

2018年12月16日

食品饮料

行业周报

证券研究报告

本周观点：啤酒掘金，白酒常青

■ **拐点已现，啤酒掘金：**年末啤酒板块再度表现抢眼，背后逻辑值得思考和重视。上周啤酒板块涨幅为8.56%，跑赢大盘9.05pct，其中青岛啤酒一周涨幅12.89%，领跑整个食品饮料板块。啤酒行业此时引起投资人关注，**主要系：1) 提价预期。**一般来说，12月下旬开始酒企会陆续宣布价格策略。而麦芽价格上升，原材料价格压力是否会成为酒企提价的导火索，引发大家的广泛关注。**2) 税改预期利好净利润率。**啤酒行业，目前利润率微薄的啤酒行业或带来业绩弹性。

行业现状分析：回顾往昔，诸侯短兵相接，吨价提升显著慢于经济增速，价格竞争是重要手段，市场份额是主要目标。在行业价格提升受阻的背后，是各大酒企跑马圈地和短兵相接的“诸侯混战”。目前三大集团格局基本形成，价格策略有所变化。啤酒行业经历了十余年的“中外融合”、并购整合、短兵相接，2018年三大集团（雪花、青岛、百威）市占率再度提升至69%，行业格局基本形成。今年雪花宣布提价之后，各家啤酒企业纷纷响应，这也反映出行业龙头在经历了长时间“价格战”之后的“求和”心态，行业整体利润率提升迎来曙光。

未来行业发展方向：

- 1) 行业整体销量饱和，龙头聚焦，均价提升成为行业增长主动力。
- 2) 成交价上行趋势不变，速度有望加快。
- 3) 厂商利润增厚，经销商优化结构。
- 4) 高端啤酒渠道开拓进行时，值得期待。
- 5) 中国企业盈利拐点已现，空间较大。

■ **不惧调整，白酒常青：**近期白酒事件频频，上周汾酒推出限制性股权激励，下周五粮液1218经销商大会在即。从历史的情况来看，近20年白酒行业经历了2002、2008、2012三次调整，今年下半年白酒行业又一次经历了波动和调整。“周期魔咒”再次应验，白酒的周期性仍然存在，但穿越周期能力更加出众，而且市场对白酒投资价值和认知上了一层楼。

从更长的投资维度来看，白酒（尤其是高端白酒）属常青行业。茅台自上市至今经历了16个完整年度，其中仅有3年跑输沪深300，五粮液和泸州老窖分别有6年/5年跑输大盘。今年Q3以来白酒板块估值调整充分，估值风险释放较足，龙头白酒企业对行业趋势研判较为准确，应变较早，价格和库存都仍在合理范围，业绩剧烈波动风险降低，市场在对此正确认知的情况下2019年有比较大的机会，白酒的周期性，一是宏观经济周期性，二有自己的库存周期。目前经济形势来看，我们认为白酒景气还会经历考验（例如春节旺季动销，经济延迟企稳下的需求回落幅度），2019年谨慎乐观，理想情况下先抑后扬，给予时间充分消化对景气度变化的担忧，但是越往后，尤其下半年往后我建议对白酒可更乐观些，这是大的趋势性的判断。但是从技术性、交易性的判断，还是用一个比较实用的方法应对，从基本面、估值、预期和资金面四个维度判断机会。

■ **风险提示：**宏观经济走弱对白酒需求影响偏负面；消费持续疲软影响消费结构升级优化；食品公司提价影响动销；业绩季度波动。

投资评级

同步大市-
A
维持评级

首选股票

目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	6.35	4.24	-18.70
绝对收益	11.29	11.99	8.56

苏铖

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001

sucheng@essence.com.cn

021-35082778

相关报告

- 从经验主义看大众品牛市——食品周报 20180527
- 大众品增长提速，地产酒春意正浓——食品周报 20180520
- 消费结构升级促“地产酒春天”——食品周报 20180506
- 基本面是最大支撑，继续好看次高端——食品周报 20180318

内容目录

1. 啤酒掘金，白酒常青.....	4
1.1. 拐点已现，啤酒掘金.....	4
1.1.1. 行业现状分析.....	4
1.1.2. 未来行业发展方向.....	4
1.2. 不惧调整，白酒常青.....	6
2. 本周食品饮料板块综述.....	7
图 13: 伊利股份沪港通持股.....	9
图 14: 涪陵榨菜沪港通持股.....	9
3. 近期重要观点：适度谨慎，跟踪变化.....	10
3.1. 白酒主要看超跌反弹，趋势性机会得看外部环境变化.....	10
3.2. 重视资金流向，加大食品股配置.....	10
4. 近期报告汇总.....	11
4.1. 年度策略会演讲报告.....	11
4.2. 近期专题报告.....	11
4.3. 消费专题会、调研纪要.....	12
4.4. 地产酒系列深度.....	13
5. 重点公司估值表.....	13
6. 行业要闻.....	15
7. 重点公司公告.....	15
8. 下周重要事项.....	16
9. 重点数据跟踪.....	17
9.1. 本周市场表现.....	17
9.2. 行业重点数据跟踪.....	19

图表目录

图 1: FVEC 模型把握机会.....	4
图 2: 食品饮料行业选股思路.....	4
图 3: 分地区啤酒销量数据 2018H1 VS 2017H1.....	6
图 4: 分渠道啤酒销量（零售） 2018H1 VS 2017H1.....	6
图 5: 食品饮料行业沪港通持股（%）.....	8
图 6: 各行业陆股通持股占自由流通市值的比例.....	8
图 7: 茅台沪港通持股.....	8
图 8: 五粮液沪港通持股.....	8
图 9: 泸州老窖沪港通持股.....	9
图 10: 洋河股份沪港通持股.....	9
图 11: 山西汾酒沪港通持股.....	9
图 12: 水井坊沪港通持股.....	9
图 13: 伊利股份沪港通持股.....	9
图 14: 涪陵榨菜沪港通持股.....	9
图 15: 中炬高新沪股通持股比例.....	10
图 16: 绝味食品沪股通持股.....	10
图 17: 年初至今各行业收益率（%）.....	17
图 18: 一周以来各行业收益率（%）.....	17

图 19: 年初至今食品饮料子行业收益率 (%)	17
图 20: 一周以来食品饮料子行业收益率 (%)	17
图 21: 白酒行业市盈率走势 (PE-TTM)	18
图 22: 白酒行业市盈率相对上证综指倍数	18
图 23: 非酒行业市盈率走势 (PE-TTM)	18
图 24: 非酒行业市盈率相对上证综指倍数	18
图 25: 茅台五粮液终端价格	20
图 26: 二线酒终端价格	20
图 27: 新西兰脱脂奶粉价格 (美元/吨)	20
图 28: 新西兰全脂奶粉价格 (美元/吨)	20
图 29: 欧洲全脂奶粉价格 (美元/吨)	20
图 30: 美国全脂奶粉价格 (美元/吨)	20
图 31: 海关奶粉进口量-累计值 (万吨)	21
图 32: 海关奶粉进口价 (美元/吨)	21
图 33: 液态奶进口金额-累计值 (百万美元)	21
图 34: 液态奶进口量-累计值 (万吨)	21
图 35: 液态奶进口单价 (美元/千克)	21
图 36: 原奶价格 (元/千克)	21
图 37: 新西兰 100kg 原料奶价格 (欧元)	22
图 38: 美国 100kg 原料奶价格 (欧元)	22
图 39: EU28 国 100kg 原料奶价格 (欧元)	22
图 40: 婴幼儿奶粉零售价 (元/千克)	22
图 41: 牛奶及酸奶零售价 (元/千克)	22
图 42: 国外苜蓿草价格 (美元/吨)	22
图 43: 国内玉米价格 (元/吨)	23
图 44: 国内大豆价格 (元/吨)	23
图 45: 生猪和仔猪价格 (元/千克)	23
图 46: 猪粮比价	23
图 47: 苦杏仁价格 (元/千克)	23
图 48: 马口铁价格 (元/吨)	23
图 49: 铝板价格	24
图 50: 进口大麦价格 (美元/吨)	24
图 51: 玻璃价格指数	24
图 52: 非转基因黄大豆价格 (元/吨)	24
图 53: 食糖价格指数 (元/吨)	24
图 54: 食盐价格指数 (元/公斤)	24
图 55: 可可价格指数 (美元/吨)	25
表 1: 核心组合收益表	7
表 2: 公司估值表	13
表 3: 上周重要公告	15
表 4: 下周重要事项	16

1. 啤酒掘金，白酒常青

年关临近，啤酒行业再度引爆市场。上周啤酒板块涨幅为 8.56%，跑赢大盘 9.05pct，其中青岛啤酒一周涨幅 12.89%，领跑整个食品饮料板块。啤酒行业此时引起投资人关注，主要系：**1) 提价预期**。一般来说，12 月下旬开始酒企会陆续宣布价格策略。而麦芽价格上升，原材料价格压力是否会成为酒企提价的导火索，引发大家的广泛关注。**2) 税改**（增值税率从 17% 调整为 16%）的有利效应，为目前利润率微薄的啤酒行业或带来业绩弹性。

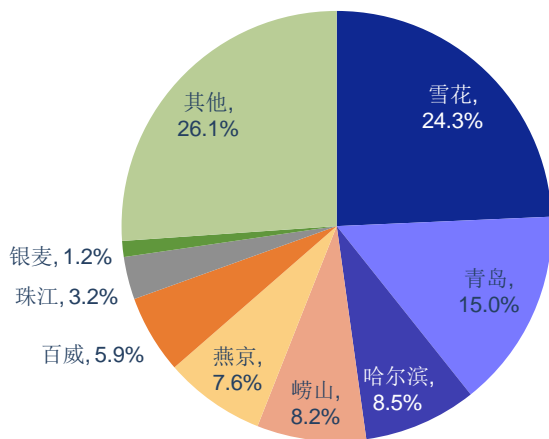
1.1. 拐点已现，啤酒掘金

1.1.1. 行业现状分析

回顾往昔，诸侯短兵相接，吨价提升显著慢于经济增速。2010-2017 年华润雪花、青岛啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、重庆啤酒的吨价复合增速分别为 4%、1%、4%、3%、6%，而同期 GDP 复合增速为 10%（与百威亚太地区吨价增速 11% 基本相当）。在行业价格提升受阻的背后，是各大酒企跑马圈地和短兵相接的“诸侯混战”。一边并购：百威收购哈啤雪津、雪花的“沿江沿海”多起并购、青岛收购汉斯啤酒，等等。一边混战：燕京和雪花的北京争夺战、燕京和雪花的广西争夺战、雪花和哈啤的东北争夺战，等等。

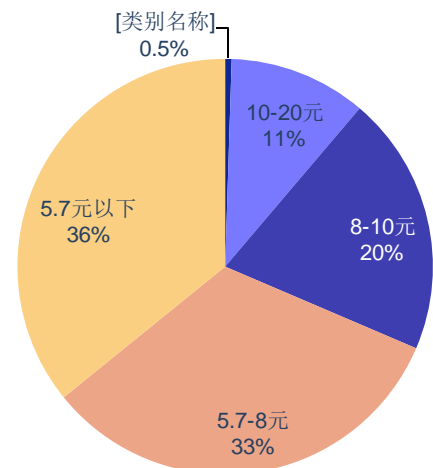
三大集团格局基本形成，龙头掌握定价权。啤酒行业经历了十余年的“中外融合”、并购整合、短兵相接，2018 年三大集团（雪花、青岛、百威）市占率再度提升至 69%，行业格局基本形成。今年雪花宣布提价之后，各家啤酒企业纷纷响应，这也反映出行业龙头在经历了长时间“价格战”之后的“求和”心态，行业整体利润率提升迎来曙光。

