公斤).....                          | 28 |
| 图 47: 我国生猪和能繁母猪存栏数(头).....                                | 28 |
| 图 48: 七家猪肉公司营业收入比较(亿元).....                               | 29 |
| 图 49: 七家猪肉公司毛利率比较(%).....                                 | 29 |
| 图 50: 七家猪肉公司营业利润比较(亿元).....                               | 29 |
| 图 51: 七家猪肉公司净利润比较(亿元).....                                | 29 |
| 图 52: 2001 年 1 月-2011 年 5 月各地乳制品产量占同期全国累计产量比例.....        | 30 |
| 图 53: 我国乳制品和液体乳月度产量(万吨).....                              | 31 |
| 图 54: 我国牛奶、酸奶零售价格(元/升)和主产区生鲜乳平均价格(元/公斤).....              | 31 |
| 图 55: 四家奶业公司营业收入比较(亿元).....                               | 32 |

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 图 56: 四家奶业公司毛利率比较(%).....   | 32 |
| 图 57: 四家奶业公司毛利额比较(亿元).....  | 32 |
| 图 58: 四家奶业公司营业利润比较(亿元)..... | 32 |
| 图 59: 白酒行业指数与上证综指比较.....    | 34 |
| 图 60: 葡萄酒行业指数与上证综指比较.....   | 34 |
| 图 61: 啤酒行业指数与上证综指比较.....    | 34 |
| 图 62: 制糖行业指数与上证综指比较.....    | 34 |
| 图 63: 肉制品行业指数与上证综指比较.....   | 34 |
| 图 64: 乳品行业指数与上证综指比较.....    | 34 |

## 表格

|                                                           |    |
|-----------------------------------------------------------|----|
| 表 1: 我国货币供给 M2 和国内生产总值 GDP 及其比值变动情况(人民币万亿元).....          | 07 |
| 表 2: 白酒行业上市公司 2009 年末和 2010 年末白酒库存商品、自制半成品和在产品存货(亿元)..... | 13 |
| 表 3: 青岛啤酒营业成本构成.....                                      | 21 |
| 表 4: 2010 年 8 月以来国家发展改革委员会投放国家储备糖情况.....                  | 24 |
| 表 5: 1994 年以来我国生猪和猪肉价格周期波动.....                           | 27 |
| 表 6: 《调控预案(暂行)》预警指标和调控目标.....                             | 27 |
| 表 7: 《防止生猪价格过度下跌调控预案(暂行)》预警区域与响应机制.....                   | 27 |
| 表 8: 光明乳业股票激励计划规定的经营业绩考核达标条件.....                         | 33 |
| 表 9: 重点上市公司盈利预测和评级.....                                   | 35 |

## 一、2011 年下半年，促进消费将继续成为政府保持经济增长和调整经济结构的主要措施之一

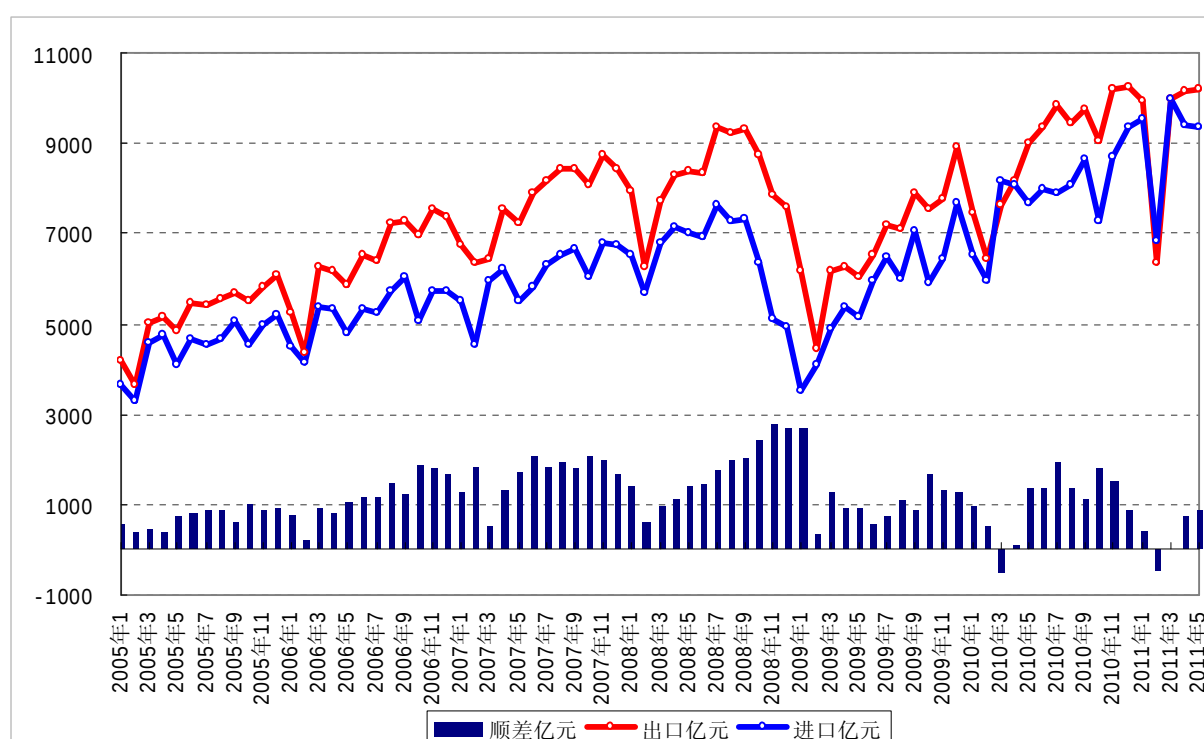
消费、投资和出口是拉动我国国内生产总值（GDP）增长的“三驾马车”。由于我国贫富两级分化，养老、医疗、失业、教育等保障体制不健全，长期以来，消费对拉动 GDP 增长的作用比较弱，GDP 增长主要依靠投资和出口拉动。

### 1、2011 年下半年我国出口形势仍然不乐观

我国商品出口国主要是美国、欧洲、日本等发达国家和地区，通过香港的转口贸易最终也主要进入这些国家和地区。2008 年下半年爆发的全球资本主义经济危机沉重打击了美国、欧洲、日本等发达国家和地区。为应对经济危机，各主要资本主义国家投入巨额财政资金，收购濒临倒闭的金融集团和其他集团有毒（不良）资产，并采取降低利率和扩张货币供给政策。

但是，美国、欧洲、日本等发达国家和地区经济复苏疲弱，2011 年，这些国家和地区国内生产总值同比增速预计 2% 左右，产能过剩，失业率高达 10% 以上。失业率上升、薪酬下降和家庭财产缩水迫使居民缩减消费支出。消费是拉动这些国家和地区 GDP 增长的主要贡献力量，贡献份额在 80% 左右，居民缩减消费支出导致 GDP 反弹软弱无力，对国外进口商品需求疲弱。

图 1：2005 年 1 月以来我国进出口情况（人民币亿元）



资料来源：中国海关

由于经济复苏疲弱，美国、欧洲、日本等发达国家和地区财政收入困难，加上政府执行大规模扩张性财政政策，导致这些国家财政赤字和政府债务危机突显。2010 年，欧元区政府债务占 GDP 的比例达到 85% 左右，其中希腊、意大利、葡萄牙、西班牙、爱尔兰等国政府债务危机尤其严重。日本政府债务占 GDP 的比例达到 190% 左右；美国联邦和州政府债务占 GDP 的比例达到 90% 左右。西方国

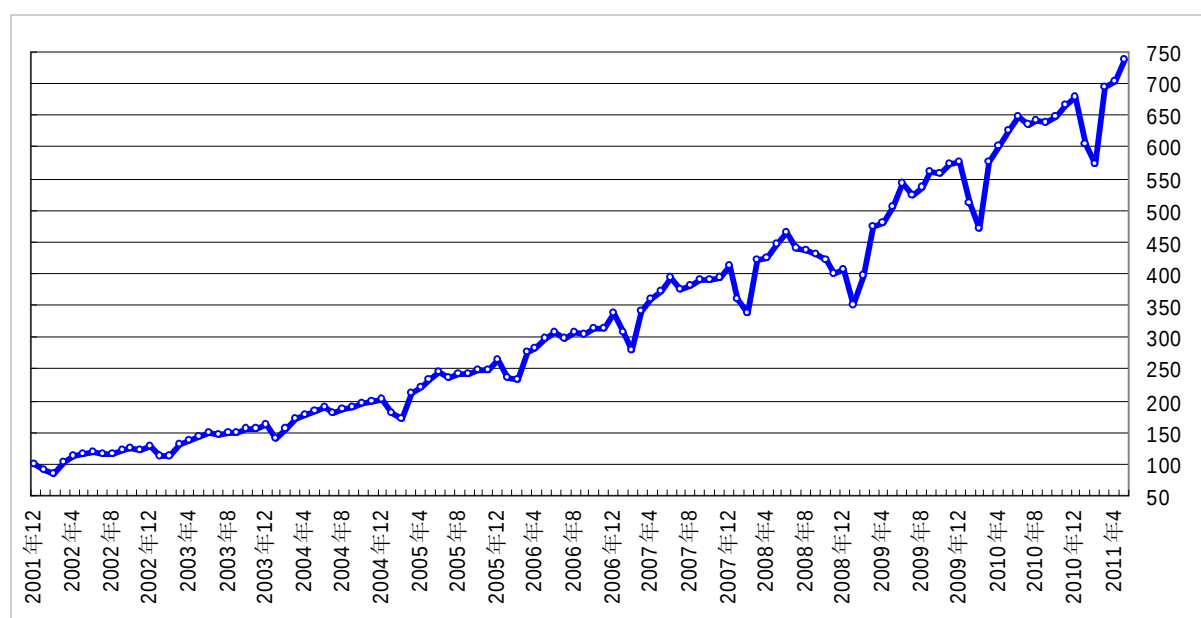
家政府受巨额外债和巨额财政赤字压迫，进一步刺激经济的空间很小。欧元区法国、爱尔兰、希腊、葡萄牙、西班牙等国家的政府已经或者即将出台紧缩财政政策。美国国会众议院压迫奥巴马政府缩减财政赤字和降低政府债务占 GDP 的比例。紧缩财政的过程就是增加税收、缩减开支、偿还债务、增加储蓄的过程，势必延缓经济复苏。日本大地震灾后重建将加重日本政府债务负担。

产能过剩和失业率上升迫使美国、欧洲等发达国家和地区政府采取贸易保护主义政策。压迫人民币升值和针对中国出口商品征收反倾销税被这些国家和地区政府认为是降低国内失业率和促进国内经济复苏的有效途径。人民币对美元升值是大势所趋，不确定性只是升值速度的快慢，欧洲部分国家债务危机导致人民币对欧元出现较大幅度升值，中国对欧元区国家出口竞争力降低。2011 年 2 月我国外贸出现逆差，3 月基本持平，4 月和 5 月略有顺差，下半年，我国外贸顺差将维持在比较低的水平，无法恢复到 2007 年和 2008 年上半年的水平，出口对拉动 GDP 增长的作用降低。导致出口收缩的根本原因是国外需求下降，主动权主要不在中国政府手里。

2、2011 年下半年，淘汰产能过剩、资源高消耗和环境高污染企业将继续成为政府调整经济结构的重要措施

在出口受阻、消费不足状况短期内难以突破的情况下，为阻止 GDP 增速下滑的不利局面，2008 年下半年以来，政府实施了规模庞大的投资，并配合宽松的货币政策。这一政策短期取得了明显成效，成为 2009 年和 2010 年我国 GDP 增长的主要拉动力量，但是也加剧了我国多行业产能过剩、资源高消耗和环境高污染的不利局面。

图 2：2001 年末以来我国 37 种主要能源和原材料产量指数变动情况



资料来源：国家统计局

在政府规模庞大的投资中，主体部分是固定资产投资。固定资产投资快速增长拉动能源和原材料产量快速、大幅度上升。2011 年 5 月与 2009 年 1 月相比，我国原煤、天然原油、铁矿石原矿、磷矿石、原盐、汽油、煤油、柴油、焦炭、硫酸、烧碱（折 100%）、纯碱(碳酸钠)、水泥、平板玻璃、生铁、粗钢、钢材、十种有色金属、氧化铝、铜材、铝材等 37 种能源和原材料产量指数增长了 1.1 倍，

请务必阅读正文之后的重要声明

是同期 GDP 增速的 3 倍以上，资源高消耗和环境高污染企业粗放增长，不具有可持续性。从 2010 年下半年开始，中央政府通过强制关闭淘汰落后产能企业、建立节能减排约束指标、改革资源税、完善房产税等政策，抑制资源高消耗和环境高污染的行业和企业的发展，促进国民经济增长方式转变。2010 年下半年以来，尤其是进入 2011 年以后，央行多次上调银行存款准备金率，到 6 月，大型金融机构达到 21.5% 高水平，对淘汰产能过剩、资源高消耗和环境高污染企业作用正在显现。在银行贷款供给能力下降的环境中，这些企业由于从银行得不到贷款而转向民间高利贷，在高利息成本压力下被淘汰。

2011 年是“十二五”规划开局之年，“十二五”规划的重大投资项目将陆续开工建设。根据规划，未来 5 年，我国将投资 5 万亿元左右用于 3600 万套保障房建设，将投资 5.3 万亿元用于电力建设，将投资 3.5 万亿元用于高速铁路建设；未来 5 年到 10 年，我国将投资 4 万亿元左右用于水利建设。除此之外；未来 5 年，我国还将继续加大医疗、教育、环保、科技创新、农业等领域投资力度。投资仍然是拉动国内生产总值增长的重要力量。央行维持实际负利率，有利于保证这些关系国计民生的重大项目通过向银借贷款或者发行债券途径低成本筹集到资金。

### 3、2011 年下半年国际大宗农产品价格稳中有降，我国居民消费价格指数将逐级回落到 5% 以下

为抑制国际经济危机深化，促进经济复苏，各主要国家降低利率水平，大幅度增加货币供给，并实施扩张性财政政策，结果导致各主要国家 GDP 小幅度增长和国际能源、原材料价格大幅度上涨。石油、铁矿石、铜、铝等我国短缺资源的国际价格大幅度上涨对我国制造业生产成本和产品价格形成巨大压力，推高了通胀水平。

由于发展中新兴国家经济复苏速度大幅度快于欧美、日本等发达国家，欧美、日本等发达国家的过剩资本涌入巴西、印度、中国等新兴国家，推高了这些国家的资产和商品价格。低利率和大规模增加货币供给政策也是发达国家压低本国货币币值，强迫别国货币被动升值和为本国过剩资本提供出国渔利机会的重要战略。

2008 年下半年以来，为应对全球资本主义经济危机，我国货币供给 M2 也快速大幅度增长，2008 年末我国货币供给 M2 是 47.5 万亿元，2010 年 12 月末增长到了 72.6 万亿元，增幅为 52.8%，同期我国国内生产总值增长幅度为 26.7% 左右，导致 M2/GDP 比例从 1.58 倍上涨到 1.82 倍。

**表 1：我国货币供给 M2 和国内生产总值 GDP 及其比值变动情况（人民币万亿元）**

|              | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|--------------|------|------|------|------|
| GDP          | 25.7 | 30.1 | 33.5 | 39.8 |
| 年末 M2        | 40.3 | 47.5 | 60.6 | 72.6 |
| 年末 M2/全年 GDP | 1.57 | 1.58 | 1.81 | 1.82 |

资料来源：中国人民银行和国家统计局

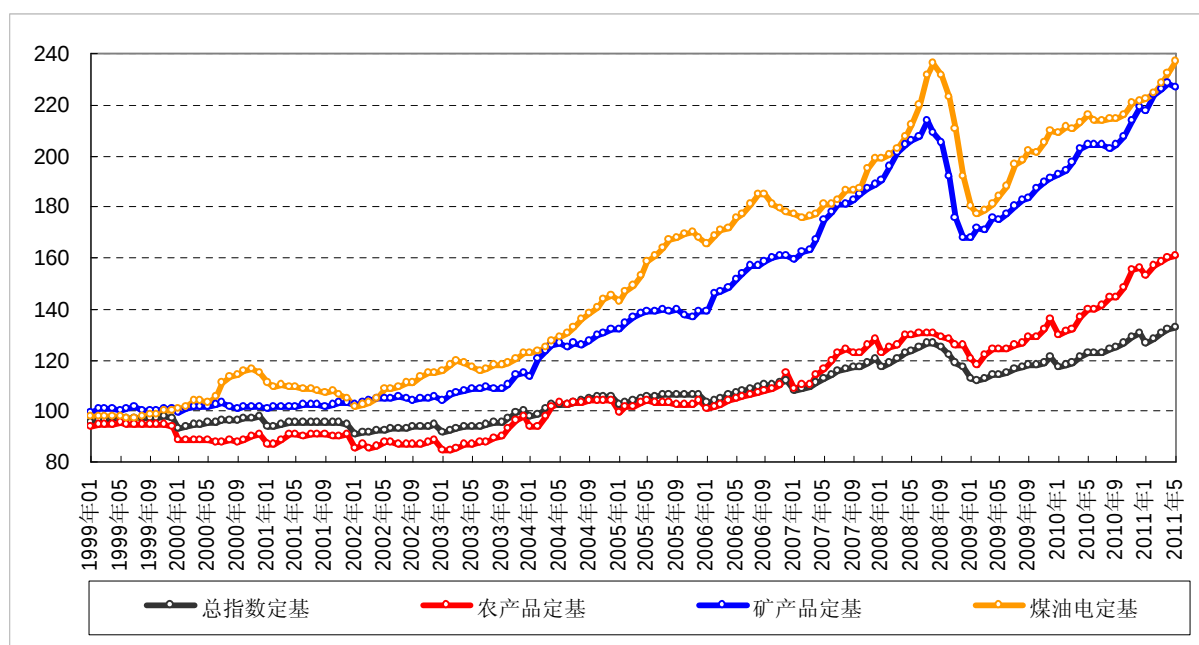
银行等金融机构为向存款者支付利息，必须将其中大部分资金放贷出去或者投资出去。快速上涨的货币供给 M2 追逐增长相对缓慢的国内生产总值 GDP 是我国物价上涨的根本原因。

通货膨胀已经影响到了我国宏观经济的稳定和经济结构调整，抑制通货膨胀已经被列为政府工作的首要任务。

请务必阅读正文之后的重要声明

7

图 3：截止 2011 年 5 月中国人民银行企业商品价格（CGPI）指数变动情况

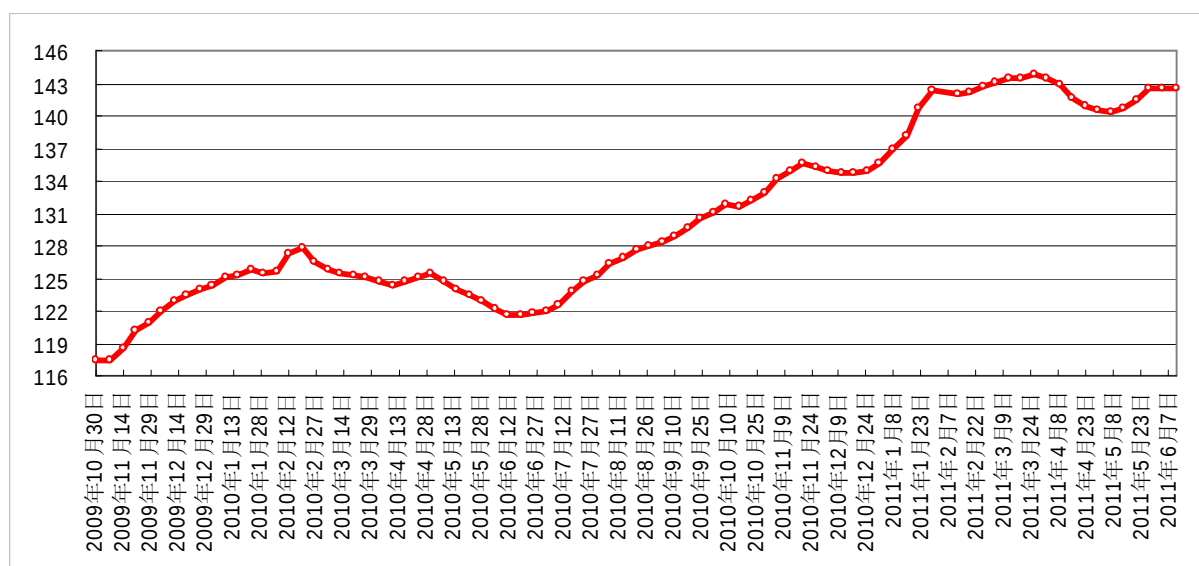


资料来源：中国人民银行

美国第二轮量化宽松货币政策导致的全球大宗商品价格大幅度上涨也推高了美国工业生产成本和美国居民的生活成本，不利于美国经济复苏，美国第二轮量化宽松货币政策于今年 6 月底到期后预计不会有第三轮量化宽松货币政策，欧盟、中国以及其他主要经济体出台抑制通货膨胀的货币政策，预计全球大宗商品价格将丧失强劲上涨趋势。6 月下旬美元指数运行在 75 左右的低水平上，下半年将向 85-90 左右的 3 年平均水平回归，美元指数的上涨将拉低大宗商品，包括大宗农产品价格。

