

2011年8月26日

食品饮料行业月报

聚焦高确定性的重点子行业

A

增持

刘都*

(8621) 2032 8510

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110254

1-7月白酒产量累计同比增长28.78%，依然是酒类板块最活跃品种。我们判断2011全年白酒销售量将继续快速增长，在消费结构动态调整过程中，中、高档白酒最为受益，维持兼顾“确定性+成长性”的一、二线组合投资观点。目前白酒板块整体估值已接近历史平均水平，而相对大盘估值接近历史高点，已不甚便宜，但以2012年业绩估值，平均市盈率为21.40倍，仍具备较强吸引力。预计在全年业绩基本清晰前提下，结合“旺季+提价”的叠加因素，使得三、四季度白酒板块估值仍有提升空间。延续今年白酒整体推介思路，继续持有。对于配置较低的投资人，回调仍是介入的较好时机。

支撑评级要点

- “确定性”和“成长性”。我们预计下半年白酒产销两旺的势头将延续。虽然经销商对于市场总体销量的增长仍有不同看法，但无一例外对于一线白酒“茅五泸”十分乐观，这反映出白酒品种的**确定性**。二线强势品牌“产品换档+全国化”双轮驱动的增长模式使得**成长性**在白酒品种当中亦有突出体现，尤其是处于全国化前半程的企业更为突出，例如洋河、汾酒、古井贡酒。
- 生猪、猪肉价格7月走低，8月份反弹接近前期高位，下跌预期未能有效持续，对养猪、禽肉加工、饲料等行业构成利好，华英农业等仍有阶段性机会。
- 非白酒类消费品公司亦各有看点，存在较多可选品种，部分应当给予战略储备品种的定位，积极关注。乳业龙头企业增速可观，产品结构调整且费用率下降，饮料行业承德露露基本面持续改善，速冻食品行业三全食品同竞争对手拉开差距，成长前景看好。

首选买入

- 强调一、二线组合投资，继续看好目前所覆盖的一线五粮液、贵州茅台、泸州老窖和二线汾酒、洋河、金种子。
- 乳业重点关注伊利股份，维持买入评级。
- 战略储备品种，重点关注——承德露露、三全食品。

*苏斌为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

目录

投资摘要.....	3
市场综述.....	7
2011 年 7 月食品饮料产量综述.....	9
2011 年 7 月主要价格综述.....	15
研究报告中所提及的有关上市公司	21

投资摘要

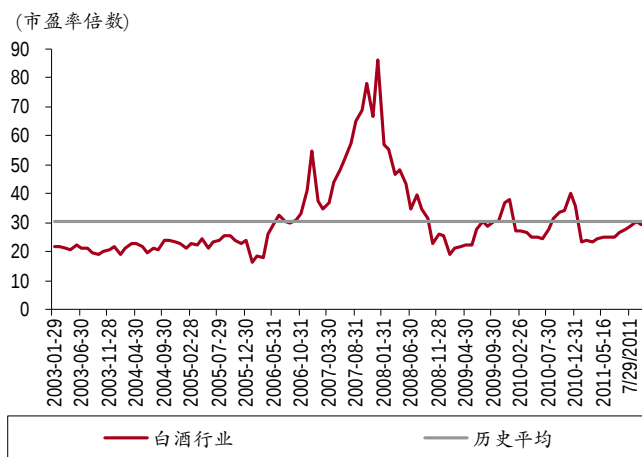
目前白酒估值已相对较贵,但从2012年估值来看,仍有空间。从历史数据看,白酒行业目前估值处于较历史平均水平。白酒行业基于当年业绩计算的市盈率于2007年达到历史高点。从历史平均数据(选取10家白酒企业)看,市盈率为30.50倍,2008年10月份以来大部分时间低于历史平均值运行,目前估值已快接近历史平均水平,基于2011年盈利估算,目前白酒行业市盈率在29.26倍(上期月报值为27.89倍),一线重点品种市盈率稍低。

目前行业估值基于2012年盈利约为21.40倍,处于历史较低水平,即考虑到明年的增长,板块估值依然不算高。

白酒行业相对上证A股而言,以2011业绩为基础,目前估值倍数在2.53倍(上期月报值为2.21倍),大幅高于历史平均,但低于上年11月份的2.61倍,主要是市场走势同白酒板块走势相逆,差距被动拉大,这也显示市场对防御板块的重视。

2011年白酒行业整体情况优于2010年,因此我们认为此项估值亦可向2010年高点看齐,但相对估值已经较贵是不争的事实,第四季度应转而寻求板块内估值更有吸引力的品种。

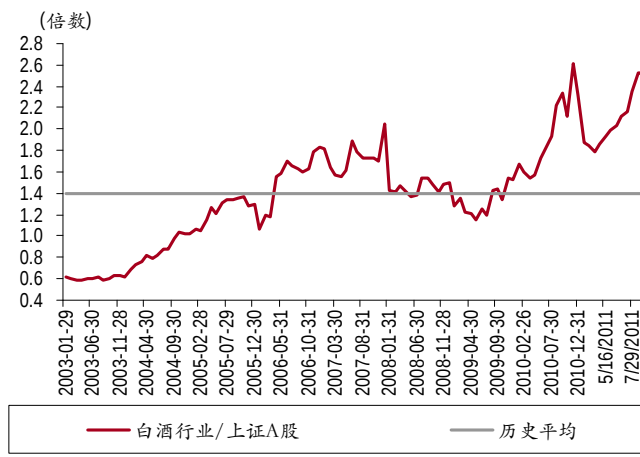
图表 1.白酒行业基于当年业绩市盈率走势



资料来源: 中银国际板块及指数分析

注: 白酒行业覆盖股票为泸州老窖、古井贡酒、五粮液、洋河股份、金种子、茅台、水井坊、汾酒、老白干、伊力特

图表 2.白酒行业市盈率相对上证A股市盈率倍数



资料来源: 中银国际板块及指数分析

注: 上证A股未剔除亏损; 2011年数据基于预测合计利润
公式: 上证A股总市值/上证A股2011预测净利润合计

2011 年三、四食品饮料行业结构性的投资机会仍突出，例如白酒行业在消费升级大背景下，产品提档和成本转嫁能力突出；肉类价格上涨使得生猪繁育和养殖企业、禽类养殖加工企业受益，8-9 月份仍是价格景气。关注成本转嫁能力强、产品结构调整顺利，增长确定性高的子行业，继续持有防御性强兼具进取性品种——白酒。

白酒板块收益突出。自 4 月中旬我们发布白酒投资报告提示一线白酒买点以来（见 4 月 18 日《白酒行业：优选中、高档白酒》、6 月 28 日《白酒风景好，一二线组合投资》），白酒板块显著跑赢指数，从全年预计情况看，白酒板块投资价值仍突出。重申白酒板块的攻守兼备特征，继续看好贵州茅台、五粮液等估值安全边际高的品种，以及增速突出的洋河、金种子、古井等二线品种。

葡萄酒方面，我们依然看好张裕，预计 2011 年每股收益在 3.4 元以上，目标价 124 元。公司作为国产葡萄酒龙头企业，已经构建出核心竞争力，这包括行之有效的营销体系、中高档产品占优的产品结构、持续不断的品牌建设投入、原料基地与酒庄的全面布局。公司争取 2011 年西部三酒庄建设完成，2012 年司庆前实现酒庄产品上市，酒庄酒集体收获时间迫近。公司以产品优化、营销调整和加强（例如将对经销商的费用支持收回，由企业进行费用的调配和投放，增强了费用投入效率和效果）保障 2011 年业绩增长。自我们 88 元推介以来，张裕累计涨幅已经近 30%，证明具备核心竞争力对企业投资价值的强支撑。

国内葡萄酒市场总体规模不断扩大且保持较快增长的中长期趋势不会改变，进口葡萄酒的快速增长，客观上也对消费者教育和做大市场有所帮助。短期内，进口葡萄酒数量和品种可能持续大幅增长，对国产酒冲击相对明显，但进口葡萄酒市场自身也会有一个净化沉淀过程，真正具备全方位竞争力的进口品牌仍然有限；中长期看，进口葡萄酒同国产葡萄酒的竞争将成为常态，这是必须接受的事实。