图 1：2018H1 中国啤酒行业竞争格局（以销售额计算）



资料来源：市场调研机构（NL），安信证券研究中心

图 2：2018H1 中国啤酒各价位带销售占比



资料来源：市场调研机构（NL），安信证券研究中心

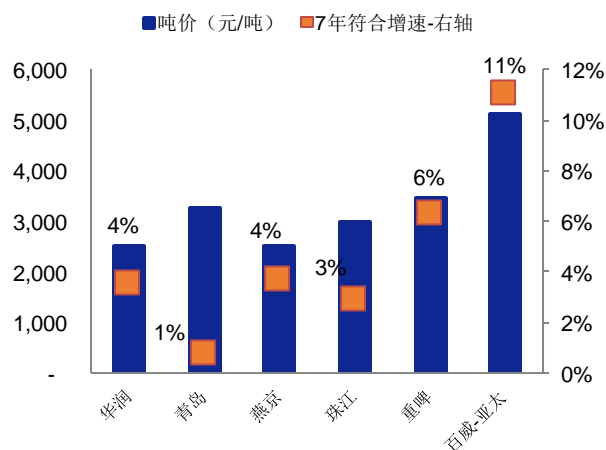
1.1.2. 未来行业发展方向

随着中国老龄化趋势，未来行业消费量将有所下降。2014 年以来中国啤酒销量小幅回落，未来下降趋势不变。啤酒消费主力人群是 20-49 岁人口。该群体人口数量在 2005-2011 年期间持续上升；2011-2016 年呈现轻微下降，从 6.88 亿人下降至 6.60 亿人，降幅约 2.9%。未来行业会向龙头集中，同时均价提升成为行业增长主动力。

成交价上行趋势不变，速度有望加快。目前中国啤酒的终端成交价约为 1.2 万元/吨，即一瓶 500ml 的啤酒价格约为 6 元，从国际比较的维度来看，约为日本市场的 1/4、法国市场的 1/3、德国市场的 1/2。从纵向对比的维度来看，近 10 年啤酒价格涨幅显著慢于人均收入和经济增速，目前三大集团形成“默契”，其中一方提价将引起行业性的提价。从今年雪花的提价效果来看，我们认为在主力市场还是成功的，从数据来看，雪花今年的销量和市场份额双双上升，这也是竞争关系缓和的表现和继续提价的基础。另一方面，价格由供需决定，近年来在新增产能不断下降的同时持续关厂整合资源，行业供给下降，给价格上涨提供保证。

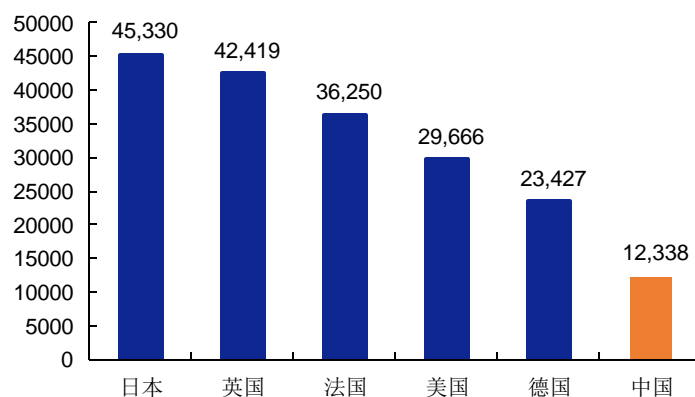
厂商利润增厚，经销商优化结构。目前中国啤酒终端价约为 6.2 元/瓶，而厂商的出货价仅为 1.5 元/瓶左右，在产业链的价值占比仅为 20-25%，随着行业寡头竞争格局的形成，未来厂家的话语权提升将成为趋势。对于经销商来说，厂家的提价虽然缩减了渠道分成，但亦使部分经销商主动调整产品结构，利润不降反升。

图 3：2017 年各品牌吨价及增长率情况



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 4：2016 年啤酒终端价国际比较（元/吨）

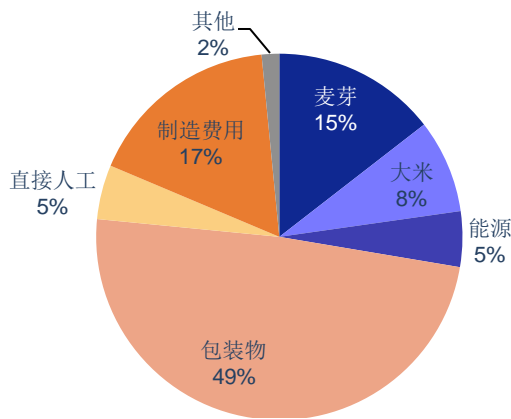


资料来源：Euromonitor，安信证券研究中心

高端啤酒渠道开拓进行时，值得期待。雪花收购喜力（中国）后，未来中国高端啤酒的格局或存变数，餐饮渠道有望快速导入喜力等高端啤酒，逐步占领消费者心智，改变消费者对啤酒的“低端”印象，进而促进行业的高端化发展。目前高端啤酒的消费场景主要为夜店、KTV 等，若成功导入餐饮渠道，未来的增长空间巨大。

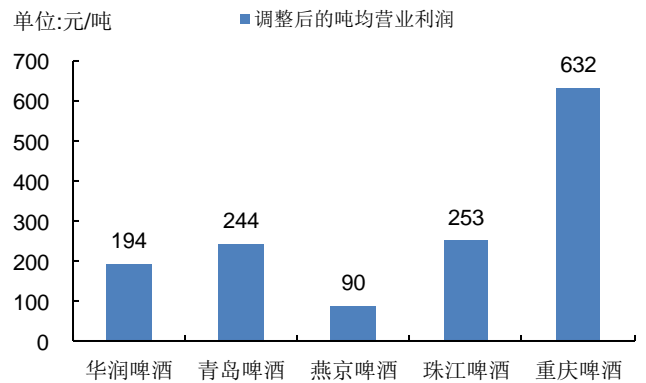
中国企业盈利拐点已现，空间较大。2018 年前三季度 A 股 6 家啤酒上市公司普遍呈现销售费用率下降、利润率上升的趋势。其中龙头青岛啤酒销售费用率同比下降 3.5pct，EBIT 利润率同比上升 0.8pct。销售费用率下降体现出行业竞争趋缓，公司开始注重盈利的提升。从吨酒利润来看，最早进行关厂和产品结构提升的重庆啤酒表现最优，相比而言，其他企业的盈利提升空间较大。横向对比，2017 年百威（全球）EBIT 利润率为 30.6%，而同期青啤的 EBIT 利润率仅为 6.5%。

图 5：青岛啤酒成本构成（2013 年）



资料来源：青岛啤酒公司公告，安信证券研究中心

图 6：2017 年啤酒龙头企业调整后的吨酒利润



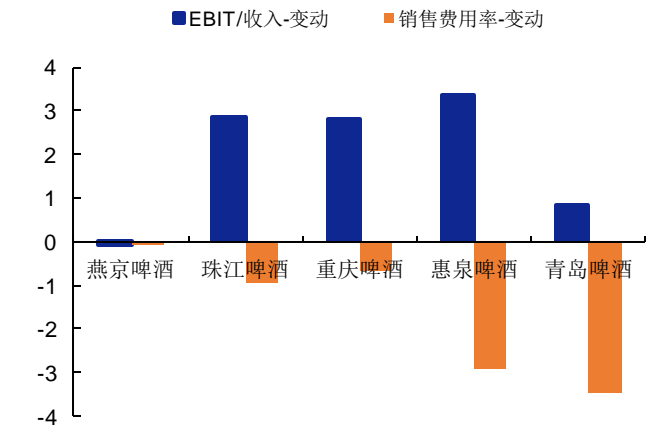
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 7：中国啤酒行业新增产能情况



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 8：2018 前三季度啤酒公司经营指标



资料来源：wind，安信证券研究中心

1.2. 不惧调整，白酒常青

上周汾酒推出限制性股权激励，下周五五粮液 1218 经销商大会在即，临近年底，白酒行业事件频频，短期的调整不影响白酒的长期投资价值。从历史的情况来看，近 20 年白酒行业经历了 2002、2008、2012 三次调整，今年下半年白酒行业又一次经历了波动和调整。“周期魔咒”再次应验，白酒的周期性肯定“仍然”存在，因为之前就存在，但投资价值和认知上上了一层楼。

不惧调整，龙头常青。然而，从更长的投资维度来看，茅台自上市至今经历了 16 个完整年度，其中仅有 3 年跑输沪深 300，五粮液和泸州老窖分别有 6 年/5 年跑输大盘，呈现出“小幅调整，再创新高”的股价表现。正确认知的情况下 2019 年有比较大的机会，白酒的周期性，一是宏观经济周期性，二有自己的库存周期。目前经济形势来看，我们认为白酒景气还会经历考验（例如春节旺季动销，经济延迟企稳下的需求回落幅度），2019 年谨慎乐观，理想情况下先抑后扬，给予时间充分消化对景气度变化的担忧，但是越往后，尤其下半年往后我建议对白酒可更乐观些，这是大的趋势性的判断。但是从技术性、交易性的判断，还是用一个比较实用的方法应对，就是基本面、估值、预期和资金面 FVEC 模型。

表 1: 高端白酒相对沪深 300 的超额收益率

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
贵州茅台	-10	2	105	58	220	2	13	-39	22	42	2	-29	15	23	68	90	8
五粮液	-13	8	38	16	150	18	-5	41	23	21	-20	-35	-9	24	41	115	-11
泸州老窖	9	-24	3	68	365	30	6	23	20	18	-10	-31	-44	32	36	82	-12

资料来源: 安信证券研究中心

山西汾酒: 激励力度受政策等限致而中规中矩, 但意义巨大。2017 年 2 月份酒集团签约目标责任书以来, 集团领导和公司领导展现出极大的进取心, 大步前进, 不留后路。激励计划草案当中明确了业绩考核目标, 考核目标等于变相提前指引未来三年最低目标。引战投、股票激励、资产整合陆续落地, 后续还有期待。后续我们认为和华润的深入合作仍有想象空间, 华润雪花董事长和总经理进入公司董事会, 双方交流互动不断, 华润在快消品中的经验和较强的渠道资源将为公司全国化拓展提供帮助, 同时公司中低端产品与啤酒有很强渠道共享机会, 未来互动发展可期。

五粮液: 1218 携手经销商, 全新的五粮液值得期待。五粮液的核心问题是如何实现品牌力的攀升, 迎接昔日中国酒王的归来。近期公司动作频频, 在《上新了故宫》投放广告, 增强品牌拉力。11 月的经销商“1218 预热会”上, 公司领导提出控盘分利的营销政策, 并坚定了渠道改革的决心。此次再次提出“百千万工程”, 一方面显示出公改革的决心, 另一方面也是公司在人员调整后, 以新姿态迎接变革, 后续值得期待。

