

食品饮料行业

研究员：张芸 执业证书编号：S0570510120017

☎ 025-83290884 ✉ zylt4463@sina.com

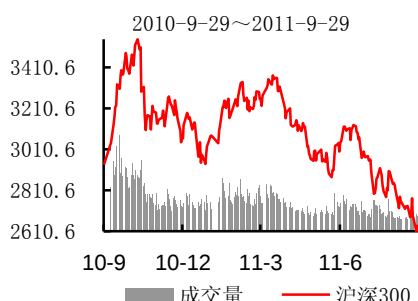
Ⓜ http://t.zhangle.com/4097

——花红依旧待雾散

行业评级：中性(下调)

食品饮料

市场走势图



相关研究

- 1《食品饮料(3019):食品饮料行业》2011.8
- 2《食品饮料(3019):食品饮料行业三季度投资策略》2011.7
- 3《食品饮料(3019):春到酒飘香 播种正当季》2011.3
- 4《食品饮料(3019):行业平稳增长 成本继续上涨》2011.1
- 5《食品饮料(3019):食品饮料行业2011年年度投资策略》2010.12

投资要点:

◆ 行业表现回顾：从7月1日到9月23日，在申万所有一级子行业中，食品饮料行业表现仅次于餐饮旅游，是仅有的两个具有正收益的行业之一，符合我们的预期。

◆ 子行业情况：白酒增速依然在各子行业中处于领先地位，白酒中秋前后密集提价引发发改委约谈限制涨价，同时糖酒快讯消息，2012年央视可能限制白酒广告播出频率；葡萄酒增速强劲，但进口酒1-8月份量增33%，价增68%，对国内葡萄酒企业的挑战显现；啤酒行业下半年大企业“圈地”速度继续加快，未来受益于行业集中度提高，但近期大麦等成本压力犹重；乳制品行业成本压力减缓，国内企业在婴幼儿奶粉市场亟需发力；糖价高企推高行业盈利，考虑到国际食糖供给增加，未来糖价或缓慢回落。

◆ 投资策略：食品饮料行业将维持高景气的态势，但近期行业相对估值在高位、上半年业绩整体增速略逊于股价表现、消费者信心指数同比环比均回落、短期对白酒提价的限制以及部分产品原料价格上涨时间超预期等综合因素影响，使行业近期难以明显超越大盘，给予行业“中性”评级。结合公司内生增长情况及行业运行情况，四季度继续推荐五粮液、贵州茅台、张裕、伊利、泸州老窖、洋河等公司，建议关注四季度消费旺季可能给洽洽食品带来的产品结构升级契机。食品饮料龙头企业均是从市场竞争中脱颖而出，具备持续发展能力，综合公司增速和市盈率情况，从未来一年时间看，现在依然是食品饮料行业龙头企业较好的投资机会。

重点公司

股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
			10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E
五粮液	36.28	买入	1.16	1.66	2.26	2.81	31.33	21.86	16.03	12.91
贵州茅台	187.12	推荐	4.87	7.74	10.22	12.85	38.46	24.18	18.31	14.56
张裕 A	103.2	推荐	2.72	3.60	4.63	5.76	37.94	28.67	22.27	17.93
泸州老窖	38.5	推荐	1.58	1.90	2.48	3.15	24.34	20.26	15.52	12.22
伊利股份	18.06	推荐	0.49	0.81	1.05	1.27	37.15	22.30	17.20	14.25

目录

一、阶段表现回顾	3
二、影响行业的主要因素变化情况	4
1、消费者信心指数略有回落	4
2、原料价格继续上涨 涨幅有望趋缓	5
三、主要子行业情况分析	7
1、白酒销售强势明显 再度被约谈限价	7
2、葡萄酒增速良好 进口酒挑战显现	9
3、啤酒行业压力犹存 大企业圈地步伐加快	11
4、屠宰及肉类加工业静待生猪价格逐步回落	13
5、乳制品成本压力减缓 婴幼儿奶粉市场仍需发力	14
6、制糖业糖价推高盈利 下榨季回落可能性	16
四、行业中报分析	17
1、行业中报表现略逊于股价表现	17
2、各子行业表现不一 白酒整体业绩增速显著	18
3、机构持有比例上升	19
五、四季度策略	20

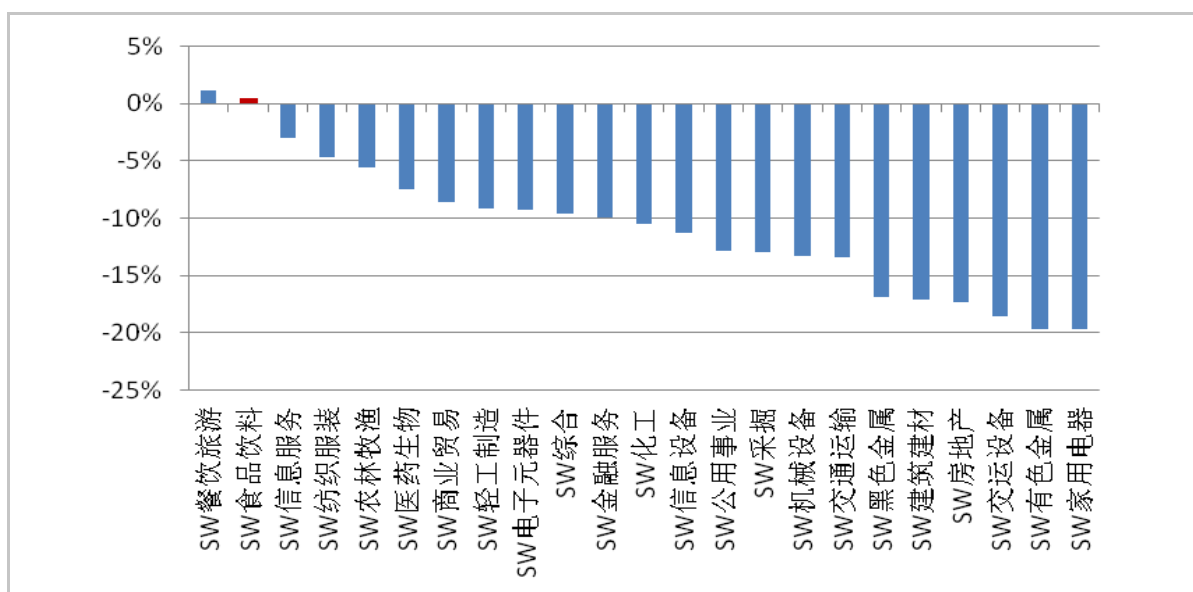
一、阶段表现回顾

图表 1: 7 月 1 日-9 月 23 日食品饮料行业走势与大盘走势比较 (%)



资料来源: wind、华泰证券研究所

图表 2: 7 月 1 日-9 月 23 日申万一级子行业涨幅比较 (%)

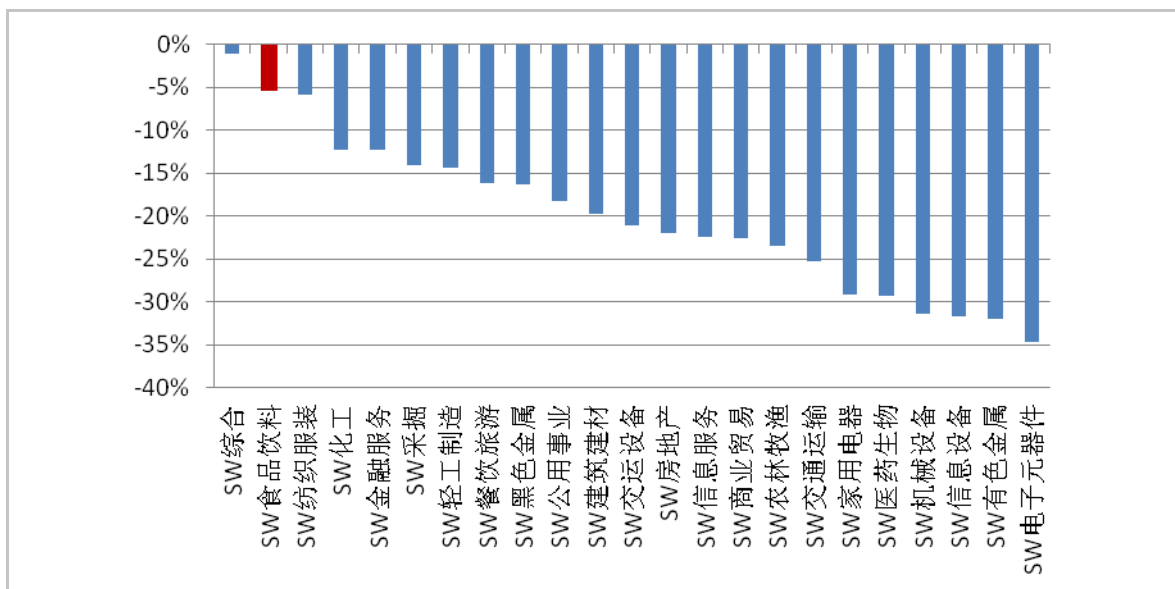


资料来源: wind、华泰证券研究所

我们在《食品饮料行业 2011 年三季度投资策略》中给予行业增持评级，重点看好白酒子行业，三季度的市场表现，印证了我们的看法。

从7月1日到9月23日，在申万所有一级子行业中，食品饮料行业表现仅次于餐饮旅游，是仅有的两个具有正收益的行业之一。从前三季度的情况来看，食品饮料行业指数下跌幅度为5.32%，大盘下跌幅度为14.69%，行业明显跑赢大盘，也显著跑赢多数行业。