央行、发展改革委、商务部、农业部等多部门联合采取综合措施抑制消费品价格过快上涨。5 月末，我国货币供给 M2 余额 76.34 万亿元，同比增长 15.1%，比上年同期低 5.9 个百分点。央行多次上调银行存款准备金率和适度加息的滞后效应将在下半年逐渐显现。

图 4：截止 2011 年 6 月我国商务部食用农产品价格指数（2005 年 4 月为 100）



资料来源：商务部，2010 年 10 月及其以前为统计数据，以后为推测数据

请务必阅读正文之后的重要声明

8

去年下半年国内食品等主要消费品价格大幅度上涨，同比基数高，今年下半年由于国际和国内因素，我国食品价格将保持稳定，可能有所回落，居民消费价格指数将逐级回落到 5% 以下，通货膨胀形势将缓解。

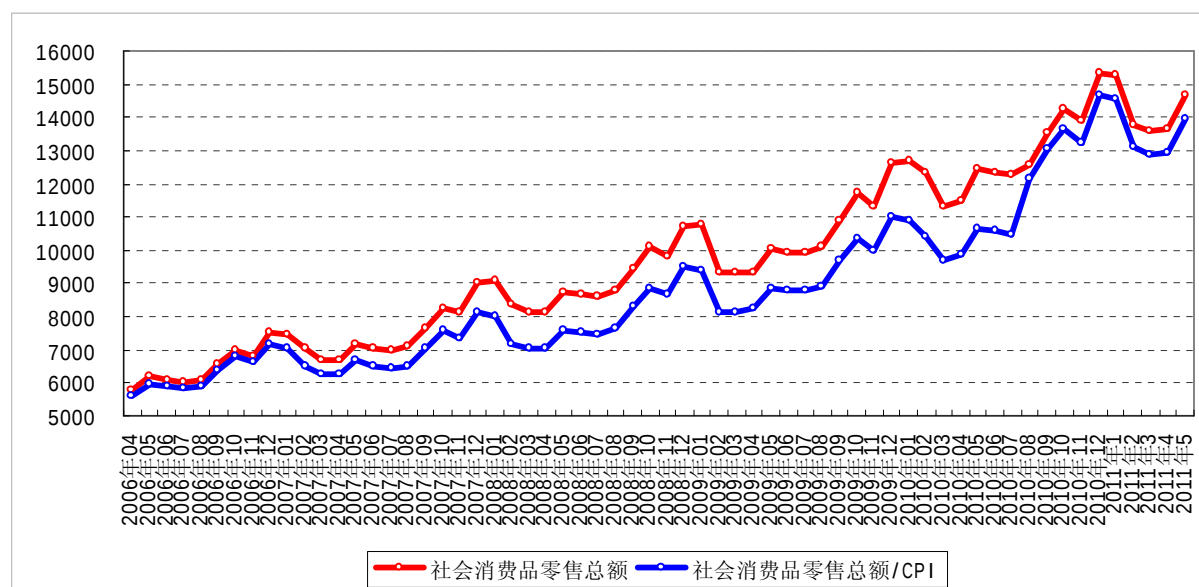
#### 4、2011 年下半年，促进消费仍将被放到特别重要的突出位置

在对外开放的国家和地区，消费和出口是拉动 GDP 增长的最终力量，投资则是拉动 GDP 增长的中间力量，因为投资最终都要形成生产能力或者服务能力，生产的产品或者提供的服务需要寻找消费或者出口通道，如果消费或者出口通道受阻，就会出现产能过剩，成本上升，投资亏损的局面。在我国出口增长受到国际宏观环境制约的背景下，促进国内消费的重要性尤其突出。

长期以来，消费对拉动我国 GDP 增长的作用比较弱，根本原因是贫富两级分化。根据全国总工会发布的数据，从 1997 年到 2007 年，劳动者报酬占 GDP 比重从 53.4% 下降到 39.74%，在发达国家，劳动者报酬占 GDP 比重大多在 50% 以上。根据国家发展改革委员会发布的数据，2009 年我国基尼系数超过 0.5，是全球少数几个贫富两级分化最严重的国家之一。贫富两级分化导致占人口大多数的低收入人群消费能力低下，少数高收入人群在国内奢侈消费和到国外消费对拉动 GDP 增长作用有限。

贫富两级分化导致国内阶级矛盾激化，工人罢工和其他人群抗议事件此起彼伏，已经引起了政府的高度重视。国内自然资源和劳动力血汗被廉价输送到发达国家，供别人享用，留给国内的是资源高消耗、环境高污染和劳动者贫困。出口商用赚取的外汇向银行兑换人民币，导致银行被动向市场大规模注入货币，是通胀持续多年的根源。政府持有巨额外汇储备由于各主要国家大规模印钞遭遇贬值损失。因此，降低经济增长对出口过度依赖，促进国内消费对经济增长拉动作用将被放到突出重要位置。

图 5：截止 2011 年 5 月我国社会消费品零售总额及其构成情况（人民币亿元）



资料来源：国家统计局

突破消费不足瓶颈，根本措施是促进财富在国民中间的平衡分布。政府应当继续提高农民、城市劳工、失业人员、企业退休人员等低收入人群的收入水平；健全养老、医疗、失业、教育等保障体制；降低高房价对居民其他消费支出的挤出效应。我国消费增长、尤其是农村消费增长仍然有较大空间。

请务必阅读正文之后的重要声明

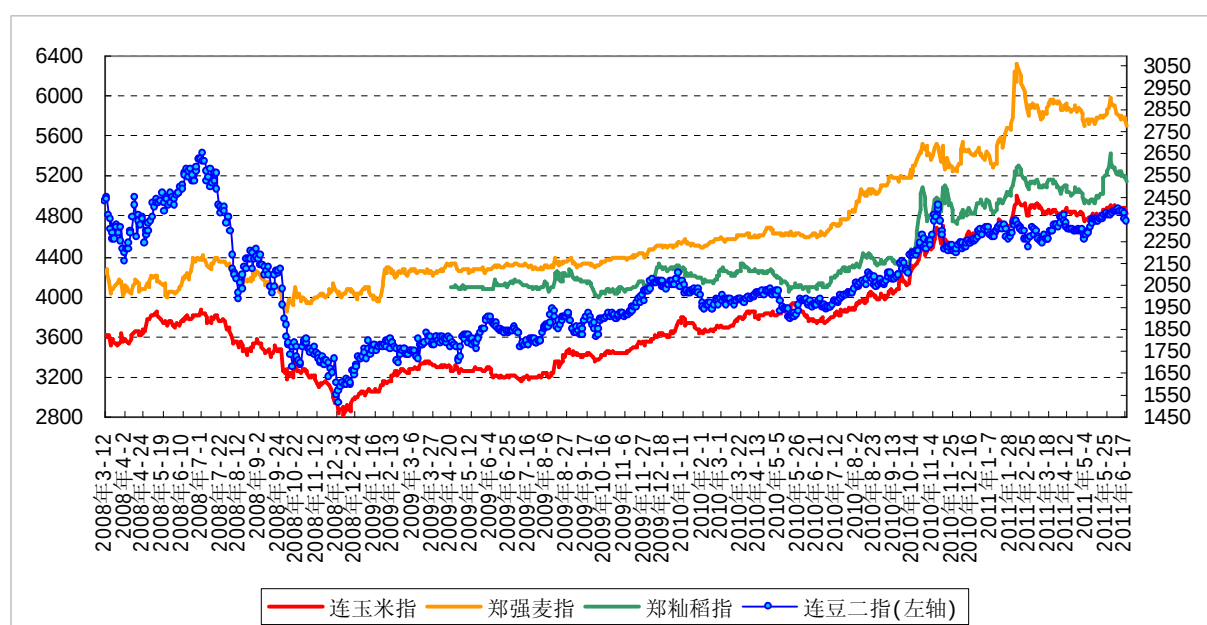
食品饮料行业是消费领域的重要行业，食品支出在居民消费支持中所占的权重是三分之一左右。政府促进消费政策，尤其是提高低收入人群收入水平的政策，有利于食品饮料行业上市公司扩大经营规模，提高经营业绩，为食品饮料行业上市公司股票带来投资机会。

## 二、2011 年下半年，我国粮食价格将保持稳定，可能略有回落，有利于食品企业控制原料成本

去年下半年，由于受美国实施第二轮量化宽松货币政策、国际投机资金借机炒作等因素影响，国际和国内粮食价格大幅度上涨。今年下半年这些影响因素消退。

我国粮食连续七年增产，今年预计继续增产，粮食价格稳定具有比较坚实的供给基础。根据国家统计局的统计数据，2010 年我国粮食总产量达到 54641 万吨，比上年增长 2.9%，其中，夏粮产量 12310 万吨，秋粮产量 39199 万吨。2009 年 10 月份公布的全国粮食清仓查库结果显示国有粮库库存粮食 2.25 亿吨，占粮食年产量 40%，有比较高的安全边际。在 2011 年 3 月初召开的全国人大和政协“两会”期间，国家发展和改革委员会主任说我国粮食库存充裕，其中小麦库存就超过 2 亿吨。自然灾害对我国粮食产量和价格有一定影响，但是不是决定性的影响因素。政府抗灾和救灾措施也能降低自然灾害对我国粮食产量和价格的影响程度。

图 6：大连商品交易所和郑州商品交易所大豆、玉米、小麦和籼稻指数收盘价（人民币元/吨）



资料来源：大连商品交易所和郑州商品交易所

为保护农民种粮积极性，进一步促进粮食生产发展，2010 年 10 月，国务院决定：2011 年生产的小麦每 50 公斤白小麦（三等，下同）、红小麦、混合麦最低收购价格分别提高到 95 元、93 元、93 元，比 2010 年分别提高 5 元、7 元、7 元。2011 年 2 月，国务院决定：2011 年生产的三等早籼稻、中晚籼稻、粳稻最低收购价分别提高到每 50 公斤 102 元、107 元、128 元，比 2010 年分别提高 9 元、10 元、23 元。小麦、稻谷等粮食最低收购价封闭了我国大宗粮食价格的下跌空间。

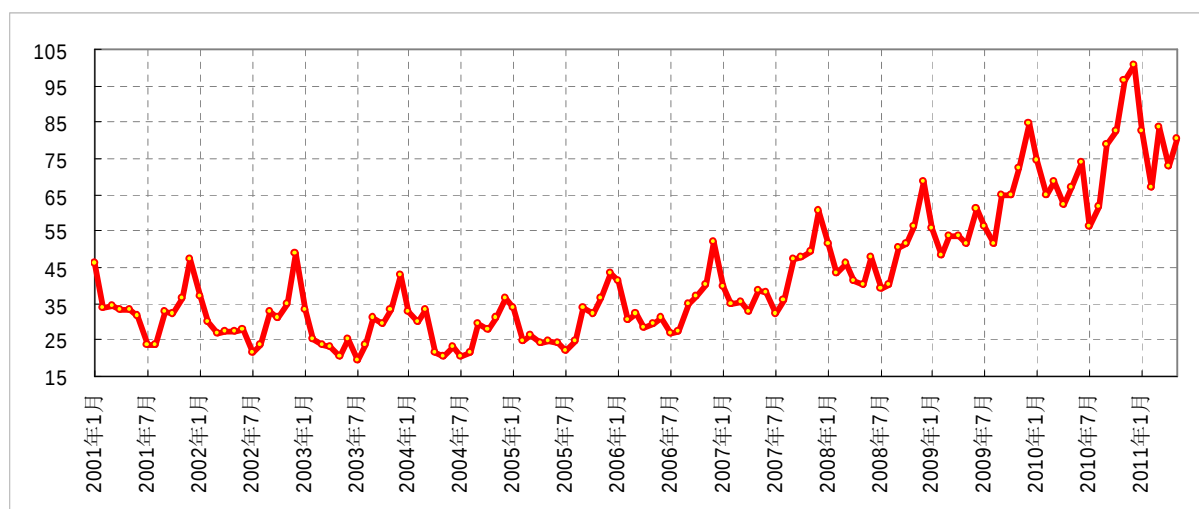
下半年，国际粮食价格总体上将呈现稳中有降走势。目前，美国大豆、玉米、小麦等主要粮食品种价格低于中国，差价幅度约为 25% 左右。我国人口多、粮食需求量大，靠国际粮食贸易无法保障我

国粮食安全。2011 年我国粮食进口关税配额量为：小麦 963.6 万吨，玉米 720 万吨，大米 532 万吨。适当进口国外廉价粮食有利于降低国内饲料价格，降低肉、蛋、奶、水产品等食品生产成本。

### 三、2011 年下半年，白酒行业将迎来生产和消费旺季

我国白酒月度产量呈现有规律的季节性周期波动，2004 年以后，周期的高点和低点都呈现逐年抬高趋势，说明我国白酒产量在周期波动中向前发展。每年冬季是白酒生产和消费的旺季。

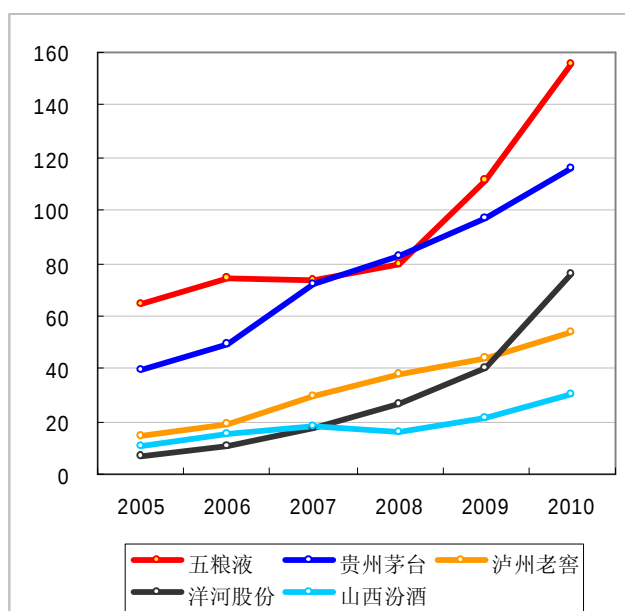
图 7：2001 年 1 月-2011 年 5 月我国白酒月度产量（万千升）



资料来源：国家统计局

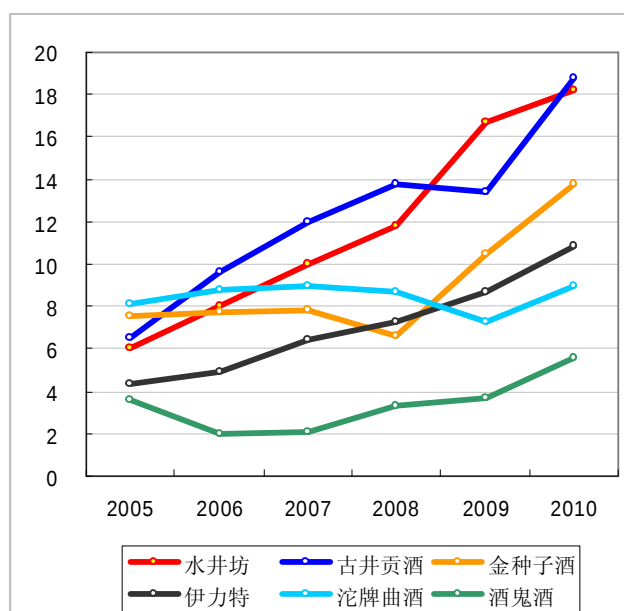
目前，我国有 11 家主营业务收入全部为白酒的上市公司，还有 2 家主营业务收入大部分来源于白酒业务的上市公司，它们是老白干酒、\*ST 皇台。其中，贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、洋河股份和沱牌曲酒 7 家公司曾经被评为“中国名酒”。

图 8：五家白酒公司营业收入比较（亿元）



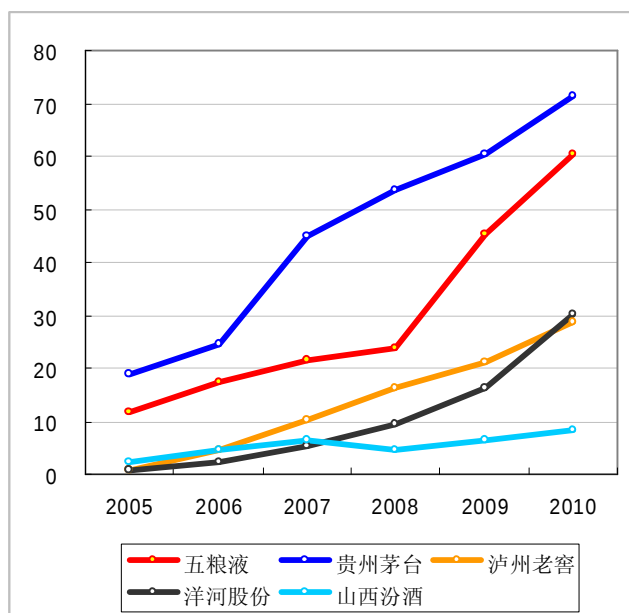
资料来源：公司公告

图 9：六家白酒公司营业收入比较（亿元）



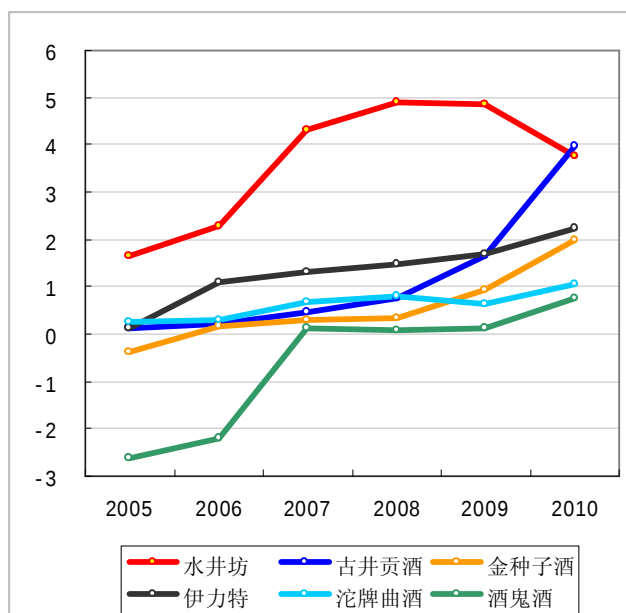
资料来源：公司公告

图 10: 五家白酒公司营业利润比较 (亿元)