2. 本周食品饮料板块综述

本周板块综述:

本周(12/10-12/14)上证指数下跌-0.47%, 深证成指下跌-1.35%, 食品饮料板块上涨 1.02%, 在申万 28 个子行业中排名第 3 位。大部分板块有不同程度的上涨, 其中啤酒涨幅最高, 为 8.56% (啤酒 8.56% > 调味发酵品 4.91 % > 食品综合 3.31 % > 葡萄酒 2.46 % > 白酒 2.09 % > 软饮料 2.02 % > 肉制品 1.68 % > 黄酒 1.46 % > 食品加工 1.45 % > 乳品 1.38 % > 食品饮料 1.02 % > 饮料制造 0.78 % > 其他酒类 0.21 %)。

个股涨幅前五位分别是: 青岛啤酒 (12.89%)、三全食品 (10.31%)、重庆啤酒 (9.80%)、会稽山 (6.19%)、燕京啤酒 (5.56%); 跌幅前五位分别是: 麦趣尔 (-15.29%)、黑芝麻 (-6.50%) 金字火腿 (-6.47%)、青海春天 (-6.36%)、唐人神 (-5.76%)

核心组合表现:

本周我们的**核心组合**上涨**0.90%**。具体标的表现如下表 (核心组合出自重点标的组合池):

表 2: 核心组合收益表

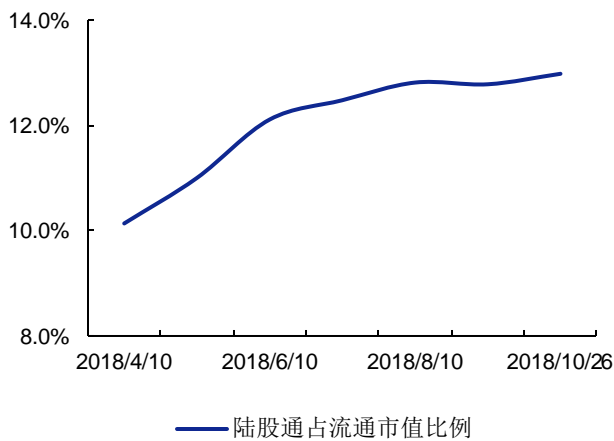
	重点股票池	本周收盘价	基本权重	涨幅	本期核心权重	上周收盘价
600519.SH	贵州茅台	592.96	10%	1.02%	5.00%	587.00
000568.SZ	泸州老窖	43.20	10%	1.38%	10.00%	42.61
000858.SZ	五粮液	52.99	10%	-0.39%	5.00%	53.20
002304.SZ	洋河股份	101.10	10%	-1.15%	10.00%	102.28
600809.SH	山西汾酒	39.03	10%	1.80%	5.00%	38.34
600702.SH	舍得酒业	24.60	5%	-2.65%	5.00%	25.27
600779.SH	水井坊	32.60	10%	2.39%	10.00%	31.84
000596.SZ	古井贡酒	58.92	5%	0.79%	5.00%	58.46
600882.SH	广泽股份	7.70	0%	-0.26%	0.00%	7.72
600887.SH	伊利股份	23.29	10%	1.17%	5.00%	23.02
600872.SH	中炬高新	29.82	5%	4.38%	5.00%	28.57

600305.SH	恒顺醋业	10.35	0%	3.60%	5.00%	9.99
600298.SH	安琪酵母	24.72	5%	1.19%	10.00%	24.43
000848.SZ	承德露露	7.99	5%	-0.62%	5.00%	8.04
002507.SZ	涪陵榨菜	22.90	5%	1.37%	10.00%	22.59
002582.SZ	好想你	7.96	5%	-1.49%	5.00%	8.08
合计				0.77%	0.90%	
801120.SI	食品饮料	9,262.29			1.02%	9,169.19
000001.SH	上证综指	2,593.74			-0.47%	2,605.89
000300.SH	沪深300	3,165.91			-0.49%	3,181.56

资料来源: wind,安信证券研究中心

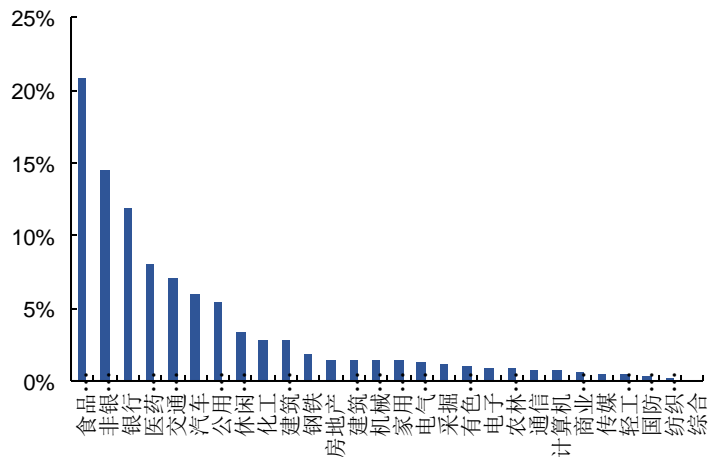
外资持股数据更新:

图 9: 食品饮料行业沪港通持股 (%)



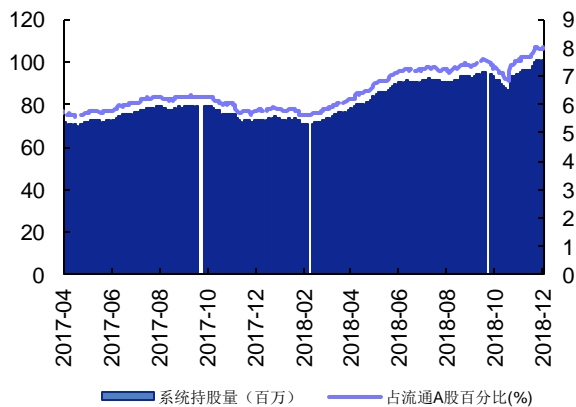
资料来源: wind,安信证券研究中心

图 10: 各行业陆股通持股占自由流通市值的比例



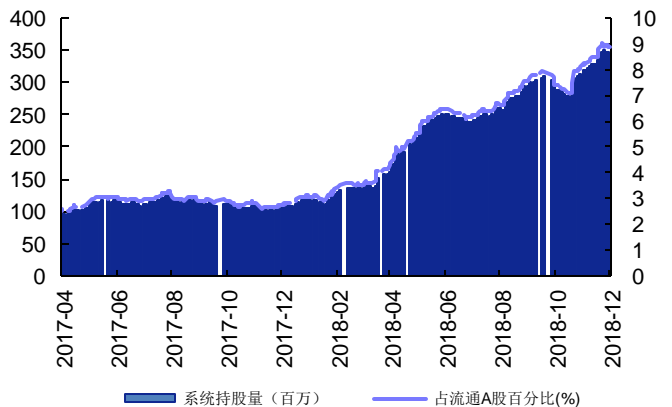
资料来源: wind,安信证券研究中心

图 11: 茅台沪港通持股



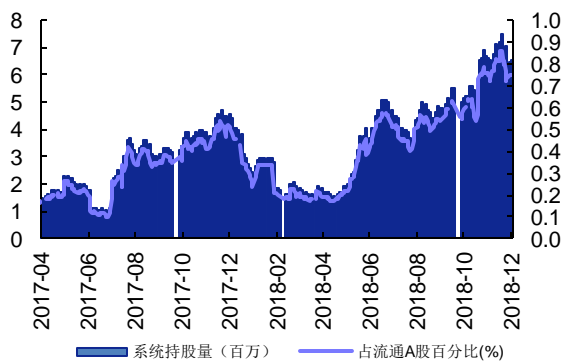
资料来源: wind,安信证券研究中心

图 12: 五粮液沪港通持股



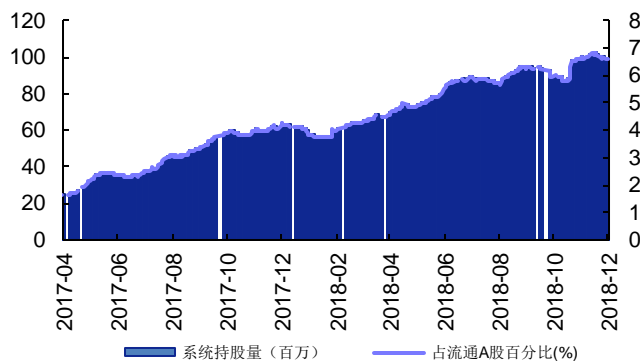
资料来源: wind,安信证券研究中心

图 13: 泸州老窖沪港通持股



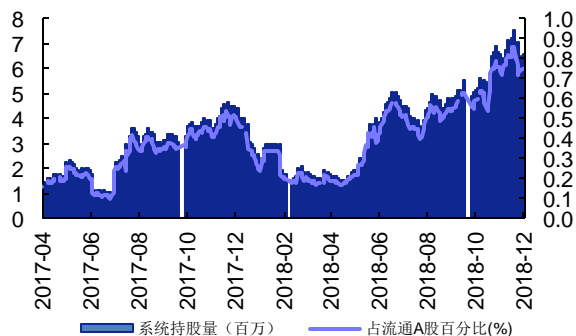
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 14: 洋河股份沪港通持股



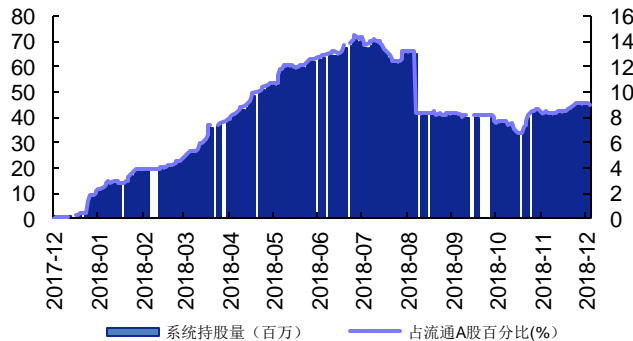
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 15: 山西汾酒沪港通持股



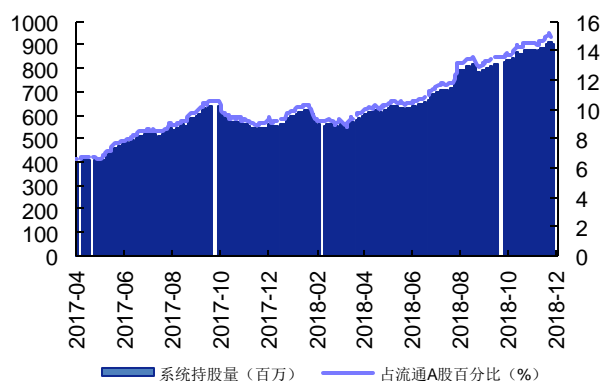
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 16: 水井坊沪港通持股



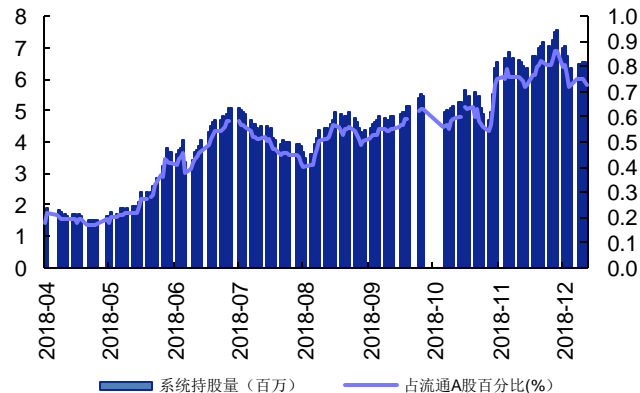
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 17: 伊利股份沪港通持股



