

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

产量增速放缓, 价格普遍延续跌势

——食品饮料行业 2019 年 1 月月报

证券研究报告-行业月报

强于大市 (维持)

盈利预测和投资评级 (2 月 21 日收盘价)

投资要点:

发布日期: 2019 年 2 月 22 日

公司简称	17EPS	18EPS	18PE	评级
承德露露	0.42	0.57	14.81	买入
山西汾酒	1.09	1.52	31.18	增持
古井贡酒	1.65	2.01	37.02	买入
青岛啤酒	0.93	1.09	34.86	买入
水井坊	0.69	1.15	30.98	增持
恒顺醋业	0.36	0.28	41.46	买入
泸州老窖	1.75	2.34	21.28	增持
老白干酒	0.25	0.36	39.42	增持
安琪酵母	1.03	1.21	21.64	买入

食品饮料相对沪深 300 指数表现



相关报告

- 1 《食品饮料行业点评报告: 北上资金对行业个股的持有情况》 2019-02-15
- 2 《食品饮料行业 2019 年投资策略: 民生基础消费仍具有增长力》 2018-12-13
- 3 《食品饮料行业 11 月月报: 三季度后产量增速普遍放缓》 2018-11-23

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

- 2018 年 1 至 11 月, 食品制造业固定资产投资累计完成额 5097.37 亿元, 同比增 4.4%, 较上年同期的 0.7% 增 3.7 个百分点。2016 年四季度以后, 食品制造业的投资增速持续下滑; 自 2018 年三季度以来, 该增速有底部回升迹象。食品制造业似乎正在由去产能转为加产能。
- 2018 年 1 至 11 月, 饮料制造业固定资产投资累计完成额 3285.90 亿元, 同比降 7.5%, 行业投资已连续 21 个月负增长, 并且降幅正在扩大, 行业去产能落实到位。
- 自 2012 年以来, 食品饮料行业持续去产能。我们分析有这么几个原因: 一是, 行业产能, 尤其效率低下的产能, 目前仍处于过剩状态; 二是, 2018 年, 随着银行表外资产回表, 企业融资渠道收窄, 企业信用被动收紧, 从而导致企业减少了投资。食品饮料行业持续去产能的结果: 挤出不具竞争优势的中小企业, 市场将更为集中, 行业集中度提升, 大企业的定价权提升、利润率提升。
- 2018 年 1 至 11 月, 国内白酒产量累计 802.2 万千升, 同比增 2%。第三季度以后, 白酒产量增速明显回落。2018 年 1 至 12 月, 白酒产销率为 99.3%, 相比 1 至 9 月的 103.8% 降低 4.5 个百分点, 第四季度的产销率较前三季度回落。根据草根调研的情况, 第四季度的白酒渠道库存确实偏高, 但是经过春节期间的动销, 渠道库存在节后已经明显下降。截至 2019 年 2 月, 由于春节旺销, 普飞、五粮液和国窖 1573 的一批价终止了节前的下滑势头, 一批瓶价分别为 1700 至 1760 元、810 至 820 元和 720 元。根据草根调研, 春节期间, 高端白酒销售增长好于中秋和预期, 经销商拿货积极。整体而言, 高端白酒在华东和华南市场销售增长较好, 在华北和华中市场情况一般。中端白酒在华中市场增长较快, 比如汾酒、古井贡、口子窖、今世缘、洋河、老白干等品牌的中档白酒 (定位 100 至 300 元) 在各自的重点市场都出现了 10% 至 30% 的高增长。
- 2018 年 1 至 12 月, 国内啤酒产量累计 3812.20 万千升, 累计同比增 0.5%, 较 2017 年全年 -0.7% 的增速回升了 1.2 个百分点。2018 年 1 至 12 月, 国内累计进口啤酒 82.11 万千升, 同比增长 14.7%, 啤酒进口维持较高水平的增长, 但整体增速回落。截至 2018 年年末, 进口啤酒在国内啤酒消费中占 2%, 较 2008 年的 0.07% 大幅增加。
- 2018 年 1 至 12 月, 国内葡萄酒产量累计 62.90 万千升, 同比下降 7.4%, 国内葡萄酒产量已经连续 24 个月下滑, 且降幅扩大。2018 年 1 至 12 月, 国内的进口葡萄酒为 72.97 万千升, 同比降 7.3%。葡萄酒进口数量由高增长转为

负增长，已经连续 4 个月负增长。2018 年以来，国内的葡萄酒消费似乎正在持续减少；或者存在另一种原因，即国内葡萄酒的前期库存较高，需要一个时期的去库存。截至 2018 年年末，进口葡萄酒在国内消费中的占比已升至 54%，国产葡萄酒缩至 46%。