资料来源: 公司公告

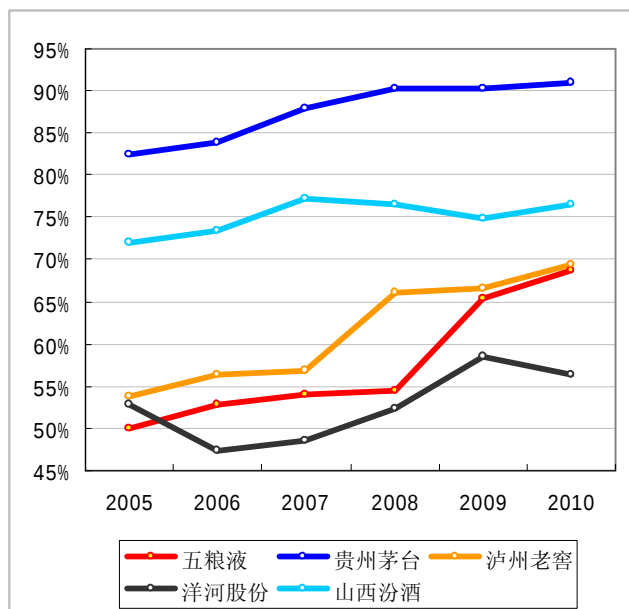
图 11: 六家白酒公司营业利润比较 (亿元)



资料来源: 公司公告

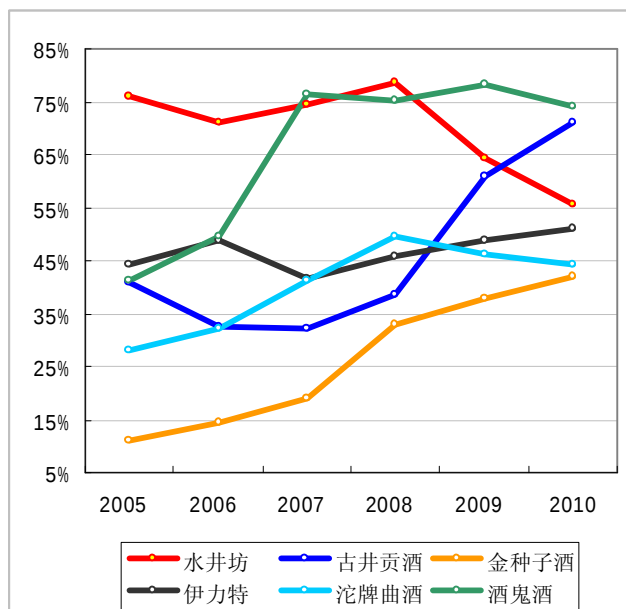
2010 年与 2005 年相比, 11 家主营业务收入全部为白酒的上市公司营业利润合计增加了 510%, 同期营业收入合计增加了 196%, 营业利润增幅远大于营业收入的增幅, 说明过去五年白酒上市公司整体盈利能力大幅度增强。

图 12: 五家白酒公司毛利率比较 (亿元)



资料来源: 公司公告

图 13: 六家白酒公司毛利率比较 (亿元)



资料来源: 公司公告

11 家主营业务收入全部为白酒的上市公司中, 贵州茅台、山西汾酒、泸州老窖、五粮液、酒鬼酒和古井贡酒 6 家公司毛利率超过 60%, 分别是 90.95%、76.59%、69.41%、68.71%、73.91%和 71.15%, 以中高档产品为主; 另外 5 家公司以中低档产品为主。高档白酒销售价格高、毛利率高、市场占有率

高、公司盈利水平高；中低档白酒销售价格低、毛利率低、销售范围局限于区域市场、公司盈利水平低。随着居民、商务、政务支出水平的提高，白酒向高档次发展是必然趋势。

高档白酒拥有市场垄断地位，自主定价能力强，可以通过提价转嫁消费税，并且达到提升品牌形象和盈利水平目的。贵州茅台、五粮液等高档白酒出厂价格在 2009 年和 2010 年经过比较大幅度上调以后，已经处于高位，2011 年进一步提价的空间有限，但是中档白酒尚有一定提价空间。

白酒与一般商品不同，白酒越陈越香，价格越高。白酒行业上市公司白酒存货数字是预测其未来盈利潜力的重要依据之一。

**表 2：白酒行业上市公司 2009 年末和 2010 年末白酒库存商品、自制半成品和在产品存货（亿元）**

|      | 2009 年 |        |        | 2010 年 |        |        |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|      | 存货成本   | 毛利率    | 预期毛利额  | 存货成本   | 毛利率    | 预期毛利额  |
| 贵州茅台 | 38.12  | 90.17% | 349.63 | 52.04  | 90.95% | 522.99 |
| 五粮液  | 31.06  | 65.31% | 58.48  | 42.63  | 68.71% | 93.61  |
| 泸州老窖 | 11.91  | 66.65% | 23.80  | 14.82  | 69.41% | 33.63  |
| 山西汾酒 | 7.52   | 74.87% | 22.40  | 9.68   | 76.59% | 31.67  |
| 洋河股份 | 6.74   | 58.47% | 9.49   | 17.09  | 56.31% | 22.03  |
| 酒鬼酒  | 3.89   | 78.22% | 13.97  | 3.98   | 73.91% | 11.27  |
| 古井贡酒 | 3.22   | 60.81% | 5.00   | 3.93   | 71.15% | 9.69   |
| 沱牌曲酒 | 9.38   | 46.04% | 8.00   | 11.18  | 44.10% | 8.82   |
| 水井坊  | 5.82   | 64.43% | 10.54  | 5.20   | 55.54% | 6.50   |
| 伊力特  | 3.09   | 48.82% | 2.95   | 3.86   | 50.94% | 4.01   |
| 金种子酒 | 1.60   | 37.64% | 0.97   | 1.82   | 42.15% | 1.33   |

资料来源：公司公告

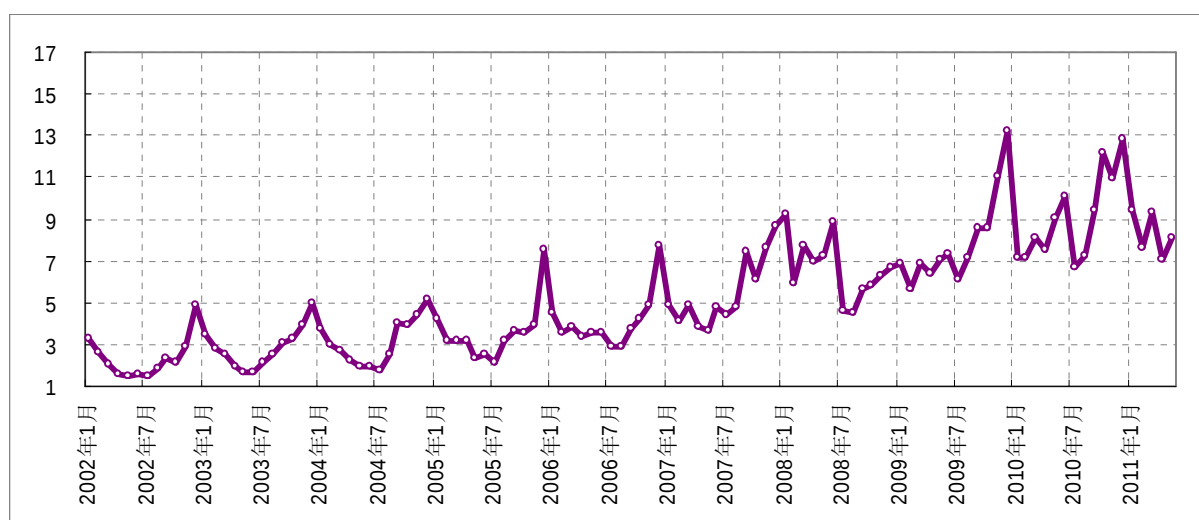
2010 年末，贵州茅台、五粮液、泸州老窖和山西汾酒白酒库存商品、自制半成品和在产品存货按照该公司毛利率销售以后，预期毛利额分别是 522.99 亿元、93.61 亿元、33.63 亿元和 31.67 亿元，贵州茅台的盈利潜力远远领先于五粮液、泸州老窖和山西汾酒。2010 年末，洋河股份白酒存货同比大幅度上升，盈利潜力大幅度上升；沱牌曲酒、水井坊、伊力特、金种子酒白酒存货与其营业收入相比规模偏小，未来营业收入依赖当年产新酒，盈利潜力不大。

2011 年我国 11 家白酒上市公司毛利率预计略有提高，营业收入、营业利润和净利润预计同比增长 30%左右。

#### 四、2011 年下半年，葡萄酒和黄酒行业将同时迎来生产和消费旺季

葡萄酒和黄酒生产和消费也具有明显的季节性特征，冬季是葡萄酒和黄酒生产和消费的高峰期，夏季是葡萄酒和黄酒生产和消费的谷底期。与啤酒和白酒相比，葡萄酒和黄酒年产量小很多。另外，葡萄酒和黄酒生产具有明显地域性特征。

图 14: 2002 年 1 月-2011 年 5 月我国葡萄酒月度产量（万千升）

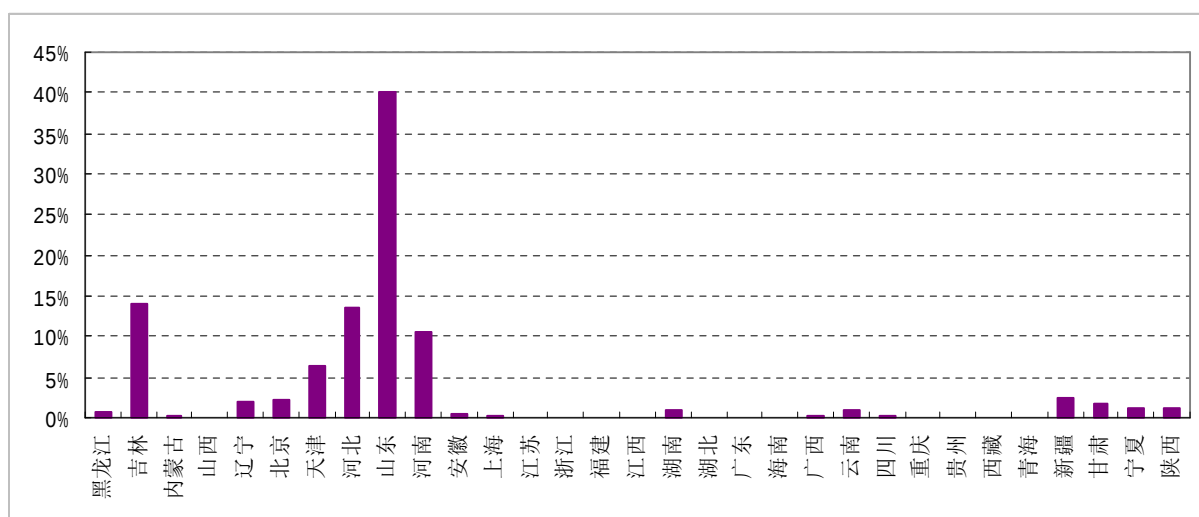


资料来源：国家统计局

由于葡萄容易腐坏变质，需要及时就近加工，不利于长时间远距离运输，葡萄酒生产企业一般布局在葡萄产地。葡萄品种和葡萄产地的自然资源对葡萄酒的品质有决定性的影响。我国葡萄产地主要分布在环渤海地区、黄河故道、宁夏甘肃河西地区、新疆等地区，东北的吉林省和西南的云南省葡萄种植面积也比较大，我国葡萄酒产地也主要分布在这些地区。

环渤海地区气候条件优越，是我国葡萄主要产地，目前该地区集中 30 家左右主要葡萄酒生产企业，其中包括张裕、威龙、王朝、长城等四家我国葡萄酒行业龙头公司。黄河故道产区病虫害比较严重，葡萄品质不高，在国内葡萄酒行业处于二流地位。宁夏甘肃河西地区是我国优质葡萄的最佳种植区域，未来发展前景广阔，我国葡萄酒行业龙头公司已经在该地区投资建设葡萄种植基地和葡萄酒厂，当地的葡萄酒企业也在扩大葡萄种植和葡萄酒酿造规模。新疆产区出产的葡萄酒含糖量较高，颜色较深，芳香浓郁，具有明显地域特色。新疆、宁夏和甘肃葡萄产量占全国葡萄总产量的 25% 左右，葡萄酒产量只占全国葡萄酒总产量的 7% 左右。葡萄酒产业由环渤海地区向该地区转移是大势所趋。

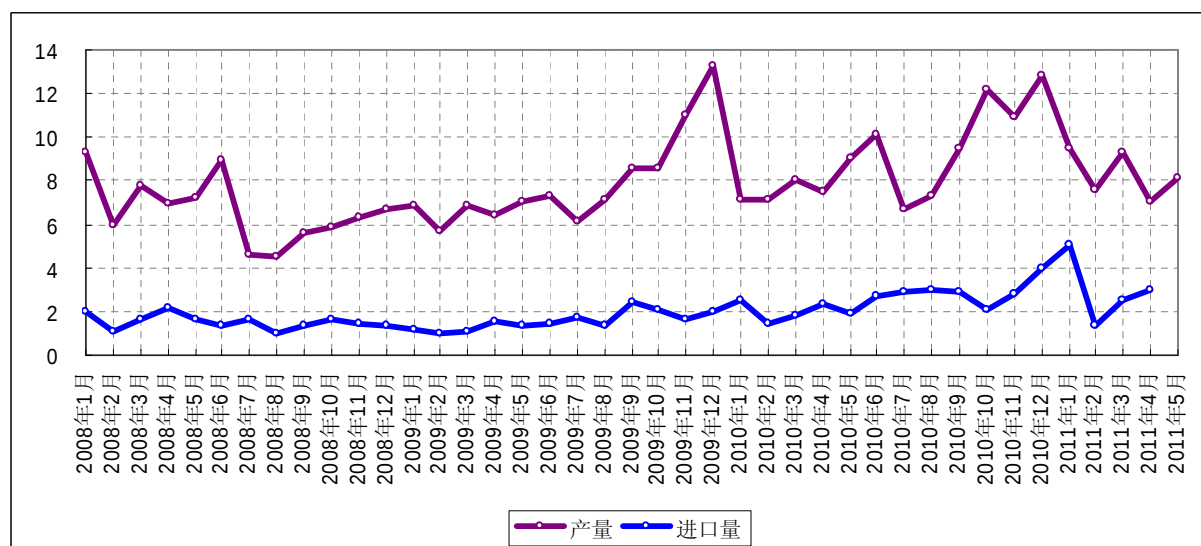
图 15: 2003 年 1 月-2011 年 5 月各地葡萄酒累计产量占同期全国累计产量比例



资料来源：国家统计局

请务必阅读正文之后的重要声明

图 16: 2008 年 1 月-2011 年 5 月我国葡萄酒产量与进口量比较 (万千升)

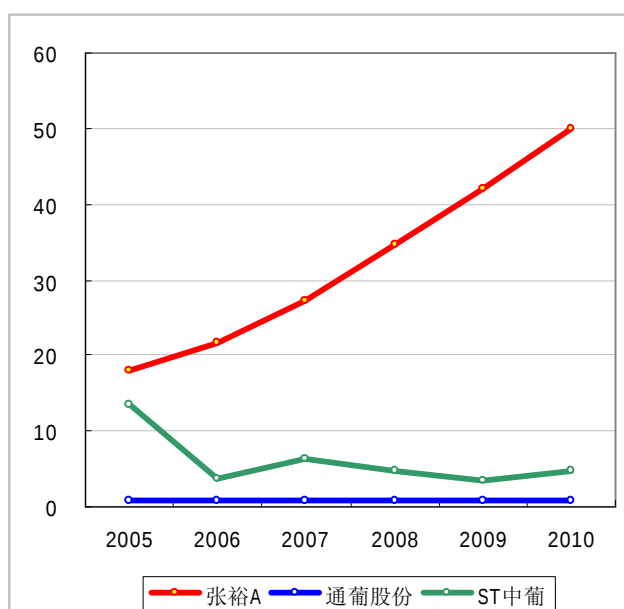


资料来源: 国家统计局、中国海关

我国每年葡萄酒进口量比较大, 2008 年进口量 18.18 万千升, 与同期我国葡萄酒产量比超过 1:5; 2009 年进口量 18.74 万千升, 与同期我国葡萄酒产量比为 1:5 左右。2010 年进口量 30.51 万千升, 与同期我国葡萄酒产量比为 1:3.6 左右, 2011 年上半年葡萄酒进口量继续保持在高水平。国外葡萄酒大量进口到国内, 冲击了国内葡萄酒市场, 对国产葡萄酒形成激烈竞争。

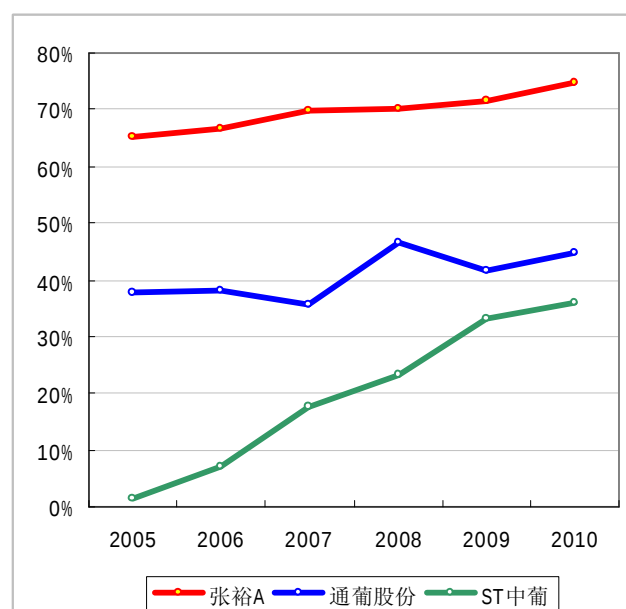
目前, 我国葡萄酒行业主要上市公司有张裕 A、通葡股份、\*ST 中葡、ST 银广厦、\*ST 皇台、莫高股份等 6 家。张裕 A、通葡股份、\*ST 中葡三家公司以葡萄酒业务为主营业务, ST 银广厦、\*ST 皇台和莫高股份主营业务收入中仅有部分来源于葡萄酒业务。

图 17: 三家葡萄酒公司营业收入比较 (亿元)



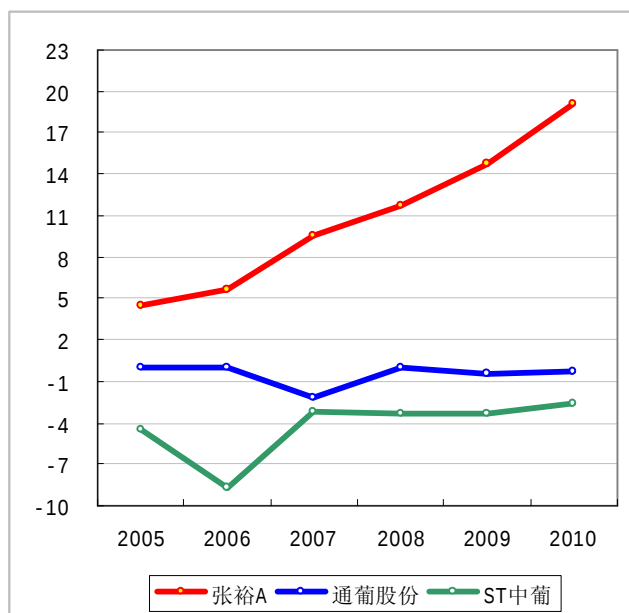
资料来源: 公司公告

图 18: 三家葡萄酒公司毛利率比较 (%)



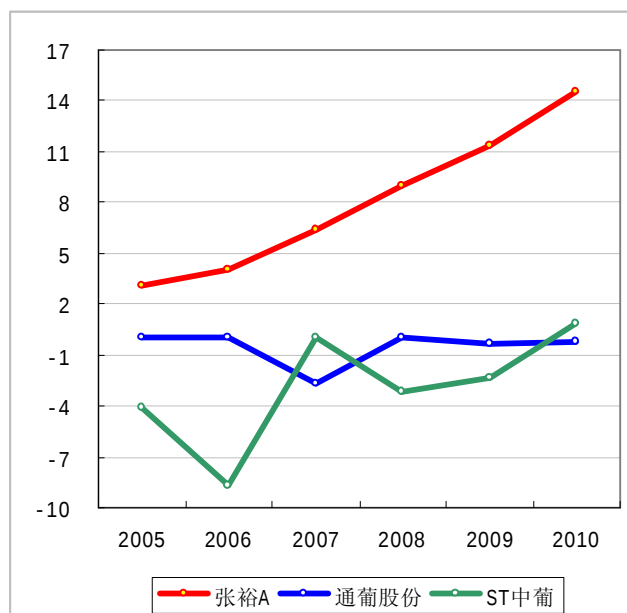
资料来源: 公司公告

图 19: 三家葡萄酒公司营业利润比较 (亿元)