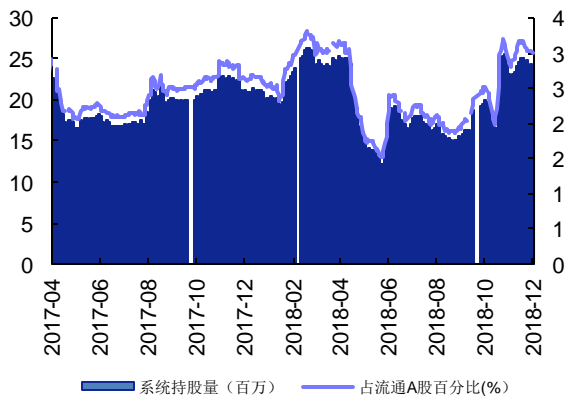
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 18: 涪陵榨菜沪港通持股



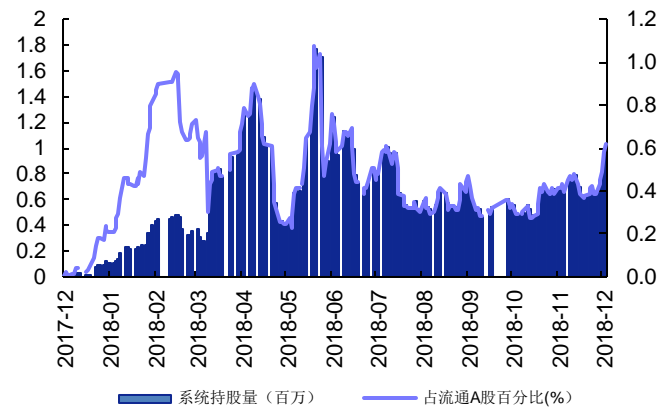
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 19: 中炬高新沪股通持股比例



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 20: 绝味食品沪股通持股



资料来源: wind, 安信证券研究中心

3. 近期重要观点: 适度谨慎, 跟踪变化

3.1. 白酒主要看超跌反弹, 趋势性机会得看外部环境变化

- 1) 市场今年“潜意识”觉得白酒机会不大，一是简单类比 2012-2013，二是觉得前期涨了 2 年+，累积上涨时间已长。市场对白酒行业景气度向下的判断得到茅台三季报显著“低于预期”的响应，从而引发大跌。
- 2) 大跌过后，从报表看，增速正在回归常态，向上修复需要时间，尤其 2019 年上半年白酒板块面临较高基数压力，增速预计较难亮眼。
- 3) 对 2019 年不应过度悲观，明年品牌白酒企业负增长概率不高，降速是确定的，但形势明朗或须等到春节前后，春节情势大概率决定明年整个上半年走势。
- 4) 继续值得重点关注标的：1) **贵州茅台**，Q3 实际发货少于上年同期是业绩低于预期主要原因，考虑到大势变化，收入确认转向保守，目前估值对于 2018 年 20x，2019 年不提价情况下业绩增速 5%-10% 附近，预期平稳则股价走稳可期；2) **山西汾酒**，2018-2019 目标不低，和华润务实合作是后续重要看点，省内 Q3 调整 10 月份收入增速有提升，低价位酒仍处机遇期，市值严重偏低；3) **洋河股份**，市场基础扎实，增速相对平稳，目前估值已经偏低。4) **五粮液**，茅台减速公司压力减少，管理层理顺有望明年实现有催化，今年 2w 吨发货预计能完成，给明年更好市场基础。5) 其他，如舍得，水井坊，口子窖、顺鑫。

3.2. 重视资金流向, 加大食品股配置

10 月份食品股已经大幅回调，部分标的预期已经调整较多，估值也更合理。

上半年食品股“牛市”明显，估值业绩双升，但 10 月以来在销售业绩不达预期情况下急速下跌，随着 Q3 季报披露，股价、估值和预期均调整，估值较上半年显著回落，包括“涪陵榨菜、中炬高新、安琪酵母、汤臣倍健”等，重点推荐的标的涪陵榨菜 2018 年每股收益 0.83 元，目前股价对应市盈率 23.7 倍，为近年最低水平附近，对应 2019 年预计 20x；中炬高新目前市值对应 2018 年调味品市盈率为 23x，较前期 34 倍大幅回落，而公司换届靴子落地，2018 年保守的市场投入情况将得到好转，2019 年冀望修复提速。洽洽食品 Q3 提现提价利好，营收提速，毛利率大幅提升，预计提价受益能持续 4 个季度；引入全球著名战略咨询机构，明确双品类 100 亿战略，业务聚焦和边际改善明显。

以上三家重点提及的公司，2018 年估值都属于 20-25 倍之间，同高点估值以及近几年平均估值比，都有优势（洽洽虽然今年估值高于上年，是基本面趋势边际改善贡献），2019 年预计更低。防御思维下，重视大众品板块——消费资金的偏好明显，不可缺位。今年食品板块细

分龙头业绩表现较好，板块估值表现更为坚挺，与白酒板块估值回落不同，食品板块今年以来估值平均值为 27.2x，而 2017 年为 27.1x。白酒有业绩有估值，估值便宜，但市场信心严重衰落，食品股有业绩有资金（偏好），类似于 2013 年白酒资金转流入食品，引起食品股大涨。

4. 近期报告汇总

4.1. 年度策略会演讲报告

➤ 食品首席苏斌策略会演讲报告

- 2019 基本判断——预计食品饮料板块仍有不错的投资机会。2003 年到 2018 年 16 年时间，食品、白酒分别有 11 年跑赢沪深 300，胜率 70% 左右。从板块表现看，食品、白酒板块估值在 2018 年内即有较大程度调整。从经验上看，2019 年上半年大概率会出现业绩放缓，但预计能同步大市。
- 在相对平淡的基本面下应用 FVEC 模型把握投资机会。FVEC 模型，即“基本面、估值、预期、资金面”模型。原理是在相对均衡的情况下，如果出现一些影响基本面/预期变化的信息，市场会做出了相应的反馈。模型有效性取决于对基本面和预期的较为全面把握。

➤ 啤酒专家分享

- 从整体市场情况来看，啤酒行业从 2014 年开始一直呈现出一个下降趋势。
- 三个大型品牌已经占据了整个中国啤酒市场 70% 的市场份额，与此同时嘉士伯也体现了后劲。北上广一线城市啤酒销量在下降，三四线城市的销量在上升，青岛啤酒收益于低线城市发展，2018 年在三大品牌中表现最优。
- 啤酒 2019 年提价仍是重要线索。行业已经进入利润释放期，青岛和雪花预计会在明年的春节前后考虑提价事宜。
- 就三大品牌来看，青岛 2018 年在三大品牌中表现最好，其中崂山表现好于青岛纯生。但喜力和雪花合作为青岛的未来发展增加了变数。
- 雪花今年成功提价，量价齐升。未来如果雪花能够整合喜力真正的中高端，未来雪花将对青岛的威胁非常大。

4.2. 近期专题报告

➤ 2014-2018 春节白酒表现回顾与分析

- 春节前白酒价格尤其是高端白酒价格是行业景气度的晴雨表。
- 受发货政策影响，酒企春节占比有所差异，但总体而言，Q1 开门红较为普遍。
- 股价方面，动销、价格和预期是三个关键因子。
- 春节以上涨为主，2014-2018 年中四年上涨，一年下跌。股价表现同向，板块属性强。
- 2019 年春节销售情况展望——适度期待。

➤ 近十年白酒调整期的回顾与简析

- 历次白酒行业调整主要同经济走势和行业政策有关。
- 两次调整的对比——经济环境。2008 年：经济危机影响，短暂调整。2012 年：政务消费退出，需求断崖式下滑，深入调整。

- 两次调整期对比——业绩与估值。2008-2009：从高估值回归理性区间。2012-2015：白酒 PE (TTM) 普遍在 10 倍左右，估值方式变化（开始考量股息率、存货价值等）。
- 两次调整期对比——价格与库存。2008 年：库存良性，价格小幅波动。2012 年：库存高企，价格腰斩。
- 两次调整期对比——复苏驱动力。2009 年：经济刺激，活力再现。2015 年：行业去库存基本结束，经济平稳向上拉动需求，名酒集中度增强。

➤ 五粮液“涨价”与茅台“放量”风波

- 临近年关，茅五泸动作频频。
- 五粮液：“涨价”风波。11 月 30 日，五粮液官方回应，并未对五粮液系列酒涨价。此“涨价”非彼“涨价”。
- 茅台“放量”风波。量：发货量追平，Q4 发货可期。价：普飞价格坚挺依旧，非标炒作理性回归。
- 国窖“跟随策略”不变。1) 实行追随策略，1573 价格追随五粮液；可保持双位数增长。

➤ 以古鉴今：从高端酒格局演化历程看次高端走向

- 高端酒竞争格局演化历程回顾。1988—2007 年，五粮液超汾老大，营收居行业之首。2008—2014 年：茅台稳扎稳打，逐步对五粮液实现超越。2015 年至今：行业恢复以来茅台业绩加速，一超两强格局形成，茅台稳坐高端酒龙头。
- 次高端竞争格局演化历程回顾。1998—2009 年，各名白酒企业深挖历史，提出次高端产品雏形。2010—2014 年，品牌崭露头角，行业调整期出现分化。2015 年至今，一二名差距缩小，赢家通吃机会仍存在。
- 看未来：剑南春 VS 洋河梦之蓝，谁将突围次高端市场。(1)横向对比—消费品细分行业龙头与老二的关系。(2)品牌力—先天优势 VS 后天发力。(3)产品力—梦之蓝价格带高于水晶剑，且产品体系清晰。(4)渠道力—洋河率先深度分销，全国化趋势明确。

➤ 以古鉴今 2：高端酒提价分析对次高端的借鉴意义

- 高端酒提价时点及提价方式的选择。(1)产品定价：价格长期由价值决定，定价偏移导致量价矛盾。(2)案例分析：顺势提价与逆势提价。(3)影响因子：品牌力为矛，渠道力为盾。
- 次高端提价时点与竞争力分析。(1)双重对比，本轮次高端更接地气。(2)17 年提价品牌，18 年延续，19 存变。(3)品牌竞争力分析，品牌矛与渠道盾。

4.3. 消费专题会、调研纪要

➤ 食品首席苏斌《刚需与成长》

- 刚需逻辑是对上半年行情最好的总结，也是未来 6-12 个月最好的展望
- 地产酒推荐逻辑：1、消费价格中枢持续上移，可跟踪可验证；2、产品结构优化带来财务上的“一降双升”；3、突破市场一般认知，戴维斯双击；4、估值参照

➤ 酒协副理事长宋书玉《行业运行情况及政策判断》

- 白酒行业特点: 产业结构调增成效显著; 产业调增持续进行; 消费多元, 竞争加剧; 产能过剩, 长期缺好酒
- 希望关注的行业变化: 一是正在构建中国白酒新的品质和价值表达。二是发展新导向。未来我们提倡的是以风味和健康为导向, 把风味放到第一位。三是回归本源, 中国白酒的本源就是道法自然, 天酿美酒。四是新时代、新消费、新机遇。