总体而言，价位在 800 元以上的超高端进口葡萄酒同张裕直接竞争的力度不大，中低价位对渠道要求很高，张裕优势明显。张裕除了依靠独特的营销体系优势很大程度化解进口酒的冲击，同时还能在营销模式多元化层面进行探索，张裕酒庄布局完成和产能提升后综合竞争力将得到进一步加强。

奶业：积极关注奶业市场整顿、政策扶持畜牧业和奶业以及原奶价格企稳背景下奶业龙头的投资机会。

我们初步判断奶业龙头企业的市场费用投入到了阶段性顶点(也即费用率有望回落),投入产出效率提升,由粗放型增长逐步转入规模效益型增长,在原奶价格企稳的背景下,利润率水平有望提升。

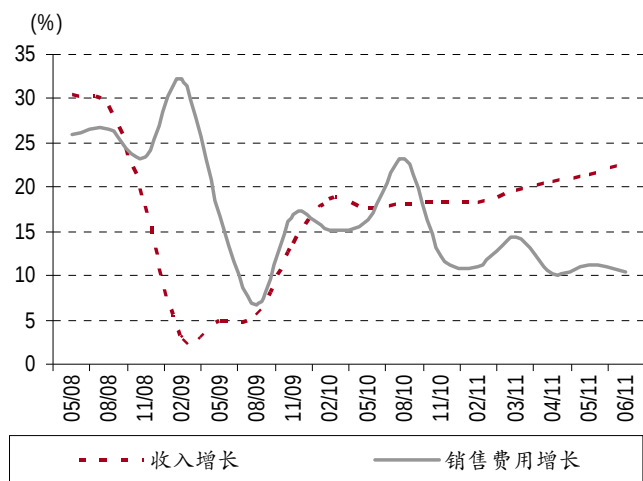
此外,龙头企业收入增速较快。以伊利、蒙牛为代表的基地型乳企在三聚氰胺事件发生后的一年多时间重新掌握主动,从2010年开始,伊利股份季度收入增速超过行业平均增速,2011年以来增速继续提高,主要是因为乳业恢复发展阶段,二线品牌并没有普遍的显著获益。

食品质量安全因素也仅仅是行业发展过程中的阶段性扰动因素,不仅乳业如此,其他行业亦然,只不过依严重程度而在时间长短上有所区别,另外还会起到加剧行业整合和提高行业集中度的意外效果。我们分析行业以及企业自身原因大致有以下几点:

- 1) 乳制品行业增长空间仍然巨大,增长趋势不变;
- 2) 政策对超大型企业(寡头企业)的倾斜,无论是此前修订的《乳制品工业产业政策》提高乳业生产进入门槛,还是最新强力推行的“乳制品生产许可重新审核”淘汰了一大批中小企业,客观上都加强了市场集中度提高的可能性,使得大型企业、全国性企业成为直接受益者;
- 3) 寡头企业的产能继续释放,例如2009年开始,伊利进行了大规模的固定资产投资,2010年下半年陆续投产和达产;
- 4) 寡头企业在营销资源的支配上具有压倒性优势,2010年蒙牛乳业和伊利两家企业销售费用占行业整体销售费用比重达55%左右,而营销资源对快消品而言极其重要。

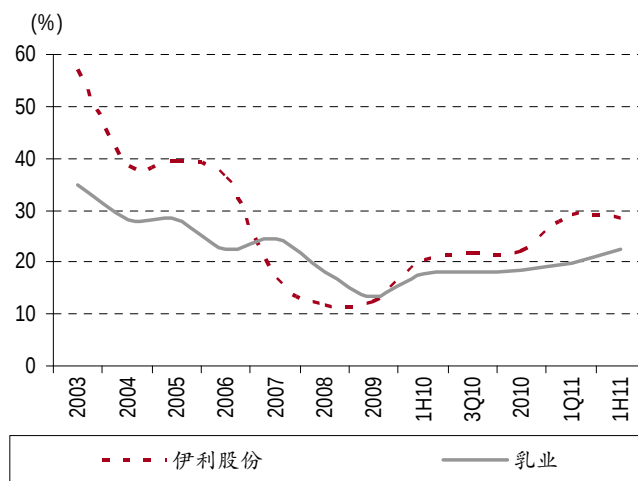
产品结构的优化。乳业亦受益中等收入和高收入阶层的成长推动的消费升级,龙头企业的产品开发能力与此逐渐匹配,产品结构在持续优化中。2010年蒙牛高毛利产品收入占比17%-19%左右,其中“特仑苏”收入占比9%左右,2011年将继续提升。新产品销售比重在12%-15%左右,而新品主要是高毛利品种。预计伊利股份2011上半年金典系列高端奶收入占液奶收入比重在5%左右,儿童奶是新的亮点,增速快,于液奶中收入占比预计在10%以上。

图表 3. 乳业销售费用率增长落后于收入增长



资料来源：统计局

图表 4. 伊利股份同行业收入增速比较



资料来源：公司资料，统计局

图表 4. 重点关注公司估值情况

公司名称	股票代码	收盘价 (元)	市值 (亿元)	每股收益 (元)			市盈率 (倍)		每股收益增长 (%)		复合增速 (%)	净资产收 益率(%)	评级
				2010	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E	2010-2012	2011E	
泸州老窖	000568.SZ	46.97	655	1.58	1.97	2.43	23.8	19.3	24.7	23.4	24.1	40.2	买入
五粮液	000858.SZ	39.15	1,486	1.16	1.57	2.03	25.0	19.3	35.5	29.6	32.5	25.6	买入
贵州茅台	600519.SS	207.42	2,153	4.86	7.37	9.76	28.1	21.3	51.6	32.3	41.6	32.8	买入
洋河股份	002304.SZ	149.60	1,346	2.45	3.96	5.63	37.8	26.6	61.4	42.4	51.6	34.5	买入
金种子酒	600199.SS	20.83	116	0.32	0.55	0.83	37.7	25.1	72.7	50.4	61.2	18.3	买入
山西汾酒	600809.SS	84.18	364	1.14	2.05	2.99	41.0	28.1	79.8	45.8	61.9	32.7	未有评级
承德露露	000848.SZ	18.58	68	0.49	0.59	0.82	31.4	22.7	20.9	38.3	29.3	24.7	买入
中粮屯河	600737.SS	10.30	104	(0.05)	0.11	0.27	98.0	37.6	(291.8)	160.2	-	3.8	买入
张裕 A	000869.SZ	113.20	597	2.72	3.41	4.27	33.2	26.5	25.5	25.1	25.3	36.7	买入
伊利股份	600887.SS	20.09	321	0.46	0.78	0.99	25.8	20.3	71.1	27.2	47.6	22.5	买入
光明乳业	600597.SS	9.93	104	0.19	0.24	0.32	41.8	31.3	25.1	33.5	29.3	8.7	持有
三全食品	002216.SZ	37.70	70	0.66	0.89	1.21	42.2	31.1	35.4	35.5	35.4	14.0	未有评级
华英农业	002321.SZ	22.17	33	0.38	0.83	0.84	26.6	26.4	119.7	0.6	48.7	11.3	未有评级

资料来源：中银国际研究预测

本表以 2011 年 8 月 25 日收盘价格为标准，均按最新股本摊薄

市场综述

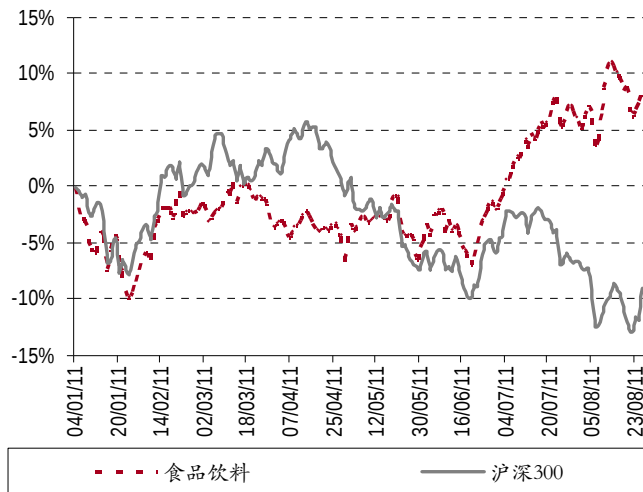
白酒板块自4月中旬以后，同市场整体走势几乎相逆，显著强于大市以及食品饮料板块。

白酒行业年报、季报、半年报连续优异的表现强化市场对该板块信心，另外4、5、6月份行业产销数据和经销商调研表明2011年白酒板块仍将行驶在快速增长的轨道上，主要公司业绩高增均有较强确定性。

