

2011 年 11 月 21 日

食品饮料行业月报

物价指数下行，机会仍在龙头

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

PPI 和 CPI 下行势头或将延续，经济增长减缓成趋势，大众消费品受经济增速减缓影响较小，投资机会相对突出，建议重点关注成本下降品种。大众消费品当中仍推荐龙头企业，推荐顺序为乳制品、肉制品、啤酒。白酒板块明年依然是增长最抢眼的板块之一，一线白酒估值安全边际高，二、三线白酒市值成长空间大，目前板块估值并不贵，按 2012 年盈利计则更加便宜，仍是 2012 年投资组合当中必备品种，如若继续下跌，则吸引力益强。延续今年白酒整体推介思路，继续持有，回调仍是介入的较好时机。

支撑评级要点

- 预计 2012 年 CPI 涨幅较上年明显回落，经济增速较上年亦减缓。
- 必需品消费将优于可选消费品。就投资机会而言，“高增长及利润率回升”是选股思路主线。
- 白酒板块仍有估值优势，经济增速尚可的情况下，重申白酒板块的“确定性”和“成长性”。高端白酒有“小幅放量，稳步提价”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；部分三线白酒存在成功复制二线白酒崛起故事的较大可能性。
- 1-10 月白酒累计产量 810.25 万千升，同比增长 29.81%（1-9 月份为 29.20%），较上月继续提高；上年同期增速为 26.64%，同比增加 3.17 个百分点，产量增速处高位。产量高速增长，市场需求旺盛情况下，高端白酒渠道库存情况仍乐观。
- 五粮液提价利好全行业，茅台等中高端白酒明年初提价预期强烈。十一过后，五粮液、茅台终端售价创新高表明一线白酒的需求仍然旺盛，价格接受度高。

首选买入

- 大众消费品优先次序为乳制品、肉制品、啤酒。建议重点关注标的优先次序为伊利股份、双汇发展、青岛啤酒。
- 白酒板块建议一、二、三线白酒组合投资，重点关注标的为五粮液、贵州茅台、洋河、金种子酒、沱牌。

*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.....	9
2011 年 10 月食品饮料产量综述.....	11
2011 年 10 月主要价格综述.....	16
研究报告中所提及的有关上市公司	21

投资摘要

10月CPI同比涨幅5.5%，较9月大幅下降约0.6个百分点，而可预见的是，11-12月份CPI继续下行是大概率事件，预测2012年全年平均CPI涨幅约在4.5%附近，部分独立机构预测涨幅3.3%，虽数字不同，但对明年CPI回落有共识。虽然明年CPI涨幅有所回落部分源于2011年高基数原因，但较2011年有明显下降的现象对食品饮料行业和消费者心理会有一定影响。

物价指数相对下行以及经济增速减缓的大背景下，必需品消费将优于可选消费品。就投资机会而言，“高增长及利润率回升”是选股思路主线。

维持对白酒板块看好的观点不变，是因为我们关注到白酒行业对消费升级做出了持续的积极的回应。白酒消费的基础坚实且外延扩张，总量增长同时结构优化，这其中都酝酿巨大机遇。在结构调整当中，不同白酒企业所处的不同阶段造成了不同白酒企业的盈利增长有所差异，而这种差异能够带来超额收益。

对于过往的白酒板块的表现，市场已经做出了较为充分的总结，展望未来2-3年的行业发展，谨慎乐观仍应是主要基调。结合对宏观经济的预判，白酒板块的节奏把握就很必要。

我们在月报当中也尽量把握估值节奏，例如在8月月报当中，我们提示白酒估值已经相对较贵，短期存回调可能，建议投资者于第四季度寻找板块内估值最具吸引力的品种；鉴于白酒行业景气不改，以2012年盈利计，板块市盈率不到20倍，建议于回调时仍可积极介入。

而实际上9-10月份，白酒板块确实出现一轮下跌，印证了我们的判断。

板块估值近历史平均值（剔除06-08牛市值），有上行空间。

从历史数据看，白酒行业目前估值低于历史平均水平。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（10家白酒企业）看，市盈率为30.1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25.7倍市盈率（8月为29倍，9月为26倍），同2003年以来平均市盈率接近（剔除2006-2008年牛市期间市盈率高于32倍后平均值为25.0倍）。

目前白酒板块估值基于2012年盈利约为18.3倍(8月报为21.4倍, 9月报为18.7倍), 处于历史低水平区间, 即考虑到明年的增长, 板块估值依然有强吸引力。

白酒行业相对上证A股而言, 以2011业绩为基础, 目前(2011年11月18日)估值倍数在2.25倍(上月月报值为2.35倍), 虽然近期有一定幅度下跌, 但相对估值下降不明显, 板块防御性仍然突出。

在经济增速不出现大幅下滑以及没有明显直接打压白酒消费政策出台情况下, 白酒板块值得坚守。

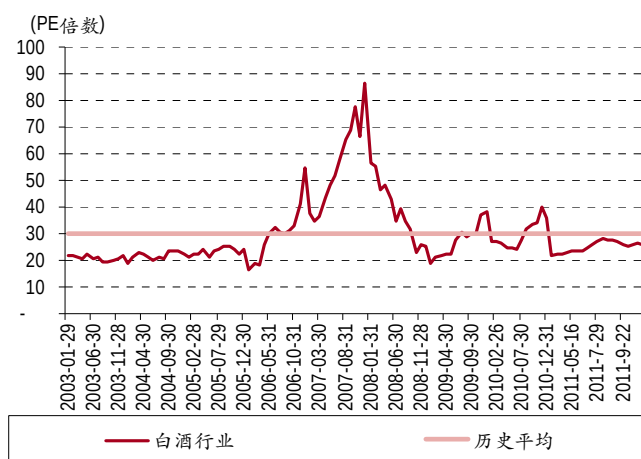
非酒食品饮料的估值低于历史均值。

取22家非酒食品饮料企业样本, 目前市盈率29.2倍, 低于显著低于2003年以来平均34.8倍的水平, 也低于剔除2006年-08年市盈率高于35倍指后平均30.4倍的水平。