➤ 资深白酒专家吕咸逊《白酒景气之辩》

- 白酒行业的本质: 需求来源于表达, 本质是面子消费。消费升级的四个层面: 品质升级, 品牌升级, 产品升级, 服务升级。全国化势头良好, 体量大的省份保持快速增长, 省外空间继续看好
- 建议关注白酒行业三个细节: 区别看待购买需求的消费性需求和投资性需求; 正确理解控货挺价, 这是供需关系的厂家理性反应; 关注二线名酒和区域龙头交集的企业
- 中国白酒未来发展的五个主要趋势: 白酒行业的周期性更多的是受行业自身供需关系的影响; 看好次高端放大机会; 要看到高端酒产能的稀缺性给很多品牌带来的历史性机会; 分析很多品牌要看市场结构, 在高占有率市场和分散市场是不一样的; 建议高度关注二线品牌跟高占有率市场叠加的酒企, 这样的酒企有持续的发力空间。

4.4. 地产酒系列深度

- 洋河股份: “价格带龙头”投资逻辑下的优选标的
- 今世缘: 聚焦国缘, 步入黄金发展期
- 口子窖: 徽酒龙头, 进入加速升级窗口期
- 古井贡酒: 徽酒龙头, 进入结构上行, 费用下行”黄金期
- 伊力特: 提价破冰, 改革提升价值
- 洋河股份: 洋河绵柔如水, 经典源远流长

5. 重点公司估值表

表 3: 公司估值表

板块	证券代码	证券简称	本周股价	EPS			PE			评级
				2016A	2017A	2018E	2016A	2017A	2018E	
白酒	600519.SH	贵州茅台	592.96	13.31	21.56	33.73	45	28	18	买入-A
	000858.SZ	五粮液	52.99	1.79	2.55	3.17	30	21	17	买入-A
	002304.SZ	洋河股份	101.1	3.93	4.40	5.18	20	23	20	买入-A
	000568.SZ	泸州老窖	43.2	1.23	1.80	2.41	35	24	18	买入-A
	600559.SH	老白干酒	14.34	0.00	0.37	0.74	#DIV/0!	39	19	-
	000596.SZ	古井贡酒	58.92	1.65	2.28	2.41	36	26	24	买入-A
	000860.SZ	顺鑫农业	35.52	0.72	0.77	1.06	49	46	34	增持-A
	000799.SZ	酒鬼酒	17	0.33	0.54	0.73	52	31	23	增持-A
	600702.SH	沱牌舍得	24.6	0.24	0.43	1.06	103	57	23	买入-A
	600779.SH	水井坊	32.6	0.46	0.69	1.06	53	41	29	买入-A
黄酒	600809.SH	山西汾酒	39.03	0.70	1.09	1.81	56	36	22	买入-A
	600616.SH	金枫酒业	4.92	0.13	0.11	0.18	38	45	27	-
葡萄酒	600059.SH	古越龙山	6.87	0.15	0.20	0.24	46	34	29	增持-B
	000869.SZ	张裕 A	27.7	1.43	1.51	1.64	19	18	17	-
乳业	600887.SH	伊利股份	23.29	0.93	0.99	1.35	24	22	20	买入-A

	600597.SH	光明乳业	8.03	0.46	0.50	0.63	17	16	13	增持-A
	002570.SZ	贝因美	4.99	0.00	-1.03	0.15	#DIV/0!	-5	33	-
	002719.SZ	麦趣尔	12.24	0.26	0.17	0.91	47	72	13	买入-A
蛋白乳 饮	000848.SZ	承德露露	7.99	0.46	0.42	0.47	17	19	17	买入-A
	000895.SZ	双汇发展	22.5	1.34	1.31	1.66	16	15	13	买入-A
肉制品	600073.SH	上海梅林	6.87	0.42	0.30	0.59	16	23	12	买入-A
	603288.SH	海天味业	69.58	1.05	1.31	1.61	39	32	43	增持-A
	600872.SH	中炬高新	29.82	0.45	0.57	0.82	66	52	36	买入-A
调味品	600305.SH	恒顺醋业	10.35	0.28	0.47	0.44	37	22	24	买入-A
	002650.SZ	加加食品	3.81	0.00	0.14	0.19	#DIV/0!	27	20	-
	002582.SZ	好想你	7.96	0.08	0.21	0.31	100	38	26	买入-A
	002661.SZ	克明面业	12.9	1.17	0.34	1.78	11	38	7	买入-B
	002557.SZ	洽洽食品	19.1	0.70	0.63	1.05	27	30	18	买入-A
	000716.SZ	黑芝麻	3.02	0.00	0.18	0.49	#DIV/0!	17	6	买入-B
	600298.SH	安琪酵母	24.72	0.65	1.03	1.32	38	24	19	买入-A
	002695.SZ	煌上煌	10.48	0.18	0.28	0.38	58	37	28	-
综合食 品	300146.SZ	汤臣倍健	20.97	0.36	0.52	0.52	58	40	40	增持-A
	002507.SZ	涪陵榨菜	22.9	0.33	0.52	0.65	36	27	21	买入-A
	000639.SZ	西王食品	7.15	0.30	0.76	0.91	71	36	23	买入-B
	002568.SZ	百润股份	9.32	-0.16	0.22	0.50	-58	42	19	买入-B
	603020.SH	爱普股份	7.73	0.60	0.45	0.66	13	17	12	增持-A
	603866.SH	桃李面包	46	0.93	1.14	1.46	49	40	32	增持-A
	600882.SH	广泽股份	7.7	0.08	0.01	0.21	96	770	37	买入-A
啤酒	600132.SH	重庆啤酒	29.69	0.37	0.68	0.87	80	44	34	买入-A

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

6. 行业要闻

- 1、口子窖：中国酒业的营销改革先驱，省级龙头蜕变的典型样本 | 中国酒业·荣耀 40 年
<http://t.cn/EUhUo4I>
- 2、五粮液 1218 前瞻 | 新局、分利、换装……30 份问卷透露 3 大问题、3 个信号
<http://t.cn/EUh4qIK>
- 3、升品牌、玩跨界、谈明年……茅、五、洋、泸、剑谁都不比谁慢
<http://t.cn/EUh4Qye>
- 4、全新华茅重磅上市，茅台加码次高端布局 | 安石解读
<http://t.cn/EULuFUn>
- 5、超 100 亿规模、断货、量价齐升！牛栏山、红星之后哪些二锅头新秀在弄潮？ | 深度
<http://t.cn/EUyZvMB>
- 6、伊利百亿金典家族再添新丁，定位超高端！
<http://t.cn/EUyhaUY>
- 7、国窖冲 100 亿+、窖龄酒“第二引擎”、特曲提价、博大发力……泸州老窖 2019 最强看点！
<http://t.cn/EUcskla>
- 8、从“干酒之源”到“红色国酒”，中国长城荣耀四十年 | 特稿
<http://t.cn/EUV2OCB>
- 9、刚刚，新希望乳业再度联手盒马鲜生，首发了一款乳制品……
<http://t.cn/EUV2Fn3>
- 10、珍酒 1-11 月销售额增长 96%，2019 年目标再翻倍，吴向东 10 年布局迎来爆发
<http://t.cn/EU61geH>
- 11、定价 720 的光瓶酒卖 3 个亿？！让人眼馋的“生意经”，为什么别人做不成？
<http://t.cn/EUX5ztQ>
- 12、茅台上榜 CCTV 中国十佳上市公司；水井坊推出首款猪年生肖酒……
<http://t.cn/EUX5Vtn>
- 13、汾酒国企改革再下一城：给公司 397 名员工搞股权激励，2021 任务超 150 亿！
<http://t.cn/EUN3S4J>
- 14、科迪乳业回复深交所问询：将择期重启收购科迪速冻
<http://t.cn/EUN1wB6>
- 15、2019 年全球经济形势不明朗，可口可乐收购投资项目可能放慢
<http://t.cn/EUN1aB7>

7. 重点公司公告

表 4：上周重要公告

公司	日期	公告内容	摘要
千禾味业	2018/12/10	调整现金管理	公司 2018 年第一次临时股东大会审议通过了《关于调整现金管理额度并使用闲置募集资金进行现金管理的议案》，同意公司及全资子公司使用额度不超过 4 亿元的自有资金购买理财产品及国债逆回购。同意公司使用额度不超过 3.4 亿元的闲置募集资金购买流动性好、安全性高、有保本承诺的现金管理产品及国债逆回购。
伊利股份	2018/12/10	持有人会议	公司于 2018 年 12 月 10 日召开了第五期持股计划第一次持有人会议，选举潘刚、赵成霞、胡利平为公司第五期持股计划管理委员会委员。
维维股份	2018/12/11	股权转让	为了补充维维股份生产经营所需的流动资金，公司于 2018 年 12 月 10 日与维维集团签署了《股权转让协议》。本次股权转让价格为 27,500 万元，维维股份将取得转让收益 4,900 万元，对当年利润有一定影响。
桃李面包	2018/12/12	新增注册资本	公司于 2018 年 12 月 12 日召开的第四届董事会第二十五次会议审议通过《关于向江苏桃李面包有限公司

中宠股份	2018/12/12	新增注册资本	<p>增资的议案》，同意增资 23,000 万元，江苏桃李面包的注册资本由 12,000 万元增至 35,000 万元，公司仍持有其 100% 股权。</p> <p>为加快子公司云宠智能业务发展，由巨星网络出资人民币 660,000 万元认购，云宠智能拟新增注册资本 9.3179 万元。公司对云宠智能的出资比例将由 31.50% 降至 29.61%。</p>
绝味食品	2018/12/12	督导检查	<p>海通证券对绝味食品 2018 年度持续督导的现场检查工作报告认为，公司 2018 年在信息披露，控股股东及其他关联方资金往来，关联交易，对外担保等重要方面的运作符合上证所得相关要求。</p>
山西汾酒	2018/12/13	股权激励	<p>公司拟向 397 位激励对象发行不超过 650 万股限制性股票，约占公司股本总额 86584.83 万股的 0.75%。其中，首次授予 590 万股，价格为每股 19.28 元，预留 60 万股。</p>
*ST 因美	2018/12/13	股份持有情况	<p>截至 2018 年 12 月 13 日，贝因美集团持有公司股份 349,852,890 股，占公司总股本的 34.21%。其所持有公司股份累计被质押 296,850,000 股，占其持有公司股份总数的 84.85%，占公司总股本的 29.03%。</p>
盐津铺子	2018/12/13	注销子公司	<p>公司于 12 月 13 日召开第二届董事会第九次会议，审议通过了《关于拟注销全资子公司的议案》，同意注销盐津铺子供应链子公司和盐津食品贸易公司。</p>
百润股份	2018/12/14	股份回购	<p>公司拟使用自有资金或自筹资金回购部分社会公众股份，回购的资金额度不低于 15,000 万元且不超过 30,000 万元，回购价格不超过 13.28 元/股，本次回购股份的用途包括但不限于用于后续员工持股计划或者股权激励计划。</p>
桃李面包	2018/12/14	限售股上市	<p>公司本次限售股上市流通数量为 390,948,660 股，上市流通日期为 2018 年 12 月 24 日，本次申请解除股份限售的股东共计 14 名。</p>
金字火腿	2018/12/14	股份回购	<p>公司以集中竞价交易方式回购公司股份的资金总额不低于亿元，不超过 2 亿元。预计回购股份总额为 33,333,333 股，占公司总股本的 3.41%。</p>
香飘飘	2018/12/14	股票激励	<p>公司 2018 年限制性股票激励计划授予完成后，公司股份总数由 400,010,000 股增加至 419,350,000 股，公司控股股东蒋建琪持有的公司股份占股本总额的比例由 58.99% 变为 56.26%，仍为公司控股股东。</p>