资料来源: 公司公告

图 20: 三家葡萄酒公司净利润比较 (亿元)



资料来源: 公司公告

张裕 A 居于葡萄酒行业龙头地位, 公司在浙江、江苏、上海和山东市场占据优势地位, 以“张裕爱斐堡”和“解百纳”为主体的中高档葡萄酒持续快速增长; 公司在烟台、新疆、宁夏和陕西等地有葡萄基地面积 25 万亩。

ST 中葡在新疆天山北坡沿线有 15 万亩酿酒葡萄基地, 年加工葡萄能力合计 10 万吨左右, 公司确立了“西域沙地”、“尼雅”、“新天”完整的产品体系, 并以中高端产品尼雅作为核心产品进行市场布局。未来, 公司将投资 3 亿元进行营销网络体系建设。ST 中葡于 2010 年 12 月初实施了两项重大资产出售方案和一项债务重组方案, 实现营业外收支净额 3.535 亿元, 对公司扭亏为盈具有重大影响, 2010 年公司扭亏为盈, 实现净利润 0.904 亿元。若突破市场营销瓶颈, ST 中葡盈利前景广阔。

\*ST 通葡引进战略投资者进行重大资产重组方案 2010 年 12 月未获得证监会审议通过, 2011 年公司将继续推进这项工作。香港通恒国际投资有限公司下属“云南红”系列四家公司注入以后, 通葡股份的净资产增长幅度在 1 倍以上; 营业收入增长幅度将近 2 倍, 归属上市公司股东的净利润大幅度增长, 并拥有云南省葡萄酒市场占有率绝对优势地位和拓展附近市场的便利条件。2011 年, 公司实现主营业务收入 0.83 亿元, 净利润-0.229 亿元, 2011 年计划实现主营业务收入 1 亿元, 净利润 600 万元。

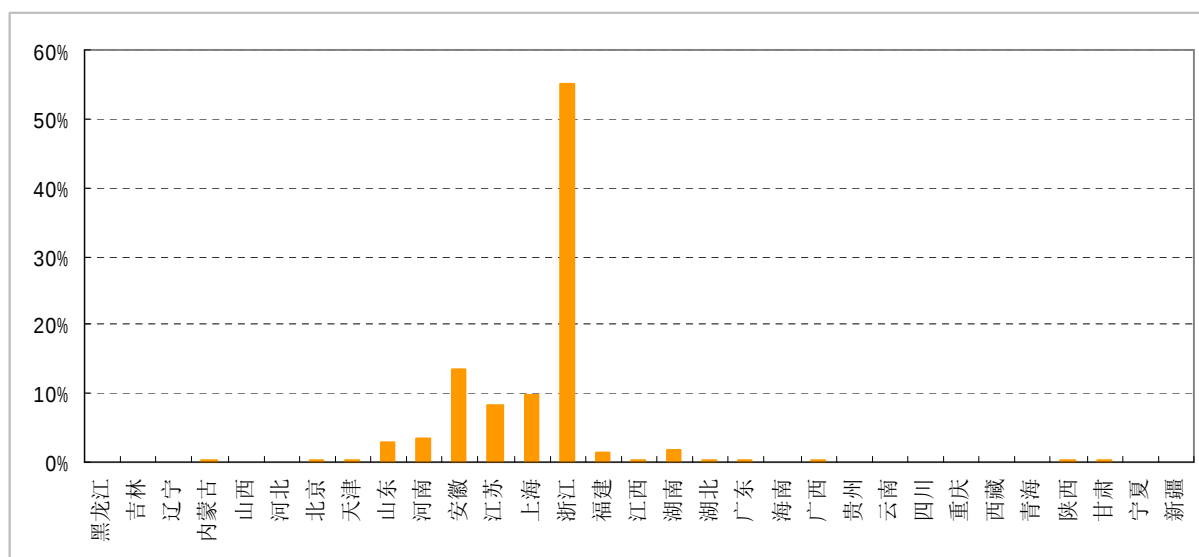
2011 年我国 6 家葡萄酒上市公司毛利率预计有所提高, 营业收入、营业利润和净利润预计同比增长 30% 左右。

黄酒传统生产和消费区域是江浙沪地区, 并向福建、江西、湖南、四川、安徽南方地区发展。2000 年以前, 江浙沪地区黄酒生产和消费量占全国比例 90% 以上, 到 2010 年该比例缩小到 70% 左右。

黄酒行业主要上市公司有金枫酒业和古越龙山两家。两家上市公司产品销售区域集中在长江三角洲地区, 消费者购买能力强, 但是易受国际经济危机影响。两家公司黄酒年产能都在 16 万吨左右。金枫酒业黄酒销售集中在上海市, 在江苏省也有少量销售; 古越龙山黄酒销售 40% 分布在浙江、30% 分布在上海和江苏、其他地区约占 30%。金枫酒业比古越龙山产品档次高, 盈利能力和抗风险能力强。

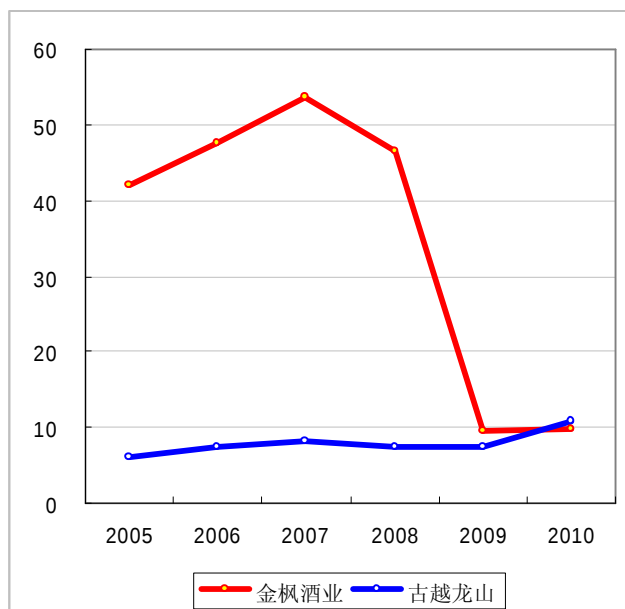
2009 年，金枫酒业由多元化经营转变为专业从事黄酒生产经营，尽管这一转变导致当年营业收入同比大幅度下降，但是公司发展战略更加明确，资源更加集中，盈利能力大幅度增强。

图 21：2009 年 1 月-2010 年 12 月各地黄酒累计产量占同期全国累计产量比例



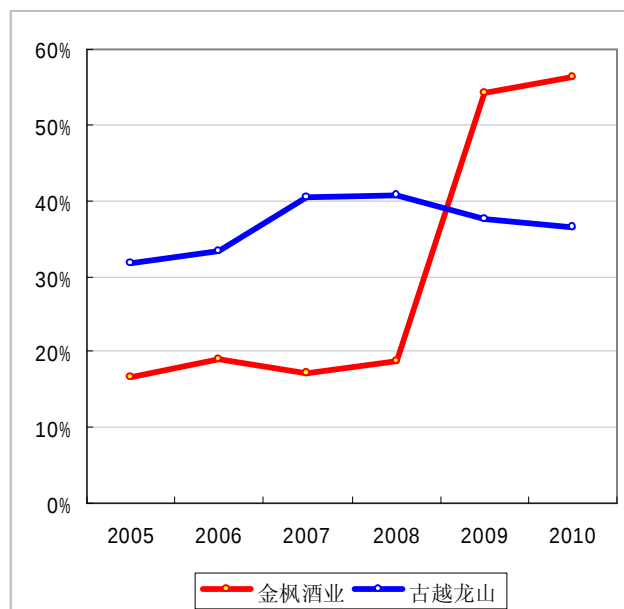
资料来源：国家统计局，从 2011 年开始该统计数据停止发布

图 22：两家黄酒公司营业收入比较（亿元）



资料来源：公司公告

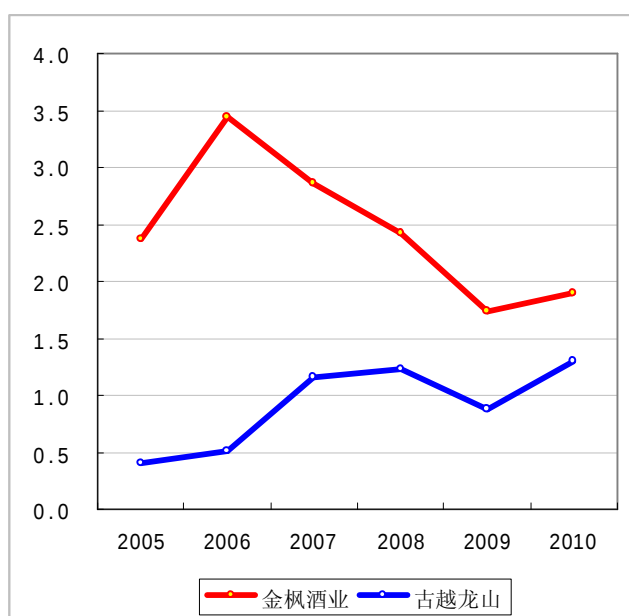
图 23：两家黄酒公司毛利率比较 (%)



资料来源：公司公告

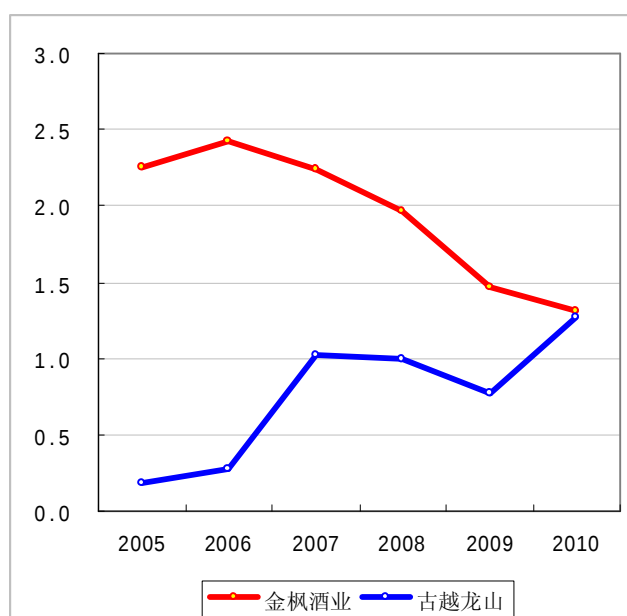
两家黄酒上市公司经营业绩不具有持续多年稳定上涨的趋势，2008 年和 2009 年受国际金融危机影响，经营业绩下滑明显。黄酒消费集中在长三角地区，区域内黄酒生产企业竞争激烈，导致黄酒价格提高压力大，销售费用上升，原材料等生产成本上涨也是影响企业盈利水平提高的重要因素。未来上市公司经营规模扩大和经营业绩提升受区域市场限制。

图 24: 两家黄酒公司营业利润比较 (亿元)



资料来源: 公司公告

图 25: 两家黄酒公司净利润比较 (亿元)



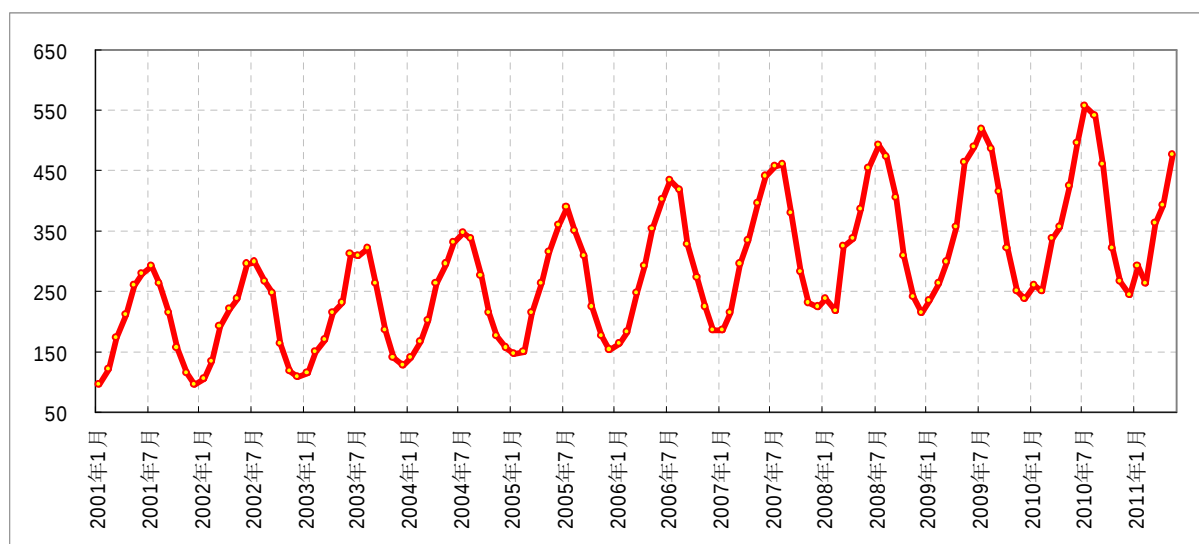
资料来源: 公司公告

2011 年我国 2 家黄酒上市公司毛利率预计略有提高, 营业收入、营业利润和净利润预计同比增长 20%左右。

### 五、2011 年下半年是啤酒生产和消费淡季, 但是啤酒上市公司经营业绩同比预计稳定增长

我国啤酒月度产量呈现有规律的季节性周期波动, 周期的高点和低点都呈现逐年抬高趋势, 啤酒产量在周期波动中向前发展。每年冬季是啤酒消费淡季。

图 26: 2001 年 1 月-2011 年 5 月我国啤酒月度产量 (万千升)



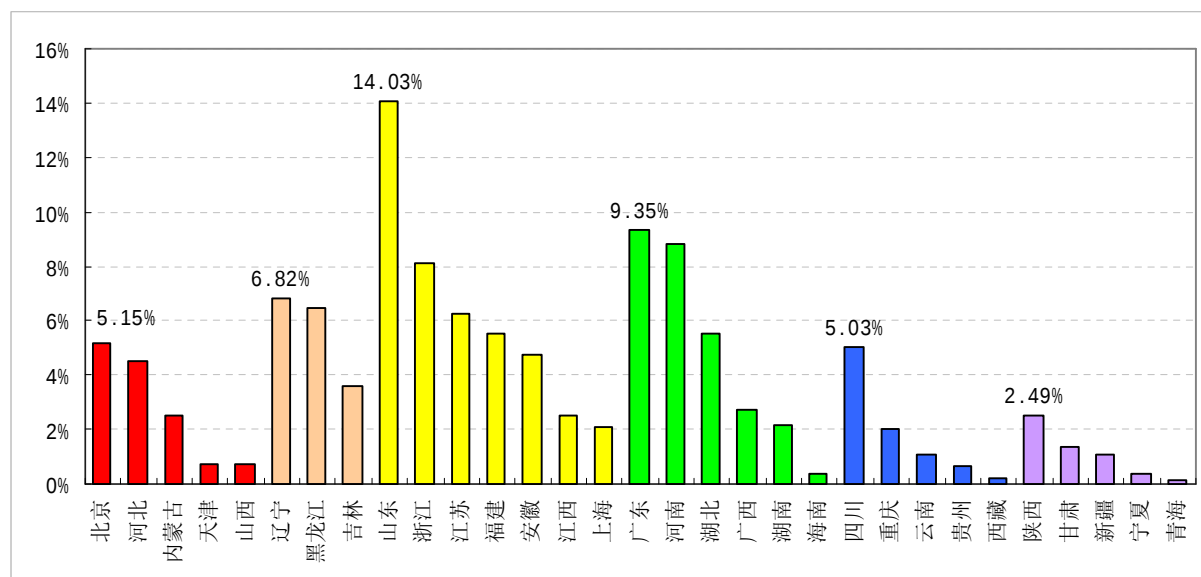
资料来源: 国家统计局

啤酒需求量变动主要受到人口数量、人均收入水平、饮食方式、气温变化等因素影响。我国啤酒主要生产和消费地区位于东部地区, 西部地区除四川省外, 啤酒生产和消费量在国内所占份额低。

请务必阅读正文之后的重要声明

18

图 27：2001 年 1 月到 2011 年 5 月我国分地区啤酒累计产量占同期全国啤酒累计产量比例

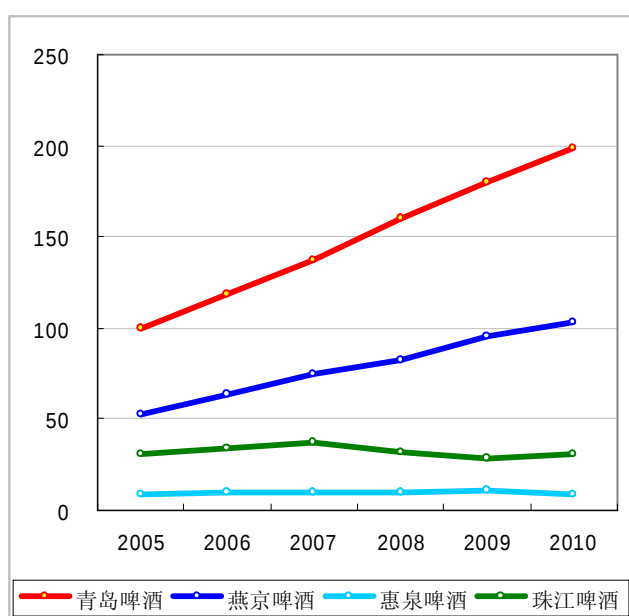


资料来源：国家统计局

啤酒行业集中度高，全国前四大啤酒企业已占市场份额的近 60%。青岛啤酒下属主要啤酒生产和销售企业和燕京啤酒下属主要啤酒生产和销售企业位于东部地区，经营规模和经营业绩增长空间大；惠泉啤酒位于东部地区，第一大股东是燕京啤酒；珠江啤酒位于华南地区，在广东市场占有率 35% 左右；啤酒花、重庆啤酒、兰州黄河和西藏发展位于西部地区。

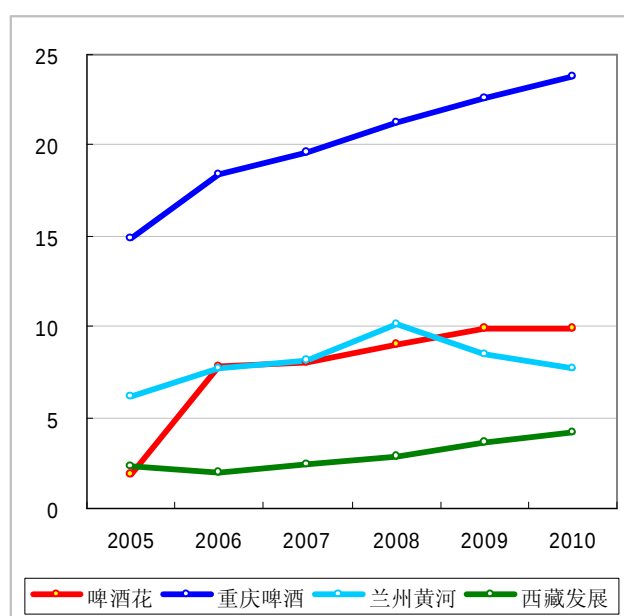
过去五年，青岛啤酒和燕京啤酒营业收入持续稳定增长，2010 年与 2005 年相比，两家公司营业收入合计增长 97%，营业利润合计增长 208%，说明过去五年两家公司整体盈利能力大幅度增强。惠泉啤酒经营规模和盈利水平都比较低，而且增长缓慢；珠江啤酒为 2010 年新上市公司，过去三年营业收入和营业利润呈现波动下降趋势。