以2012年预测盈利计算, 非酒板块2012市盈率18.4倍, 同白酒板块预测市盈率接近, 大幅低于历史平均水平。

相对估值方面, 非酒食品饮料相对上证A股估值倍数为2.55, 高于历史平均值1.71。现价计算2012年相对估值则为1.96倍, 反映该板块的强防御性。

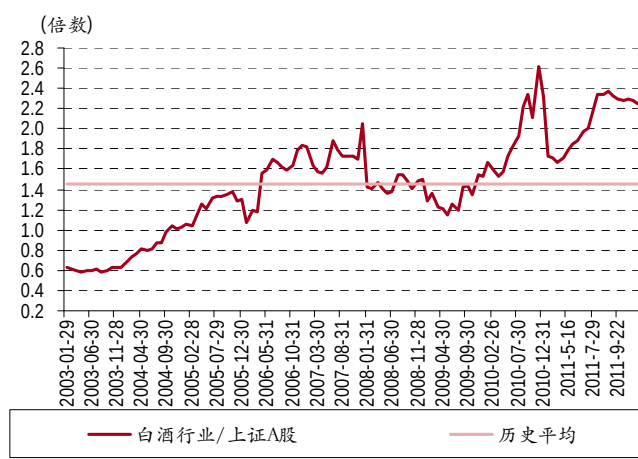
图表 1.白酒行业基于当年业绩市盈率走势



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

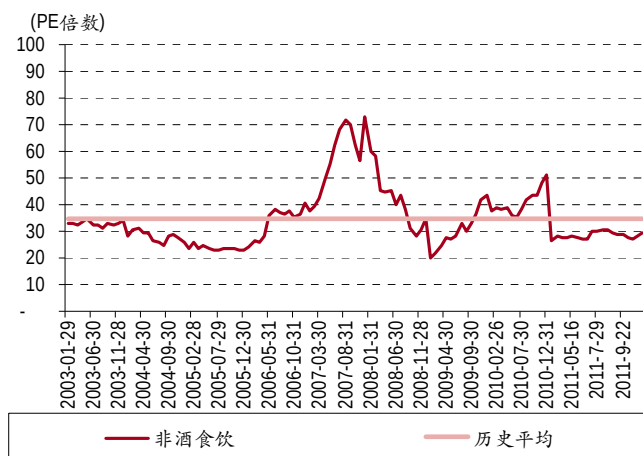
图表 2.白酒行业市盈率相对上证A股市盈率倍数



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

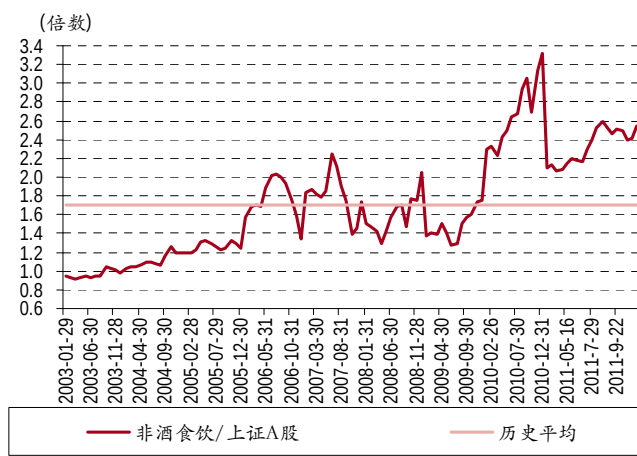
图表 3.非酒食饮基于当年业绩市盈率走势



资料来源：中银国际板块及指数分析

注：不含酒类，含双汇发展、伊利股份、安琪酵母、三全食品、榨菜、杏仁露、果汁、醋等22家企业

图表 4.非酒食饮市盈率相对上证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

物价指数下行有利大众消费品大企业、龙头企业。

明年经济运行当中两大特征对消费品投资选择有重大影响，物价指数下行和经济增速减缓。以国际经验来看，大众消费品或必需品受到的负面影响要小于可选消费品（例如烈性酒），这点从常识方面也可理解（但白酒有其特殊性）。

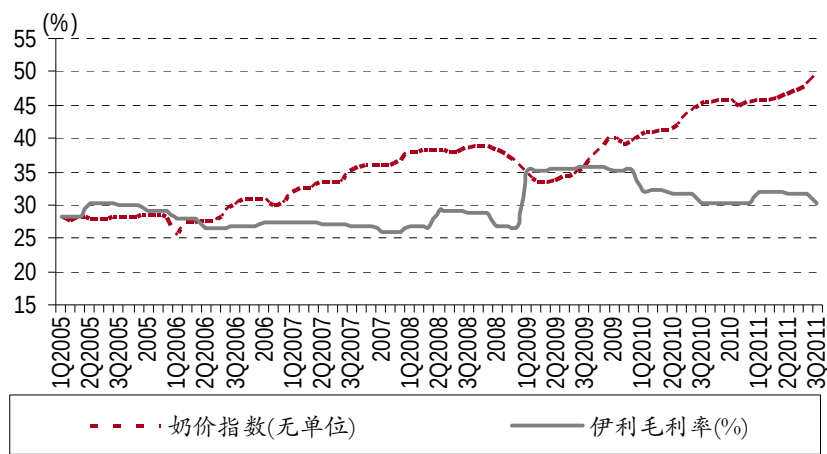
就大众消费品几个主要品种而言，我们推荐的排序是乳制品>肉制品>啤酒，就公司而言，推荐的排序是伊利>双汇>青岛啤酒。其他受益成本下降的公司亦值的重点关注，如好想你、洽洽食品、承德露露。

为什么成本和物价指数下行情况下，选择大企业 and 龙头企业？其一，大企业对大的市场覆盖，从资源占有、采购调度、生产分配等各个角度而言都存在优势；其二，大企业的盈利额绝对值大，而小企业只能以相对高的费用率同大企业相对低的费用率竞争，因而从盈利水平上是大企业占优；其三，成本下降有利于大企业继续做大。

为什么乳制品优于肉制品？因为肉制品加工企业上游成本价格和下游成品价格走势相仿，业绩弹性相对不如乳制品。

以乳制品为例，2011年原奶价格创历史新高，而公司毛利率却是历史次高水平，乳制品行业的竞争格局非常有利龙头企业发展，在成本下行的可能性下，龙头企业受益非常直接。龙头乳制品企业有多条腿走路，而且走的稳健——高毛利率的奶粉、儿童奶、高端金典奶等。于年度策略以及下期月报当中，我们还会以“平台商”这一概念作为选股思路来继续深入的说明问题。

图表 5. 伊利股份毛利率同原奶价格指数关系



资料来源：中银国际研究整理

岁末投资主线仍然是：关注成本转嫁能力强、产品结构调整顺利，增长确定性高，防御性强兼具进取性的品种。

五粮液提价对业绩的正面贡献，11月份已经开始有所反映。而明年CPI下行情况下，其他品牌白酒涨价预期强烈，尤其茅台，目前市场价接近出厂价3倍，明年年初涨价可期，且涨价幅度可达25%以上。

以五粮液为代表的高端白酒业绩增长，提价贡献高于销量增长。提价顺利意味着需求基本无虞，同时转嫁了成本压力。

高端白酒提价有外部经济性。随着茅台终端价的高企以及五粮液的顺利提价，茅台和五粮液之下的价格带更宽，使得原本增速最快的中高端、次高端白酒的升级，无论是品种的开发升级还是价格运作的升级都面临更为有利的外部条件。实际上，这一情况2003年以来一直存在，但是随着二线或次高端白酒品牌运作能力、资金实力的提升，近几年表现尤为突出，如洋河、古井和汾酒。

重申白酒板块的攻守兼备特征，继续看好**五粮液**、**贵州茅台**等安全边际高的高端酒品种，以及增速突出的**洋河**、**金种子**、**沱牌**等二三线品种。

继续看好伊利股份。

继续看好伊利股份的逻辑很简单。我们认为，乳业当下这一特点非常突出——龙头企业领导行业增长，中小企业并未因基数小而相对增长更快，例如三元股份、半年报的皇氏乳业。

以伊利、蒙牛为代表的基地型乳企在三聚氰胺时间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，在乳业恢复发展阶段，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效果。

乳业行业政策不但严厉而且频繁。政策外力从中长期看，对行业竞争格局影响深远，主客观都进一步将产业链话语权集中到龙头企业，资源相对垄断，这包括奶源控制和采购、生产布局及排他、准入门槛等，中小企业无法做到多环节优势均衡，导致生产基地布局的止步不前，市场份额处于被动守势，另外还会被强制出局。

而龙头企业依据自身商业模式特点，通过自身的积累，已经在营销资源取得优势。截至 2011 年上半年，伊利和蒙牛的销售费用占全行业 55%。就美国经验而言，食品饮料、医药是广告投入大户，国内乳业营销资源相对垄断也是不争的事实。而这种垄断优势，会带来很大的费用收缩弹性。