图表3：1月4日-9月23日申万一级子行业涨幅比较（%）

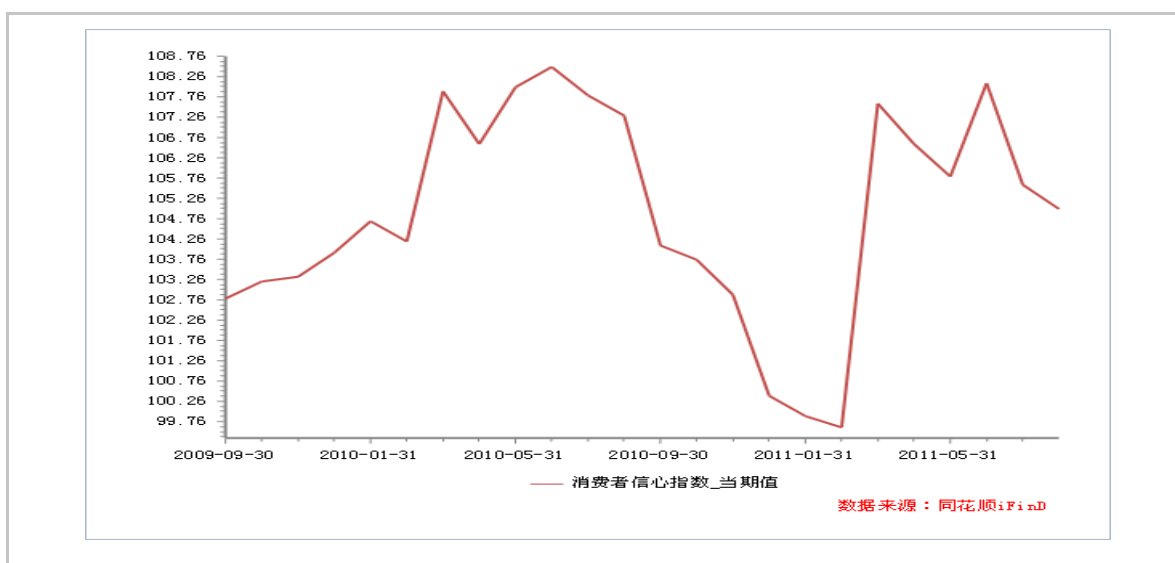


资料来源：wind、华泰证券研究所

二、影响行业的主要因素变化情况

1、消费者信心指数略有回落

图表4：2009年9月到2011年8月消费者信心指数变化（%）

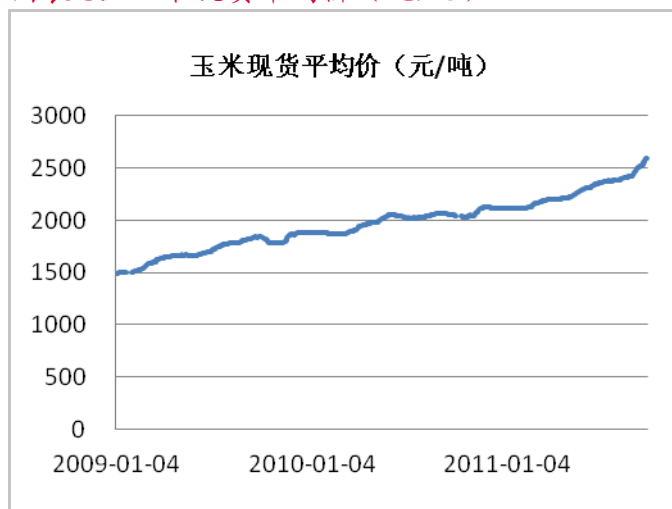


资料来源：wind、华泰证券研究所

2011 年 2 月消费者信心指数回落到 99.6，3 月份消费者信心指数迅速回升到 107.6，8 月份消费者信心指数维持在 105，比 10 年同期有所回落，处于近两年消费者信心指数的平均值附近。若消费者信心指数继续回落，则会对消费产生负面影响。

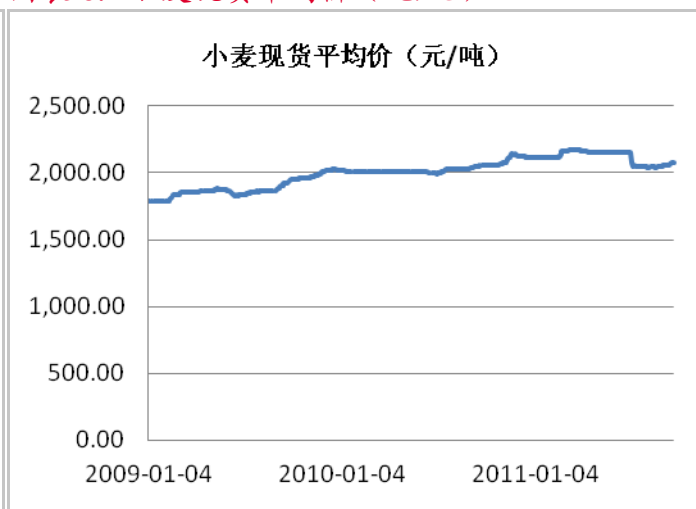
2、原料价格继续上涨 涨幅有望趋缓

图表 5：玉米现货平均价（元/吨）



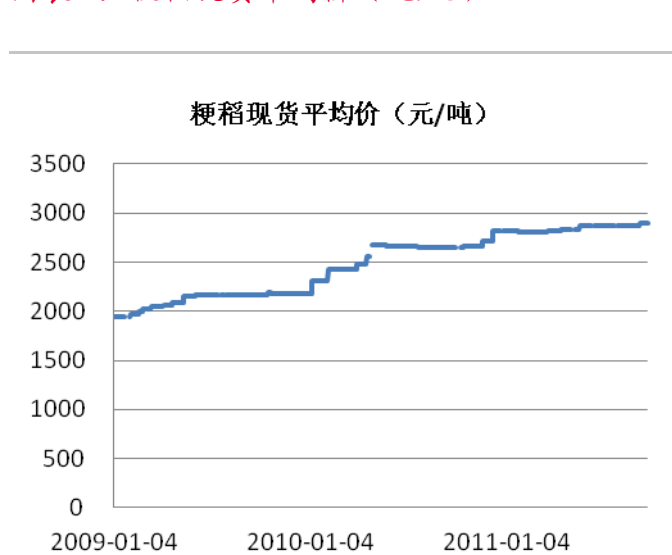
资料来源：wind、华泰证券研究所

图表 6：小麦现货平均价（元/吨）



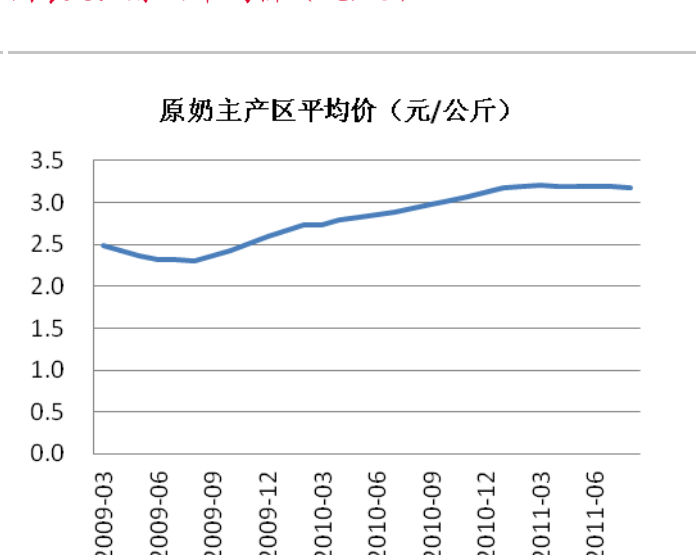
资料来源：wind、华泰证券研究所

图表 7：粳稻现货平均价（元/吨）



资料来源：wind、华泰证券研究所

图表 8：原奶平均价（元/吨）



资料来源：wind、华泰证券研究所

9 月份玉米价格同比上涨 24.36%，环比上涨 6.04%；小麦价格同比上涨 0.88%，环比上涨 1.17%；粳稻价格同比增长 9.3%，环比上涨 1.04%。

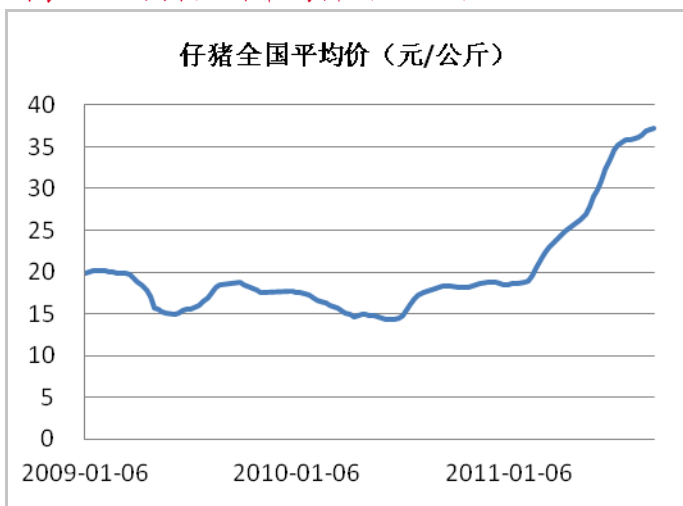
农业部相关信息显示，全国秋粮已收获 2.47 亿亩，完成种植面积的 21.3%，秋粮丰收已成定局。据农业部农情调度，全年粮食总产有望迈上 11000 亿斤（5.5 亿吨）的新台阶，实现连续八年增产。这一消息对稳定原料价格将起到积极作用，但同时应该考虑到由于生产成本的上升以及劳动力的比价效应，农作物价格将保持缓慢上升态势。

原奶主产区 9 月份第二周平均价格为 3.19 元/公斤，同比增长 7.4%，环比持平，使得乳制品行业的成本压力明显减弱，行业盈利能力上升。

2011 年前 8 个月，我国乳制品进口量同比增长 24%，进口乳品价格因不同品种涨幅有所差别，其中脱脂奶粉价格同比上升 10.26%，全脂奶粉价格同比上升 5.24%，炼乳价格同比上涨 4.08%，乳清价格同比上升 7.32%，乳脂价格同比上升 23.56%，环比走势基本平稳。

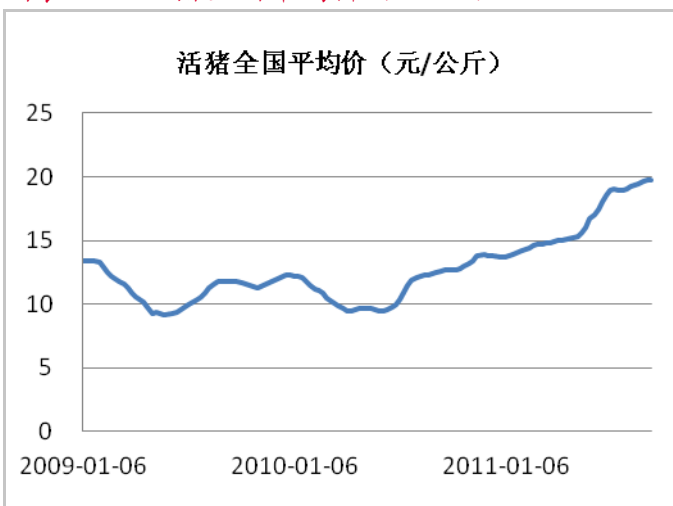
由于目前美国牛奶主产区产量大幅上涨，导致该地区出口价格小幅回落。新西兰恒天然环球乳制品交易网上产品价格基本保持平稳，个别品种略有上涨。预期未来，进口乳制品价格有望保持稳定。

图表 9：仔猪全国平均价（元/吨）



资料来源：wind、华泰证券研究所

图表 10：活猪全国平均价（元/吨）



资料来源：wind、华泰证券研究所

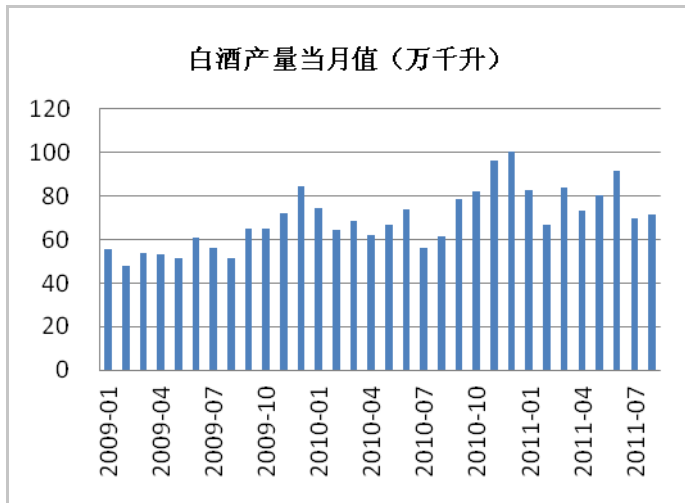
9 月份仔猪全国平均价同比增长 102.83%，环比增长 2.87%；活猪全国平均价同比增长 56.62%，环比增长 2.86%。生猪价格的大幅上涨对肉制品企业形成了较大的成本压力。