资料来源：wind, 安信证券研究中心

8. 下周重要事项

表 5：下周重要事项

公司名称	日期	事件类型
安德利	2018/12/17	股东大会召开
加加食品	2018/12/18	股东大会召开
珠江啤酒	2018/12/18	股东大会召开
舍得酒业	2018/12/20	股东大会召开
顺鑫农业	2018/12/21	股东大会召开

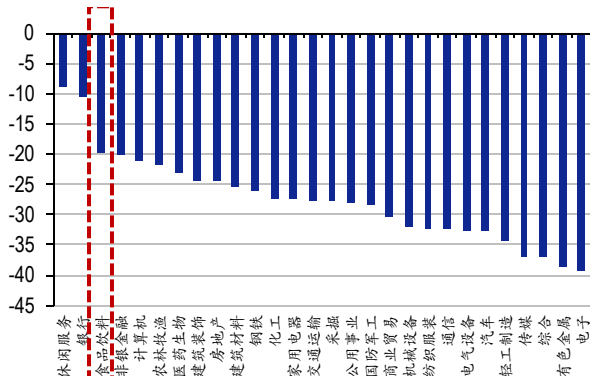
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

9. 重点数据跟踪

9.1. 本周市场表现

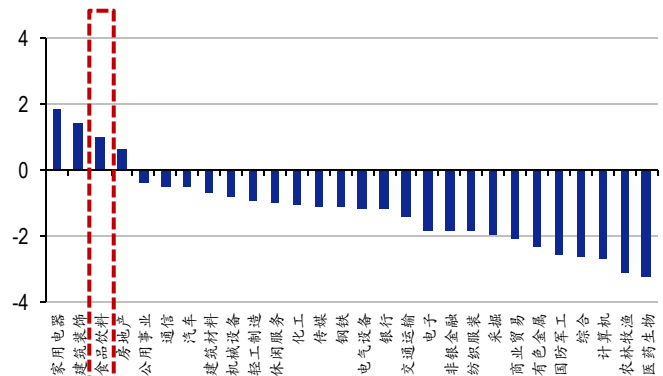
大盘及各行业走势 (12/10-12/14)

图 21: 年初至今各行业收益率 (%)



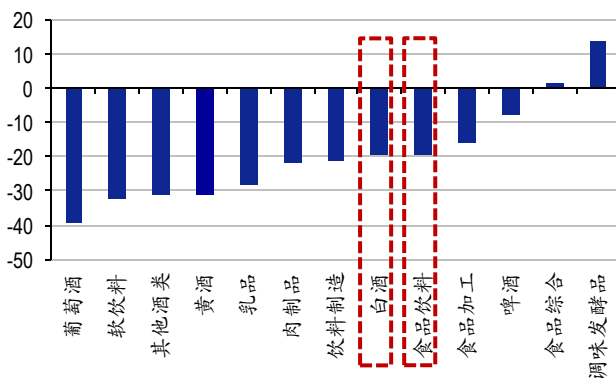
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 22: 一周以来各行业收益率 (%)



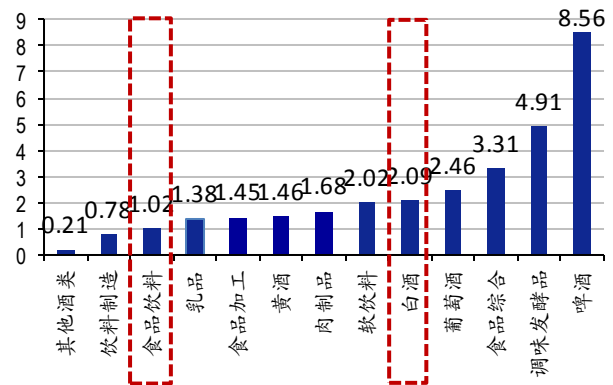
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 23: 年初至今食品饮料子行业收益率 (%)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 24: 一周以来食品饮料子行业收益率 (%)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

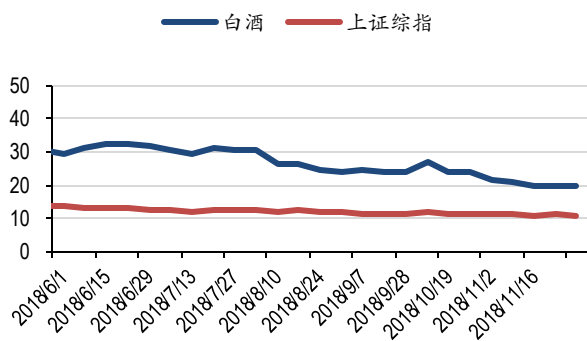
证券代码	证券简称	一周以来涨跌幅%	一周以来成交量(万手)	证券代码	证券简称	一周以来涨跌幅%	一周以来成交量(万手)
600600.SH	青岛啤酒	12.89	35	002719.SZ	麦趣尔	-15.29	53
002216.SZ	三全食品	10.31	24	000716.SZ	黑芝麻	-6.50	23
600132.SH	重庆啤酒	9.80	12	002515.SZ	金字火腿	-6.47	40
601579.SH	会稽山	6.19	6	600381.SH	青海春天	-6.36	10
000729.SZ	燕京啤酒	5.56	47	002567.SZ	唐人神	-5.76	41

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

板块估值情况

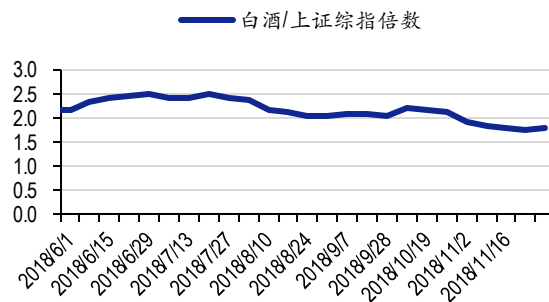
白酒板块估值 21.07 倍, 相对于上证综指相对估值 1.92 倍 (上周为 1.90 倍), 食品加工行业板块估值为 27.84 倍, 相对于上证综指相对估值 2.54 倍 (上周为 2.48 倍)。2012 年至今白酒行业平均估值 20.77 倍 (相对上证综指 1.70 倍), 食品加工行业平均估值 31.72 倍 (相对上证综指 2.60 倍)。

图 25: 白酒行业市盈率走势 (PE-TTM)



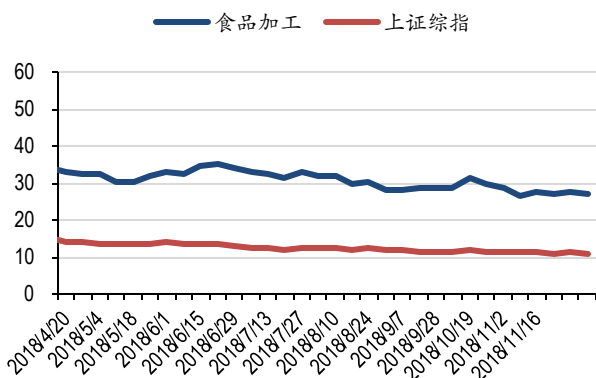
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 26: 白酒行业市盈率相对上证综指倍数



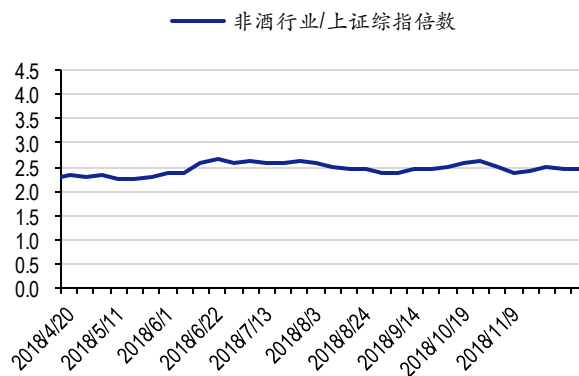
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 27: 非酒行业市盈率走势 (PE-TTM)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 28: 非酒行业市盈率相对上证综指倍数



资料来源: Wind、安信证券研究中心

9.2. 行业重点数据跟踪

乳制品重点数据

- **国内原奶价格:** 最新内蒙、河北等 10 个奶牛主产省(区)生鲜乳平均价格 3.38 元/千克, 同比下跌 0.60%, 环比上涨 0.30%。
- **国际奶粉价格:** 国际方面, 2017 年 12 月 8 日最新数据, 新西兰全脂奶粉均价为 2837.5 美元/吨, 同比上涨 1%, 环比下降 11.3%, 自 2014 年年初以来新西兰全脂奶粉价格下降幅度达 37.23%; 2017 年 8 月 18 日最新数据, 欧洲全脂奶粉价格 3812.5 美元/吨, 环比上升 3.04%; 2017 年 8 月 18 日最新数据, 美国全脂奶粉价格 3472 美元/吨, 环比上升 1.61%。
- **乳制品进口量及价格:** 根据中国奶业协会数据显示, 2018 年 2 月我国奶粉进口数量 6.63 万吨, 同比下降 11.05%, 进口金额 1.94 亿美元, 同比下降 11.34%; 奶粉单价 2940 美元/吨, 同比下降 0.34%, 环比下降 3.92%。
- **终端价格:** 2018 年 8 月 3 日, 进口婴幼儿奶粉零售均价 227.14 元/千克, 同比增长 2.5%, 国产奶粉均价 181.02 元/千克, 同比增长 4.6%。牛奶零售价 11.56 元/升, 同比上升 0.1%; 酸奶 14.29 元/升, 环比持平。
- **国际原料奶价格:** 根据 CLAL 显示, 国际原料奶价格近三年来呈下降趋势。新西兰 100kg 原料奶从 2014 年 1 月 40.4 欧元到 2018 年 5 月降至 30.97 欧元左右, 美国 100kg 原料奶从 2014 年 1 月 38.07 欧元到 2018 年 4 月降至 28.37 欧元, 欧盟 28 国 100kg 原料奶从 2014 年 1 月 40.18 欧元到 2018 年 5 月降至 32.07 欧元左右。
- **奶牛饲料价格:** 国外苜蓿草价格近 5 年每吨在 200-500 美元上下浮动, 至 2018 年 3 月下跌至 319.51 美元/吨; 国内玉米价格近三年震荡下跌至每吨 1773.80 元, 国内大豆价格近三年也呈震荡下降趋势, 至每吨 3641.0 元。

肉制品重点数据

- **生猪价格:** 8 月 17 日生猪价格为 13.3 元/千克, 环比上升 1.0%, 仔猪价格为 26.14 元/千克, 环比上涨 2.7%。
- **猪粮比价:** 6.79