此前我们判断——龙头企业的费用投入迎来拐点，即，费用投入减少，不影响收入增加。龙头企业在博弈过程中，最优结果是两者费用均减少投入，费用率下降，利润率提升。

图表 6.超大型乳企费用投入博弈 2×2 图

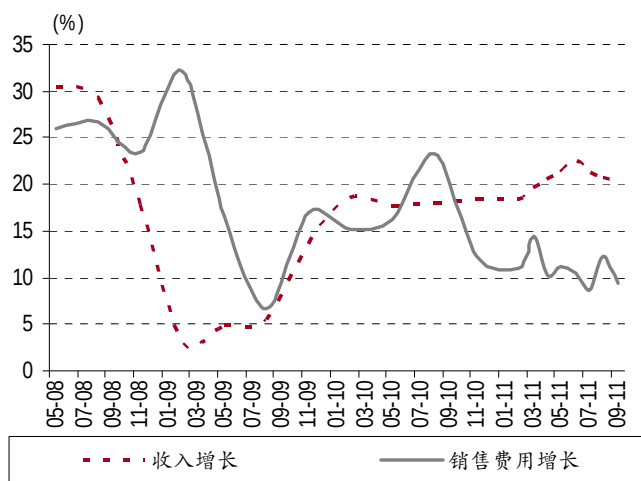
蒙牛 B \ 伊利 A	加大费用投入	减少费用投入
	加大投入	减少投入
加大投入	费用率 AB 皆高，利润率不提升	费用率 B 高 A 低，收入增长 B 高 A 低
减少投入	费用率 A 高 B 低，收入增长 A 高 B 低	费用率 AB 皆低，收入增速接近，不低于行业整体

资料来源：公司数据

此外，蒙牛和伊利的产品结构在逐步优化。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。伊利股份的高端金典奶和儿童奶的比重也在提升。

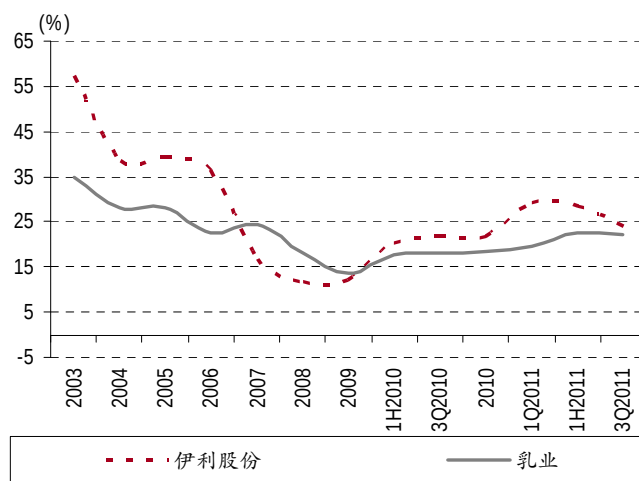
综上，乳制品龙头企业已经构建了全产业链的竞争优势。

图表 7. 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 8. 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 9. 重点关注公司估值情况

公司名称	股票代码	收盘价	市值	每股收益			市盈率		每股收益增长		复合增速	净资产收	评级
		(元)	(亿元)	2010	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E	(%)	益率(%)	
泸州老窖	000568.SZ	41.66	581	1.58	1.97	2.43	21.1	17.1	24.7	23.4	24.1	40.2	买入
五粮液	000858.SZ	35.12	1,333	1.16	1.72	2.28	20.4	15.4	48.9	32.3	40.4	28.1	买入
贵州茅台	600519.SS	200.57	2,082	4.86	7.60	10.24	26.4	19.6	56.2	34.7	45.1	33.8	买入
洋河股份	002304.SZ	138.69	1,248	2.45	4.33	6.18	32.0	22.4	76.9	42.7	58.9	37.8	买入
金种子酒	600199.SS	17.92	100	0.32	0.73	1.08	24.4	16.6	129.5	47.2	83.8	24.3	买入
山西汾酒	600809.SS	84.18	364	1.14	2.01	2.94	33.5	22.8	75.6	46.6	60.5	32.0	未有评级
沱牌舍得	600702.SS	19.58	66	0.23	0.38	0.65	52.2	30.3	65.6	72.1	68.8	6.4	未有评级
张裕 A	000869.SZ	111.32	587	2.72	3.68	4.60	30.3	24.2	35.2	25.1	30.0	39.6	买入
承德露露	000848.SZ	17.18	63	0.49	0.53	0.78	32.2	22.1	9.0	45.7	26.0	22.3	买入
伊利股份	600887.SS	21.94	351	0.46	1.04	1.30	21.0	16.9	129.4	24.5	69.0	30.2	买入
光明乳业	600597.SS	8.97	94	0.19	0.24	0.32	37.7	28.3	25.1	33.5	29.3	8.7	持有
三全食品	002216.SZ	34.85	70	0.66	0.84	1.18	41.4	29.6	37.2	39.6	38.4	13.2	未有评级
双汇发展	000895.SZ	76.50	814	1.02	1.60	3.62	47.9	21.1	56.7	126.6	88.4	33.4	未有评级
华英农业	002321.SZ	17.60	26	0.38	0.83	0.84	21.1	20.9	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11月18日收盘价格为准，均按最新股本摊薄

市场综述

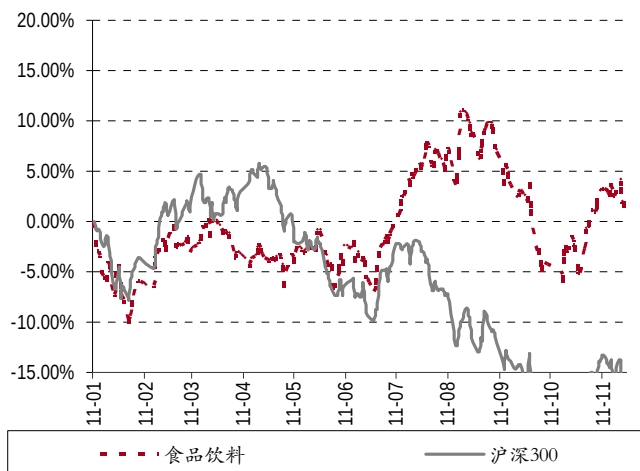
10 月份以来,食品饮料板块反弹较沪深 300 有明显超额收益,白酒于食品饮料板块当中表现居后。

食品饮料板块 1-11 月份(11 月 18 日)累计涨幅 0.57%,较 1-10 月份(截至 10 月 21 日)累计涨幅-5.08%有明显上升,相对沪深 300 指数涨幅由 16.30%升至 18.85%。

白酒板块反弹落后。1-11 月份(11 月 18 日)累计涨幅 11.84%,较 1-10 月份(截至 10 月 21 日)累计涨幅 9.52%有所提高,相对食品饮料板块涨幅由 14.60%降至 12.27%。