近期生猪出栏较为集中，价格有所回落。9 月 20 日农业部畜牧司发布公告显示，8 月份全国生猪存栏数为 4.6557 亿头，环比增加 0.9%，同比增加 1.01%，没有显著增加，短期生猪价格难有大的回落，随着扶植政策到位，预期未来生猪价格将逐步企稳并回落。

三、主要子行业情况分析

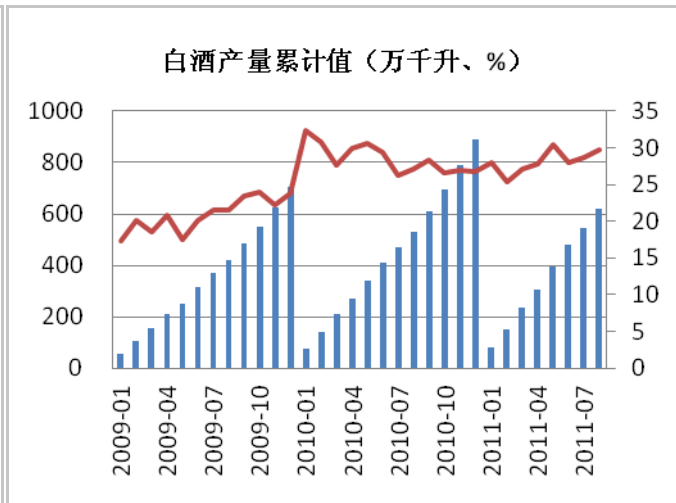
1、白酒销售强势明显 再度被约谈限价

图表 11: 白酒产量当月值 (万千升)



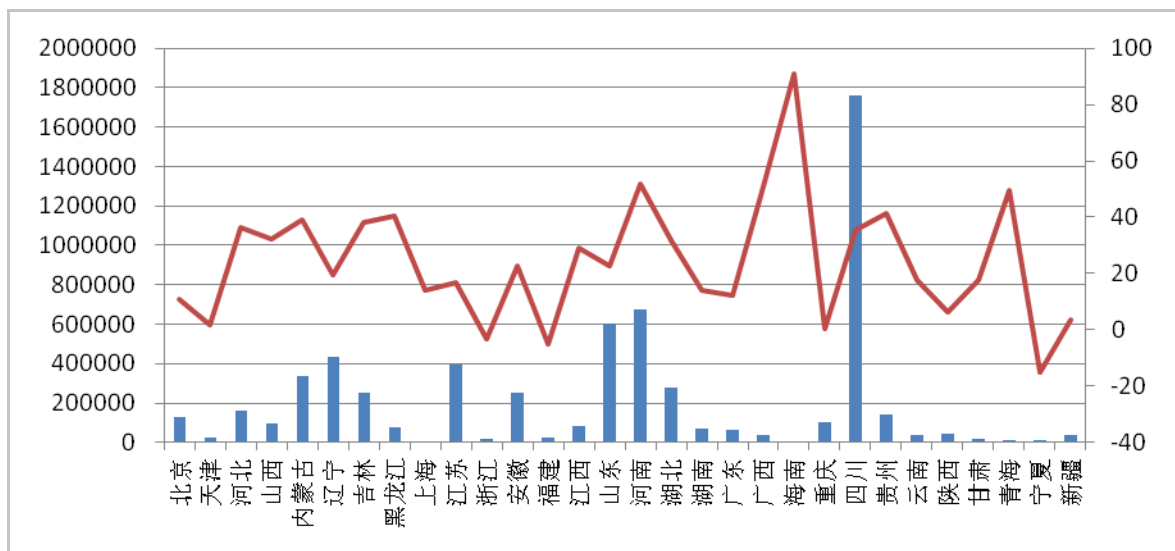
资料来源: wind、华泰证券研究所

图表 12: 白酒产量累计值 (万千升、%)



资料来源: wind、华泰证券研究所

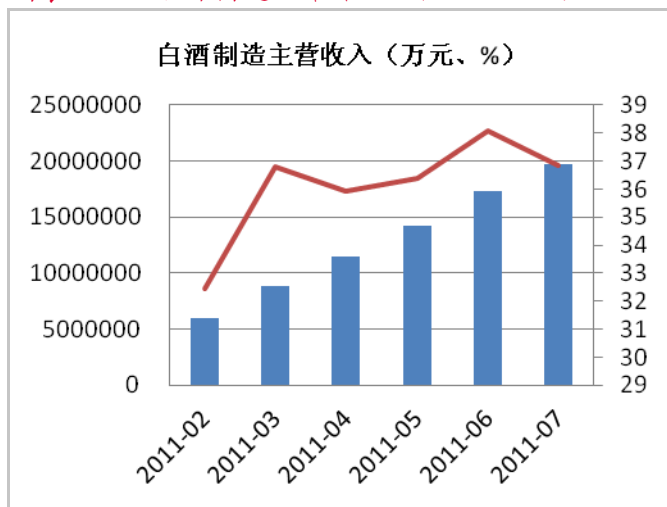
图表 13: 白酒 1-8 月分地区产量 (千升、%)



资料来源: wind、华泰证券研究所

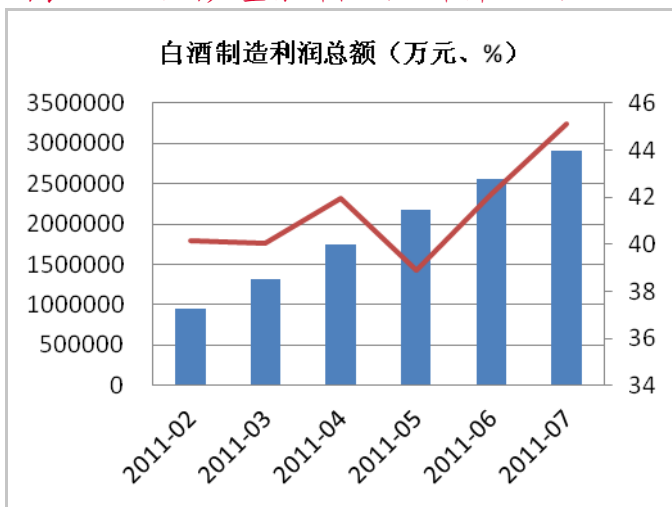
白酒 8 月份当月产量为 71.37 万千升, 同比增长 28.4%, 与去年同期增长率 27.46% 相比, 增长 0.97 个百分点; 1-8 月份白酒行业累计产量为 617.61 万千升, 同比增长 29.76%, 与去年同期增长率 27.14% 相比, 增长 2.62 个百分点。1-8 月份白酒分地区产量中, 四川省产量最高, 为 176.18 万千升, 紧随其后的是河南和山东两省; 重点关注白酒企业所在的增速, 四川、贵州、山西、江苏、安徽分别为 35.67%、41.23%、32.2%、16.92%、22.58%。

图表 14: 白酒制造主营收入 (万元、%)



资料来源: wind、华泰证券研究所

图表 15: 白酒产量累计值 (万千升、%)



资料来源: wind、华泰证券研究所

白酒行业 1-7 月份主营收入同比增长 36.85%，利润总额同比增长 45.13%，与上半年相比，白酒行业的盈利能力继续小幅提升，白酒行业的增长主要得益于产品结构的调整和销售价格的提高被消费者所接受。

白酒高端化最为典型的证明就是很多白酒企业如泸州老窖、沱牌舍得等都推出了高端酒的投资理财产品。7 月份，泸州老窖推出的“国窖 1573 大坛定制原酒网络交易”正式登录北京产权交易所金马甲网络交易平台。9 月 19 日，中国期酒交易所 (China979.com) 三只人民币期酒品种正式上市交易，分别为：拉菲古堡、玛歌红亭和五星茅台 (53 度)。上述产品的出现和价格走势可能成为判断未来国内高端酒价格的风向标。

进入三季度以来，白酒企业的提价开始再度被市场所关注，8 月份剑南春首先小幅提高产品出厂价，提价幅度 20-50 元不等。在零售市场表现最为抢眼的是今年以来商超零售价格持续保持上升势头的茅台，茅台多个地区的商超零售价从 6 月份 1480 元/瓶，跃升到 9 月份的 1680 元/瓶。同时，市场传闻，茅台近期对团购价上调 180 元至 959 元。与茅台零售价格上升比较，由于前次发改委约谈而一直没有提高出厂价的五粮液，于 8 月底公告自 9 月 10 日起上调出厂价，产品调价幅度 20%-30%，52° 五粮液出厂价由 509 元提高到 659 元，终端指导价调整为 1109 元，目前价格调整已经到位。紧随其后，洋河公告自 9 月 13 日起对部分产品出厂价上调，蓝色经典平均上调约 10%，珍宝坊系列及其他部分产品平均上调约 5%。

就我们关注的南京市场，相较于 8 月份，五粮液零售价上涨 20%-30%，茅台零售价上涨约 13%，洋河零售价上涨约 10%，但部分商超还没有完成调整。

图表 16: 9 月份南京地区主要酒类价格 (元/瓶)

商品	五粮液	飞天茅台	国窖 1573	海之蓝	天之蓝	梦之蓝
超市 A	1109	1680	938	190	408	708
超市 B	1109	—	939	172	378	635
商场 A	1109	—	989	188	398	708

资料来源：华泰证券研究所，梦之蓝为5A级梦之蓝。

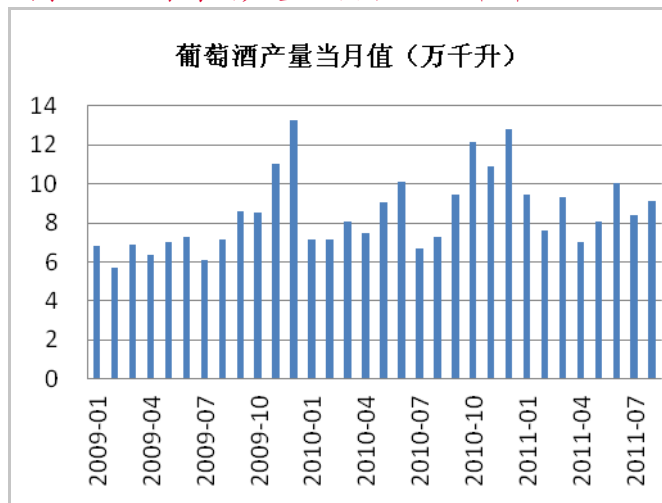
在白酒涨价以及涨价传闻沸沸扬扬之际，国家发改委等部门再度约谈了主要白酒企业。9月16日，国家发改委价格司、经贸司、价监局共同召开白酒价格座谈会，参加会议的有中国酿酒工业协会、中国酒类流通协会、茅台酒厂股份有限公司、五粮液股份有限公司、苏酒集团股份有限公司、泸州老窖股份有限公司、古井贡酒股份有限公司。会上，发改委领导提出要求行业协会及白酒骨干企业要起到维护白酒市场价格的作用，加强行业自律，加强对经销商的管理。