我们认为白酒板块短期估值较高，有一定的回调需求。

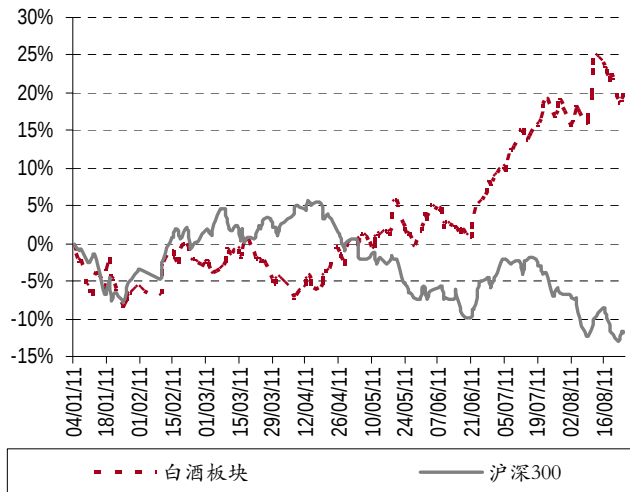
8月份以来，高端白酒终端售价继续稳步攀升，一线白酒企业提高出厂价的预期增强。结合我们此前4月份推荐以来的脉络，建议继续持有，静候旺季股价刺激因素兑现。另外，由于白酒板块有3年左右确定性的快速增长，导致以2012年盈利计算的市盈率仍然不高，回调依然有很好的介入机会。

图表 5. 食品饮料板块同沪深指数比较

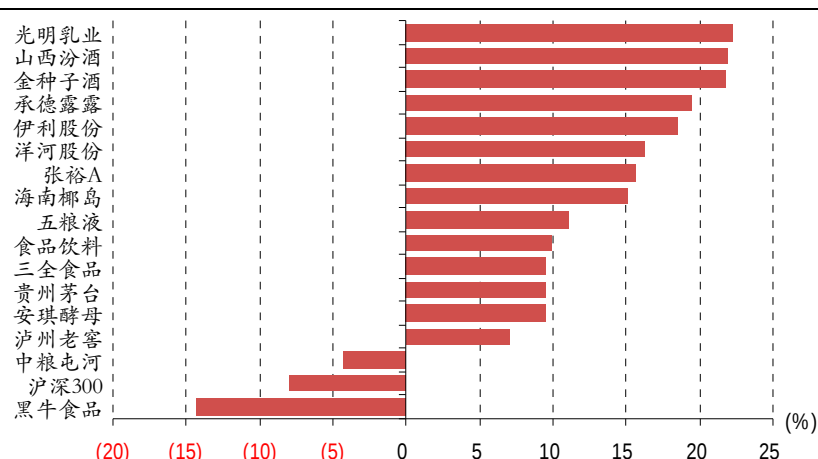


资料来源：万得资讯，中银国际板块及指数分析
食品饮料指数取万得资讯申万指数，代码801120

图表 6. 白酒板块同沪深指数走势比较



资料来源：万得资讯，中银国际板块及指数分析
注：白酒板块指数成分为泸州老窖、古井贡酒、五粮液、洋河股份、金种子、茅台、水井坊、汾酒、老白干、伊力特

图表 7. 食品饮料重点公司进入 7 月份以来涨幅情况


资料来源：万得资讯，中银国际整理

时间区间为：7 月 1 日-8 月 19 日

三、四季度白酒板块仍有股价刺激因素，其一，中报高增如约而至，其二，中秋国庆双节因素在今年白酒整体高度景气的环境下旺上加旺，其三部分品种下半年的销售表现会好于上半年（例如五粮液的五粮醇下半年销售可能会显著优于上半年；水井坊股权转让尘埃落定后，下半年销售逐步理顺等）。

非酒类当中，非种子农业类、保健品类和速冻食品类也有不俗表现。

图表 8. 部分企业中报业绩增长及预增情况

	代码	企业名称	净利润(人民币, 百万)		每股收益(人民币, 元)		增幅(%)	中报披露时间
			2010 年上半年	2011 年上半年	2010 年上半年	2011 年上半年		
酒类	000596.SZ	古井贡酒	107.4	268.5	0.46	1.15	150%	8 月 19 日
	600199.SS	金种子酒	85.8	197.4	0.15	0.36	130%以上	8 月 27 日
	600809.SS	山西汾酒	334.0	658.6	0.77	1.52	97.58%	8 月 16 日
	002304.SZ	洋河股份	1,067.2	1813.9	1.19	2.02	69.96%	8 月 23 日
非酒类	002477.SZ	雏鹰农牧	31.7	142.1	0.12	0.53	343.53%	7 月 28 日
	300146.SZ	汤臣倍健	54.5	89.5	0.50	0.82	64.24%	7 月 28 日
	002321.SZ	华英农业	20.8	32.4	0.14	0.22	57.60%	7 月 28 日
	002216.SZ	三全食品	54.7	84.1	0.30	0.45	50.18%	7 月 26 日
	000639.SZ	西王食品	(0.57)	52.60	0.00	0.42	-	8 月 17 日

资料来源：公司公告，中银国际研究

以上每股收益均按最新股本摊薄

2011 年 7 月食品饮料产量综述

白酒：酒类当中最景气，产销两旺，淡季不淡

2011 年 1-7 月份，白酒累计产量 547.31 万千升，同比增长 28.78%（1-6 月份为 27.99%），上年同期增速为 26.28%，同比增加 2.5 个百分点，产量增速处高位。今年白酒生产和销售均呈现出淡季不淡的特征。

7 月份单月产量 69.66 万千升，同比增长 33.82%，环比下降 24.08%，主要是生产淡季因素。在白酒消费的相对淡季，产量保持快速增长，显示全行业对今年的白酒销售仍然乐观，夏季扩大生产热情并未消减。

一线白酒放量相对缓慢且核心产品价格中枢稳步上移，使得二线名白酒无论在价格还是市场延伸上都有了更大的腾挪空间，销售增长迅速。而白酒行业总产量的快速增长，以及中档白酒普遍进军高端，进一步凸显一线白酒的相对稀缺性。因此我们对一线白酒如贵州茅台和五粮液的价格上移仍持乐观态度。

葡萄酒：7 月份单月产量增速进一步回升

1-7 月份，葡萄酒产量 58.53 万千升，同比增长 18.60%，较 1-6 月份增速提高 2.2 个百分点。上年同期增速为 17.29%，同比提高 1.3 个百分点。

7 月份产量 8.43 万千升，同比增长 26.92%。7 月份产量增速较 5、6 月份明显提升，5 月产量 8.09 万千升，同比增长 1.37%，6 月份产量 10.04 万千升，同比增长 16.68%。5 月份产量增速下滑较快，一方面是销售淡季因素，另一方面是进口葡萄酒增速过快导致一定的“挤出效应”。5 月份进口葡萄酒 3.11 万千升，同比增长 60.52%，大大高于前两月的进口增速（3、4 月份分别为 35.75%、23.77%）；6 月份国产葡萄酒产量增速提高同时，进口葡萄酒同比仅增长 17.39%。

啤酒：增速较6月份下滑

1-7 月份，啤酒产量 2,930.26 万千升，同比增长 10.20%，较 1-6 月份增速下降 1.2 个百分点。上年同期增速为 5.97%，同比上升 4.23 个百分点。

7 月份单月产量 580.40 万千升，同比增长 6.43%，环比增长 4.79%；6 月份单月产量 553.88 万千升，同比增长 12.38%。

今年旺季行业产量增速较上年有明显提升，主要受益于行业整合以及龙头企业产能的提升。

乳制品：产销态势良好

1-7 月份，乳制品产量 1,305.15 万吨，同比增长 13.93%，同 1-6 月份增速持平；同比上升 4.69 个百分点，上年同期增速为 9.24%。

1-7 月份，液体乳产量 1,133.20 万吨，同比增长 14.10%，较 1-6 月份增速升 1.13 个百分点；同比上升 5.03 个百分点，上年同期增速为 9.07%。