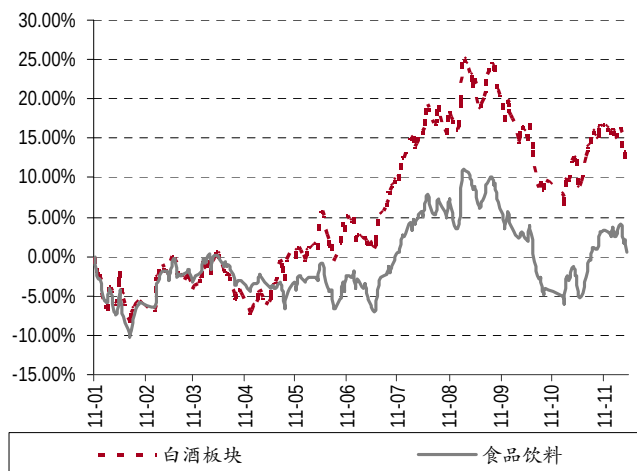
白酒板块由于机构投资者配置较高,跌幅浅,反弹阶段性落后也在意料之中。市场对物价指数下降趋势下,成本下降品种的关注度提升,反弹领先。

图表 10.食品饮料板块同沪深指数比较



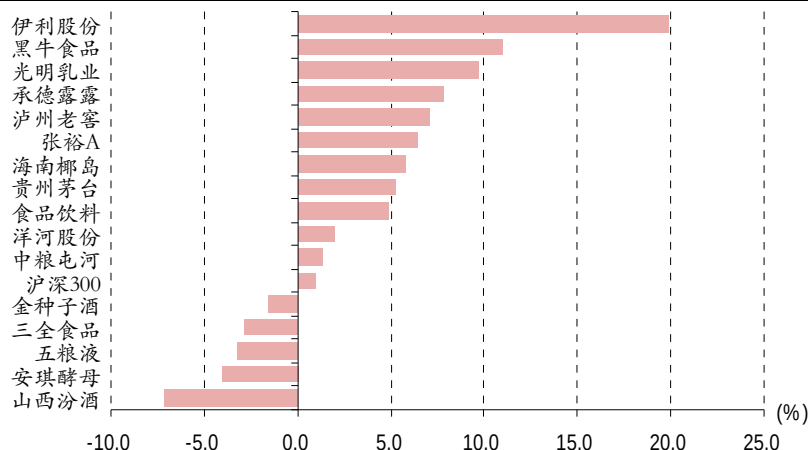
资料来源:万得资讯,中银国际板块及指数分析
食品饮料指数取万得资讯申万指数,代码 801120

图表 11.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 12. 食品饮料重点公司 10 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：10月8日-11月18日

9、10 月份白酒板块下跌时，我们认为白酒板块继续深幅下跌可能性很低，基于以下理由：

第一，发改委约谈白酒企业防涨价的利空已经消化；

第二，主要企业年内均有过 1-2 轮提价，尤其五粮液于 9 月份实现顺利提价，单次提价幅度在 20%-30%，由于五粮液预付款提前 2 个月左右，因此，提价利好年内对业绩贡献有限，主要反映在明年，而终端理顺的情况下，明年面临顺价销售的良好环境。

第三，下半年部分名优白酒未能实现主力品种的提价，明年年初主要白酒企业仍有提价利好传出。

第四，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。

第五，弱市下，白酒备受偏爱，业绩和题材都很丰富。例如，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，第四季度系列酒销售量增长将显著优于第三季度）；前期沉寂品种如水井坊下半年迎来拐点，三季报预增 50%-100%（实际 82.02%），第四季度将继续好转。

10 月中旬开始指数、白酒反弹。反弹之后，则又回到把握节奏这一关键。

2011 年 10 月食品饮料产量综述

白酒：产量增速大幅提升

2011 年 1-10 月份，白酒累计产量 810.25 万千升，同比增长 29.81%（1-9 月份为 29.20%），上年同期增速为 26.64%，同比增加 3.17 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，导致累计同比增速持续贴近 30%。

10 月份单月产量 100.18 万千升，同比增长 36.81%，环比增长 5.83%。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，夏季过后，旺季当中，扩大生产的热情迅速恢复。

行业产量增速远高于高端白酒的产量增速。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：10 月份单月产量同比下降

1-10 月份，葡萄酒产量 90.97 万千升，同比增长 12.37%，较 1-9 月份增速下降 5.56 个百分点。上年同期增速为 16.64%，同比下降 4.27 个百分点。

10 月份产量 10.60 万千升，同比下降 10.64%。10 月份产量增速较 7、8、9 月份明显下降，主要系进口葡萄酒的“挤出效应”所致。7 月产量同比增长 26.92%，8 月份产量 9.14 万千升，同比增长 31.56%。8 月份进口葡萄酒 3.00 万千升，同比增长 1.67%，大大低于 7 月的进口增速（7 月份进口葡萄酒增长 30.66%），导致 8 月份国产葡萄酒产量增长超过 30%；9 月份进口葡萄酒增长 22.65%，大幅高于 8 月份进口增长，导致国产葡萄酒产量增速大幅下滑。

啤酒：增速持续4个月下滑后回升

1-10 月份，啤酒产量 4,296.59 万千升，同比增长 8.79%，较 1-8 月份增速提升 0.24 个百分点。上年同期增速为 6.51%，同比上升 2.28 个百分点。

10 月份单月产量 341.22 万千升，同比增长 8.79%，环比下降 26.03%。

总体而言，今年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：产量增速较为稳定

1-10 月份，乳制品产量 1,937.59 万吨，同比增长 12.80%，较 1-9 月份增速略降 0.40 个百分点；同比上升 2.09 个百分点，上年同期增速为 10.71%。

1-10 月份，液体乳产量 1,678.07 万吨，同比增长 12.72%，较 1-9 月份增速略降 0.48 个百分点；同比上升 2.62 个百分点，上年同期增速为 10.10%。

速冻食品：增速连续两月提升

1-10 月份，速冻米面食品产量 269.48 万吨，同比增长 26.95%，较 1-9 月份增速升 2.16 个百分点。

10 月份产量 33.66 万吨，同比增长 44.14%，环比增长 4.18%。

7-10 月份同比增速分别为 20.86%、33.47%、34.64%和 44.14%，增速已连续 3 个月提升。

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。但是速冻食品对生产、流通等环节要求较高，食品安全存在一定风险。

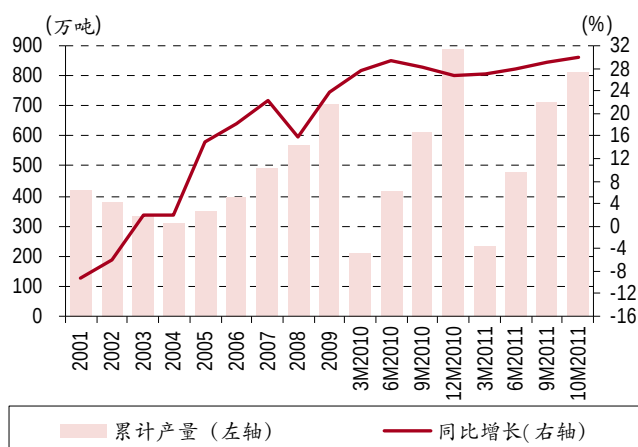
饮料类：产量增速较快

1-10 月份，软饮料产量 9,856.33 万吨，同比增长 21.13%，增速较 1-9 月份的 21.89%略有回落；同比上升 5.06 个百分点，上年同期增速为 16.07%。10 月份产量 907.1 万吨，同比增长 14.26%，9 月份增速为 13.54%。

软饮料中，碳酸饮料 1-10 月产量 1,371.55 万吨，同比增长 27.92% (1-9 月份为 30.16%)，10 月当月产量 95.25 万吨，同比增长 4.35% (9 月份为 12.31%)，10 月份产量增速下滑主要同企业产销政策有关。