图 28：东部四家啤酒公司营业收入比较（亿元）



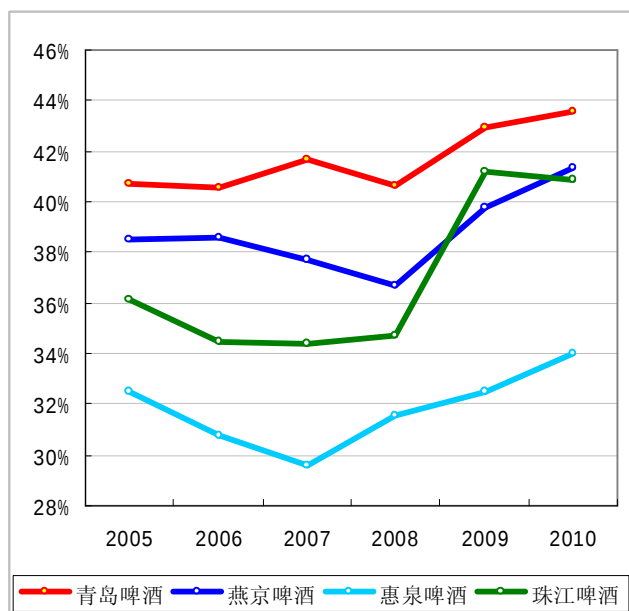
资料来源：公司公告

图 29：西部四家啤酒公司营业收入比较（亿元）



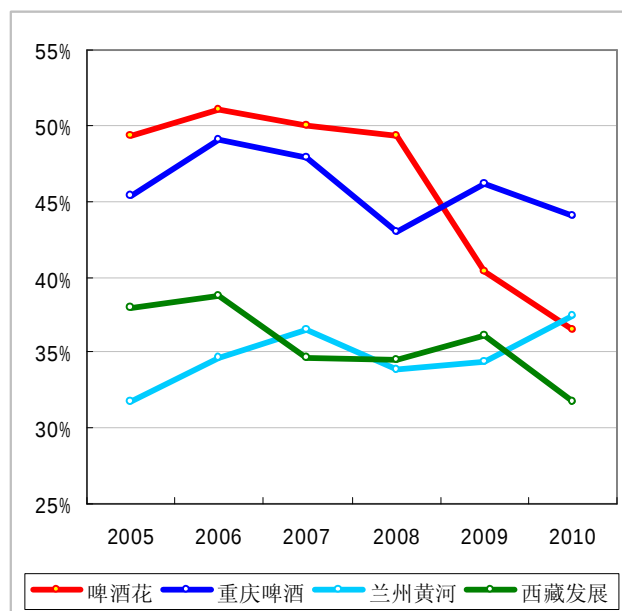
资料来源：公司公告

图 30: 东部四家啤酒公司毛利率比较 (%)



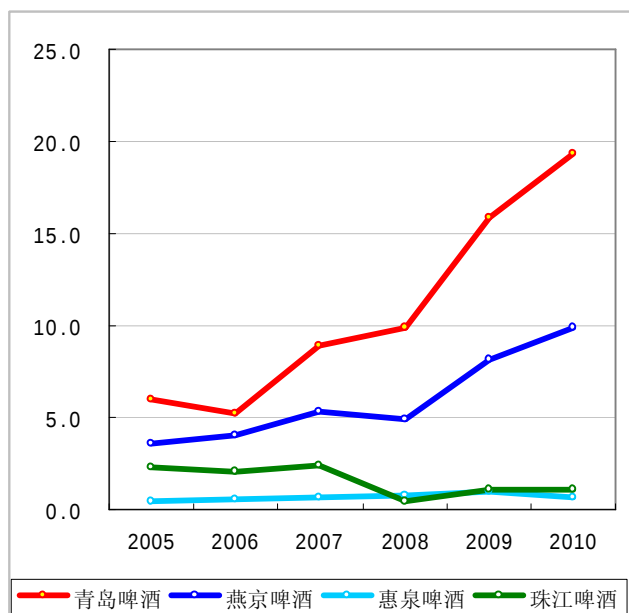
资料来源: 公司公告

图 31: 西部四家啤酒公司毛利率比较 (%)



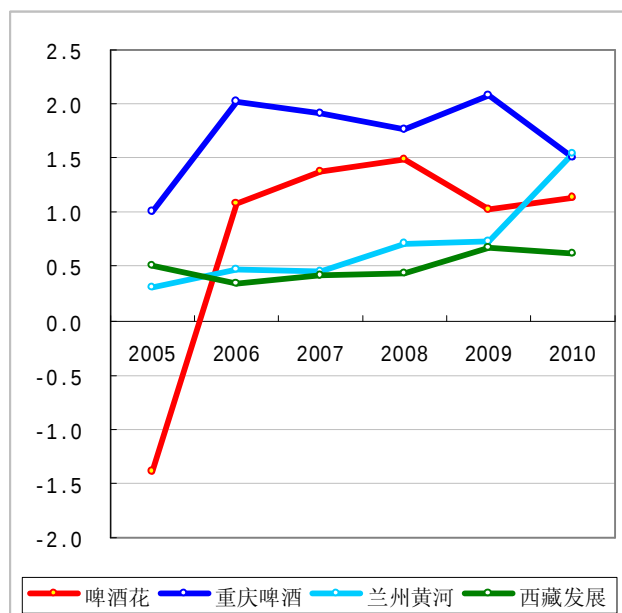
资料来源: 公司公告

图 32: 东部四家啤酒公司营业利润比较 (亿元)



资料来源: 公司公告

图 33: 西部四家啤酒公司营业利润比较 (亿元)



资料来源: 公司公告

青岛啤酒在国内拥有 50 多家啤酒生产基地, 大部分位于东部地区, 也有部分位于中部地区, 还有少量位于西部地区, 2010 年, 公司啤酒销售量 635 万千升, 同比增长 7.4%。

燕京啤酒在国内拥有 20 多家啤酒生产基地, 目前拥有北京、广西、内蒙古、福建、湖北五大优势竞争区, 在北京、广西、内蒙古三个市场上有绝对优势地位, 2010 年, 公司啤酒销售量 503 万千升, 同比增长 7.7%。2011 年, 公司计划啤酒销量增长 10% 以上, 经营业绩两位数以上增长。

惠泉啤酒拥有 2 家啤酒生产基地, 分别位于福建省和江西省, 2010 年, 公司啤酒销售量 40 万吨, 同比下降 24% 左右, 下降的主要原因是市场营销和产品结构存在问题。2011 年公司争取啤酒销售量

44 万吨以上，实现营业收入 10 亿元，费用成本率限定为约为 90%。

珠江啤酒在国内拥有 3 家啤酒生产基地，年生产啤酒能力 180 万吨，公司计划投资 16 亿元，在湖南和广西建设年产分别为 20 万吨啤酒项目，2010 年，公司完成啤酒销量 121 万吨，同比增长 5%。

啤酒营业成本中包装物、制造费用、麦芽等所占比例高。包装物可以回收循环利用，制造费用具有比较强刚性，大麦价格变化是影响啤酒营业成本的主要因素。由于国产大麦产量和质量限制，我国主要啤酒生产企业所需大麦依赖从国际市场进口，进口大麦价格波动对啤酒生产成本的影响较大。

表 3：青岛啤酒营业成本构成

|      | 2010  | 2009  |
|------|-------|-------|
| 麦芽   | 12.4% | 15.2% |
| 大米   | 8.1%  | 6.4%  |
| 酒花   | 0.8%  | 1.3%  |
| 水    | 0.2%  | 0.2%  |
| 辅助材料 | 1.2%  | 1.6%  |
| 能源   | 5.7%  | 5.9%  |
| 包装物  | 51.2% | 50.1% |
| 直接工资 | 4.0%  | 3.5%  |
| 制造费用 | 16.4% | 15.8% |

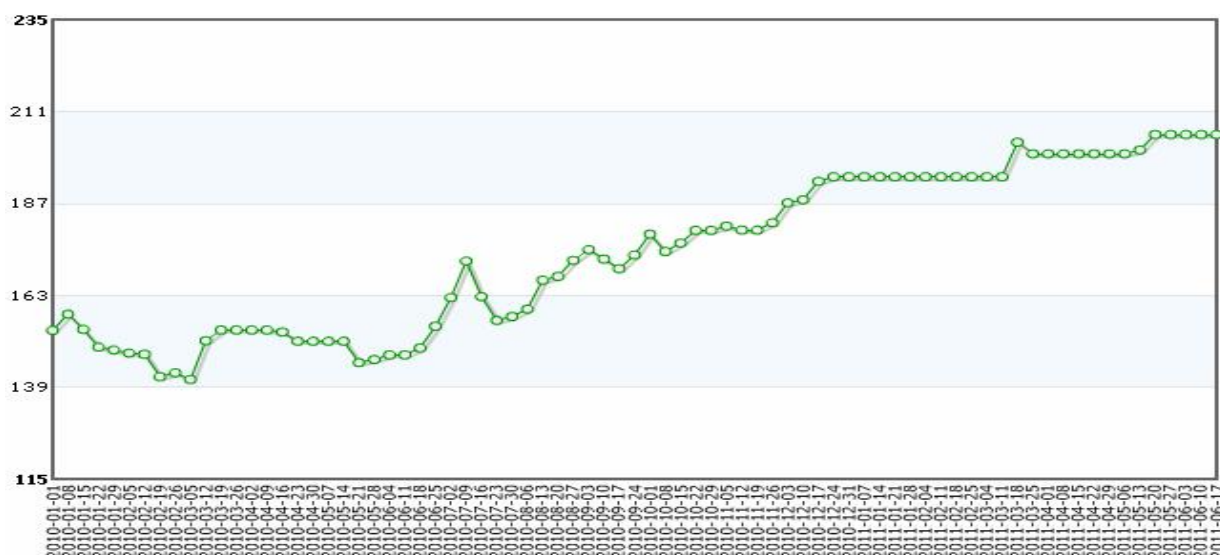
资料来源：青岛啤酒 2009 年报和 2010 年报

图 34：中国进口大麦价格走势



资料来源：中国海关

图 35：2010 年 1 月以来加拿大温尼伯交易所大麦期货收盘价走势（加元/吨）



资料来源：商务部

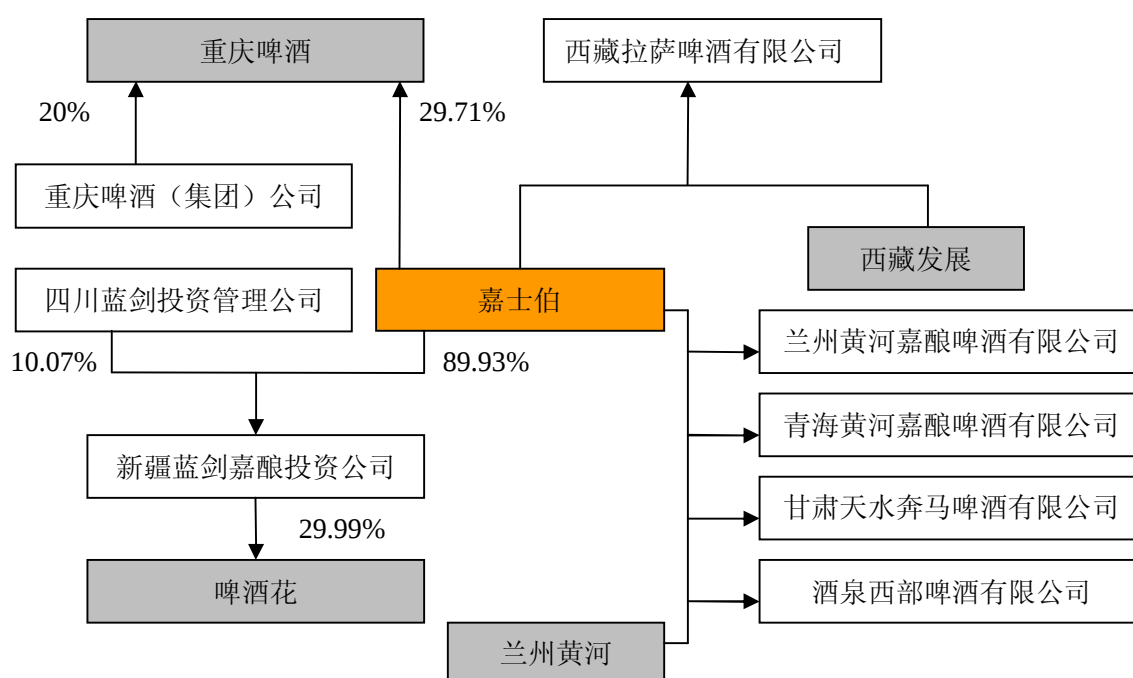
2008 年下半年国际大麦价格大幅度下跌，从 2009 年初以来国际大麦价格在低水平徘徊，未来大幅度上涨的可能性小，有利于啤酒公司控制生产成本，优化产品结构，稳定提高产品毛利率。

2011 年我国 8 家啤酒上市公司毛利率预计为 40%左右，营业收入、营业利润和净利润预计同比增长 30%左右。

啤酒花、重庆啤酒、兰州黄河和西藏发展在我国新疆、重庆、甘肃和西藏地区啤酒市场占有率分别高达 85%、75%、75%和 50%。2010 年末，这四家公司与全球啤酒巨头嘉士伯都有股权关系，并且都将推进与嘉士伯的战略合作作为公司未来发展的依靠力量。嘉士伯是总部位于丹麦的啤酒跨国公司，嘉士伯与其合作伙伴在中国西部地区的市场占有率已经达到 50%左右。嘉士伯分别通过向四川蓝剑投资管理有限公司和重庆啤酒（集团）有限公司收购股权方式成为啤酒花和重庆啤酒第一大股东。

嘉士伯与兰州黄河和西藏发展都合资成立了啤酒公司，嘉士伯和其一致行动人持股比例 50%，这些公司是相关上市公司最重要的啤酒生产和销售企业。实际上，兰州黄河和西藏发展都已经分别成为投资公司，与嘉士伯各持有下属啤酒公司 50%股权，由于嘉士伯的全球啤酒巨头地位，兰州黄河和西藏发展在啤酒营销、研究开发、生产管理等方面对嘉士伯有很强的依赖关系。

图 36：嘉士伯与啤酒花、重庆啤酒、兰州黄河和西藏发展股权关系图



资料来源：公司公告

未来，兰州黄河和西藏发展很有可能步啤酒花和重庆啤酒的后尘，两公司实际控制人可能将所持股股权转让给嘉士伯。啤酒花和重庆啤酒控股权转移给嘉士伯，两公司股票价格均大幅度上涨，如果兰州黄河和西藏发展控股权转移给嘉士伯，两公司股票价格预计也将大幅度波动。另外，西藏发展和啤酒花由于涉足有色金属矿勘探和开采行业股票价格大幅度波动。

## 六、我国白糖价格大周期顶部已过，下半振荡回调是大势所趋

我国白糖价格呈现周期性波动，从开始上涨到下跌结束，大约经历 5-6 年时间。2006 年-2008 年我国白糖价格处于周期的下跌阶段；从 2009 年开始我国白糖价格走出谷底，处于周期的上涨阶段。

我国白糖价格从 2009 年初每吨 2800 元大幅度上涨到 2011 年初的每吨 7300 元，上涨的主要原因中有食品工业复苏、国内白糖减产等因素，但是根本原因是国际和国内扩张性货币政策。国际和国内投机资金炒作白糖期货也是加剧我国白糖价格波动的重要原因。

图 37：2005 年初到 2011 年 6 月中国食糖现货价格指数（元/吨）

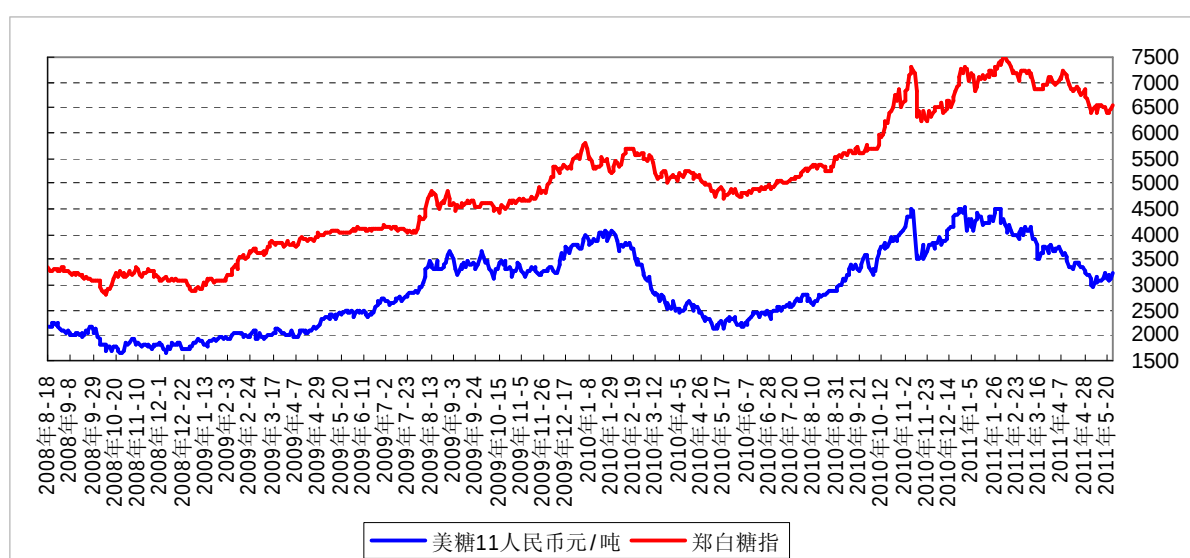


资料来源：云南糖网

中国食糖现货价格指数(简称 CSI)选取国标 GB317-2006 一级白砂糖（含甘蔗糖、甜菜糖）为样本，采集国内 28 个省（直辖市）的 33 个食糖主要产销区（占全国食糖产、销量的 90%以上）每天的现货价格，以产、销量为权重，加权平均后每天生成全国食糖价格动态点阵指数图。

我国白糖价格大幅上涨的主要原因之一是国内白糖连续几年减产，减产的原因是自然灾害。根据中国糖业协会的统计，2008/2009 年榨季（2008 年 10 月-2009 年 9 月），全国共生产白糖 1242.89 万吨，同比减产 240.9 万吨；2009/2010 榨季全国共生产白糖 1073.83 万吨，同比减产 169.3 万吨。2010/2011 榨季 2010 年 10 月到 2011 年 4 月时间段内全国共生产白糖 1103 万吨，同比减产 26 万吨。

图 38：美糖 11 和郑白糖期货价格（以人民币元/吨计价）



资料来源：美国纽约期货交易所和郑州商品交易所

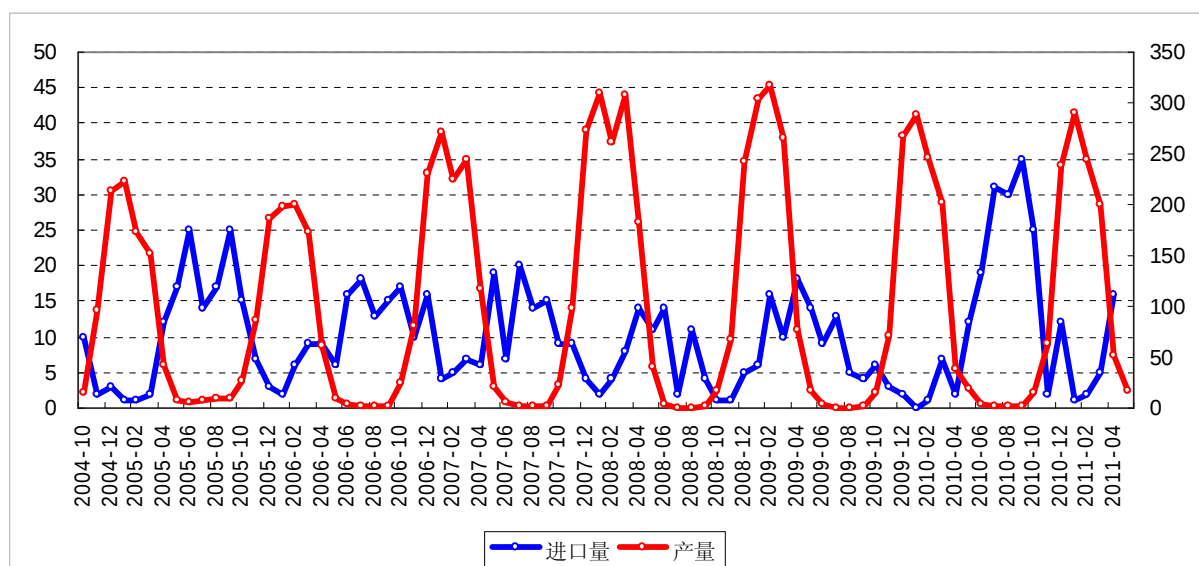
为增加白糖供给量，抑制糖价快速上涨，2010 年 8 月以来国家发展改革委多次投放国家储备糖。