4-7 月份乳制品月产量同比增速分别为 12.07%、12.52%、20.86% 和 14.34%，整体呈逐月提升态势；液体乳月度同比增速波动较大，分别为 9.73%、13.21%、20.45% 和 16.35%。

速冻食品：保持较快增速

1-7 月份，速冻米面食品产量 175.79 万吨，同比增长 20.23%，较 1-6 月份增速略降 1.54 个百分点。

7 月份产量 25.93 万吨，同 6 月份产量持平，同比增长 20.86%。

速冻食品在我国仍然是方兴未艾的朝阳产业，2005-2010 年产量复合平均增速为 17.92%，随着城市化进程的持续推进、现代零售终端的普及和冷链物流完善，速冻食品将迎来更大发展空间。

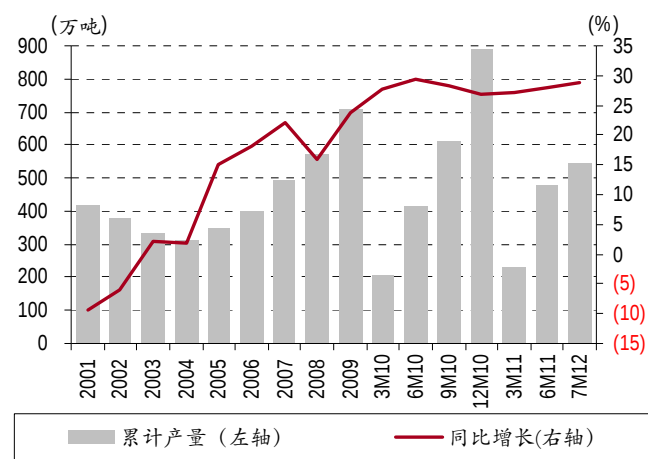
饮料类：产量高增，碳酸饮料居首

1-7 月份，软饮料产量 6,687.07 万吨，同比增长 25.33%，增速较 1-6 月份的 29.36% 有所回落；同比上升 8.58 个百分点，上年同期增速为 16.75%。7 月份产量 1,112.4 万吨，同比增长 9.30%，6 月份增速为 38.10%。

软饮料中，碳酸饮料 1-7 月产量 913.46 万吨，同比增长 32.21% (1-6 月份为 31.15%)，7 月当月产量 172.27 万吨，同比增长 35.95% (6 月份为 60.08%)，今年碳酸饮料如此高速增长，我们分析其主要原因有：1) 可乐包装“大变小”转换预期，渠道要货积极；2) 可乐为无需添加“起云剂”饮料，部分受益“塑化剂”风波；3) 上年基数属非正常低位。

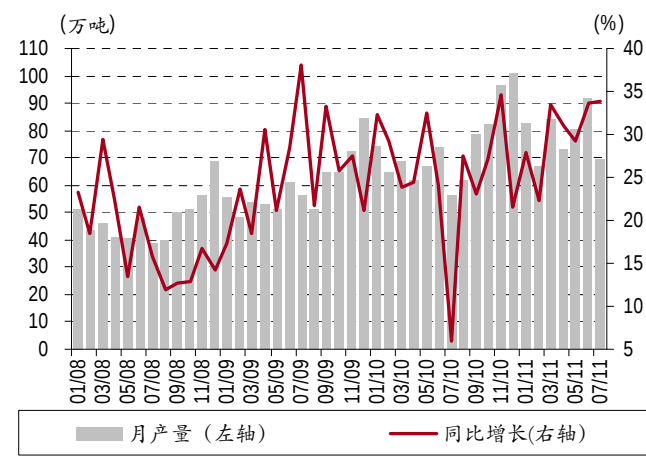
1-7 月果汁饮料累计产量 1,068.34 万吨，同比增长 18.96%，7 月当月产量 153.72 万吨，同比下降 1.11%；1-7 月份瓶装水产量 2,589.51 万吨，同比增长 24.50%，7 月当月产量 460.17 万吨，同比增长 17.66%。果汁和瓶装水当月产量增速出现较大幅度下滑。