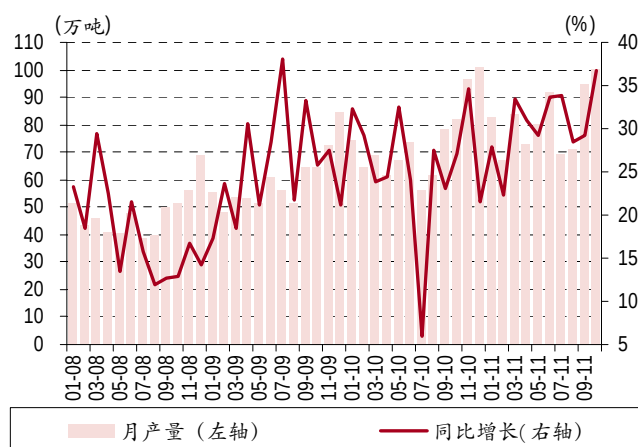
1-10 月果汁饮料累计产量 1,591.67 万吨，同比增长 12.39%，10 月当月产量 168.30 万吨，同比下降 1.92%；1-10 月份瓶装水产量 4,029.28 万吨，同比增长 26.82%，10 月当月产量 431.31 万吨，同比增长 32.94%。

图表 13.白酒累计产量及同比增速



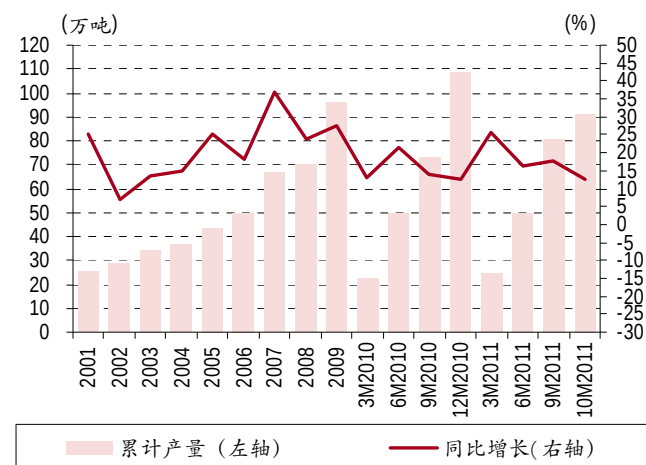
资料来源：统计局

图表 14.白酒月度产量及同比增速



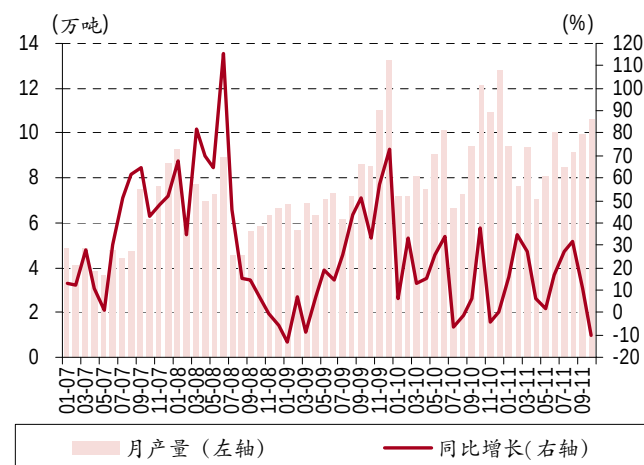
资料来源：统计局

图表 15.葡萄酒累计产量和同比增速



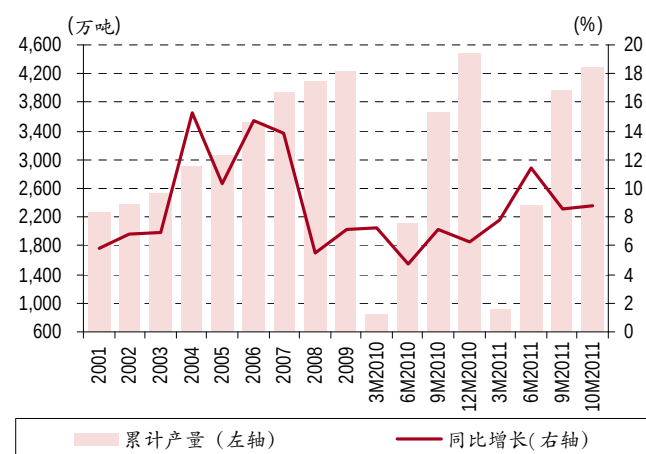
资料来源: 统计局

图表 16.葡萄酒月度产量及同比增速



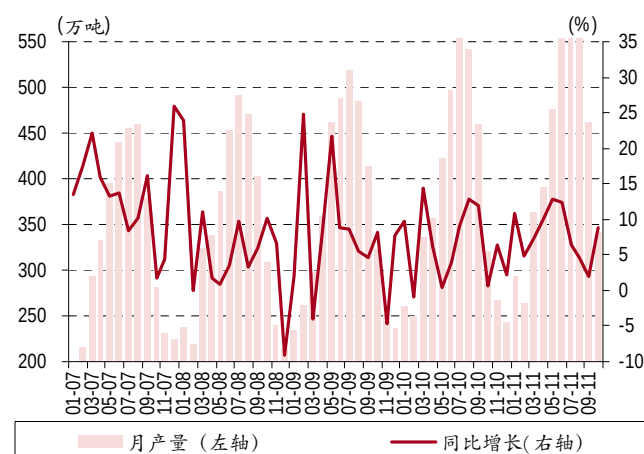
资料来源: 统计局

图表 17.啤酒累计产量和同比增速



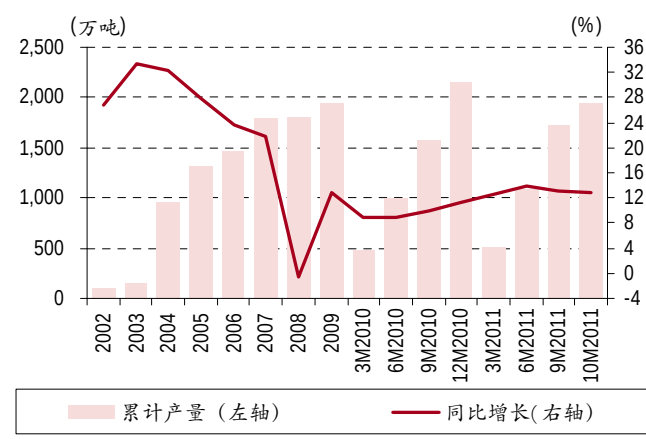
资料来源: 统计局

图表 18.啤酒月度产量及同比增速



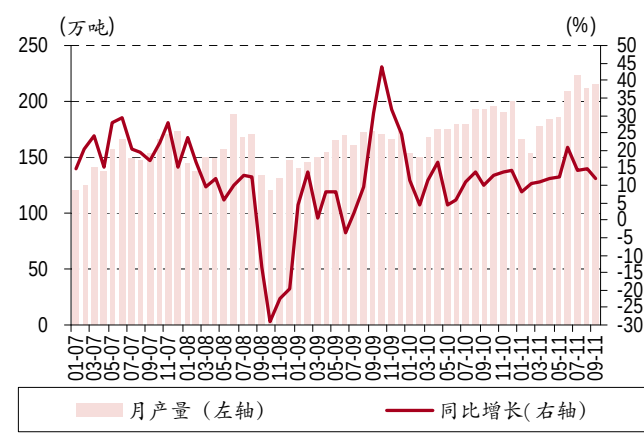
资料来源: 统计局

图表 19.乳制品累计产量和同比增速



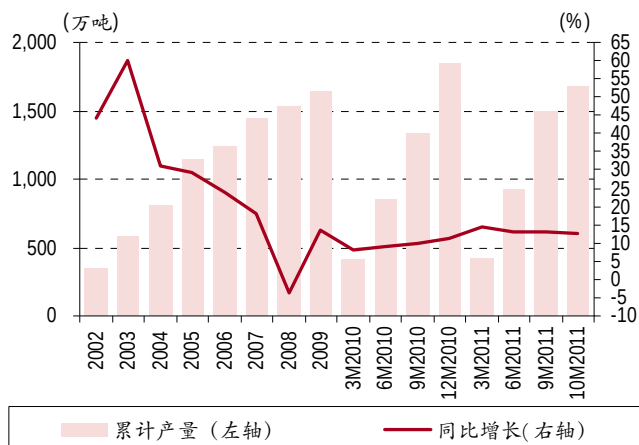
资料来源: 统计局

图表 20.乳制品月度产量及同比增速