中国酿酒工业协会也于9月19日向各酒类生产经营企业发出倡议书，倡议相关企业合理组织安排生产，保障市场供应，保持价格基本稳定；同时严格遵守《价格法》等法律法规，自觉规范市场价格行为，不囤积居奇，不提前散布涨价信息，不集中“搭车”涨价，更不合谋、串通涨价；在产品定价时，不超过成本上升的合理幅度涨价，不凭借企业的垄断地位随意涨价、谋取暴利。在CPI压力较大的情况下，发改委年内第二次约谈白酒企业，禁止白酒跟风涨价，短期内会对部分白酒企业产生一定的压制作用。

我们还关注到除了约谈价格以外，糖酒快讯，20日在北京召开的中央电视台2012节目资源推介会传出消息，从2012年1月1日起，央视招标时段的白酒广告中将选定12家实力较强的白酒企业，这12家企业可以在招标时段播出商业广告，而这12家企业之外的白酒企业在招标时段则只能播出形象广告，形象广告片中不得出现“酒瓶”、“酒杯”等字样。在此基础上，央视要求在其旗下各个频道每天的白酒广告不得超过12条，但不限制同一个企业播出多条广告。央视广告招商“限酒令”如正式推出后，将使得资源进一步向白酒龙头企业或强势企业集中，有可能在行业集中度提升过程中起到辅助作用。

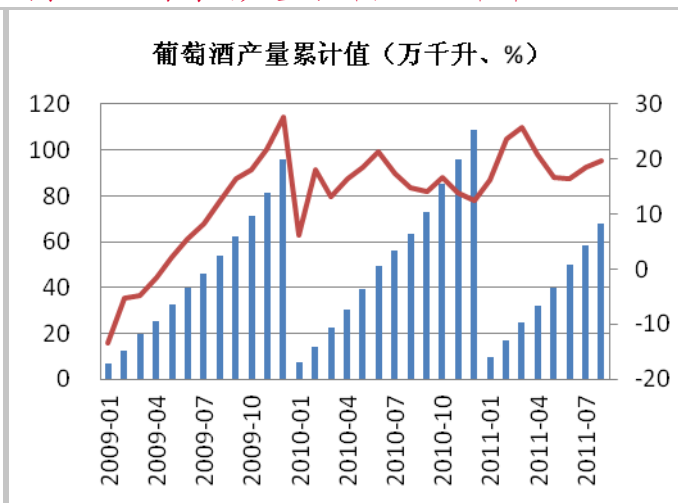
2、葡萄酒增速良好 进口酒挑战显现

图表 17: 葡萄酒产量当月值 (万千升)



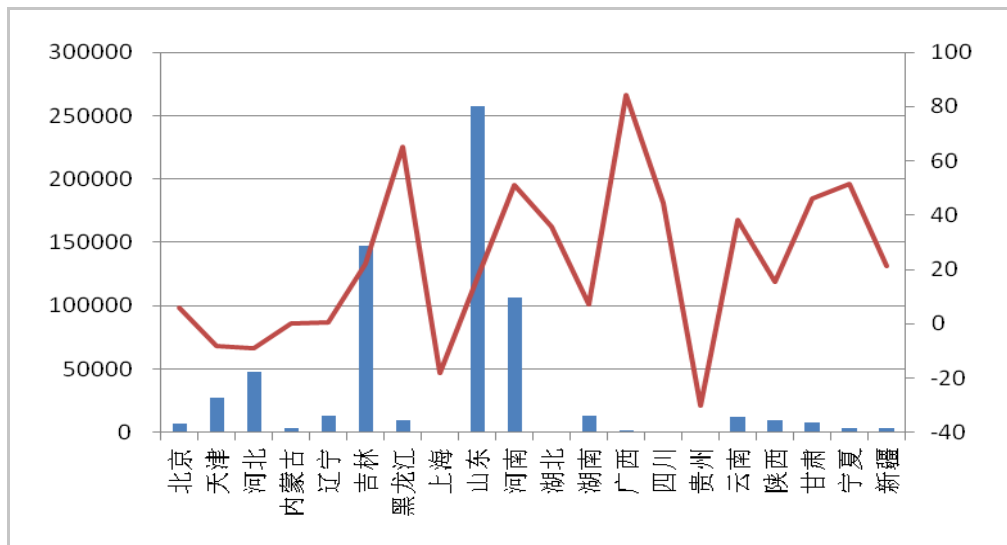
资料来源：wind、华泰证券研究所

图表 18: 葡萄酒产量累计值 (万千升、%)



资料来源：wind、华泰证券研究所

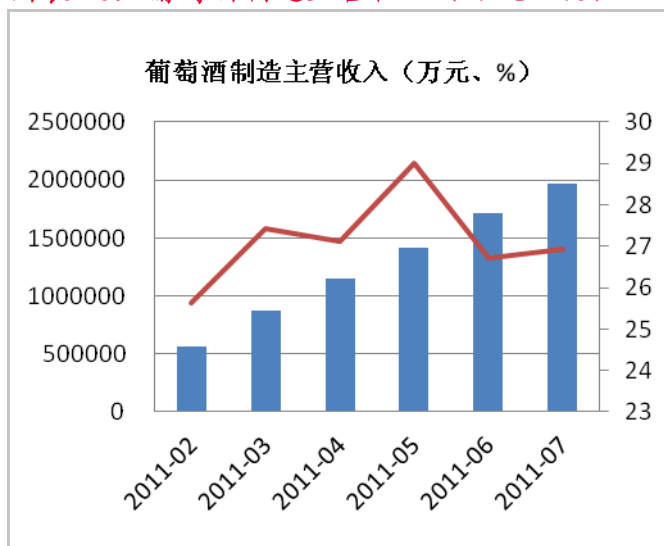
图表 19: 葡萄酒 1-8 月份地区产量 (千升、%)



资料来源: wind、华泰证券研究所

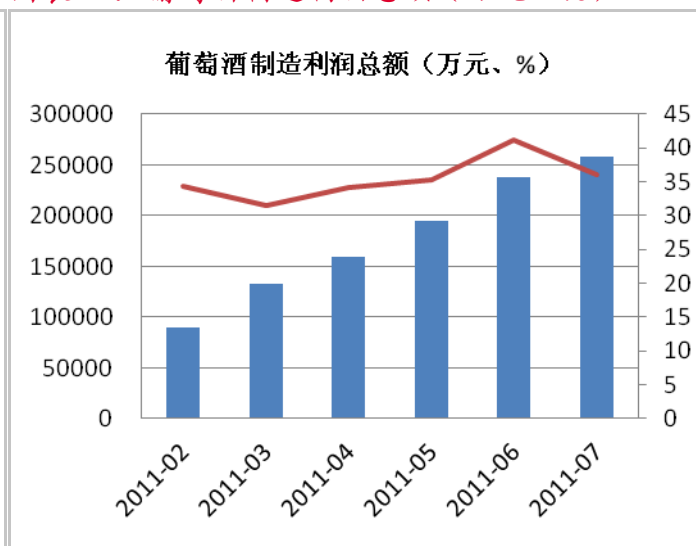
葡萄酒 8 月份当月产量为 9.14 万千升, 同比增长 31.56%, 与去年同期下滑 1.16% 相比, 增长 32.72 个百分点, 从历史上来看, 葡萄酒行业的产量月度间波动较大; 1-8 月份葡萄酒行业累计产量为 67.73 万千升, 同比增长 19.62%, 与去年同期增长率 14.93% 相比, 增长 4.7 个百分点。1-8 月份葡萄酒分地区产量中, 山东省产量最高, 为 25.78 万千升; 增速方面, 山东、宁夏、新疆分别增长 16.69%、51.44%、21.09%。

图表 20: 葡萄酒制造主营收入 (万元、%)



资料来源: wind、华泰证券研究所

图表 21: 葡萄酒制造利润总额 (万元、%)

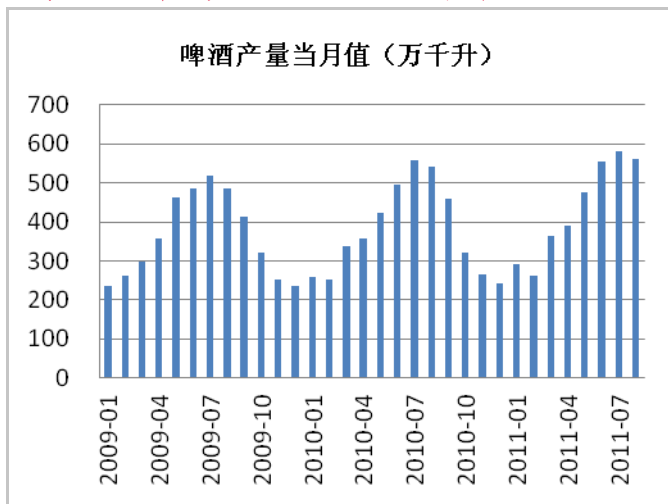


资料来源: wind、华泰证券研究所

葡萄酒行业 1-7 月份营业收入同比增长 26.92%，利润总额同比增长 36.13%，利润总额增速高于主营收入的增速。2011 年 1-8 月，我国进口葡萄酒数量达到 24.9 万千升，同比增长 33%；进口葡萄酒金额达到 12.8 亿美元，同比增长 68.50%，显示进口产品结构正在发生变化。进口酒占国内葡萄酒市场的比重不断增加，一方面有助于做大葡萄酒市场，另一方面也对国产葡萄酒的销售增速构成了挑战，国内葡萄酒企业在这—挑战过程中需要不断适应，找准定位，灵活战术，从而稳定自身优势。