表 4：2010 年 8 月以来国家发展改革委员会投放国家储备糖情况

| 日期               | 投放批次            | 数量    | 竞卖底价(仓库提货价) |
|------------------|-----------------|-------|-------------|
| 2010 年 8 月 12 日  | 2010 榨季第七批国家储备糖 | 15 万吨 | 4000 元/吨    |
| 2010 年 9 月 9 日   | 2010 榨季第八批国家储备糖 | 24 万吨 | 4000 元/吨    |
| 2010 年 10 月 22 日 | 2011 榨季第一批国家储备糖 | 21 万吨 | 4000 元/吨    |
| 2010 年 11 月 22 日 | 2011 榨季第二批国家储备糖 | 20 万吨 | 4000 元/吨    |
| 2010 年 12 月 22 日 | 2011 榨季第三批国家储备糖 | 20 万吨 | 4000 元/吨    |
| 2011 年 2 月 21 日  | 2011 榨季第四批国家储备糖 | 15 万吨 | 4000 元/吨    |

资料来源：国家统计局

图 39：2004 年 10 月-2011 年 5 月我国白糖产量和进口量（万吨）



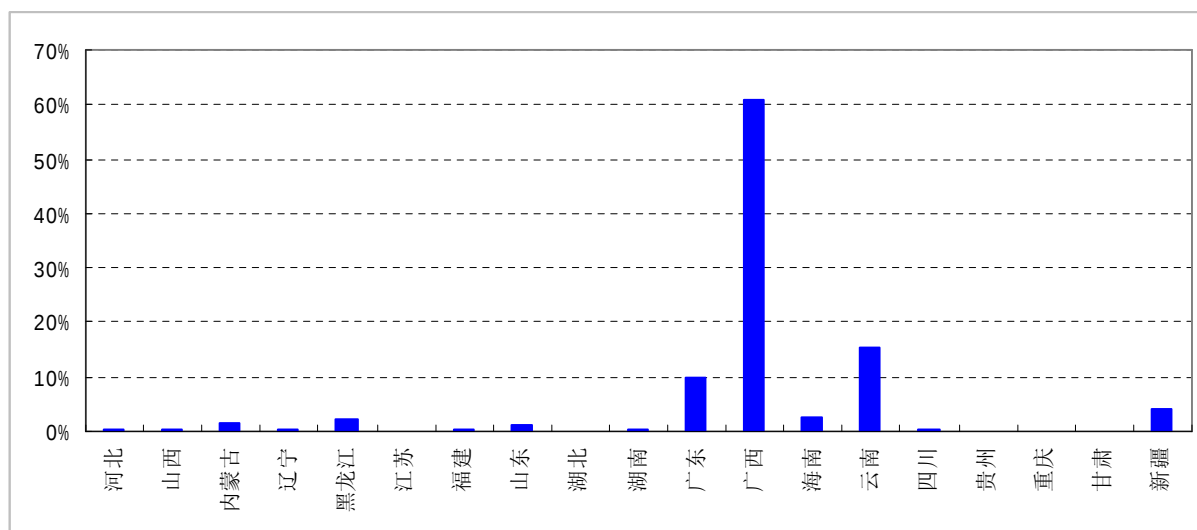
资料来源：国家统计局、中国海关

国内糖料生产和压榨成本大幅度高于国外，国家对白糖进口征收关税和采取配额限制，国内白糖价格大幅度高于国际白糖价格。国内白糖价格大幅度高于同期国际白糖价格，即使加上运输、加工、损耗、进口环节税等成本因素，进口白糖仍具有较强的成本优势。2009 年我国进口白糖 106 万吨，与同期我国白糖产量的比是 1:12 左右，2010 年我国进口白糖 177 万吨，与同期我国白糖产量的比是 1:6 左右。白糖大量进口到国内将抑制国内白糖价格上涨。

长期看我国糖价大周期顶部已过，下半振荡回调是大势所趋。但是，由于国内白糖供不应求状况短期也不会改变，所以 2011 年下半年我国糖价回落幅度预计比较小。

我国白糖主要产区分布在广西、云南、广东、海南等南方热带地区，主要是甘蔗糖，其中广西白糖产量占全国白糖产量 60%。北方新疆、黑龙江、内蒙古等地区也生产一定数量白糖，主要是甜菜糖。为了保护糖料种植农户利益，广西壮族自治区政府制定甘蔗收购指导价格与白糖销售价格联动政策。该政策对自有甘蔗基地面积大和甘蔗压榨规模大的行业龙头公司提高盈利水平有利。

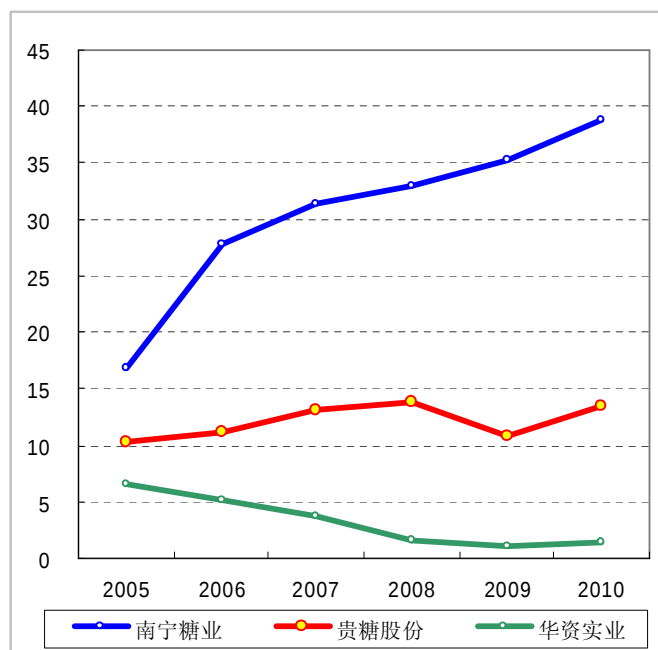
图 40：2004 年 10 月-2011 年 5 月各地白糖累计产量占同期全国累计产量比例



资料来源：国家统计局

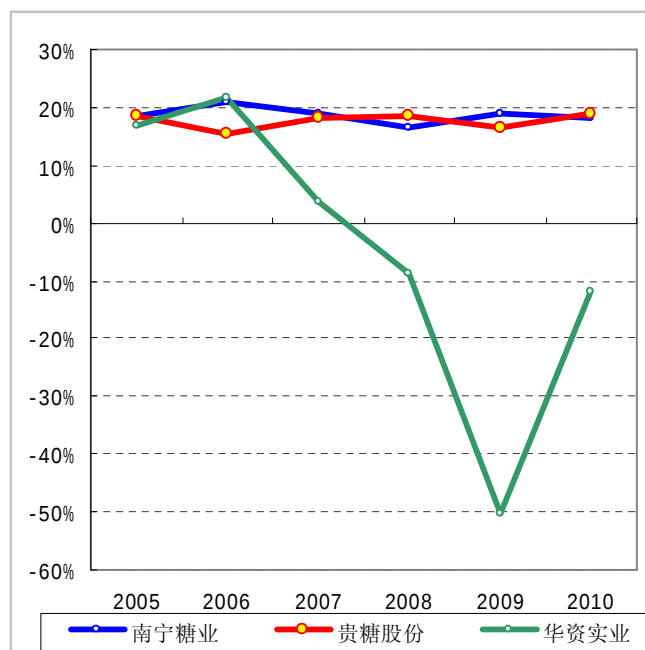
目前，我国制糖业上市公司有南宁糖业、贵糖股份、华资实业、中粮屯河、保龄宝、ST 甘化等 6 家公司。南宁糖业是我国甘蔗制糖行业龙头公司，公司白糖年产量一般 50 万吨左右，占我国白糖年产量将近 5%。中粮屯河甜菜糖年产量 30 万吨左右，占我国甜菜糖年产量的 40%左右。贵糖股份、华资实业和 ST 甘化经营规模和盈利水平相对较小。保龄宝主要利用麦芽生产低聚糖，与机制白糖不同。

图 41：三家制糖公司营业收入比较（亿元）



资料来源：公司公告

图 42：三家制糖公司毛利率比较 (%)

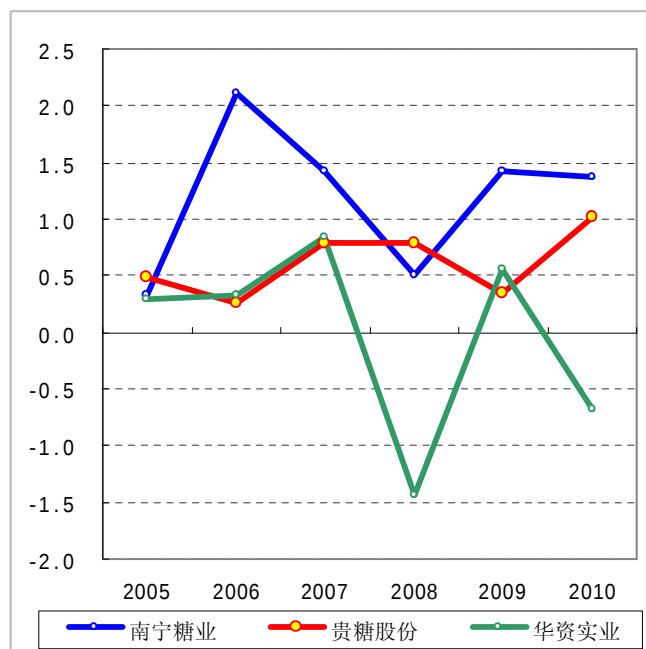


资料来源：公司公告

我国甘蔗制糖行业龙头公司南宁糖业与农民签订甘蔗种植协议 100 万亩左右，营业收入持续多年稳定增长，毛利率多年稳定在 20%左右，基本上反映了我国甘蔗制糖行业的总体发展状况，但是公司利用蔗糖压榨副产品甘蔗渣造纸，纸张价格波动对南宁糖业营业利润和净利润比较大。2010 年公司

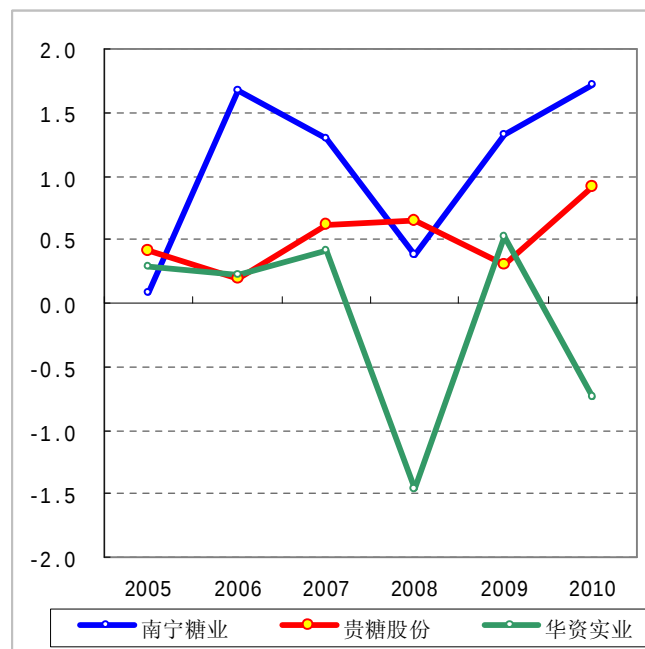
生产机制糖 44.68 万吨，同比下降 20.91%，白糖销售收入 23.6 亿元，同比增长 14%，白糖销售收入增长的主要原因是白糖价格上涨，2010 年公司白糖毛利率 24.5%，比过去五年历史平均水平提高 5 个百分点左右。

图 43：三家制糖公司营业利润比较（亿元）



资料来源：公司公告

图 44：三家制糖公司净利润比较（亿元）



资料来源：公司公告

2010 年 3 月，南宁糖业决定非公开增发股票，筹集资金 5 亿元，按先后顺序用于以下项目：1、募集资金 3 亿元用于甘蔗高产现代化农业示范基地建设项目；2、募集资金 0.73 亿元用于建设侨旺纸模年产 3 亿只甘蔗渣浆环保模塑制品技改项目；3、募集资金 1.3 亿元用于制糖行业低碳及产业链节能减排技改项目。三个项目建设期一到两年，三个项目建成达产后，年新增销售收入 6 亿元左右，新增净利润 0.67 亿元。

贵糖股份和华资实业经营规模较小，抗风险能力和竞争能力较弱。尤其是华资实业，主要利用甜菜制糖，成本比较高，2006 年以后毛利率大幅度下降，并在 2008 年以后变为负数，2009 年营业利润和净利润没有亏损主要原因是投资收益增加。

2011 年我国 3 家白糖上市公司毛利率预计稳定，营业收入、营业利润和净利润预计同比增长 15% 左右。

## 七、2011 年下半年，我国猪肉价格将继续上涨

从 1994 年至今，15 年猪肉价格经历了 5 个谷底，4 个完整周期。生猪和猪肉价格以大约三年为一个周期上下剧烈震荡，被称为“过山车”式价格波动。决定这种经济现象的经济规律是猪肉需求具有比较强的刚性，猪肉供给从养殖母猪到养殖仔猪再到养殖生猪一般需要两到三年时间，本期猪肉价格决定本期养殖业者的养殖规模，本期养殖规模决定下期的猪肉供给量和价格，猪肉价格波动引起养猪产业链的连锁反应，导致猪肉供给和价格的大起大落。最近一个周期从 2009 年 5 月开始，预计将在 2012 年 5 月以后结束。在此期间，我国生猪和猪肉价格将经历上涨和下跌两个阶段。

表 5：1994 年以来我国生猪和猪肉价格周期波动

|            |      |            |      |            |      |            |      |            |      |              |   |
|------------|------|------------|------|------------|------|------------|------|------------|------|--------------|---|
| 第一谷底       |      | 第二谷底       |      | 第三谷底       |      | 第四谷底       |      | 第五谷底       |      | 预计第六谷底       |   |
| 1995 年 1 月 |      | 1998 年 3 月 |      | 2001 年 2 月 |      | 2006 年 5 月 |      | 2009 年 5 月 |      | 2012 年 5 月以后 |   |
| ←          | 第一周期 |            | 第二周期 |            | 第三周期 |            | 第四周期 |            | 第五周期 |              | → |

资料来源：中国畜牧业协会

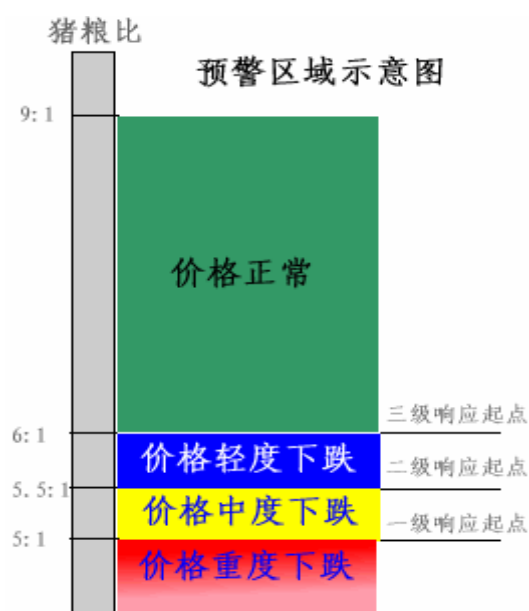
为了建立生猪生产稳定发展的长效机制，发改委等六部门于 2009 年 1 月 9 日发布了《防止生猪价格过度下跌调控预案（暂行）》。预案由预警指标、调控目标和响应机制等部分组成。

表 6：《调控预案（暂行）》预警指标和调控目标

|      |                                                                                                 |
|------|-------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 预警指标 | 国家在判断生猪生产和市场情况时，将猪粮比价作为基本指标，同时参考仔猪与白条肉价格之比、生猪存栏和能繁母猪存栏情况，并根据生猪生产方式、生产成本和市场需求变化等因素适时调整预警指标及具体标准。 |
| 调控目标 | 主要目标是猪粮比价不低于 5.5 : 1；辅助目标是仔猪与白条肉价格之比不低于 0.7 : 1；生猪存栏不低于 4.1 亿头；能繁母猪存栏不低于 4100 万头。               |

资料来源：国家发展改革委员会

图 45：《调控预案（暂行）》预警示意图



资料来源：国家发展改革委员会

表 7：《防止生猪价格过度下跌调控预案（暂行）》预警区域与响应机制

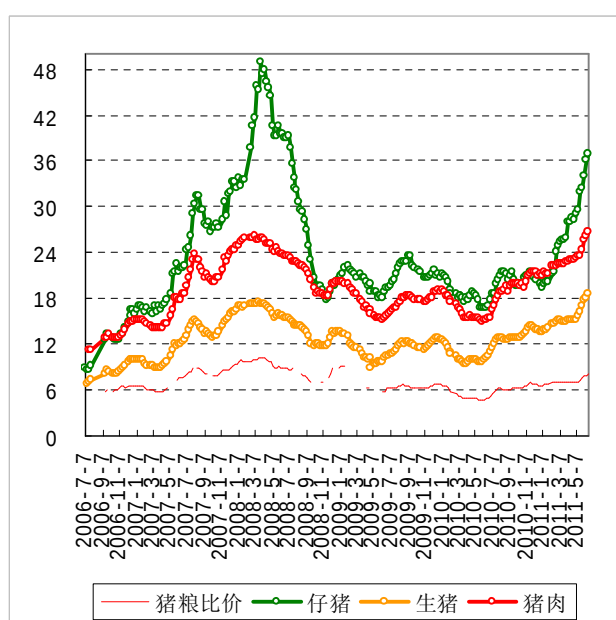
| 猪粮比价          | 预警区域             | 响应机制                                                                         |
|---------------|------------------|------------------------------------------------------------------------------|
| 高于 9 : 1      |                  | 适时投放政府冻肉储备，必要时向城乡低保对象和家庭经济困难的大中专院校学生发放临时补贴。                                  |
| 9 : 1-6 : 1   | 绿色区域<br>(价格正常)   | 做好市场监测工作，密切关注生猪生产和市场价格变化情况。各部门根据职责定期发布生猪生产和市场信息。中央和地方正常猪肉储备规模主要用于满足应急和救灾的需要。 |
| 低于 6 : 1      | 三级响应起点           | 在中国政府网及时向社会发布生猪市场预警信息，并通过其他媒体向社会发布。                                          |
| 6 : 1-5.5 : 1 | 蓝色区域<br>(价格轻度下跌) | 连续四周，根据市场情况增加必要的中央和地方冻肉储备，并着手做好实施二级响应的前期准备工作。                                |
| 低于 5.5 : 1    | 二级响应起点           | 通过财政贴息的形式鼓励大型猪肉加工企业增加商业储备和猪肉深加工规模。                                           |
| 5.5 : 1-5 : 1 | 黄色区域<br>(价格中度下跌) | 连续四周，进一步增加中央政府冻肉储备，同时要求主销区和沿海大中城市增加地方冻肉储备，还可以适当增加地方政府的活体储备。                  |

|          |                  |                                                                                                                                                                                                                         |
|----------|------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 低于 5 : 1 | 一级响应起点           | 1.较大幅度增加中央冻肉储备规模。2.增加政府储备后，猪粮比价仍然低于 5 : 1，而且出现养殖户过度宰杀母猪的情况，月度母猪存栏量同比下降较多时，对国家确定的生猪调出大县的养殖户（场），按照每头能繁母猪 100 元的标准，一次性增加发放临时饲养补贴；对国家确定的优良种猪场的养殖户（场），按每头公种猪 100 元的标准，一次性发放临时饲养补贴。3.适当限制猪肉进口，减少当期市场供应；完善食品安全体系建设，鼓励猪肉及其制品出口。 |
|          | 红色区域<br>(价格重度下跌) |                                                                                                                                                                                                                         |