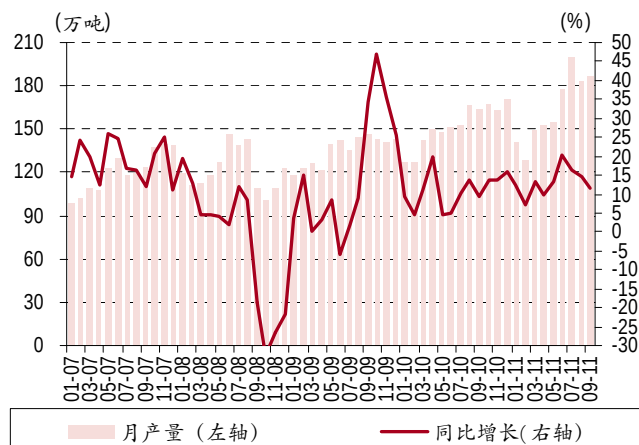
资料来源: 统计局

图表 21. 液体乳累计产量和同比增速



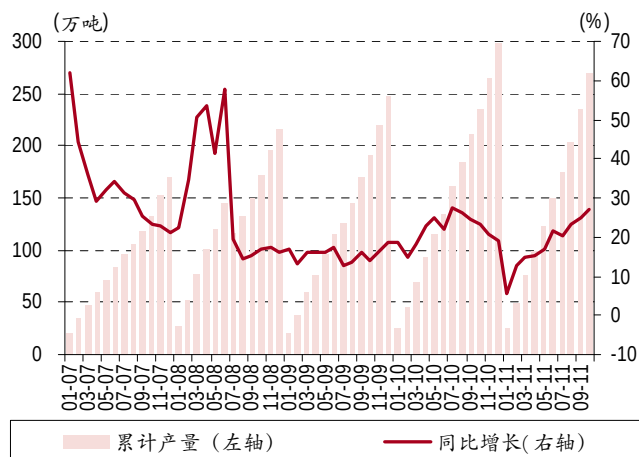
资料来源: 统计局

图表 22. 液体乳月度产量及同比增速



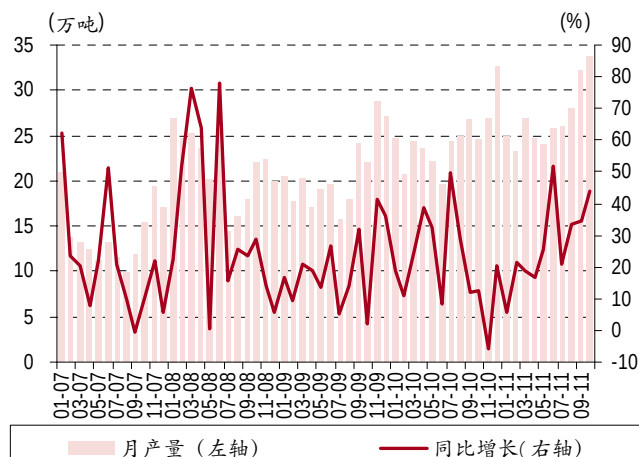
资料来源: 统计局

图表 23. 速冻食品累计产量和同比增速



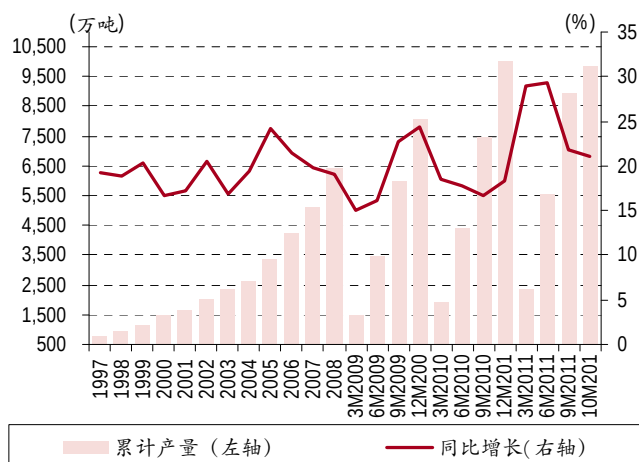
资料来源: 统计局

图表 24. 速冻食品月度产量及同比增速



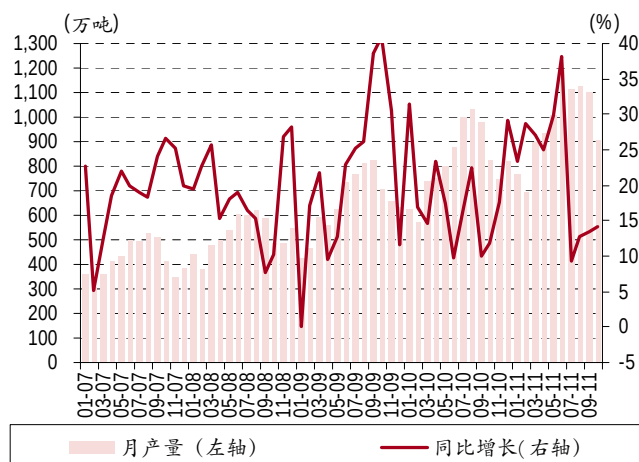
资料来源: 统计局

图表 25. 软饮料累计产量和同比增速



资料来源: 统计局

图表 26. 软饮料月度产量及同比增速



资料来源: 统计局

2011 年 10 月主要价格综述

白酒：一线白酒价格“十一后”分化，仍高位

10 月份一线白酒终端售价在 9 月攀升新高后有所分化，其中茅台酒和五粮液创新高，泸州老窖和水井坊有所回落，但仍处高位。

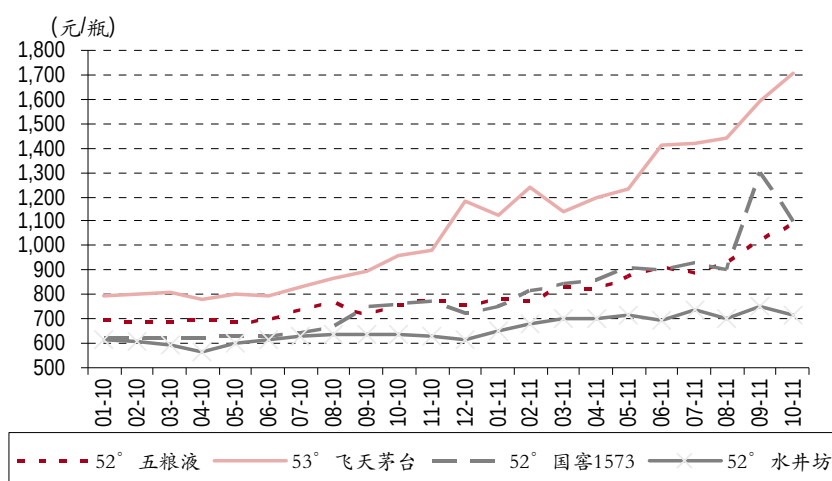
9 月份经过提价，52 度五粮液终端售价超过 1,000 元/瓶，较 8 月份提高 90 元。经过半年的控量以及渠道梳理，五粮液终端售价基本理顺，提价非常顺利，一批价也由之前的 780 元上升到 900 元，经销商仍然有足够的价差。10 月五粮液终端价较 9 月继续升 66 元/瓶。