植物蛋白重点数据

- **杏仁价格:** 2018 年 7 月, 苦杏仁价格为 24.00 元/千克, 环比上涨 20%, 同比上涨 50%。
- **马口铁原材料价格:** 8 月 17 日, 镀锡薄板价格 7500 元/吨, 同比上涨 4.17%, 环比持平; 镀锡板卷价格 6500 元/吨, 同比上涨 12.07%, 环比持平。

啤酒重点数据

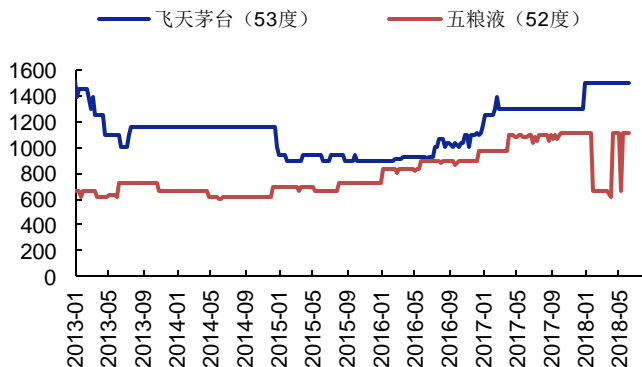
- **进口大麦价格:** 2018 年 6 月, 进口大麦单价为 255 美元/吨, 同比上涨 28.8%, 环比上涨 2.4%。
- **玻璃价格:** 8 月 17 日数据, 玻璃价格指数 1189.68, 同比上涨 6.4%, 环比持平, 玻璃价格指数自 14 年初以来已累计上涨 14.4%。

调味品重点数据

- **大豆价格:** 8 月 17 日数据, 非转基因大豆的主要标的黄大豆 1 号价格为 3589 元/吨, 同比下跌 5.5%, 环比上涨 1.7%。
- **食糖价格:** 2016 年 3 月 22 日数据, 食糖价格 5377.04 元/吨, 同比上涨 8.7%, 环比上涨 0.2%。
- **食盐价格:** 近两年来, 食盐价格呈上升趋势, 从 2014 年 6 月每公斤 1.96 元到 2018 年 8 月 10 日每公斤 4.87 元。

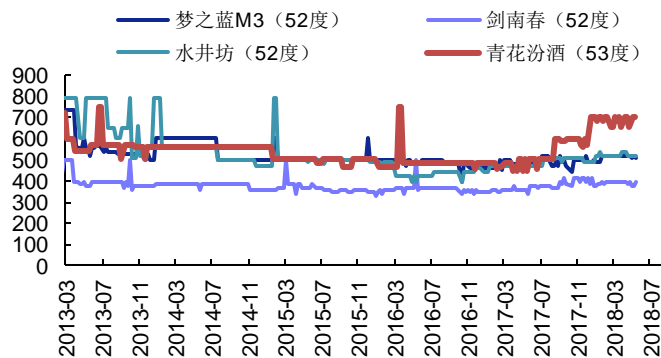
➤ **可可价格:** 近5年来,可可价格先扬后抑,现呈现逐步下跌趋势,从2012年初每吨2308美元至2018年7月每吨2357.05美元。

图 29: 茅台五粮液终端价格



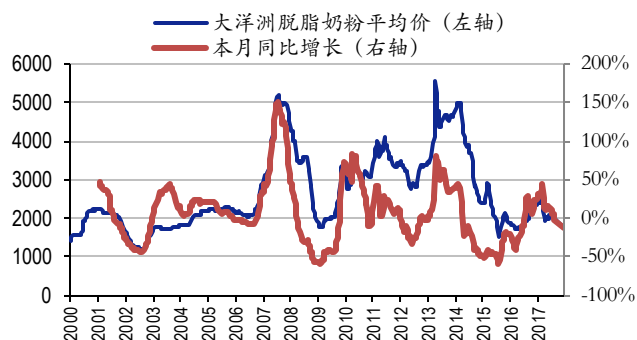
资料来源: JD、安信证券研究中心

图 30: 二线酒终端价格



资料来源: JD、安信证券研究中心

图 31: 新西兰脱脂奶粉价格 (美元/吨)



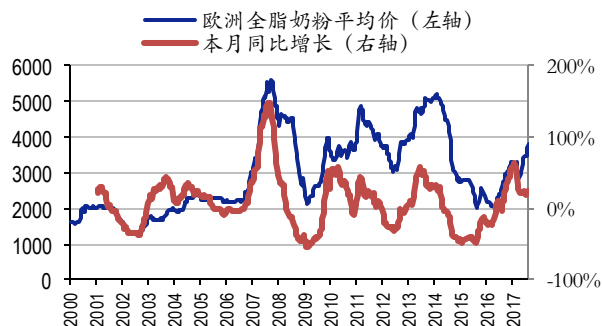
资料来源: GlobalDairy、安信证券研究中心

图 32: 新西兰全脂奶粉价格 (美元/吨)



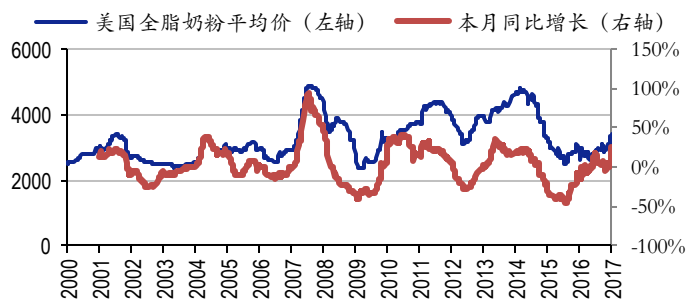
资料来源: GlobalDairy、安信证券研究中心

图 33: 欧洲全脂奶粉价格 (美元/吨)



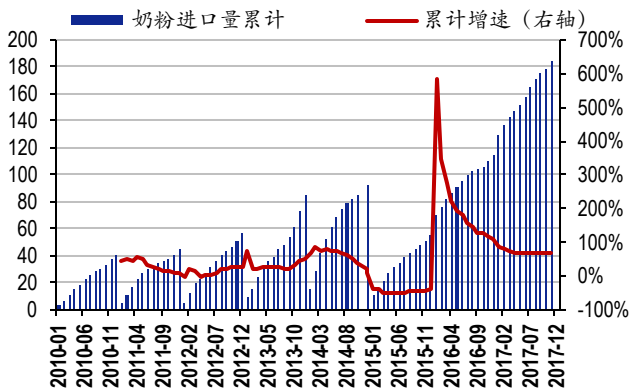
资料来源: GlobalDairy、安信证券研究中心

图 34: 美国全脂奶粉价格 (美元/吨)



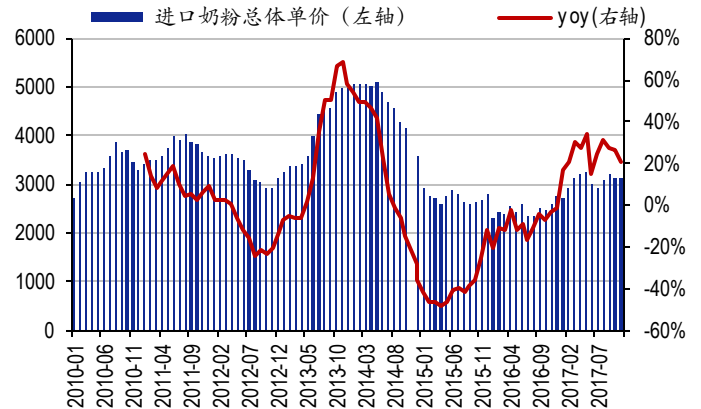
资料来源: GlobalDairy、安信证券研究中心

图 35: 海关奶粉进口量-累计值 (万吨)



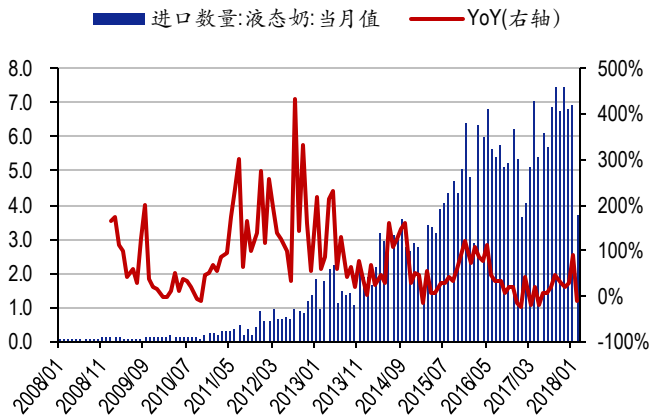
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 36: 海关奶粉进口价 (美元/吨)



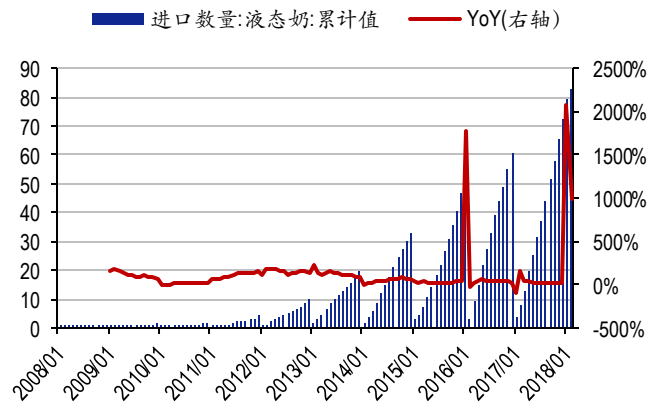
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 37: 液态奶进口金额-累计值 (百万美元)



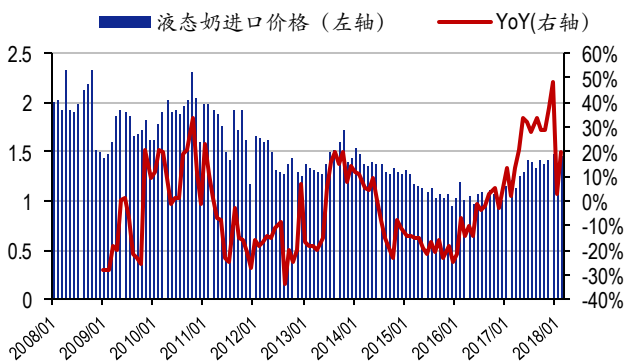
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 38: 液态奶进口量-累计值 (万吨)



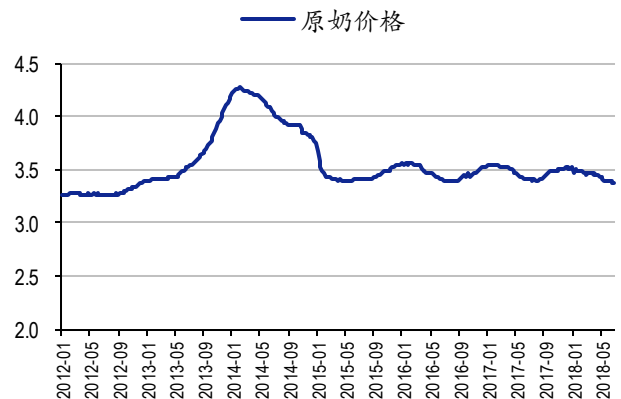
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 39: 液态奶进口单价 (美元/千克)