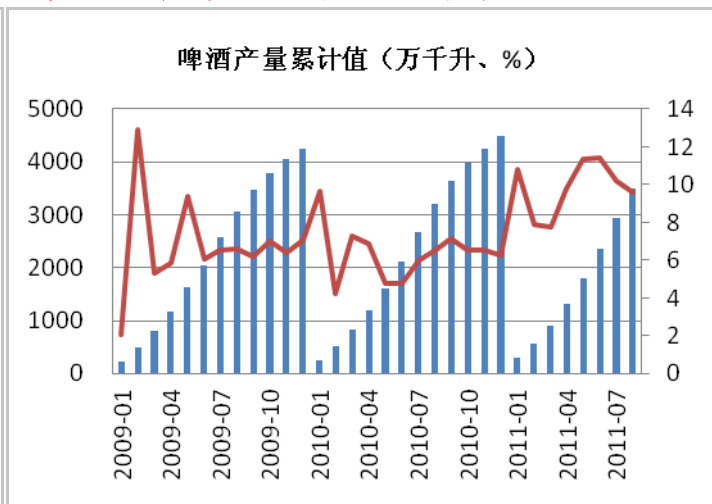
3、啤酒行业压力犹存 大企业圈地步伐加速

图表 22：啤酒产量当月值（万千升）



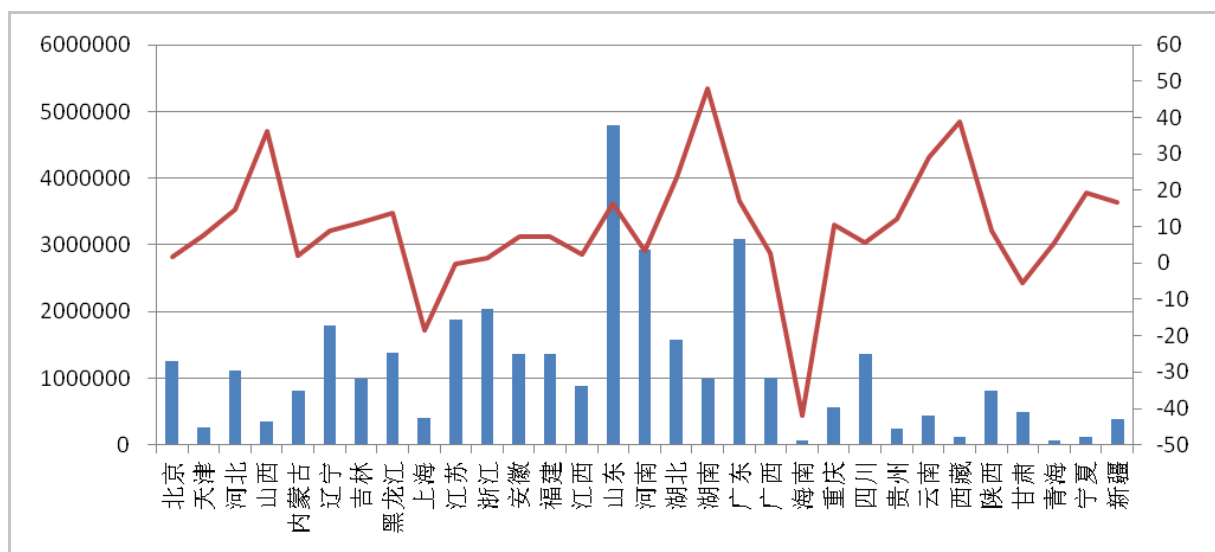
资料来源：wind、华泰证券研究所

图表 23：啤酒产量累计值（万千升、%）



资料来源：wind、华泰证券研究所

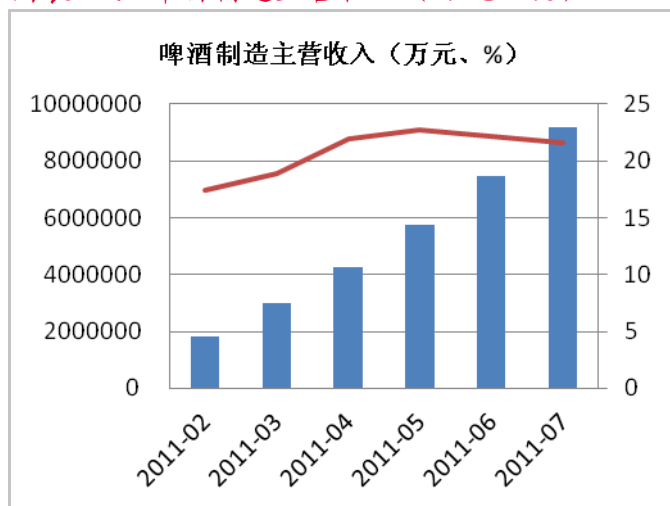
图表 23：啤酒 1-8 月分地区产量（千升、%）



资料来源：wind、华泰证券研究所

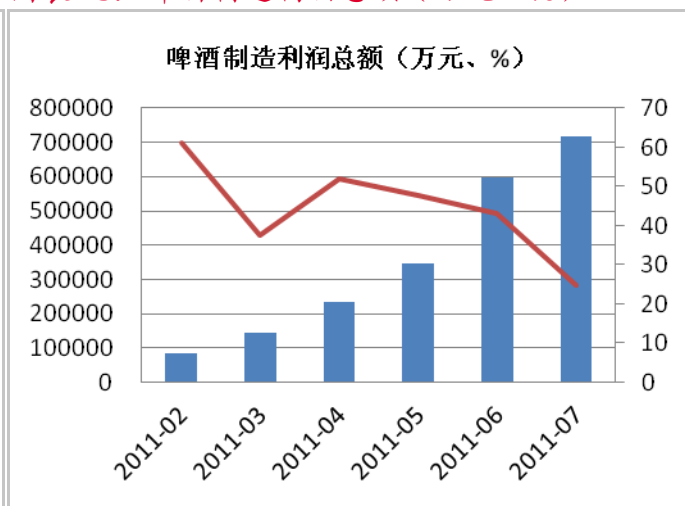
啤酒 8 月份当月产量为 562.8 万千升，同比增长 4.65%，与去年同期增长率 12.73%，下降 8.08 个百分点；1-8 月份啤酒行业累计产量为 3494.31 万千升，同比增长 9.57%，与去年同期增长率 6.53% 相比，增长 3.04 个百分点。1-8 月份啤酒分地区产量，山东省产量最高，为 479.08 万千升；增速方面，山东、广东、湖北、北京、新疆分别为 16.35 %、16.89%、23.44 %、1.58%、16.58%。

图表 24: 啤酒制造主营收入 (万元、%)



资料来源: wind、华泰证券研究所

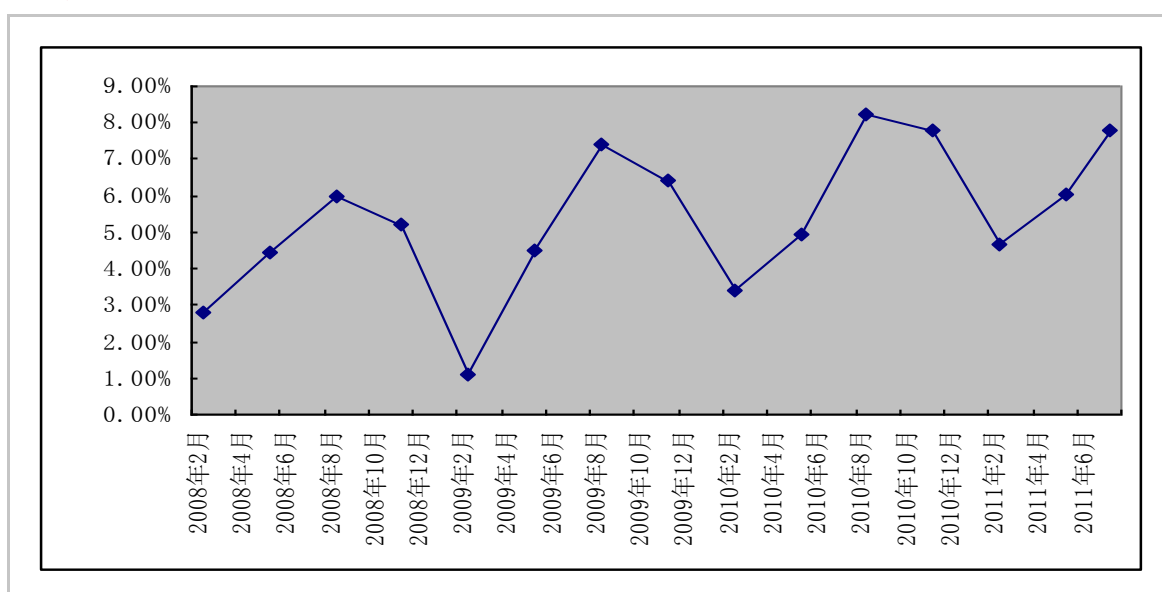
图表 25: 啤酒制造利润总额 (万元、%)



资料来源: wind、华泰证券研究所

啤酒行业 1-7 月份营业收入同比增长 21.57%，利润总额同比增长 24.75%，由于成本压力显现，行业增速环比有所回落。从 08 年以来的行业销售利润总额率变化趋势看，尽管啤酒行业有明显的季节性，但是行业销售利润总额率总体呈现上升态势。

图表 26: 啤酒销售利润总额率变化趋势 (%)



资料来源: wind、华泰证券研究所

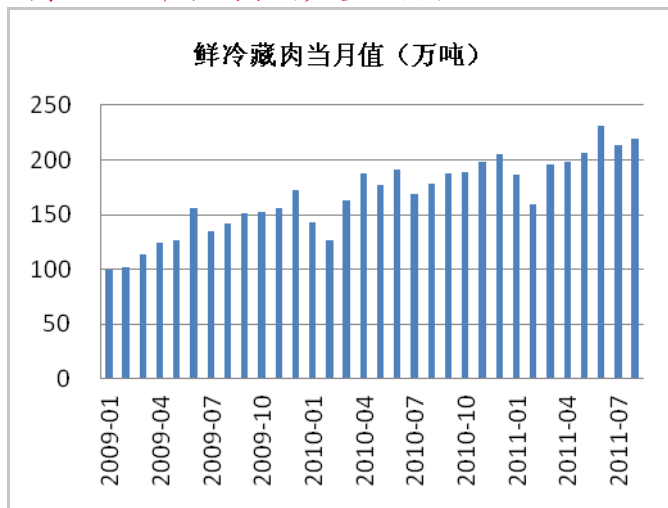
今年下半年以来,啤酒企业圈地步伐继续呈现加速势头:一方面,企业间的并购活跃,如7月13日,华润雪花宣布,以8.7亿元收购江苏大富豪啤酒49%股权和上海亚太啤酒100%股权;7月21日华润雪花宣布全资收购河南府泉酒业有限公司,即蓝牌啤酒。8月2日,华润雪花宣布以2.7亿元收购杭州西湖啤酒朝日有限公司55%股权,至此华润雪花全资控股西湖啤酒。燕京啤酒收购产能为10万吨的邢台天牛啤酒厂……

另一方面,企业新建扩建产能持续不断,7月底百威英博宣布拟斥资27亿元陕西建100万吨工厂,青岛啤酒位于广东揭阳的新工厂奠基。8月17日,华润雪花宣布在宁夏投资20万升啤酒项目,8月26日珠江啤酒公告在河北投资1亿元建新生产线……

从我国啤酒行业近年来的发展变化情况来看,行业集中度的提高的确在一定程度上提高了行业的盈利能力。但与国际普遍情况相比,如美国、日本、墨西哥、南非、韩国等国家前三家啤酒公司的市场占有率已达90%左右,我国啤酒行业集中度仍有上升空间。且由国际成熟经验看,随着产业集中度的提高,销售费用率下降,企业的销售净利润率将有望提高,比如SABMiller在2010年的净利率为16%,喜力等企业也达到9%以上。因而国内啤酒行业集中度的提高以及盈利能力的提升是很值得期待的。但从近期来看,由于欧盟2011/12年度大麦产量预期下降至5188万吨,较MARS之前预估下降3.4%,较五年均值下降11.6%,2011/12年度大麦的供需情况依然紧张,啤麦价格短期内仍难有回落的空间,今年啤酒行业成本压力依然较重。