图表 9. 白酒累计产量及同比增速



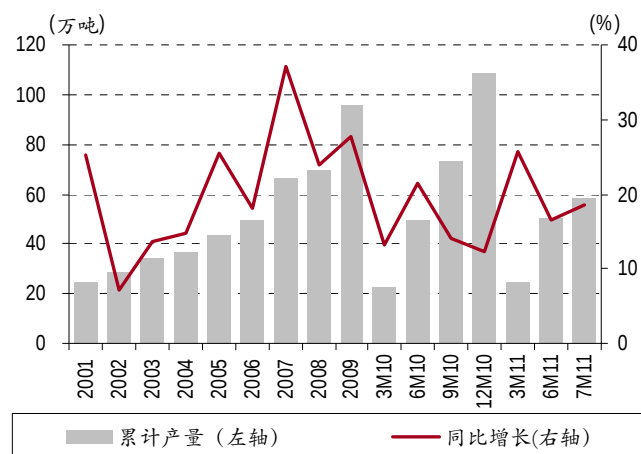
资料来源：统计局

图表 10. 白酒月度产量及同比增速



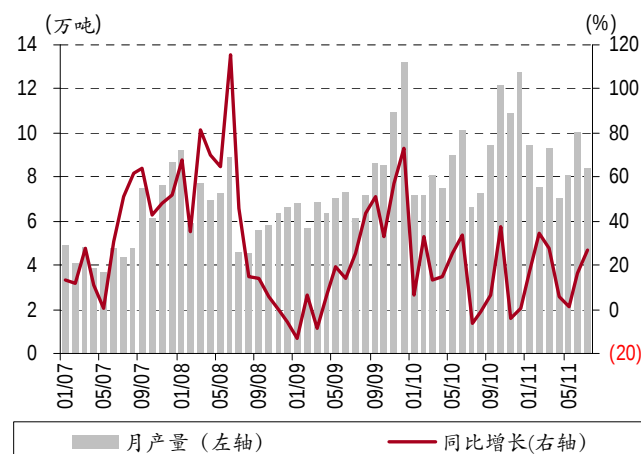
资料来源：统计局

图表 11.葡萄酒累计产量和同比增速



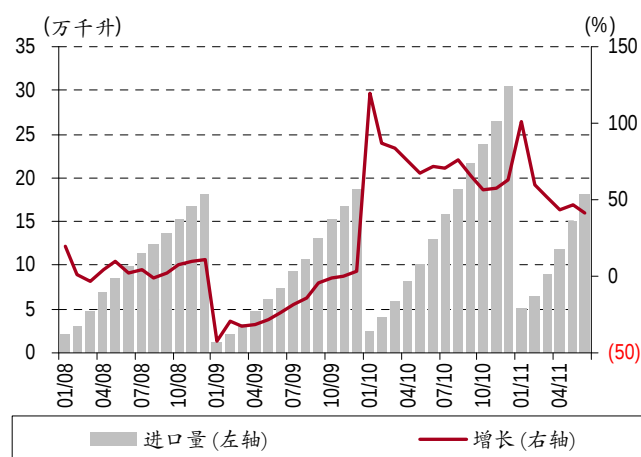
资料来源: 统计局

图表 12.葡萄酒月度产量及同比增速



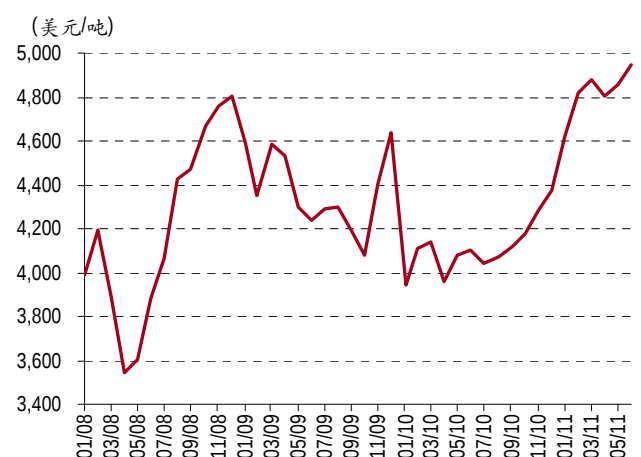
资料来源: 统计局

图表 13.葡萄酒累计进口量和同比增速



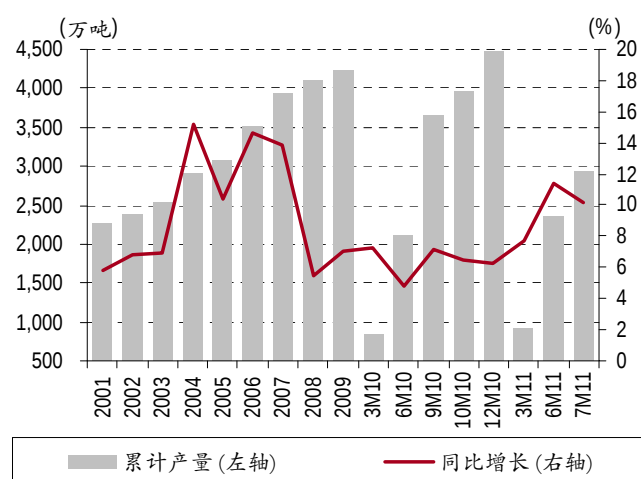
资料来源: 统计局

图表 14.进口葡萄酒吨价走势



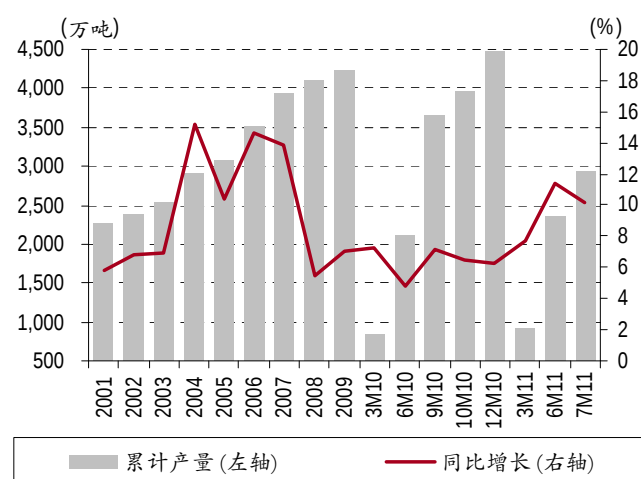
资料来源: 统计局

图表 15.啤酒累计产量和同比增速



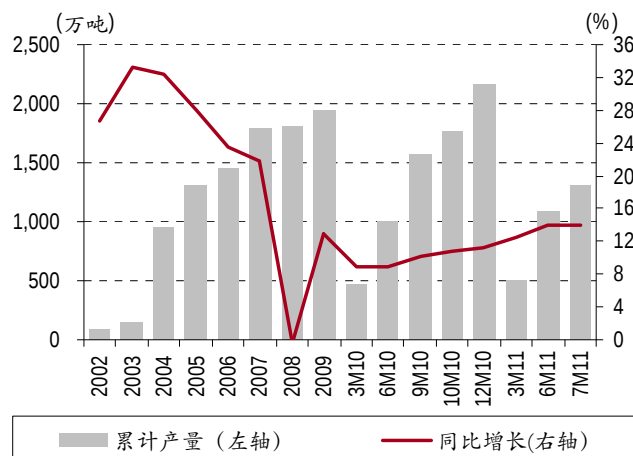
资料来源: 统计局

图表 16.啤酒月度产量及同比增速

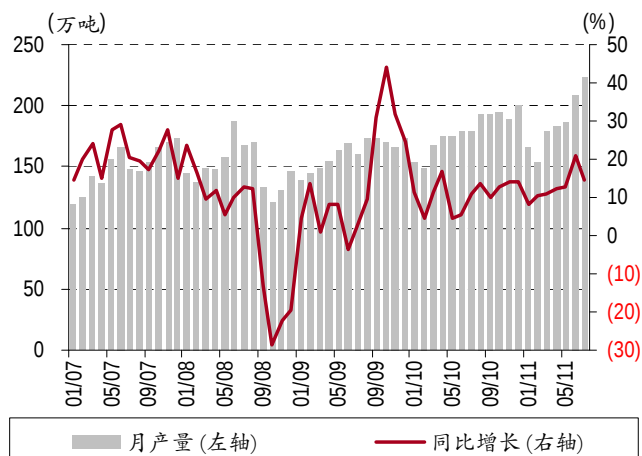


资料来源: 统计局

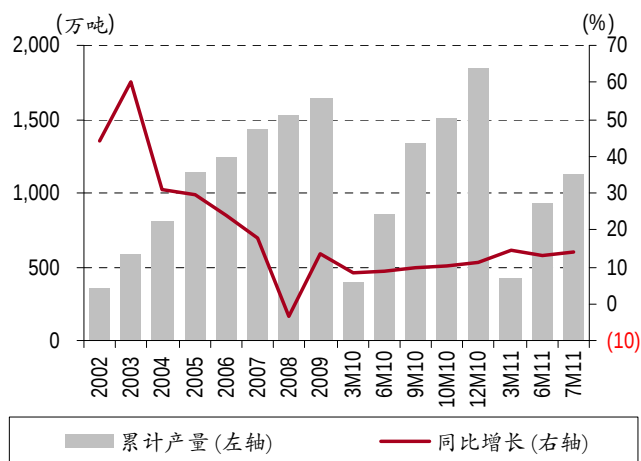
图表 17. 乳制品累计产量和同比增速



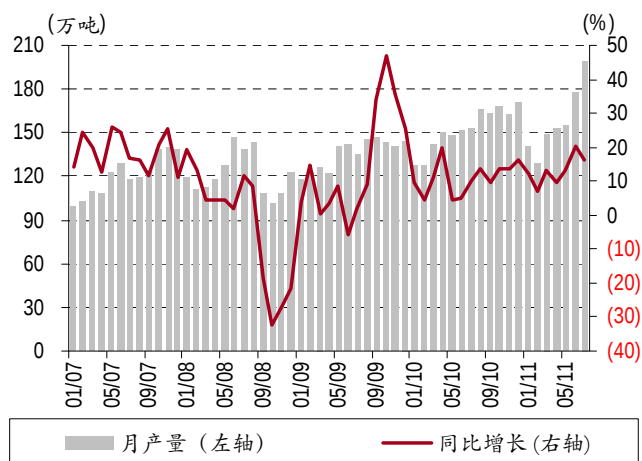
图表 18. 乳制品月度产量及同比增速



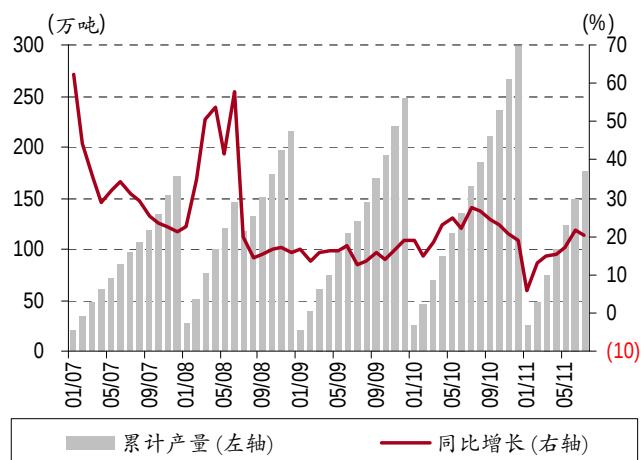
图表 19. 液体乳累计产量和同比增速



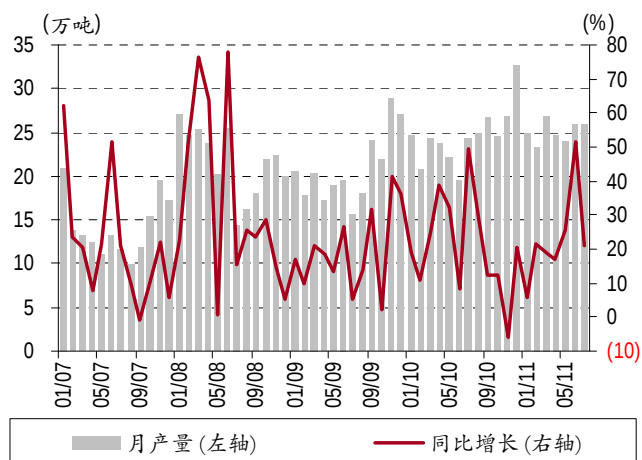
图表 20. 液体乳月度产量及同比增速



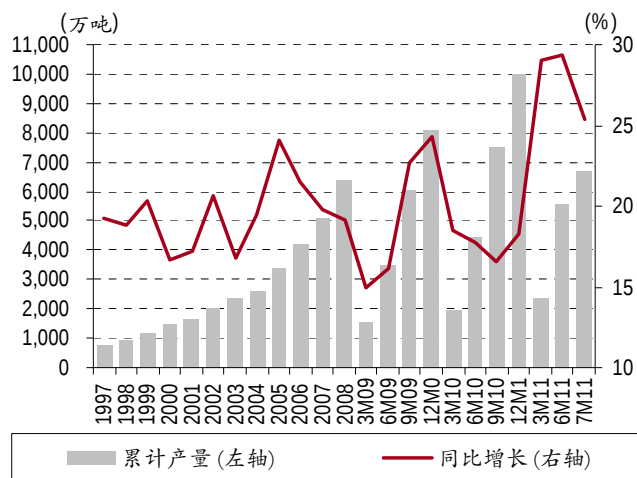
图表 21. 速冻食品累计产量和同比增速



图表 22. 速冻食品月度产量及同比增速

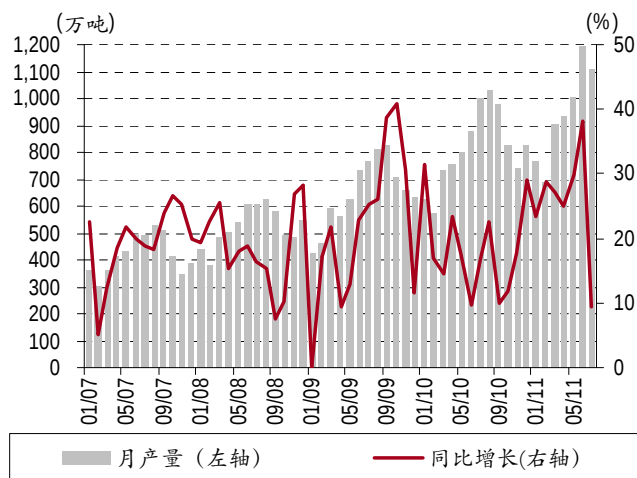


图表 23. 软饮料累计产量和同比增速



资料来源：统计局

图表 24. 软饮料月度产量及同比增速



资料来源：统计局

2011 年 7 月主要价格综述