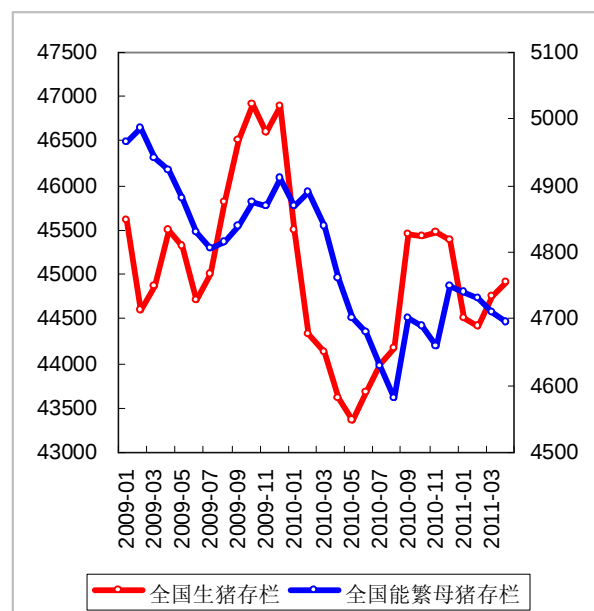
资料来源：国家发展改革委员会

2010 年 6 月以后，我国猪肉价格持续上涨，2011 年 6 月与 2010 年 6 月相比，涨幅为 60%。猪肉价格持续上涨的主要原因之一是 2010 年下半年以来我国玉米、小麦、稻谷等主要粮食品种价格大幅度上涨，推高了饲料等养猪成本；猪肉价格持续上涨的另外一个主要原因之是 2010 年 4 月到 5 月份猪肉价格跌破了盈亏平衡点，导致养殖业者宰杀生猪和母猪。

图 46：我国仔猪生猪猪肉和猪粮比价变动（元/公斤） 图 47：我国生猪和能繁母猪存栏数（头）



资料来源：国家统计局



资料来源：国家统计局

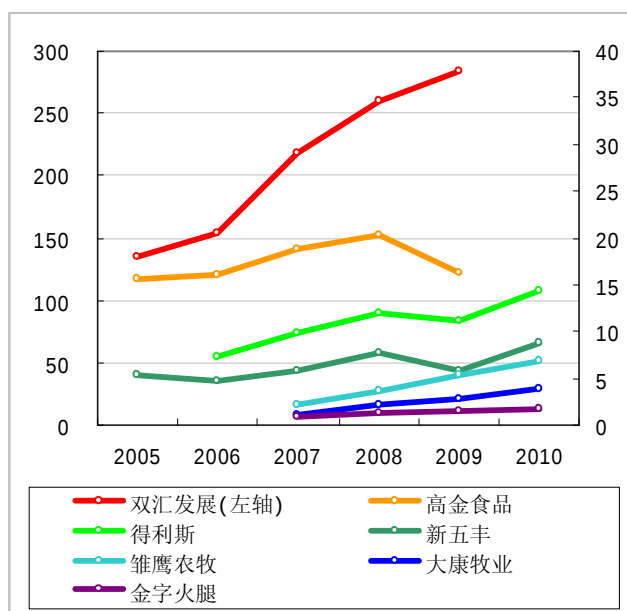
2011 年下半年，我国玉米、小麦、稻谷等主要粮食品种价格将在高位运行，预计下跌幅度小，将推高养猪成本，推动猪肉价格上涨。猪存栏数和能繁母猪存栏数下跌导致猪肉供给量下降，为猪肉价格上涨奠定了基础。养猪和猪肉加工行业上市公司经营规模和经营业绩将增长。

我国养猪、生猪屠宰和猪肉加工行业上市公司主要有新五丰、大康牧业、雏鹰农牧、罗牛山、顺鑫农业、高金食品、双汇发展、上海梅林、得利斯、金字火腿等 10 家上市公司。其中罗牛山、顺鑫农业、上海梅林还有其他经营业务。

新五丰、大康牧业、雏鹰农牧、罗牛山和顺鑫农业的主营业务是养猪，高金食品、双汇发展、上海梅林、得利斯和金字火腿主营业务是生猪屠宰和猪肉加工。双汇发展经营规模和盈利水平高，并且逐年持续稳定提高，雏鹰农牧经营规模和盈利水平也比较高，并且也呈现逐年持续稳定提高趋势。其他养猪、生猪屠宰和猪肉加工行业上市公司经营规模和盈利水平低，并且存在一定幅度波动。

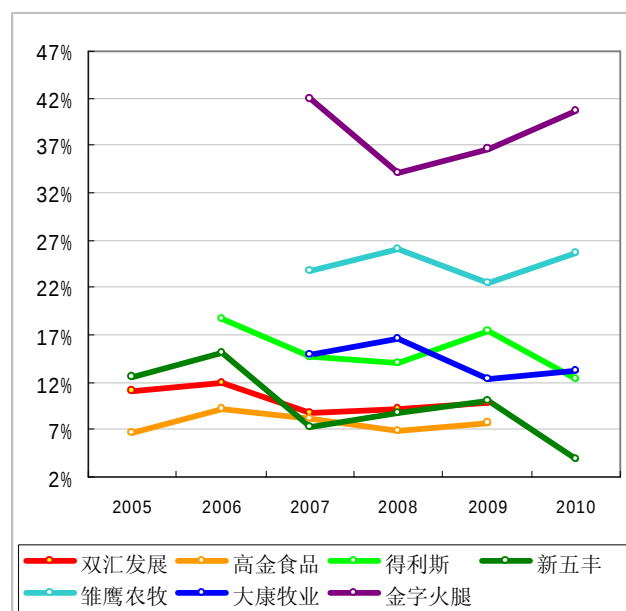
猪肉价格上涨将推高猪肉制品行业上市公司生产成本，推动猪肉制品价格上涨。高金食品、双汇发展等龙头公司都拥有规模比较大的冷冻猪肉仓库，猪肉价格上涨将提高原料存货价值，提高公司盈利水平。但是，在猪肉价格大幅度上涨的情况下，如果原料采购没有把握好行情或者猪肉制品提价压力较大，企业获利空间将被压缩。

图 48：七家猪肉公司营业收入比较（亿元）



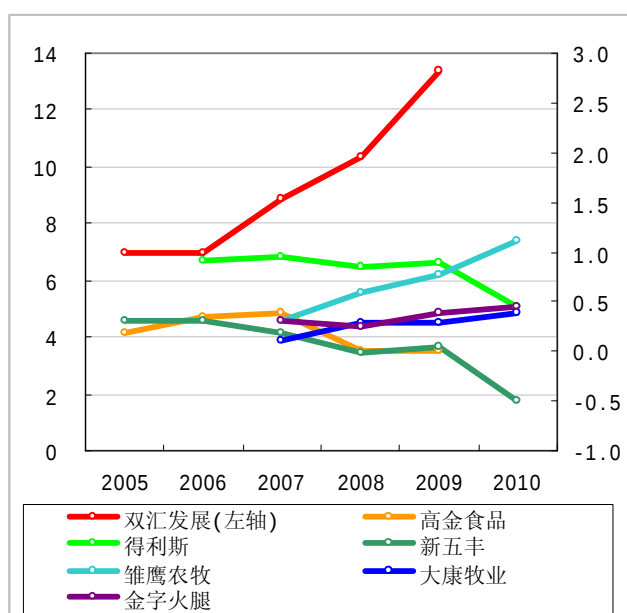
资料来源：公司公告

图 49：七家猪肉公司毛利率比较（%）



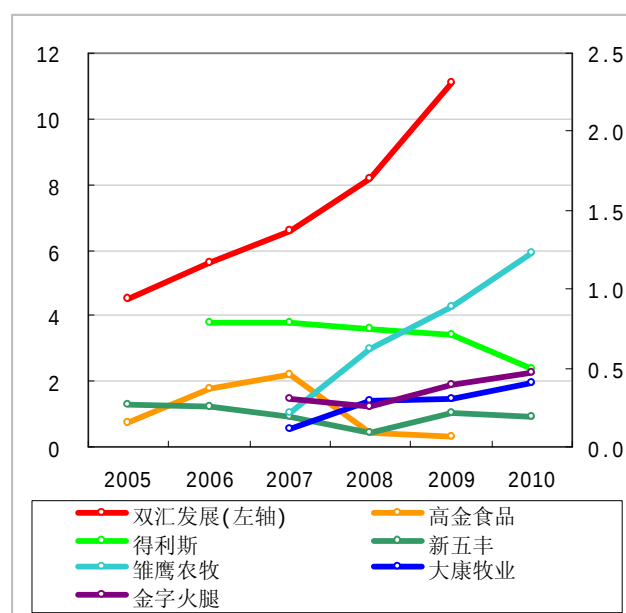
资料来源：公司公告

图 50：七家猪肉公司营业利润比较（亿元）



资料来源：公司公告

图 51：七家猪肉公司净利润比较（亿元）



资料来源：公司公告

2010 年 11 月，双汇发展的大股东双汇集团将其所有的 29 家肉类屠宰、加工和包装公司（2010 年 5 月 31 日净资产 47.21 亿元）的股权（43.03 亿元，估值约 345.9 亿元）注入上市公司双汇发展，双汇发展将其持有的漯河双汇物流投资有限公司 85% 的股权（估值约 17.2 亿元）剥离给大股东双汇

请务必阅读正文之后的重要声明

29

集团。被注入公司 2009 年合并营业收入 166 亿元，合并营业利润 16.29 亿元，合并净利润 13.72 亿元。2009 年，双汇发展生产温肉制品 85.77 万吨，屠宰生猪 328.56 万头；被注入公司 2009 年生产肉制品 64.41 万吨，屠宰生猪 807.38 万头。资产重组以后，双汇发展主业更加突出，经营规模和盈利水平都将大幅度提高。

2011 年 3 月，拟注入上市公司双汇发展的双汇集团下属济源双汇食品有限公司因为收购含有瘦肉精残留的猪肉被记者曝光，导致上市公司股票价格大幅度下跌。但是，猪肉行业景气度和公司基本面没有发生变化，没有造成人员伤亡的单个质量事件不利影响预计是短暂的。瘦肉精事件将促使政府、养猪业者、猪肉加工企业等利益相关方加强质量控制。长期来看，对猪肉行业是有利的。

双汇发展注入资产进入合并报表以后，2011 年我国 6 家养猪、生猪屠宰和猪肉加工行业上市公司毛利率预计稳定，营业收入、营业利润和净利润预计同比增长 50%以上。

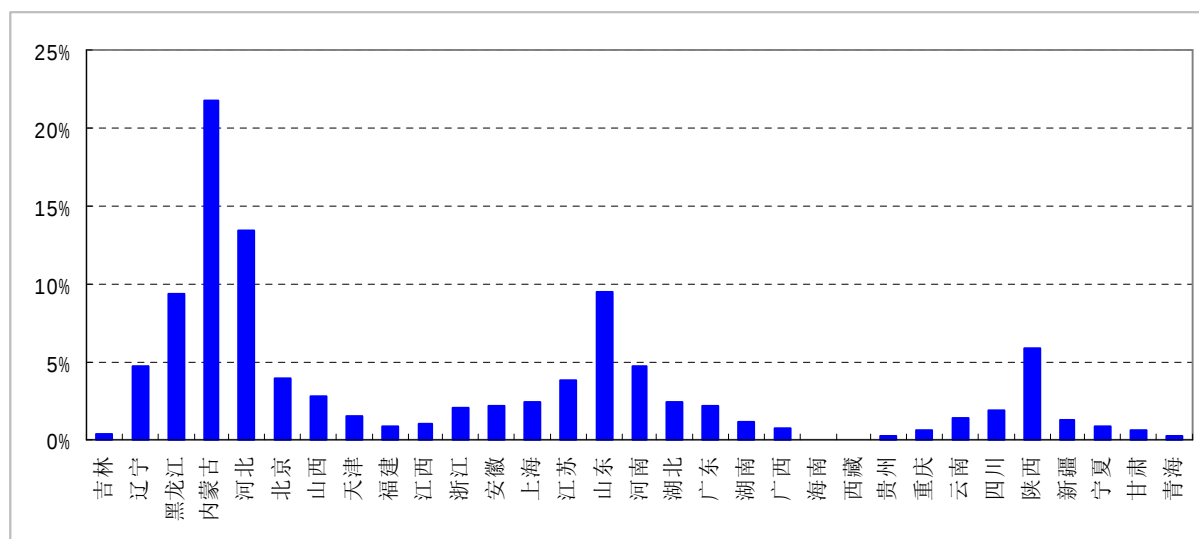
## 八、乳制品行业超过三分之一企业被强制关闭，行业龙头公司竞争环境改善，下半年将持续稳定增长

2008 年三聚氰胺事件以后，政府加大了对奶制品行业调控和质量管理力度。国家发展改革委和工信部于 2009 年 7 月联合发布了《乳制品工业产业政策（2009 年修订）》，对乳制品原料采购、生产和销售各个环节质量管理提出了更高要求，将与新建乳制品加工项目相匹配的稳定可控的奶源基地生产生鲜乳能力由 30%提高到 40%，与扩建项目相匹配的稳定可控的奶源基地生产生鲜乳能力保持在 75%不变。鼓励国内企业兼并重组国内乳制品企业，培育一批年销售收入超过 20 亿元的骨干企业。

从 2010 年 12 月开始，质检总局组织对乳制品生产许可证进行重新审核。到 2011 年 3 月底，重新审核工作已全部结束。全国 1176 家乳制品企业中（其中婴幼儿配方乳粉企业 145 家），有 643 家企业通过了生产许可重新审核（其中婴幼儿配方乳粉企业 114 家），107 家企业停产整改，426 家企业未通过审核。未通过审核企业的乳制品生产许可证被依法注销，行业龙头公司竞争环境改善。

我国乳制品产量主要分布在内蒙古、黑龙江、河北、辽宁等北方地区，山东、河南等传统耕作区乳制品产量也比较多，西部陕西、四川等地也有一定数量乳制品产量，其他地区乳制品产量低。

图 52：2001 年 1 月-2011 年 5 月各地乳制品产量占同期全国累计产量比例



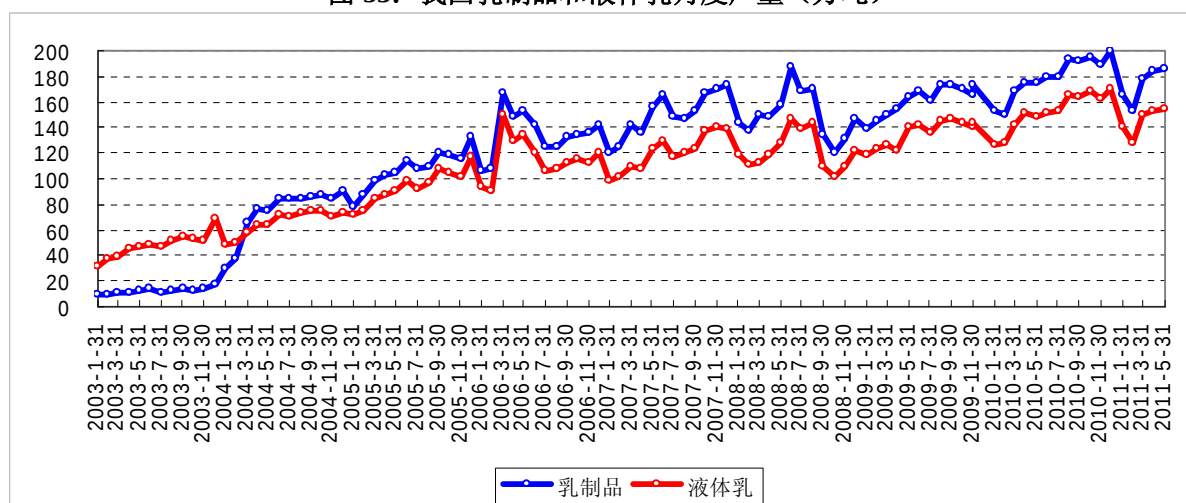
资料来源：国家统计局

请务必阅读正文之后的重要声明

30

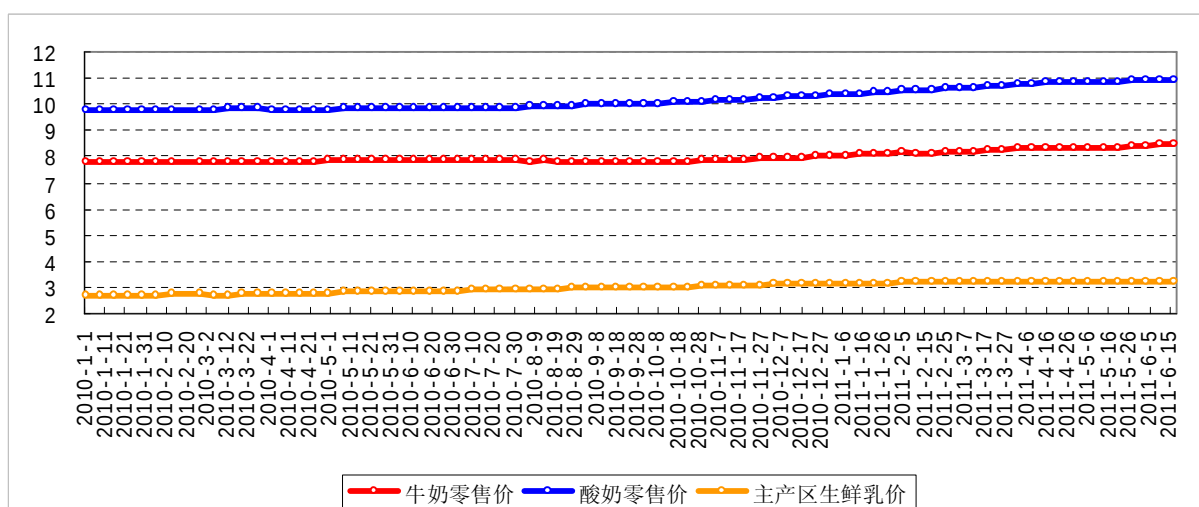
我国乳制品和液体乳月度产量在波动中增长，生鲜乳和乳产品价格持续平稳上涨。产量增长、价格上涨对乳制品行业龙头公司提高盈利水平是有利的。

图 53：我国乳制品和液体乳月度产量（万吨）



资料来源：国家统计局

图 54：我国牛奶、酸奶零售价格（元/升）和主产区生鲜乳平均价格（元/公斤）

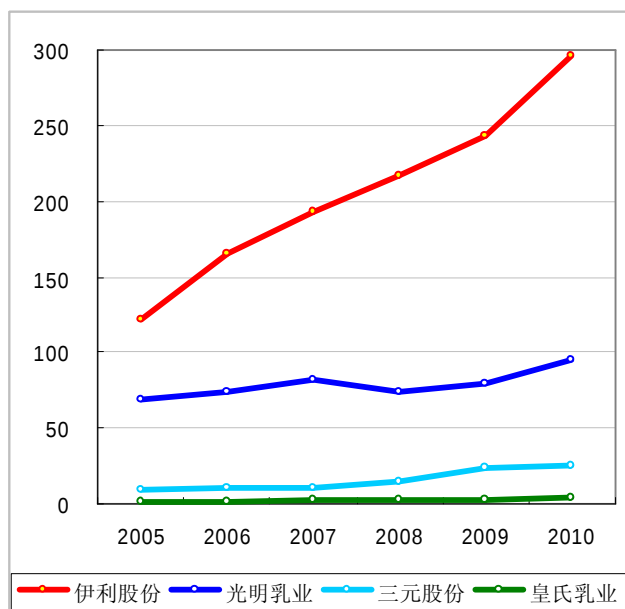


资料来源：商务部

我国奶业有伊利股份、光明乳业、三元股份、维维股份、皇氏乳业等五家上市公司，其中伊利股份是我国奶业龙头公司，与蒙牛乳业共同构成我国奶业双寡头格局；光明乳业和三元股份分别是北京和上海及其附近区域市场的龙头，具有区域竞争优势，光明乳业正在拓展全国市场；维维股份除奶业外，还有豆粉、白酒等其他经营业务；皇氏乳业位于广西境内，经营品种独特的水牛奶。