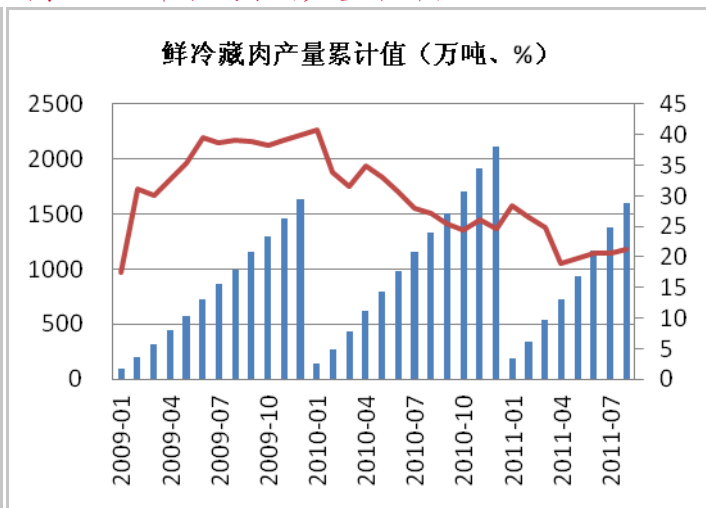
4、屠宰及肉类加工业静待生猪价格逐步回落

图表 27: 鲜冷藏冻肉产量当月值 (万吨)



资料来源: wind、华泰证券研究所

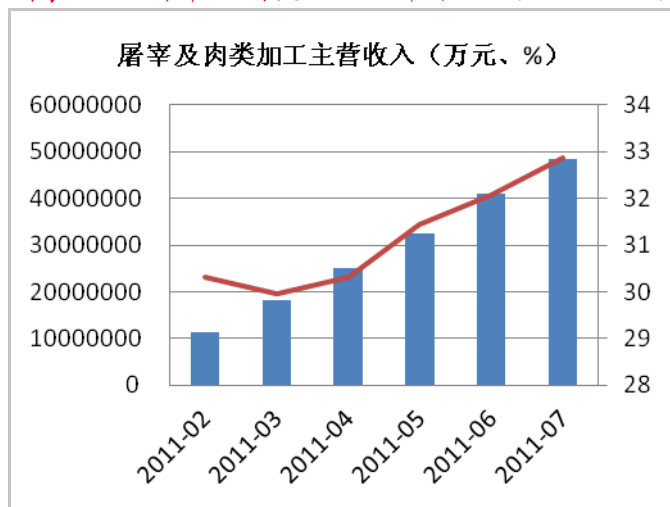
图表 28: 鲜冷藏冻肉产量累计值 (万吨、%)



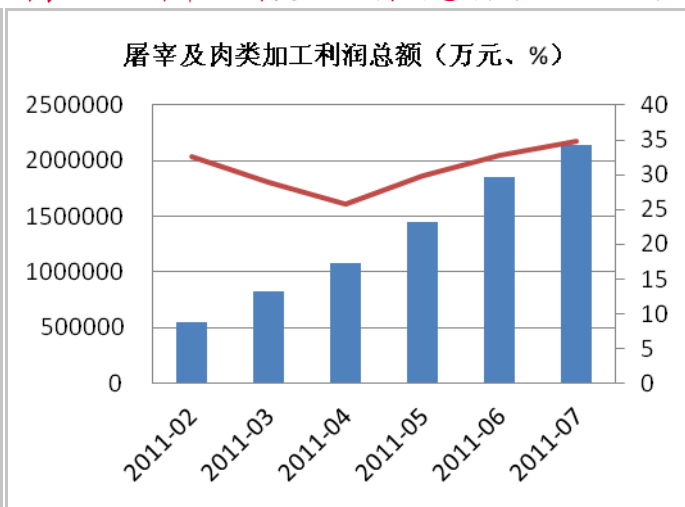
资料来源: wind、华泰证券研究所

鲜冷藏冻肉8月份当月产量为219万吨,同比增长21.42%,与去年同期增长率20.24%相比,增长1.18个百分点,生猪屠宰紧张局面略有缓解;1-8月份累计产量为1603.15万吨,同比增长21.16%,与去年同期增长率27.05%相比,下降5.89个百分点。

图表 29: 屠宰及肉类加工主营收入 (万元、%) 图表 30: 屠宰及肉类加工利润总额 (万元、%)



资料来源: wind、华泰证券研究所



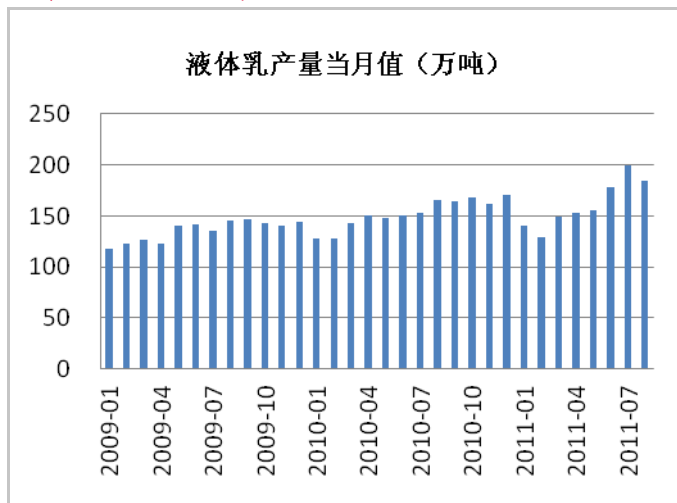
资料来源: wind、华泰证券研究所

屠宰及肉类加工行业 1-7 月份主营收入同比增长 32.89%，利润总额同比增长 34.8%，由于猪肉价格和生猪价格的波动幅度基本接近，屠宰行业基本能够转移成本上涨的压力，从而显现出收入和利润总额的基本同步增长。但肉制品生产企业所受到的影响较为明显，盈利能力出现显著下降。

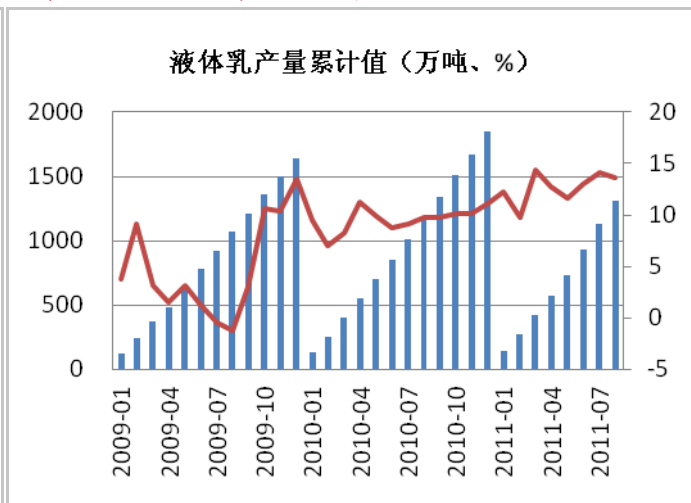
国家对于和民众日常生活联系十分紧密的猪肉价格十分关注，从各个方面考虑降低猪肉价格上涨的可能，比如 19 日国家发改委、财政部发出通知，要求将猪、牛、羊等动物及动物产品检疫收费改为按定额征收，平均降幅在 30% 以上，同时要求各地认真清理涉及生猪饲养、流通环节的各项收费，切实降低生猪等农副产品流通环节成本。考虑到上述因素，预期在消费旺季，生猪价格将呈现稳中略有上升的态势。

5、乳制品成本压力减缓 婴幼儿奶粉市场仍需发力

图表 31: 液体乳产量当月值 (万吨)

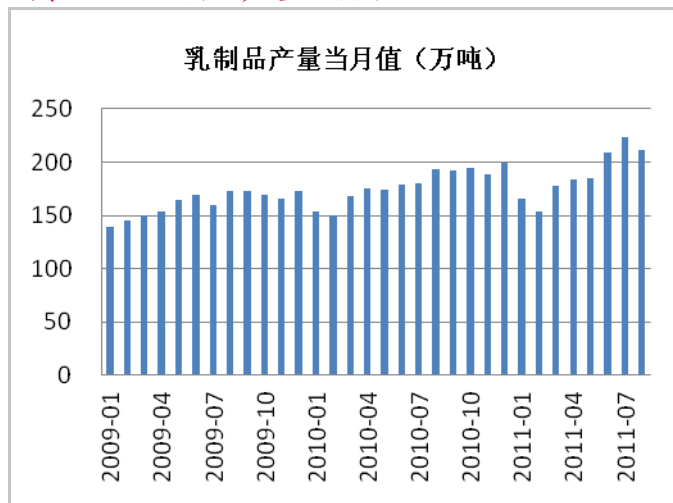


图表 32: 液体乳产量累计值 (万吨、%)



资料来源: wind、华泰证券研究所

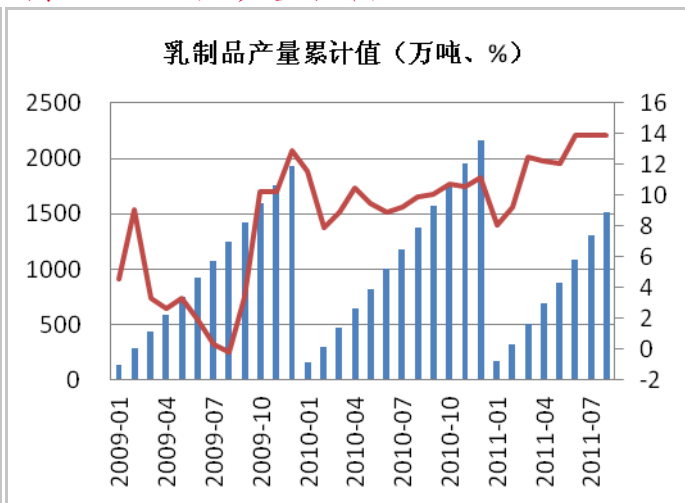
图表 33: 乳制品产量当月值 (万吨)



资料来源: wind、华泰证券研究所

资料来源: wind、华泰证券研究所

图表 34: 乳制品产量累计值 (万吨、%)

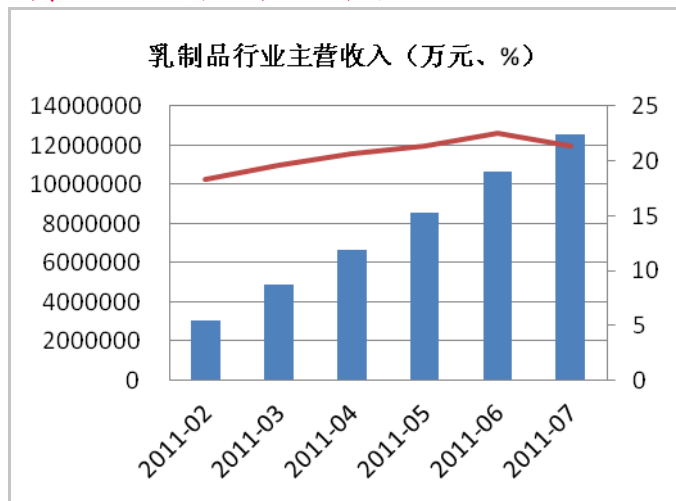


资料来源: wind、华泰证券研究所

液体乳 8 月份当月产量为 183.95 万吨, 同比增长 14.5%, 与去年同期增长率 13.56%相比, 增长 0.94 个百分点; 1-8 月份液体乳行业累计产量为 1312.38 万吨, 同比增长 13.61%, 与去年同期增长率 9.73%相比, 增长 3.88 个百分点。