白酒：五粮液价格理顺，泸州老窖、水井坊升幅大

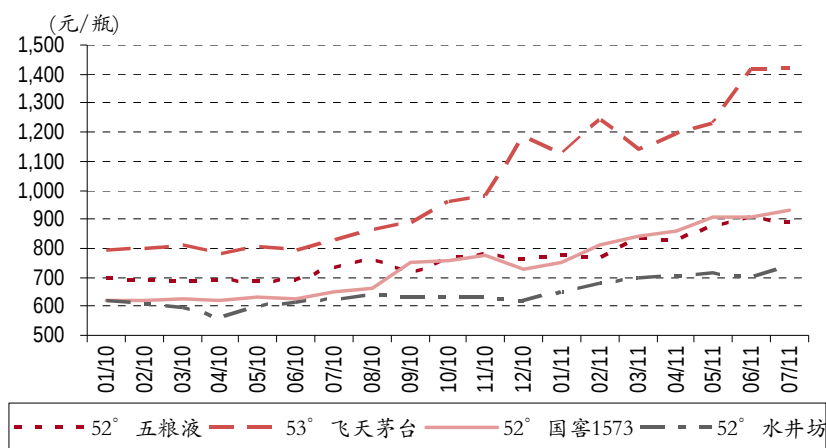
7 月份一线白酒终端售价整体继续稳中有升，53°飞天茅台终端售价在较 6 月份略提高约 5 元/瓶，高位坚挺。

6、7 月份五粮液核心产品终端价格已经在指导价格一线稳定——这意味着五粮液终端售价基本理顺，这同经销商计划量缩减有关，一旦五粮液实现顺价销售，则可大幅节约公司相关费用开支，也构成下半年提价的重要支撑。五粮液上半年业绩超预期，其中重要一点是中档和中低档酒放量，五粮液酒则控量托价，也取得效果，预计 9 月份提高出厂价。

7 月份，泸州老窖核心产品的终端售价较 6 月份提高 23 元左右，52°水井坊主打产品的终端价格在 6 月份基础上较大幅度上涨 44 元左右，涨幅最大。

考虑控量因素在内，高端白酒整体需求仍然旺盛，一线白酒表现出较为明显的淡季不淡特征。再次强调一线白酒收入快速增长的确定性，以及价格攀升的持续性。

图表 25. 一线白酒终端售价走势(月)



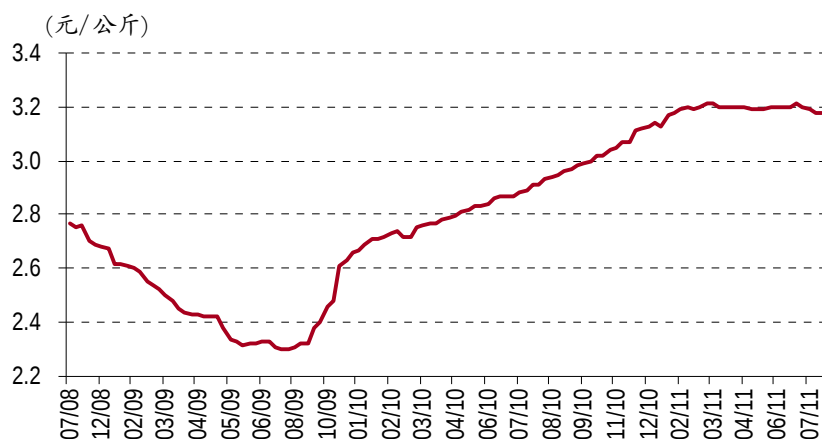
资料来源：糖酒快讯市场监测数据，多地平均值，中银国际整理

乳制品：原奶价格高位略有回落

截至7月底，主产区原奶收购均价3.18元/公斤，1-7月份均价为3.19，极差为0.05元，波动微弱。

1-7月份主产区原奶价格同比增长约14.6%，增幅较明显。2011年2月份以来，主产区原奶价格在3.18-3.20元一线企稳。预计2011年原奶价格涨幅总体将大幅低于上年，有助于企业毛利率恢复。由于上半年原奶价格变化较小，企业产品结构调整相对从容，龙头企业毛利率下降幅度有限，全年毛利率可能同比有微弱回升。

图表 26.主产区生鲜乳收购均价走势

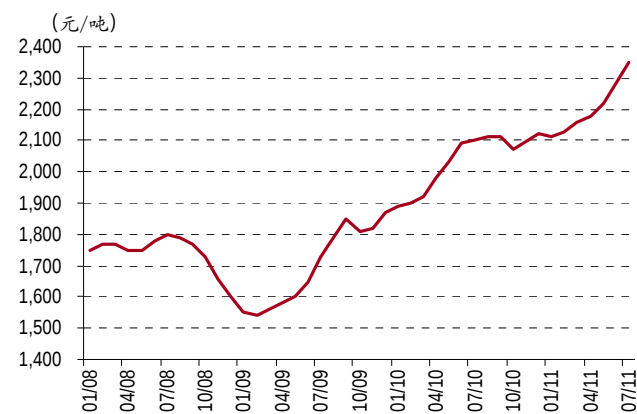


资料来源：统计局，万得

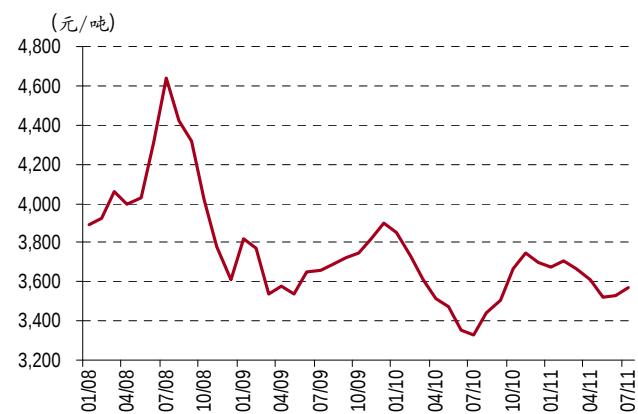
饲料相关：现货玉米、豆粕价格环比仍小幅增长

7月全国玉米价格环比仍小幅增长2.89%，为2,350元/吨；豆粕价格环比小幅增长1.25%，为3,570元/吨。

今年以来，玉米价格上涨较快，1-7月份平均价格2,204元/吨，同比上涨10.9%。豆粕价格上涨幅度较小，1-7月豆粕均价3,610元/吨，同比增长1.7%。

图表 35. 玉米价格走势(全国平均)