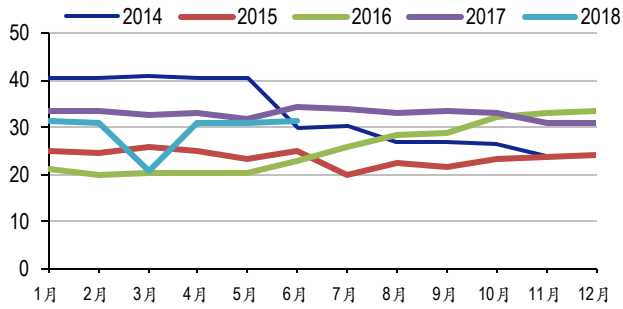
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 40: 原奶价格 (元/千克)



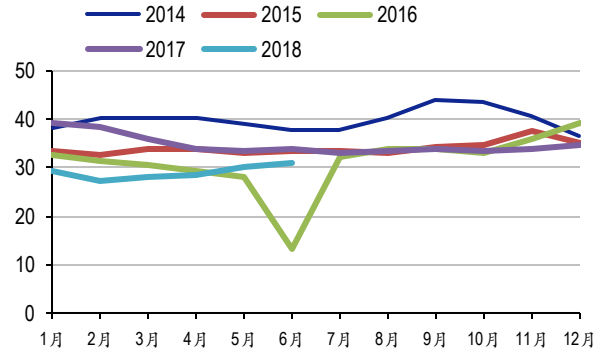
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 41: 新西兰 100kg 原料奶价格 (欧元)



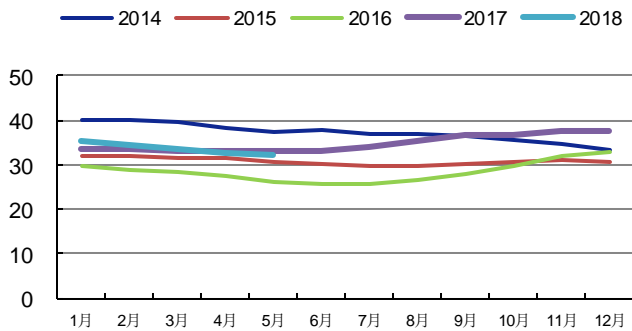
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 42: 美国 100kg 原料奶价格 (欧元)



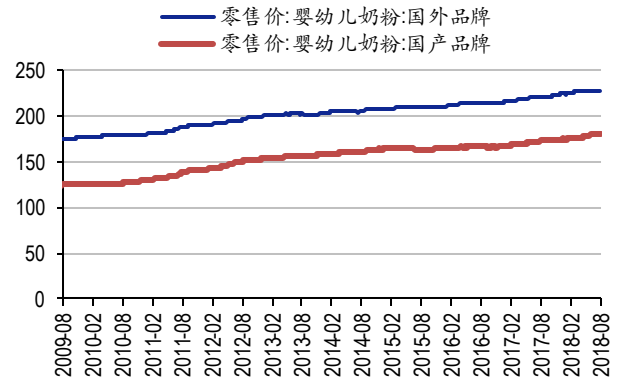
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 43: EU28 国 100kg 原料奶价格 (欧元)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 44: 婴幼儿奶粉零售价 (元/千克)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 45: 牛奶及酸奶零售价 (元/千克)

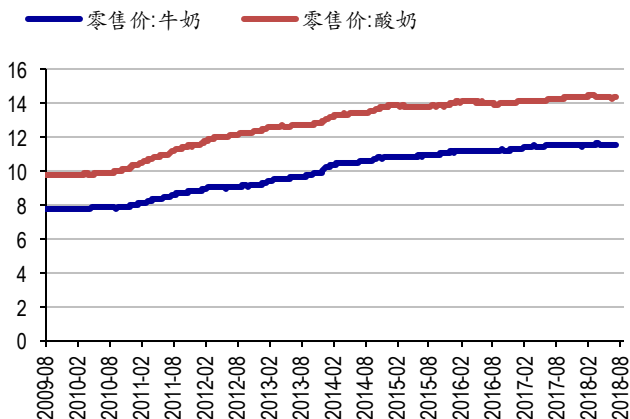


图 46: 国外苜蓿草价格 (美元/吨)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

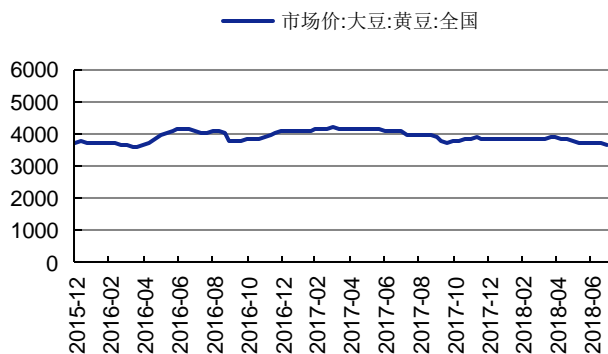
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 47: 国内玉米价格 (元/吨)



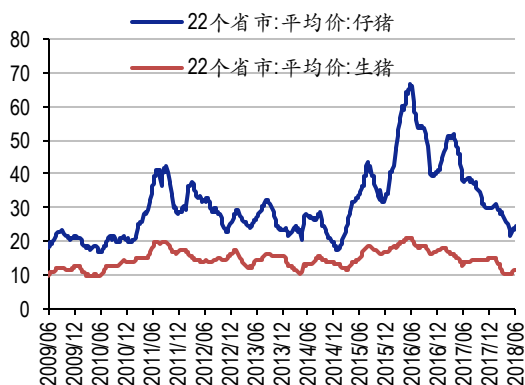
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 48: 国内大豆价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 49: 生猪和仔猪价格 (元/千克)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 50: 猪粮比价



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 51: 苦杏仁价格 (元/千克)

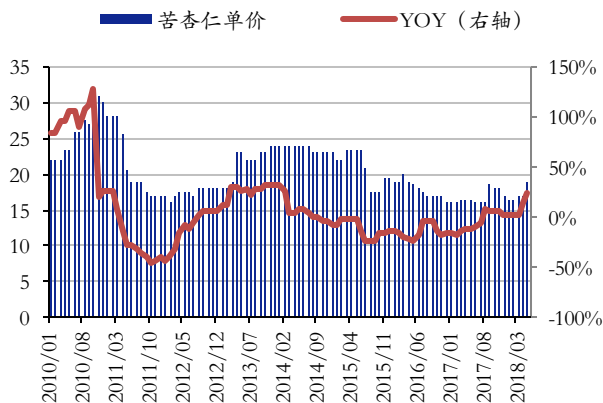
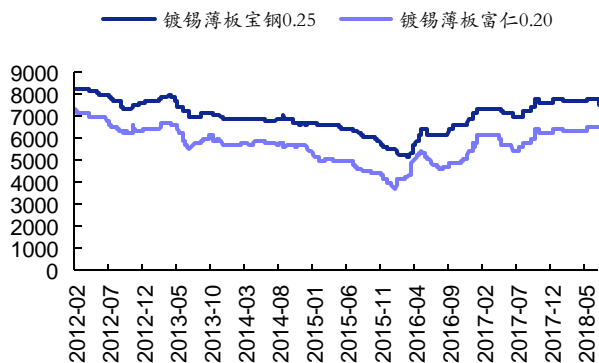


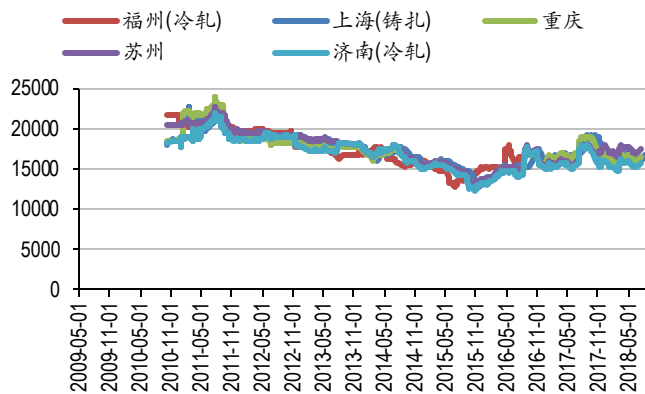
图 52: 马口铁价格 (元/吨)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 53: 铝板价格



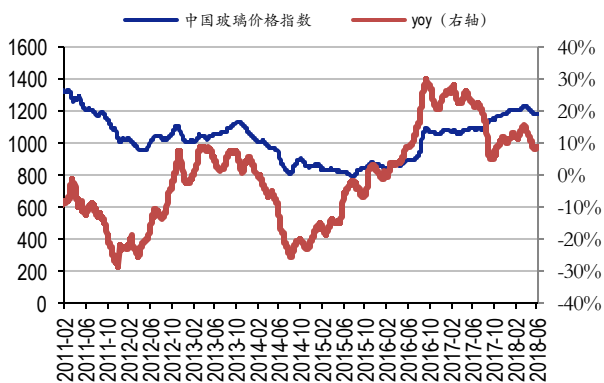
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 54: 进口大麦价格 (美元/吨)



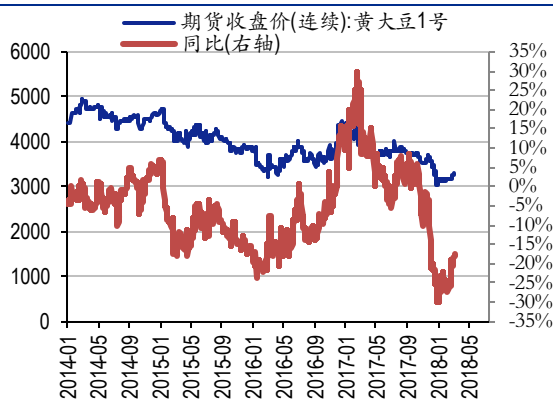
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 55: 玻璃价格指数



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 56: 非转基因黄大豆价格 (元/吨)



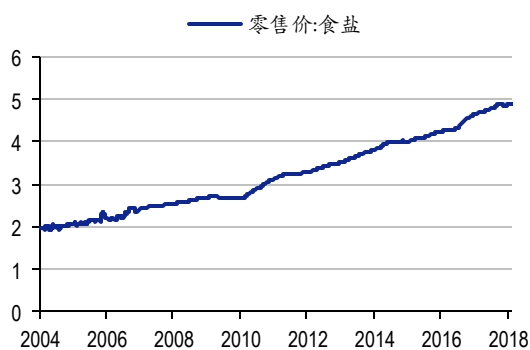
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 57: 食糖价格指数 (元/吨)



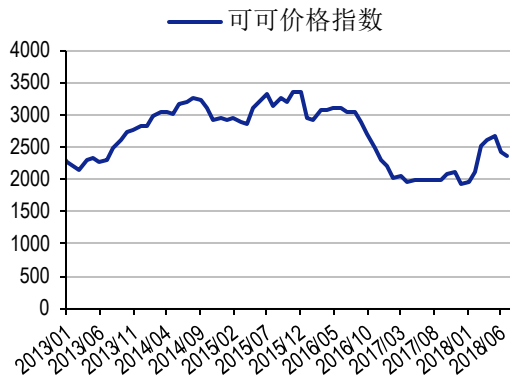
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 58: 食盐价格指数 (元/公斤)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 59: 可可价格指数 (美元/吨)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

苏铖、符蓉声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	? 0755-82558183?	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034