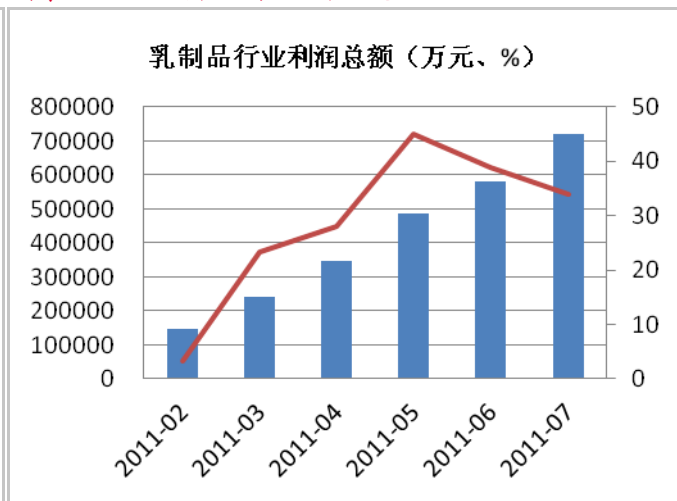
乳制品 8 月份当月产量为 211.49 万吨, 同比增长 14.61%, 与去年同期增长率 13.73%相比, 增长 0.88 个百分点; 1-8 月份乳制品行业累计产量为 1516.45 万吨, 同比增长 13.95%, 与去年同期增长率 9.88%相比, 增长 4.07 个百分点。

图表 35: 乳制品行业主营收入 (万元、%)



资料来源: wind、华泰证券研究所

图表 36: 乳制品行业利润总额 (万元、%)



资料来源: wind、华泰证券研究所

随着原奶价格的逐步企稳，以及鲜奶零售价格的上升，鲜奶零售价格同比涨幅接近 9%，乳制品行业 1-7 月份营业收入同比增长 21.34%，利润总额同比增长 34.01%，预计乳制品行业利润总额良好的增长态势有望延续。

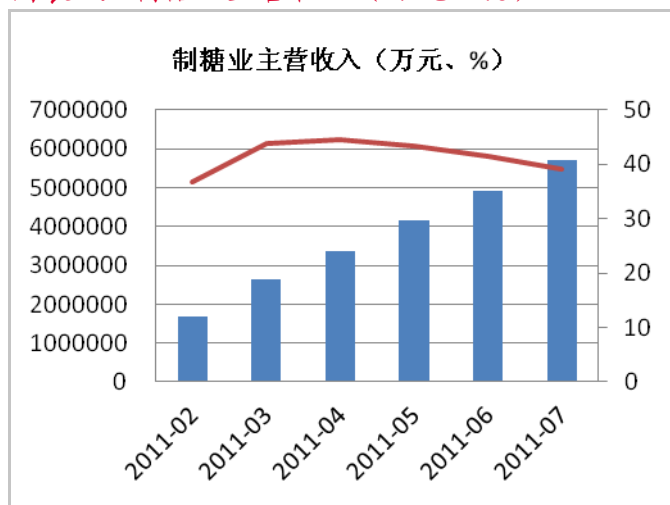
尽管行业增长情况良好，但我国乳制品行业在奶粉领域的弱势依然没有改变，中投顾问发布的一份报告显示，我国奶粉市场上多美滋、美赞臣、雀巢、雅培、惠氏的占比分别为 16.76%、12.06%、10.58%、7.29% 和 4.72%，且比例有继续上涨的态势。根据 Euromonitor 的统计估算，2010 年我国婴幼儿食品市场规模在 420 亿元，其中配方奶粉为 368 亿元，占比 87%，辅食为 53 亿元，占比 13%。到了 2015 年，我国婴幼儿食品市场规模可达 900 亿元，其中配方奶粉接近 800 亿元，辅食 100 亿元。

随着收入水平提高，人们在婴幼儿喂养的过程中越来越关注安全性与营养性，对品牌的要求和依赖度会越来越大。婴幼儿食品的消费群体具有品牌忠诚度高、对价格不敏感和刚性需求强的特点。

国内企业迫切需要在品质等领域获得消费者的认同，才能有望扭转“洋奶粉”占优势的局面，在盈利丰厚的婴幼儿奶粉市场获得较好的增长。在此方面伊利股份、光明乳业和贝因美三家上市企业各有所长，光明有望借助新西兰 Synlait 以全新形象登陆国内奶粉市场；贝因美销售吨产品单价高于雅士利等国内的其他乳品企业，显示产品市场认可度更高，这为未来公司产能扩张实现销售奠定了良好的基础。三家企业中以伊利最为值得关注，公司不仅自身原先有较好的市场份额积累，根据 AC 尼尔森的最新数据，截至 2011 年上半年，伊利婴幼儿奶粉以 13% 的市场份额领衔国产奶粉品牌，而且公司积极布局高端奶粉市场，上半年伊利高端奶粉金领冠实现了 112% 的增长。

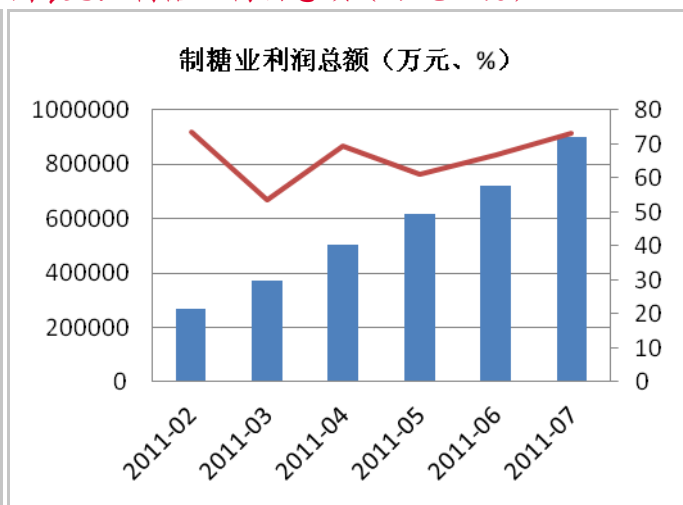
6、 制糖业糖价推高盈利 下榨季回落可能性大

图表 2：制糖业主营收入（万元、%）



资料来源：wind、华泰证券研究所

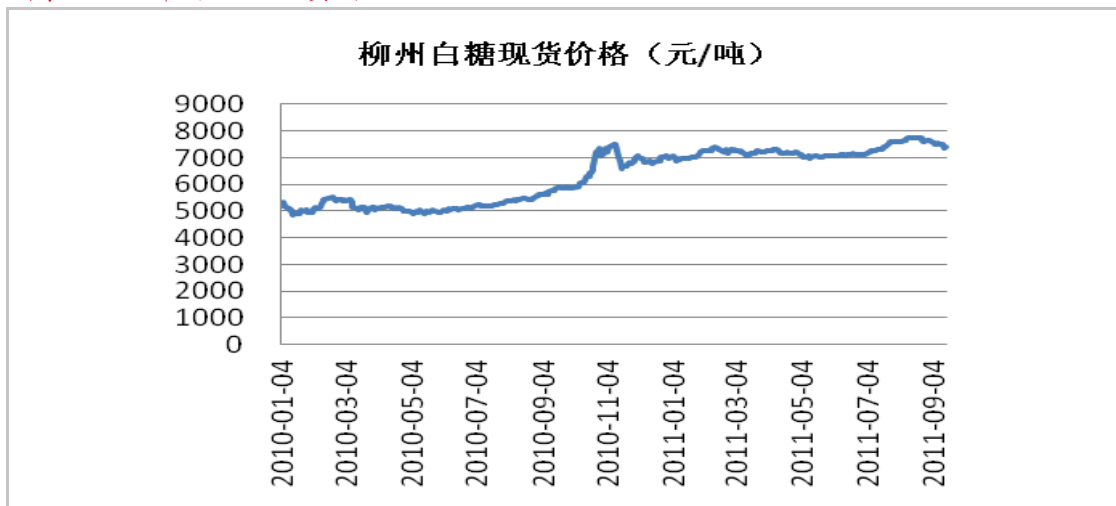
图表 3：制糖业利润总额（万元、%）



资料来源：wind、华泰证券研究所

目前糖价处于历史高位，且持续时间较长，高糖价促使制糖企业收入和利润大幅增长。制糖业 1-7 月份主营收入同比增长 39.07%，利润总额同比增长 73.14%。

图表 39: 柳州白糖现货价格（元/吨）



资料来源: wind、华泰证券研究所

展望下一榨季，从国内来说，中国糖业协会秘书长闫卫民 9 月 21 日在行业会议上表示，预计 2011/12 榨季中国食糖产量将高于上年的 1045 万吨，具体估计数据不明，预计供求缺口仍存。

从国际上来说，国际多个产糖国纷纷上调新榨季产量。巴西咨询机构 Canaplan 9 月 23 日表示，2011/12 榨季中南部糖产量预计达到 2950 万吨，较之前预估高出 150 万吨。印度 10/11 榨季的生产已经基本结束，市场产量约为 2420 万吨，对于 10 月份开始的 11/12 榨季，预计印度食糖产量有望增长到 2650 万吨的水平。泰国 10/11 榨季共生产食糖 962 万吨，远远高于 09/10 榨季的 720 万吨的产量。俄罗斯糖生产商协会称，截至 9 月 19 日，俄罗斯糖厂自今年收获的甜菜中生产精炼糖 852200 吨，高于上年同期的 482800 吨，预计 11/12 榨季全球食糖供应过剩。综合考虑，下榨季糖价或缓慢下行。