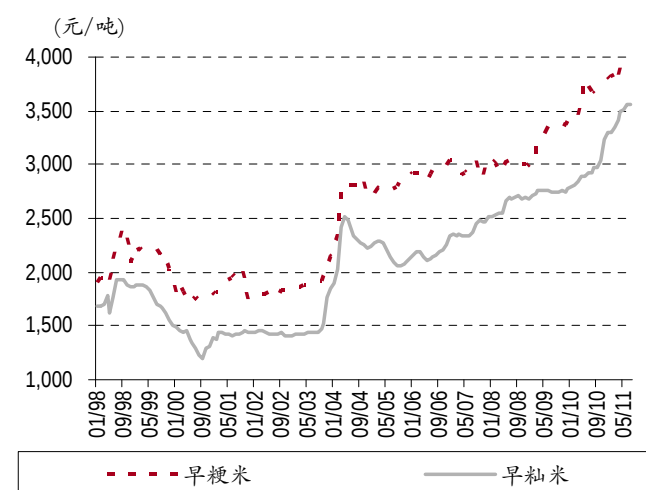
资料来源：农业部

图表 36. 豆粕价格走势(全国平均)


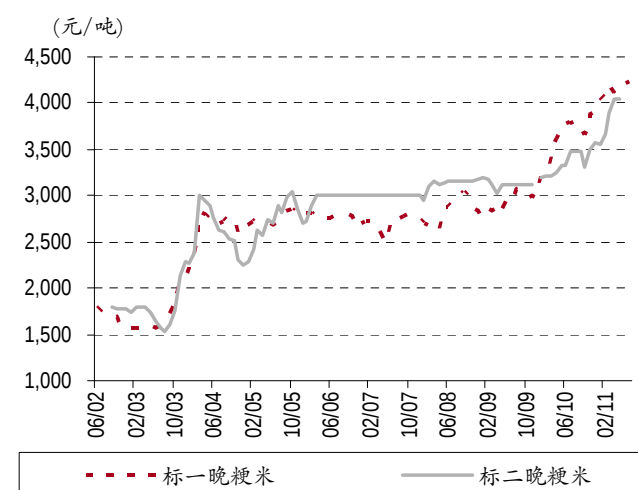
资料来源：商务部

米面食品及其他农产品

大米价格：进入 2011 年以来，大米价格较上年上涨明显，7 月大米价格同上月持平。6 月标一早粳米批发价价格 3,940 元/吨，标一早籼米 3,562 元/吨，2011 年 7 月份标一早粳米全国批发价 3,946 元/吨，标一早籼米 3,562 元/吨。

图表 27. 全国粮油批发价格-米


资料来源：统计局

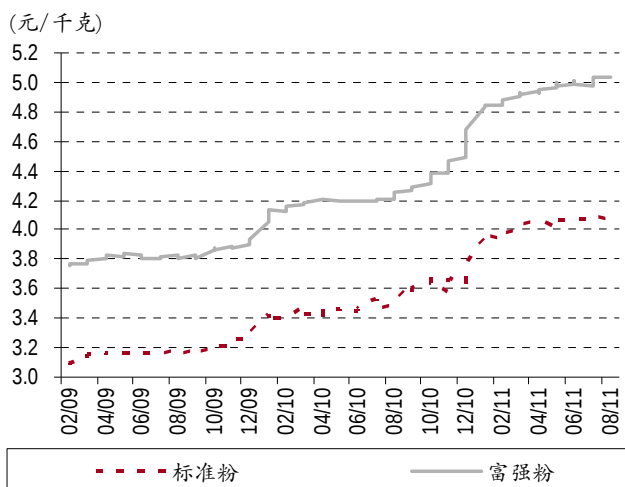
图表 28. 全国粮油批发价格-米


资料来源：统计局

面粉价格：7 月价格同 6 月份基本持平，较上年末 3.77 元价格有 8.58% 的上涨，处 2009 年初以来最高位。

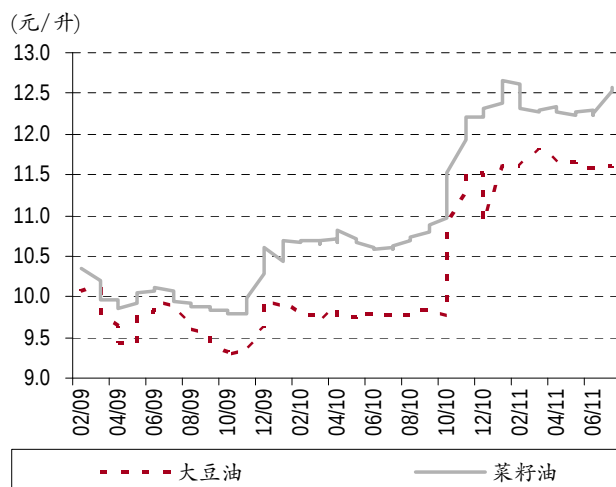
食用油：食用油价格由于“限价令”作用，2010 年底以来变化幅度较小，大豆油基本稳定，但仍处于价格高位。6 月份豆油价格环比增幅 0.12%，菜籽油价格环比小幅上涨 2.37%。

图表 29.50 城市面粉平均价格



资料来源：统计局

图表 30.50 城市食用油平均价格



资料来源：统计局

猪肉因素导致农产品批发价格定基指数同比高增

7 月份全国农产品批发价格定基指数 193.4，同比增速为 17.3%，增速仍快，由于上年 7 月农产品批发指数开始走高，因此 7 月同比增速较 6 月略有下降。环比上涨 2.3%（6 月的环比增速为 4.4%）。5 月份走势为“U”字形，并且月末比月初高，6 月份呈单边上扬态势，7 月份前高后低，月末仍达到 190.8，其中肉类价格上涨是一个重要原因。

7 月份全国仔猪价格达到 40.44 元/千克，同比上涨 113.1%，环比上涨 10.5%；活猪及去皮带骨猪肉平均价格同比分别增长 64.2%和 72.1%，环比增幅分别为 6.2%和 10.1%。7 月猪粮比达到 8.4，创 09 年 3 月份以来新高。

据商务部监测，7 月份，全国鲜猪肉批发价格同比增长 65.9%，环比增长 11.7%。

肉类价格上涨成为影响 7 月农产品批发指数和 CPI 的重要原因。

大豆、强麦、玉米和棉花期货价格环比均出现不同幅度下降

7 月份大连大豆期货价格 4,885 元/吨，同比增长 18.9%，环比下跌 0.3%（6 月份环比下跌 1.0%）；郑州强筋麦期货价格 2,553 元/吨，同比增长 10.6%，环比下降 0.1%（6 月环比下跌 0.1%）；7 月份大连玉米期货价格 2,259 元/吨，同比增长 17.6%，环比下跌 2.1%（6 月环比增长 2.4%）；玉米价格若持续下跌对于畜牧养殖业是个好消息。