9 月份，53 度茅台终端监测价格较 8 月上涨 153 元，达 1,592 元，10 月份价格超过 1,700 元/瓶。

10 月泸州老窖核心产品的终端售价较 9 月略有回调，但仍接近 1,100 元；52°水井坊主打产品的终端价格约 720 元/瓶，较 9 月略回落 30 元，仍高位。

高端品牌白酒价格依然坚挺，茅台酒、泸州老窖等明年年初提价预期强烈。

图表 27. 一线白酒终端售价走势(月)



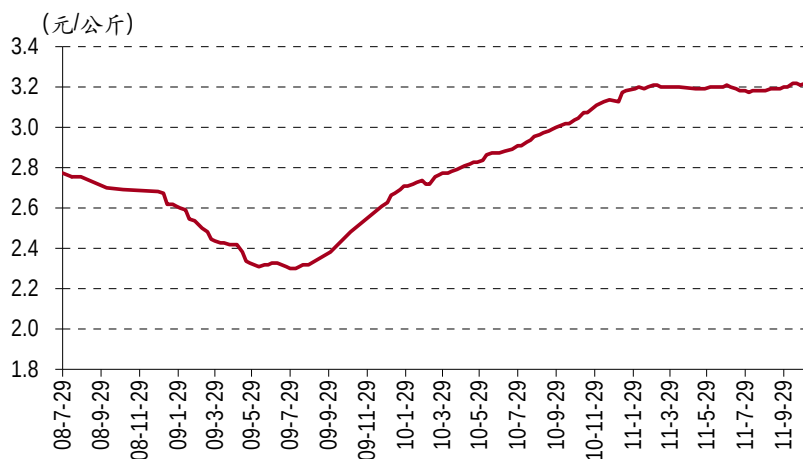
资料来源：糖酒快讯市场监测数据，多地平均值，中银国际整理

乳制品：原奶价格高位走势平稳

1-10月，主产区原奶收购均价走势平稳。10月末原奶收购均价3.21/公斤，1-10月份均价为3.19，极差为0.05元，波动微弱。

1-10月份主产区原奶平均价格同比增长约12.4%，较1-9月份的13.3%有所下降。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，全年毛利率仍可能同比有微弱回升。

图表 28.主产区生鲜乳收购均价走势



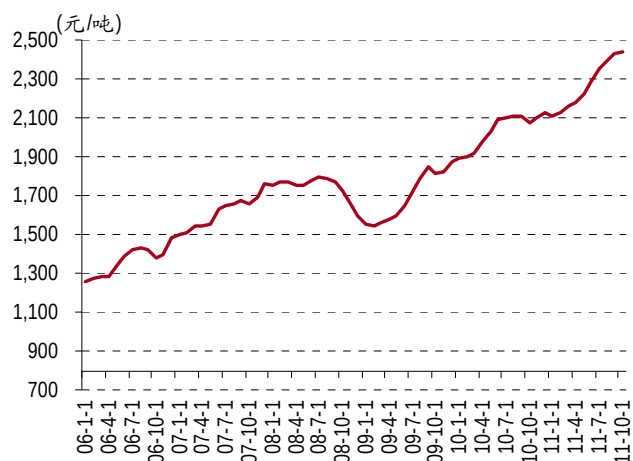
资料来源：统计局，万得

饲料相关：现货玉米、豆粕价格环比仍小幅增长

10月全国玉米价格环比小幅增长0.41%，为2,440元/吨；豆粕价格环比下跌1.57%，为3,563元/吨。

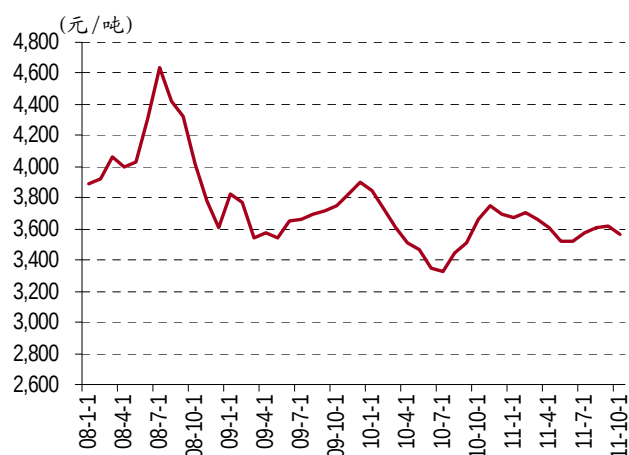
今年以来，玉米价格上涨较快，1-10月份平均价格2,270元/吨，同比上涨12.4%（1-9月为11.7%）。豆粕价格上涨幅度较小，1-10月豆粕均价3,606元/吨，同比增长1.7%（1-9月为2.2%）。

图表 29. 玉米价格走势(全国平均)



资料来源：农业部

图表 30. 豆粕价格走势(全国平均)



资料来源：商务部

猪价及其他农产品

生猪集中出栏，猪肉价格下跌幅度较大，价格仍可能回升

10 月份全国仔猪价格 36.1 元/千克，同比上涨 81.4%（9 月份同比上涨 98.9%），环比下跌 12.5%（9 月份环比上涨 6.9%）；活猪及去皮带骨猪肉平均价格同比分别增长 38.5%（9 月为 57.0%）和 49.1%（9 月为 59.7%），环比增幅分别为 -8.4% 和 -1.5%。9 月猪粮比 7.80，10 月份为 7.18。

据商务部监测，10 月份，全国鲜猪肉批发价格 25.9 元/公斤，同比增长 46.8%，环比下跌 1.6%。

肉类价格下跌成为影响 10 月农产品批发指数和 CPI 的重要原因。10 月猪肉价格下跌与生猪集中出栏有关，农户为躲避疫病多发季而提前生猪出栏导致短期供求关系变化，预计 11 月以后，猪肉价格仍会有一波上升。

农产品批发价格定基指数环比下降明显

10 月份物价形势好转，全国农产品批发价格定基指数 189.40，同比增速为 10.4%（9 月为 16.1%）；环比下降 4.6%（9 月的环比增长为 1.6%）。7 月份前高后低，8 月前低后高，9 月呈 M 型走势，10 月份单边下降，各种农产品价格均环比下降，猪肉价格环比降幅明显。