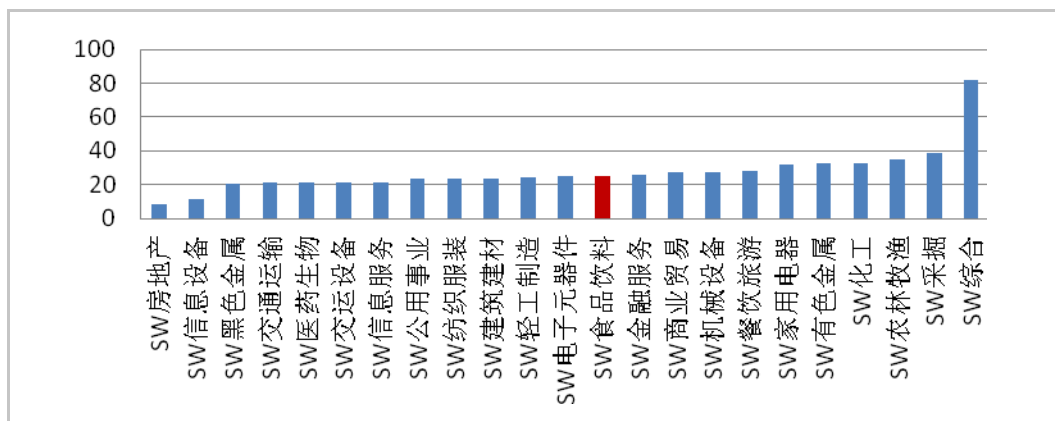
四、行业研报分析

1、行业中报表现略逊于股价表现

在 23 个申万一级子行业中，上半年营业收入食品饮料行业同比增长 25.37%，位列第 11 位。归属于母公司股东净利润同比增长 41.51%，位列第 5 位。

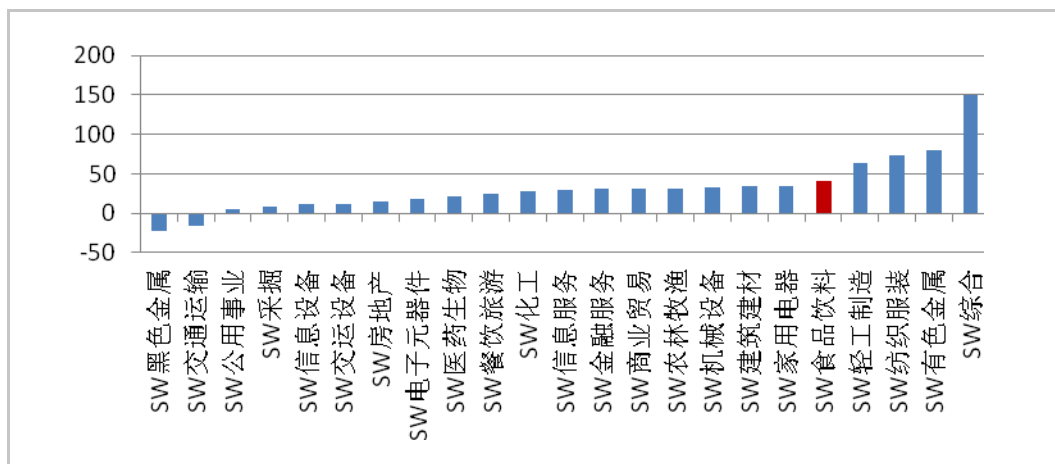
就二季度单季来看，食品饮料行业收入同比增速和归属于母公司股东净利润同比增速同样分列第 11 位和第 5 位。就净利润收入比来看，食品饮料行业在二季度单季排第四位，显示行业整体盈利能力较强。

图表 40: 申万一级子行业 2011 年上半年主营收入同比增长率 (%)



资料来源: WIND 系统

图表 41: 申万一级子行业 2011 年上半年归属母公司股东净利润同比增长率 (%)



资料来源: WIND 系统

2、各子行业表现不一 白酒整体业绩增速显著

上半年食品饮料行业的业绩出现了较大的分化,在食品饮料的三大子行业中饮料制造业的表现最佳,其收入增速达到了34.29%,归属于母公司股东的净利润增速达到了49.93%,而饮料制造业中,表现最为突出的是白酒行业,收入增速达到了49.96%,归属于母公司股东的净利润增速达到了57.45%。

除了白酒行业整体利润增速表现突出外,葡萄酒行业和乳制品行业的增速分别达到了82.25%和99.02%,这两个子行业上市公司家数较少,公司经营表现差异性较大,其中部分公司业绩增速突出带动了板块业绩的增长。肉制品因为瘦肉精事件影响和猪价居高不下,上半年净利下降74.8%。

从中报可以再次验证白酒和葡萄酒行业的抗通胀能力:白酒行业中期毛利率为62.85%,同比上升了1.09个百分点;葡萄酒行业中期毛利率为54.69%,同比上升了2.88个百分点。由于成

本压力，啤酒行业中期毛利率下降了1.24个百分点，肉制品行业中期毛利率下降了1.29个百分点，调味发酵品行业中期毛利率下降了近5个百分点。

图表 42：食品饮料主要子行业 2011 年业绩表现情况（%）

行业	毛利率	净利润率	营业总收入增长率	归属母公司股东的净利润增长率
食品饮料	38.04	13.01	25.37	41.51
食品加工	22.07	14.85	3.85	-31.28
肉制品	20.87	11.6	-6.13	-73
食品综合	30.12	11.07	30.59	-14.67
食品制造	29.58	7.22	26.44	27.63
调味发酵品	24.25	7.94	25.19	-59.75
乳品	38.1	6.07	26.67	99.02
饮料制造	48.63	14.46	34.29	49.93
白酒	62.85	23.68	49.96	57.45
啤酒	39.59	8.34	19.22	9.39
软饮料	29.18	8.27	15.81	39.47
葡萄酒	54.69	8.29	26.66	82.25

资料来源：WIND 系统

3、机构持有比例上升

2011 年 2 季度基金持有食品饮料行业股票比例为 8.7%，超配 4.21 个百分点，同时比基金 1 季度持有食品饮料行业股票比例 7.75%高出 0.95 个百分点。除了受到基金青睐以外，根据 WIND 统计，二季度 QFII 持有食品饮料企业的数量从一季度的 5 家，上升到了 9 家。

图表 43：二季度 QFII 持有食品饮料上市公司股份情况（%）

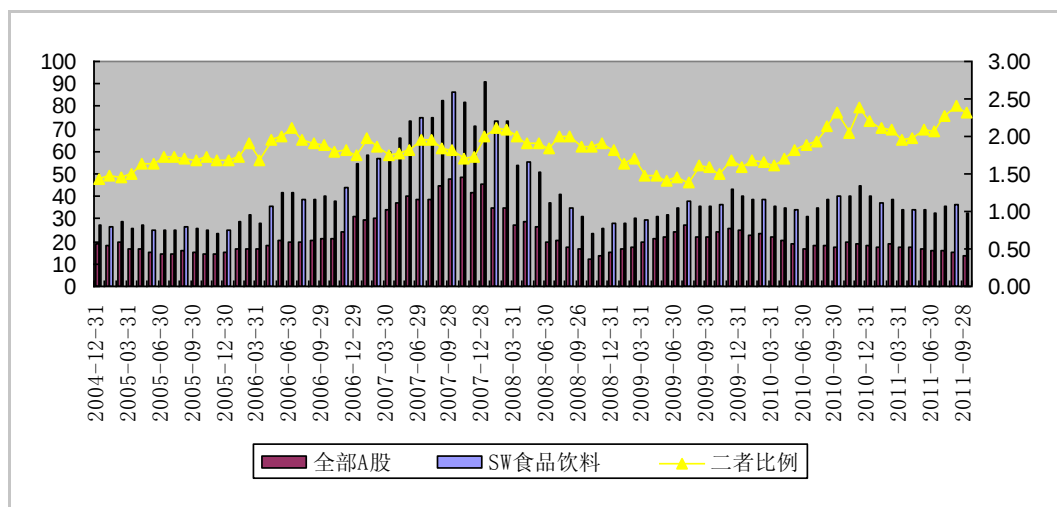
证券代码	证券简称	QFII 持股比例
600779.SH	水井坊	4.1759
600600.SH	青岛啤酒	4.1285
000860.SZ	顺鑫农业	3.707
000895.SZ	双汇发展	2.3651
600887.SH	伊利股份	1.9586
000858.SZ	五粮液	1.7096
000568.SZ	泸州老窖	1.3301
600519.SH	贵州茅台	0.3914
002515.SZ	金字火腿	0.37

资料来源：WIND 系统

五、四季度策略

三季度，在白酒行业的引领下食品饮料行业继续跑赢大盘，符合我们的预期，与二季度结束时相比，食品饮料行业的相对估值继续上升，于8月末达到高点，近期略有回落，仍处于历史高点。三季报即将披露，我们预期食品饮料行业中的白酒、葡萄酒以及乳制品行业在三季报中仍将有较好表现，特别是白酒板块业绩将延续前期增长势头，肉制品、啤酒以及调味发酵品行业仍面临成本压力，难有超预期。

图表 44：食品饮料行业相对估值情况（倍）



资料来源：WIND 系统

尽管对经济存在担忧，但从1997-2001年亚洲金融风暴以及2008-2009年国际金融危机影响下，食品的整体消费特征看，城镇居民家庭年均主要食品消费量不仅保持着相对稳定，而且继续呈现出结构升级的特点，行业基本面整体向好。

食品饮料行业将维持高景气的态势，但近期行业相对估值在高位、短期对白酒提价的限制以及部分产品原料价格四季度继续上涨等综合因素的影响，使得行业近期难以明显超越大盘，我们给予行业“中性”评级。结合公司内生增长情况及行业运行情况，四季度继续推荐五粮液、贵州茅台、张裕、伊利、泸州老窖、洋河等公司，建议关注四季度消费旺季可能给洽洽食品带来的产品结构升级契机。食品饮料龙头企业均是从市场竞争中脱颖而出，具备持续发展能力，综合公司增速和市盈率情况，从未来一年时间看，现在依然是食品饮料行业龙头企业较好的投资机会。

图表 45：重点关注公司情况（元/股）

行业	证券简称	收盘价	预测每股收益			预测市盈率		
			2011	2012	2013	2011	2012	2013
白酒	五粮液	36.28	1.66	2.26	2.81	21.86	16.03	12.91
	贵州茅台	187.12	7.74	10.22	12.85	24.18	18.31	14.56

	泸州老窖	38.5	1.90	2.48	3.15	20.26	15.52	12.22
	洋河股份	133	4.23	6.19	8.69	31.44	21.48	15.31
	山西汾酒	72.83	1.99	3.03	3.95	36.60	24.04	18.44
啤酒	青岛啤酒	32.3	1.38	1.74	2.08	23.42	18.56	15.53
	燕京啤酒	14.8	0.74	0.96	1.15	20.00	15.40	12.87
葡萄酒	张裕 A	103.2	3.60	4.63	5.76	28.67	22.27	17.93
肉制品	双汇发展	64.42	0.70	3.10	4.30	92.03	20.78	14.98
乳制品	伊利股份	18.06	0.81	1.05	1.27	22.30	17.20	14.25
	光明乳业	8.54	0.25	0.31	0.41	34.16	27.58	21.01
其他	顺鑫农业	16.6	0.96	0.98	1.18	17.37	16.88	14.08
	金枫酒业	10.04	0.35	0.44	0.53	28.69	22.82	19.09
	安琪酵母	32.7	1.10	1.50	1.85	29.73	21.80	17.68
	洽洽食品	23.2	0.72	0.98	1.33	32.22	23.67	17.44

资料来源：华泰证券研究所，收盘价为9月28收盘价。

华泰证券行业投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的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;
- 投资建议的评级标准
 - 增持: 超越大盘;
 - 中性: 基本与大盘持平;
 - 减持: 明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;
- 投资建议的评级标准
 - 买入: 相对强于市场表现20%以上;
 - 推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;
 - 观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;
 - 卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。