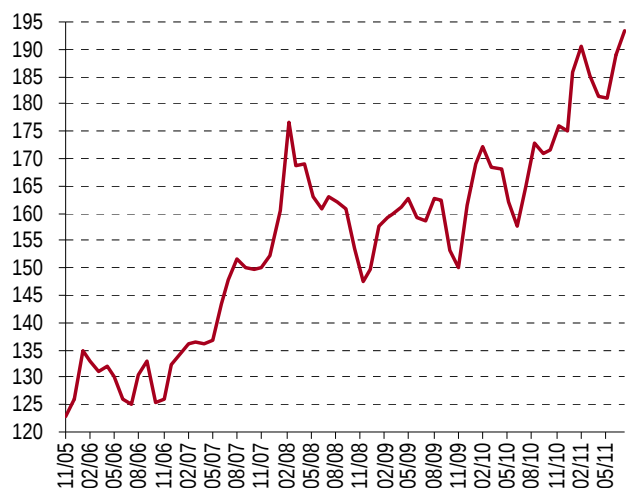
郑棉期货价格 21,864 元/吨，同比增长 30.1%，增速较 6 月有所下滑，环比下降 13.6%（6 月环比下降 1.0%），已连续四个月下跌，是 7 月环比下滑幅度最大的品种。棉花库存较高，且今年播种面积大幅增长对郑棉价格构成压力。

食糖价格上涨较快

7 月份郑州白糖期货平均成交价格 7,380 元，同比增长 40.5%（6 月同比增长 41.2%），环比增长 4.9%（6 月环比下降 1.8%），反弹力度较大；下游饮料等产品产量同比快速增长，需求旺盛导致食糖价格重新走高。

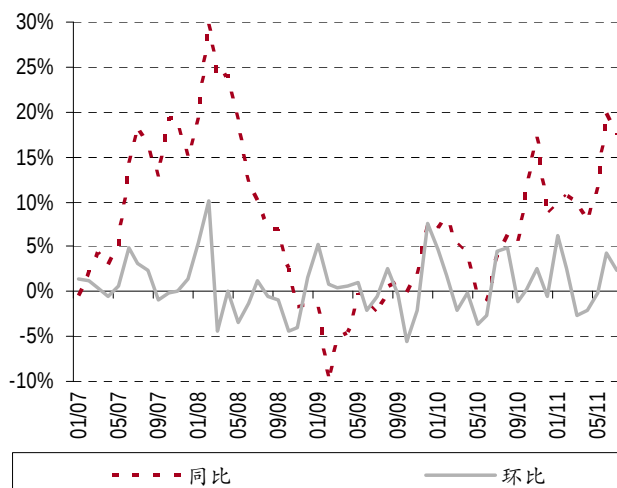
7 月全国食糖零售价格增长依然较快，同比增长 35.9%，环比增长 2.0%（6 月环比增长 1.2%）。

图表 31. 全国农产品批发价格指数



资料来源：中国农业部（以 2000 年为 100 计算）

图表 32. 全国农产品批发价格指数同比和环比



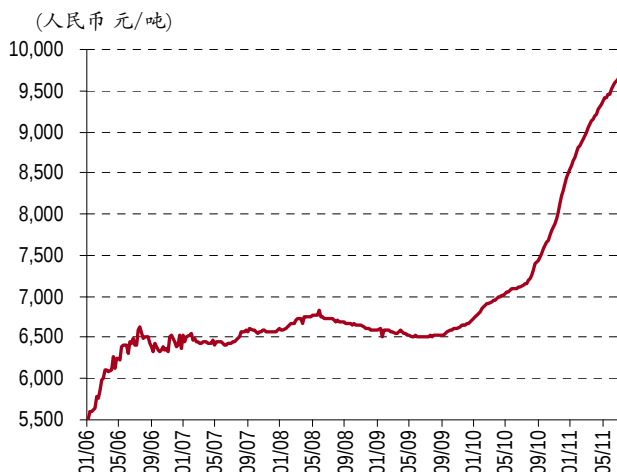
资料来源：中国农业部（以 2000 年为 100 计算）

图表 33. 郑州白糖期货价格走势



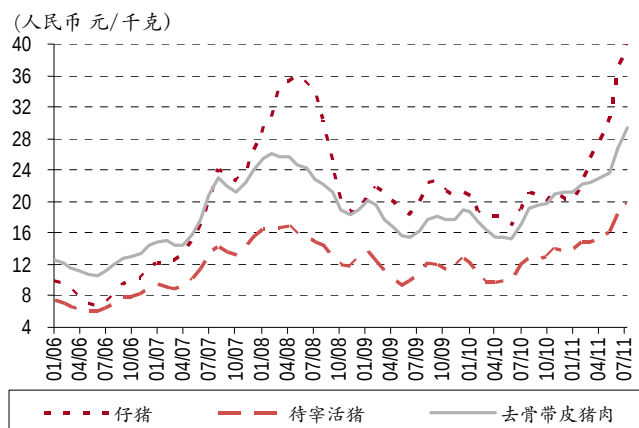
资料来源：万得资讯

图表 34. 全国食糖零售价格走势



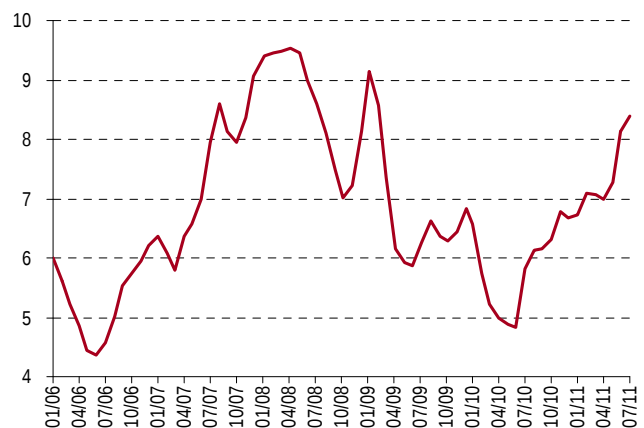
资料来源：商务部

图表 35.猪肉类价格



资料来源：农业部

图表 36.全国猪粮比



资料来源：商务部

图表 37. 全国期货及现货价格

	单位	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2010 年 4 季度	2011 年 1 季度	2011 年 2 季度	2011 年 6 月	2011 年 7 月
大连大豆	元/吨	2,537	3,640	4,753	3,710	4,221	4,444	4,653	4,923	4,899	4,885
郑州强麦	元/吨	1,646	1,744	1,883	2,064	2,357	2,484	2,513	2,571	2,555	2,553
大连玉米	元/吨	1,331	1,555	1,622	1,646	1,951	2,054	1,964	2,262	2,308	2,259
郑州棉花	元/吨	13,957	13,686	13,331	13,341	19,473	27,436	30,718	26,367	25,308	21,864
郑州白糖	元/吨	4,547	3,742	3,217	4,125	5,561	6,500	7,134	7,039	7,034	7,380
食糖零售价格	元/吨	6,246	6,499	6,687	6,563	7,299	7,985	8,862	9,394	9,528	9,720

资料来源：万得资讯、商务部

图表 38. 全国农产品期现货价格同比变动 (%)

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2010 年 4 季度	2011 年 1 季度	2011 年 2 季度	2011 年 6 月	2011 年 7 月	2011 年 7 月/ 2011 年 6 月
大连大豆	43.5	30.6	(21.9)	13.8	16.0	11.4	18.8	21.9	18.9	(0.3)
郑州强麦	6.0	8.0	9.6	14.2	14.6	10.5	12.2	12.3	10.6	(0.1)
大连玉米	16.8	4.3	1.5	18.5	16.6	12.8	18.4	21.7	17.6	(2.1)
郑州棉花	(1.9)	(2.6)	0.1	46.0	81.7	94.8	57.0	49.7	30.1	(13.6)
郑州白糖	(17.7)	(14.0)	28.2	34.8	29.9	36.4	39.6	41.2	40.5	4.9
食糖零售价格	4.1	3.1	(1.9)	11.2	20.4	29.2	33.2	34.1	35.9	2.0

资料来源：万得资讯、商务部

研究报告中所提及的有关上市公司

张裕 (000869.SZ/人民币 113.20, 买入)

泸州老窖 (000568.SZ/人民币 46.97, 买入)

贵州茅台 (600519.SS/人民币 207.42, 买入)

五粮液 (000858.SZ/人民币 39.15, 买入)

伊利股份 (600887.SS/人民币 20.09, 买入)

以2011年8月25日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371