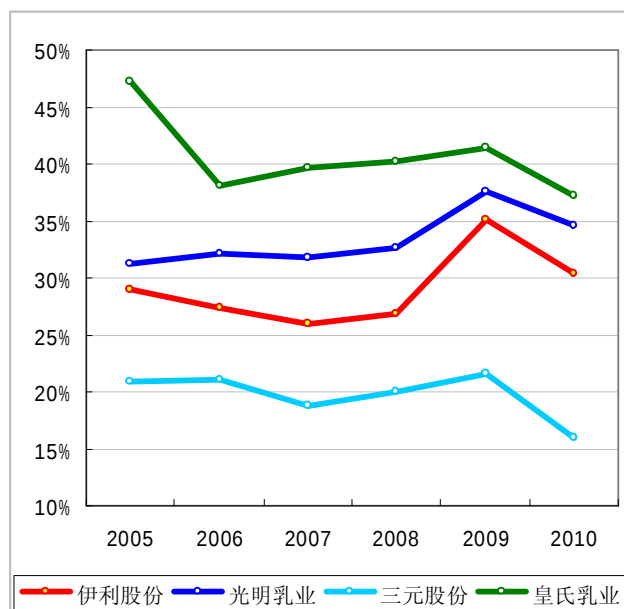
伊利股份营业收入远远领先于光明乳业和三元股份，年增长速度也高于光明乳业和三元股份。但是，光明乳业毛利率一直高于伊利股份和三元股份，说明产品盈利能力更强。2009 年以后，四家奶业公司毛利率同比都有增长，说明三聚氰胺事件对奶业公司经营业绩的负面影响降低。但是进入 2010 年以后，由于原料生鲜乳收购价格上涨，四家奶业公司毛利率有所下滑。

图 55：四家奶业公司营业收入比较（亿元）



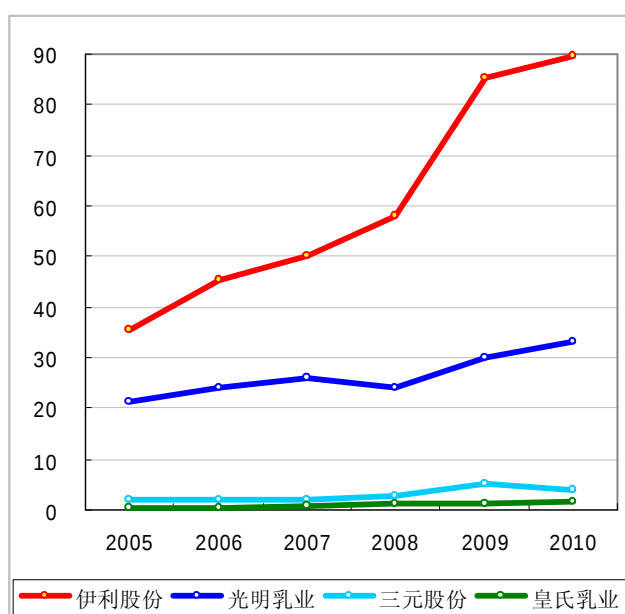
资料来源：公司公告

图 56：四家奶业公司毛利率比较（%）



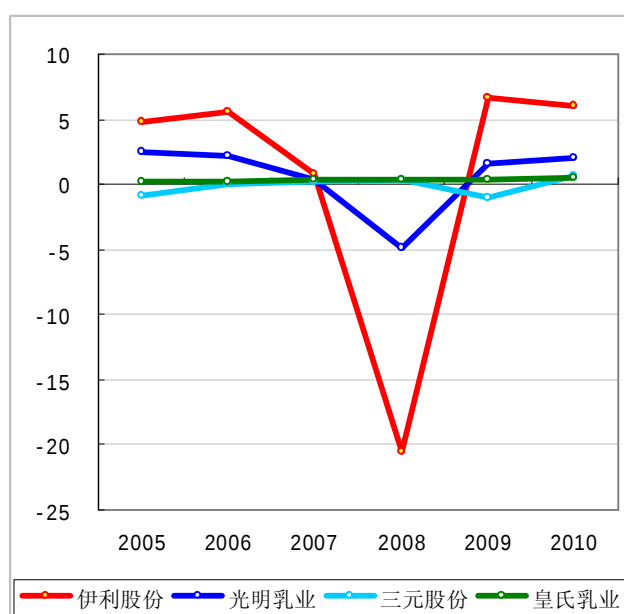
资料来源：公司公告

图 57：四家奶业公司毛利额比较（亿元）



资料来源：公司公告

图 58：四家奶业公司营业利润比较（亿元）



资料来源：公司公告

比较伊利股份、光明乳业和三元股份过去几年的毛利额和营业利润，可以看出，伊利股份和光明乳业 2008 年出现的亏损是公司实际控制人利用三聚氰胺事件在财务上对期间费用进行操作造成的，奶业经营规模和经营业绩并没有发生大的变化。

光明乳业 2010 年乳制品营业收入构成超高温瞬时灭菌牛奶占 40%，酸奶占 27%，低温冷藏鲜奶占 16%，其他乳制品合计占 17%。其中，酸奶毛利率最高，低温冷藏鲜奶毛利率其次，超高温瞬时灭菌牛奶毛利率最低。公司研究开发出常温酸奶，突破了酸奶必须低温保存的限制，处于行业领先地位，未来盈利前景广阔。

2010 年 1 月，光明乳业股份有限公司公布《光明乳业股份有限公司 A 股限制性股票激励计划（草案）》，激励计划规定：以 4.70 元/股价格向公司及其下属单位负责人出售股票 869.53 万股，占公司股本总额的 0.84%。激励计划同时规定了 2009 年、2010 年、2011 年、2012 年和 2013 年的经营业绩考核达标等条件。

**表 8：光明乳业股票激励计划规定的经营业绩考核达标条件**

|                     | 2009 年 | 2010 年 | 2011 年 | 2012 年 | 2013 年 |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入（亿元）           | 79.00  | 94.80  | 113.76 | 136.51 | 158.42 |
| 净利润（亿元）             | 1.2    | 1.90   | 2.28   | 2.73   | 3.17   |
| 净资产收益率              | 4.3%   | 8%     | 8%     | 8%     | 8%     |
| 扣除非经常性损益的净利润占净利润的比重 | 75%    | 85%    | 85%    | 85%    | 85%    |

资料来源：公司公告

股票激励计划将激励公司及其下属单位负责人集中公司资源发展主营业务，实现经营规模和盈利水平年均 20%-30%的复合增长率。未来几年，公司经营规模和盈利水平增长主要来源于公司在上海闵行区投资 14 亿元建设的马桥华东中央工厂项目建成投产，公司出资 4 亿元收购并持股 51%的新西兰 Synlait Milk 公司（信联公司）扩大产能和报表并入光明乳业公司，以及公司布局在新疆、陕西、内蒙古、黑龙江、辽宁、北京、天津、山东、江苏、安徽、浙江、河南、湖北、湖南、四川、广东等地的原奶生产、乳制品加工和销售企业拓展当地市场。

近几年，美国、欧洲、大洋洲等地大量奶粉进口到国内，挤压国内奶粉企业的生存空间。但是，2009 年以来，我国月度进口奶粉量与当月国内乳制品产量比在 1:20 以下，总体不会对国内乳制品行业形成巨大冲击。在细分行业婴儿奶粉市场，外国品牌奶粉占据主导地位。自 2009 年 8 月 1 日起，商务部对鲜奶、奶粉和乳清实行进口报告管理；海关总署对鲜奶、奶粉和乳清实施自动进口许可管理。国家对奶进口进行调控政策有利于改善国内奶业竞争环境。

我国奶的消费市场仍然十分广阔，1999 年我国城镇居民人均购买鲜奶、酸奶、奶粉等奶制品数量合计 8 公斤左右，2010 年增加到 18 公斤左右，10 年增长了 1 倍多，未来仍将持续稳定增长。我国农村居民数量众多，人均年奶制品消费量远低于城镇人口，2010 年只有 1.4 公斤左右。随着农村居民人均收入水平提高和向城镇转移，对奶制品需求潜力巨大。

2011 年我国 4 家奶业上市公司毛利率预计有所提高，营业收入、营业利润和净利润预计同比增长 20%左右。

## 九、行业投资建议和评级

2011 年下半年，促进消费将继续成为政府保持经济增长和调整经济结构的主要措施之一，国际大宗农产品价格预计稳中有降，我国居民消费价格指数将逐级回落到 5%以下。2011 年下半年，我国粮食价格将保持稳定，可能略有回落，有利于食品企业控制原料成本。2011 年下半年，白酒行业将迎来生产和消费旺季；葡萄酒和黄酒行业也将迎来生产和消费旺季。2011 年下半年是啤酒生产和消费淡季，

但是啤酒上市公司经营业绩同比预计稳定增长。我国白糖价格大周期顶部已过，下半振荡回调是大势所趋。2011年下半年，我国猪肉价格将继续上涨。乳制品行业超过三分之一企业被强制关闭，行业龙头公司竞争环境改善，下半年将持续稳定增长。

图 59：白酒行业指数与上证综指比较



图 61：啤酒行业指数与上证综指比较



图 63：肉制品行业指数与上证综指比较



图 60：葡萄酒行业指数与上证综指比较



图 62：制糖行业指数与上证综指比较



图 64：乳品行业指数与上证综指比较



投资策略：2011 年下半年，食品饮料行业存在三条投资主线，第一条投资主线是生产和消费旺季带来的投资机会，重点公司有贵州茅台、五粮液等；第二条投资主线是行业许可条件提高带来的投资机会，重点公司有伊利股份、光明乳业等；第三条投资主线是重组、增发和股票激励效应带来的投资机会，重点公司有双汇发展、通葡股份、ST 中葡、光明乳业等。**2011 年下半年，继续维持食品饮料行业“强于大市”评级。**

## 十、重点上市公司盈利预测和评级

表 9：重点上市公司盈利预测和评级

| 代码     | 名称   | 细分行业 | 6 月 28 日股价 | EPS(元) |      |       | PE   |       |       | 最新评级 |
|--------|------|------|------------|--------|------|-------|------|-------|-------|------|
|        |      |      |            | 2009   | 2010 | 2011E | 2009 | 2010E | 2011E |      |
| 600597 | 光明乳业 | 奶业   | 7.97       | 0.12   | 0.19 | 0.25  | 66.4 | 41.9  | 31.9  | 推荐   |
| 600519 | 贵州茅台 | 白酒   | 210.45     | 4.57   | 5.35 | 8.25  | 46.1 | 39.3  | 25.5  | 推荐   |
| 600600 | 青岛啤酒 | 啤酒   | 34.39      | 0.95   | 1.13 | 1.41  | 36.2 | 30.6  | 24.4  | 推荐   |
| 000869 | 张裕 A | 葡萄酒  | 98.10      | 2.14   | 2.72 | 3.63  | 45.8 | 36.1  | 27.0  | 推荐   |
| 000911 | 南宁糖业 | 制糖   | 17.86      | 0.43   | 0.64 | 0.86  | 41.5 | 27.9  | 20.8  | 推荐   |
| 000895 | 双汇发展 | 猪肉加工 | 64.50      | 1.50   | 1.80 | 2.14  | 43.0 | 35.9  | 30.1  | 推荐   |

**光明乳业（600597）** 公司是上海及其附近区域奶业市场的龙头公司，具有区域竞争优势。公司改变以前偏重低温奶的产品结构，更加注重扩大常温奶生产和销售规模，突破区域奶业市场局限；尤其是研究开发出常温酸奶，突破了酸奶必须低温保存的限制，处于行业领先地位，未来盈利前景广阔。三聚氰胺事件对我国奶业公司经营业绩的负面影响逐渐降低，我国城镇居民人均购买鲜奶数量未来仍将持续稳定增长，农村居民数量众多，人均年奶消费量远低于城镇人口，随着农村居民人均收入水平提高和向城镇转移，对奶的需求潜力巨大，奶业上市公司经营规模和盈利水平仍然有很大发展空间。光明乳业制定股票激励计划，激励公司及其下属单位负责人集中公司资源发展主营业务，实现经营规模和盈利水平年均 20%-30% 的复合增长率。

风险提示：1、伊利股份与蒙牛乳业共同构成我国奶业双寡头格局，光明乳业只是上海及其附近区域市场的龙头，突破区域市场限制开拓新市场面临的竞争压力大。2、公司开拓新市场需要建立新的奶源基地和物流配送体系，新奶源基地建设和物流配送体系建设是一项挑战性比较强的任务。3、行业内突发的食品质量事件可能影响公司的经营业绩和股票价格。

**贵州茅台（600519）** 公司产品是我国酱香型白酒典型代表，同时也是我国白酒行业第一个原产地域保护产品，是世界名酒中唯一纯天然发酵产品，具有持久核心竞争力。随着国家产业政策调整，白酒市场将更加规范，名优企业将受到进一步保护，整个行业将迎来较好的发展态势。过去五年，公司一直保持着 80% 以上毛利率。另外，公司还拥有自主定价权，通过提价可以实现将增加的白酒消费税完全转嫁给消费者并提高公司经营业绩。2010 年末，贵州茅台白酒存货成本 52.05 亿元，存货潜在销售毛利额 523 亿元，未来盈利潜力远远领先于五粮液、泸州老窖和山西汾酒。2010 年，公司共生产茅台酒及系列产品 3.26 万吨，到 2015 年，公司计划茅台酒年产量达到 4 万吨，力争多一点。2011 年，公司计划投入约 25 亿元实施“十二五”万吨茅台酒规划发展的征地工作和二期技改等项目。

风险提示：1、目前全国白酒市场需求趋近饱和，白酒产能、企业新产品开发和营销策略均向高端转移，越来越多的企业进入到酱香型白酒的生产和销售，加剧了酱香型产品的市场竞争。2、国内啤酒和葡萄酒产销量逐年上升、国外洋白酒品牌进入中国市场，挤占了部分白酒消费市场，给白酒生产企业造成一定的冲击。3、地方保护主义依然严重、假冒伪劣产品屡禁不止。

**青岛啤酒（600600）** 公司是中国历史悠久的啤酒制造厂商，产品远销美国、日本、德国、法国、英国、意大利、加拿大、巴西、墨西哥等世界 62 个国家和地区，是世界十大啤酒厂商之一。与燕京啤酒相比，青岛啤酒在经营规模上更大，在经营业绩上更优。包装物、原材料、能源等价格下跌对降低青岛啤酒营业成本非常有利。公司调整产品结构，全面推进“1+3 品牌”（青岛啤酒和山水啤酒、崂山啤酒、汉斯啤酒）的整合和结构优化，公司的啤酒销售实现了较快增长和结构提升，毛利率稳定提高。公司地处华东地区，邻近华北地区，接近我国啤酒主要消费市场，未来市场空间比较大。

风险提示：1、我国啤酒行业竞争激烈，啤酒是中低档次大众消费品，价格是主要竞争工具之一，激烈竞争可能导致价格下降，降低公司盈利能力。2、啤酒生产和消费具有明显的季节性，夏季啤酒生产和消费高峰过后，公司经营规模和盈利水平环比逐月下降，对公司股票价格可能产生不利影响。3、啤酒单位重量和体积价格低，不适合长距离运输，公司在全国布局众多啤酒生产企业，原材料采购、产品营销和管理控制成本比较高，原材料和包装物价格若出现剧烈变化，对公司经营业绩将产生重大影响。

**张裕 A（000869）** 公司是中国第一个工业化生产葡萄酒企业，是我国葡萄酒行业龙头公司。公司产品结构合理，中高档产品所占比例不断上升；强大的品牌影响力以及完善的营销体系，增强了公司同经销商的议价能力。公司毛利率 70%以上，比葡萄酒行业平均毛利率水平高 40 个百分点左右。解百纳和卡斯特酒庄酒是公司主要利润增长点。公司把白兰地系列高档酒作为未来 3-5 年的重点发展方向，优化产品结构。葡萄资源供给不足和激烈竞争抑制了东部地区葡萄酒产业的进一步发展，公司开始将葡萄酒产业向西转移到甘肃、宁夏、新疆等地，未来成长前景广阔。

风险提示：1、葡萄酒进口量快速增长，加剧行业竞争激烈程度。公司未来两年销售费用将持续增加，北京爱斐堡酒庄、冰酒酒庄处于培育期，未来盈利情况具有很大不确定性。2、公司将葡萄酒产业向西转移到甘肃、宁夏、新疆等地，面临葡萄原料供应、葡萄酒厂设置、葡萄酒市场营销等很多新问题，而且面临当地葡萄酒企业竞争，未来盈利情况具有很大不确定性。

**南宁糖业（000911）** 公司是我国甘蔗制糖行业龙头公司，公司白糖年产量一般 50 万吨左右，占我国白糖年产量将近 5%。公司营业收入持续多年稳定增长，毛利率多年稳定在 20%左右，糖价大幅度波动对公司营业收入和毛利率影响较小，基本上反映了我国甘蔗制糖行业的总体发展状况。公司与农民签订甘蔗种植协议 100 万亩左右，南宁糖业将争取农民扩大甘蔗种植面积，降低农民生产成本，提高甘蔗质量。公司将采取措施提高制糖副产品蔗渣浆和纸产品对公司经营业绩的贡献份额。

风险提示：1、白糖价格已经进入高位，2011 年涨幅预计不大。2、如果甘蔗减产，可能出现榨糖企业争抢甘蔗原料的情况，签订甘蔗种植协议的农民可能在其他榨糖企业高价收购吸引下违约，造成公司原料供给困难。3、甘蔗渣造纸业务盈亏情况对公司经营业绩有重大影响。

**双汇发展（000895）** 公司是我国猪肉制品行业龙头公司，双汇“高温肉制品”、“低温肉制品”、“鲜冻分割猪肉”是“中国名牌”产品。公司还积极向上游生猪养殖领域延伸产业链。2010 年 11 月，大股东双汇集团将其所有的 29 家肉类屠宰、加工和包装公司（2010 年 5 月 31 日净资产 47.21 亿元）的股权（43.03 亿元，估值约 345.9 亿元）注入上市公司双汇发展，双汇发展将其持有的漯河双汇物流投资有限公司 85%的股权（估值约 17.2 亿元）剥离给大股东双汇集团。被注入公司 2009 年合并营业收入 166 亿元，合并营业利润 16.29 亿元，合并净利润 13.72 亿元。2009 年，双汇发展生产温肉制品 85.77 万吨，屠宰生猪 328.56 万头；被注入公司 2009 年生产肉制品 64.41 万吨，屠宰生猪 807.38 万头。资产重组以后，双汇发展主业更加突出，经营规模和盈利水平都将大大提高。公司拥有规模比较大的冷冻猪肉仓库，猪肉价格上涨将提高原料存货价值，提高公司盈利水平。

风险提示：1、在猪肉价格大幅度上涨的情况下，如果原料采购没有把握好行情或者猪肉制品提价压力较大，企业获利空间将被压缩。2、生猪疫情时有发生，食品安全成为全社会广泛关注的焦点，未来如果爆发生猪疫情或者发生肉制品安全事件，公司产品销售将受到重大影响。

**注册证券分析师简介:**

姓名: 吴正武, 浙江大学管理学博士, 2009年加入爱建证券有限公司, 现从事食品饮料行业和农林牧渔行业研究。

**分析师承诺:**

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映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。

**投资评级说明**

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准。

**I 公司评级**

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出: 相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

**I 行业评级:**

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

**重要声明**

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格, 本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任, 爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考, 并不构成所述证券的买卖出价或征价, 爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。