大豆、强麦、棉花环比均不同程度继续下跌

10 月份大连大豆期货价格 4,621 元/吨，同比增长 5.3%（9 月份为 17.5%），环比下跌 5.6%（9 月份环比下降 0.8%）；郑州强筋麦期货价格 2,414 元/吨，同比下降 1.4%（9 月份同比增长 5.6%），环比下跌 5.9%（9 月环比下跌 0.7%）；10 月份郑州棉花期货价格 19,561 元/吨，同比下降 23.8%（9 月份同比增长 3.0%），环比下跌 2.9%（9 月为 -1.6%）。

玉米期货价格环比也下跌

9 月份大连玉米期货平均成交价格 2,422 元，同比增长 21.7%，环比增长 4.6%，10 月玉米期货价格不再坚挺，成交均价 2,370 元/吨，同比增长 18.8%，环比下降 2.1%。近期国内农产品价格下降是系统性的，但玉米价格相对跌幅较少，近期国内玉米仍呈阶段性供给偏紧，玉米库存量持续下降，需求增大，粮源供给减少，导致价格跌幅不大。

食糖期货价格环比继续小幅下跌，食糖零售价格仍上涨

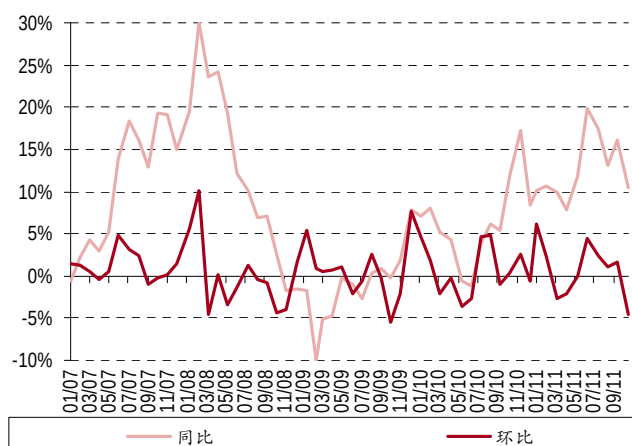
10 月份郑州白糖期货平均成交价格 7,198 元，同比增长 14.4%（9 月同比增长 27.9%），环比下跌 0.6%（9 月环比下跌 6.2%）；10 月全国食糖零售价格增长依然保持环比增长，环比增速 1.6%（9 月环比增长 1.6%）。

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



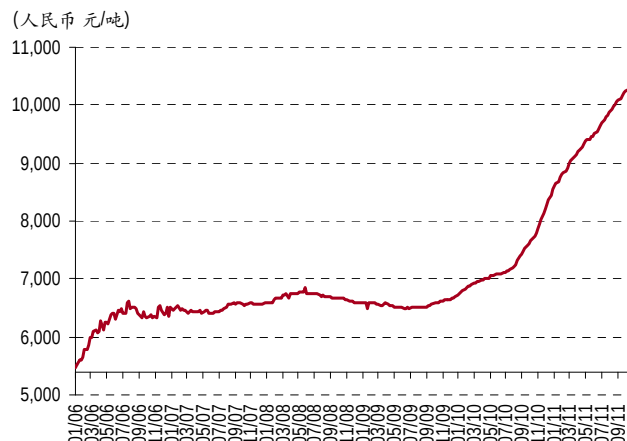
资料来源：中国农业部（以 2000 年为 100 计算）

图表 33. 郑州白糖期货价格走势



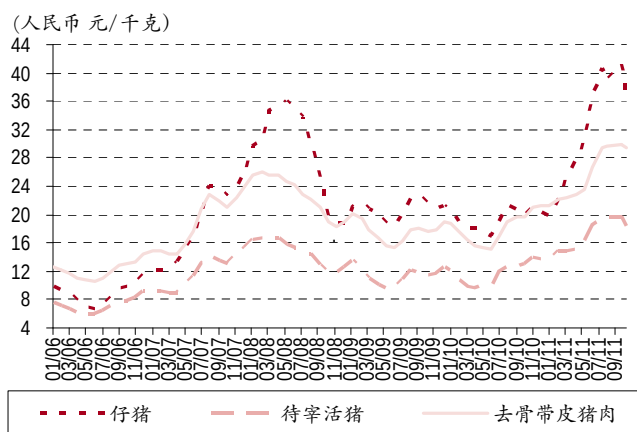
资料来源: 万得资讯

图表 34. 全国食糖零售价格走势



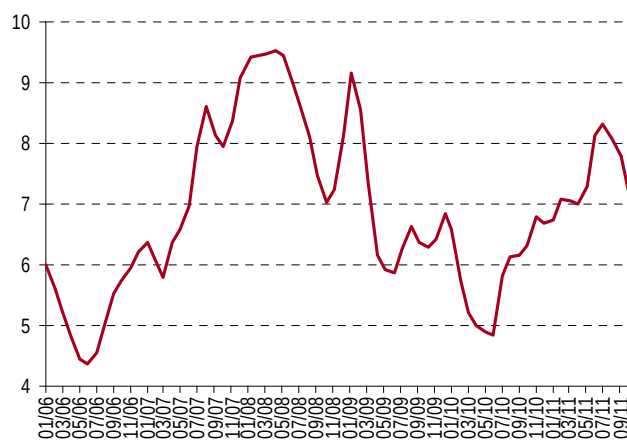
资料来源: 商务部

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	2011 年 1 季度	2011 年 2 季度	2011 年 3 季度	11 年 9 月	11 年 10 月
大连大豆	元/吨	2,537	3,640	4,753	3,710	4,221	4,653	4,923	4,904	4,895	4,621
郑州强麦	元/吨	1,646	1,744	1,883	2,064	2,357	2,513	2,571	2,566	2,564	2,414
大连玉米	元/吨	1,331	1,555	1,622	1,646	1,951	1,964	2,262	2,332	2,422	2,370
郑州棉花	元/吨	13,957	13,686	13,331	13,341	19,473	30,718	26,367	20,829	20,153	19,561
郑州白糖	元/吨	4,547	3,742	3,217	4,125	5,561	7,134	7,039	7,449	7,242	7,198
食糖零售价格	元/吨	6,246	6,499	6,687	6,563	7,299	8,862	9,394	9,930	10,124	10,283

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	11 年 1 季度	11 年 2 季度	11 年 3 季度	11 年 9 月	11 年 10 月	11 年 10 月/ 11 年 9 月
大连大豆	43.5	30.6	(21.9)	13.8	11.4	18.8	19.3	17.5	5.3	(5.6)
郑州强麦	6.0	8.0	9.6	14.2	10.5	12.2	7.7	5.6	(1.4)	(5.9)
大连玉米	16.8	4.3	1.5	18.5	12.8	18.4	18.8	21.7	18.8	(2.1)
郑州棉花	(1.9)	(2.6)	0.1	46.0	94.8	57.0	16.7	3.0	(23.8)	(2.9)
郑州白糖	(17.7)	(14.0)	28.2	34.8	36.4	39.6	36.6	27.9	14.4	(0.6)
食糖零售价格	4.1	3.1	(1.9)	11.2	29.2	33.2	36.0	34.9	33.5	1.6

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 111.32, 买入)

泸州老窖 (000568.SZ/人民币 41.66, 买入)

贵州茅台 (600519.SS/人民币 200.57, 买入)

五粮液 (000858.SZ/人民币 35.12, 买入)

伊利股份 (600887.SS/人民币 21.94, 买入)

三元股份 (600429.SS/人民币 6.66, 买入)

皇氏乳业 (002329.SZ/人民币 16.86, 买入)

以2011年11月18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