- 2018 年 1 至 12 月，国内乳制品产量 2687.10 万吨，累计同比增 4.4%，略高于 2017 年同期 4.2% 的增幅。2018 年 1 至 12 月，国内乳制品的产销率为 100.00%，维持较高水平。截至 2018 年年末，乳制品库存较年初增长 16%。在产量增长放缓的前提下，行业的库存和产销率均维持在理想水平。截至 2019 年 2 月 8 日，国内牛奶零售价为 11.61 元/升，较上年同期增 0.69%；国内酸奶零售价格为 14.5 元/公斤，较上年同期增 0.21%。2018 年以来，牛奶价格增长快于酸奶，弥补了二者的价格差距。2018 年 1 至 12 月，国内进口婴幼儿奶粉累计 32.45 万吨，同比增 9.67%，全年进口增速明显下降，其中 2018 年 11 和 12 月，进口量连续同比负增长，分别为-10.56%和-4.72%。
- 2018 年 1 至 12 月，国内食用植物油产量 5066 万吨，较 2017 年增 4.2%，增幅较 2017 年同期提升 2.2 个百分点。食用油产量增速呈长期下降的趋势，但在 10 月份出现反弹，10、11、12 月份的增速分别为 4.5%、3%和 4.2%。截至 2018 年 12 月，豆油价格指数环比跌 0.3，花生油价格指数环比涨 0.8，菜籽油价格指数环比跌 0.4。2018 年 12 月，大豆调和油单价 58.90 元/5 升，同比上涨 0.86%，环比没有变化。
- 2018 年 1 至 12 月，国内鲜、冷藏肉产量为 2729.30 万吨，较 2017 增 1.3%。短期内看，此轮产量的反弹始于 2017 年，2018 年前三季度也基本延续了反弹趋势，2018 年四季度该轮反弹趋弱，反映出需求的乏力。长期看，自 2015 年以后，国内鲜冷藏肉产量就逐年下降，反映了产业供给过剩及自发去产能的现实情况。
- 截至 2018 年 12 月末，国内生猪出栏量 6.94 亿头，同比增 0.76%。截至 2018 年 12 月末，国内生猪存栏量 3.11 亿头，同比下降 8.91%，生猪存栏量已经连续 73 个月下降，并且降幅有扩大势头。2018 年上半年，国内生猪供给和需求指数背离，二季度后稍有缓和，但国内猪肉供大于需的形势没有改变。
- 国内进口猪肉数量在 2016 年达到顶峰，时值为 162.02 万吨。2017、2018 年，国内进口猪肉数量连续两年下降，分别为 121.68、119.28 万吨，同比降 24.9%和 1.97%。国内的进口猪肉量于 2017、2018 年连续下降。结合二者来看，我们认为：国内猪肉市场在 2015-2016 年形成了供给过剩的局面，从而无论在生产还是进口环节，行业后期都在自发地减少供给。随着进口数量的减少，进口猪肉的价格也在 2016 年之后大幅走低，目前并没有看到价格回升的迹象，说明国内对于进口的需求仍然比较低迷。
- 此前，我们怀疑中美贸易争端导致了进口猪肉数量的下降。从时间节点上看，中美贸易争端始于 2018 年，而猪肉进口数量的锐减始于 2017 年。因而，贸易争端并非猪肉进口数量减少的根本原因。从国别上来看，尽管来自美国的进口猪肉量连续两年下降，但是来自欧洲国家的进口猪肉同期同步地下滑，说明贸易争端起码不是猪肉进口数量减少的根本性原因。
- 截至 2019 年 1 月末，22 个省市生猪均价为 11.39 元/公斤，环比降 12.72%、同比降 23.61%。截至 2019 年 2 月 8 日，白条猪批发均价 18.9 元/公斤，较 1 月末降 1.31%，较上年同期降 11.93%。截至 2019 年 2 月 15 日，仔猪的批发均价 18.7 元/公斤，环比增 7.35%，同比降 22.08%，仔猪价格在猪价反弹

的预期下出现环比上升。从各项猪价数据，我们都没有看到价格回升的拐点迹象。我们认为国内猪肉价格将会长期下降，并逐步与国际价格接轨。

- 2018 年 1 至 12 月，国内软饮料产量达到 15679.2 万吨，同比增 6.9%。在食品饮料各个子行业中，软饮料是增长较为突出的子行业之一。截至 2018 年 12 月，国内软饮料的产销率为 100.40%，景气度维持高位。截至 2018 年 12 月，软饮料行业的库存较年初下降 0.6%，行业库存已经连续四个季度下降。
- 截至 2018 年 12 月，国内白糖现价 5110 元/吨，同比下降 1110 元/吨，跌幅 17.85%。国内糖价连续 15 个月环比下跌，跌幅未见收窄迹象。国内此轮糖价的下行周期始于 2017 年下半年，已连续下跌 18 个月以上，目前跌势仍在持续。由于糖和糖蜜分别是软饮料和酵母产品的主要原料之一，故糖价下行利好软饮料和酵母行业。2018 年 1 至 12 月，国内糖产 1554 万吨，同比增 10.9%，国内糖产维持高位；2018 年 1 至 12 月，国内累计进口白糖 280 万吨，同比增 22.1%。国内糖产和进口糖量均处于较高位置，增速也较高，供给充足导致了国内糖价的长时间下行。
- 截至 2019 年 1 月，国内牛肉批发价 62.39 元/公斤，环比升 2.67%，同比升 9.51%；国内羊肉批发价 63.92 元/公斤，环比升 3.82%，同比升 19.03%；国内白条鸡批发价 16.5 元/公斤，环比跌 0.06%，同比升 8.48%；国内猪肉批发价 18.35 元/公斤，环比降 4.97%，同比降 12.37%。除猪肉外，各种肉类价格同比均有增长。值得注意的是，鸡肉价格经过 2018 年 10、11、12 月的跳升后，2019 年 1 月价格向下掉头。
- 2019 年 1 月，国内鸡蛋价格高位回落至 8.56 元/公斤，环比降 2.62%，同比降 5.2%。鸡蛋价格于 2018 年 6 月至 9 月的反弹结束，目前价格回落至 2018 年年初的水平。
- 截至 2019 年 1 月，国内重点监测蔬菜平均批发价为 4.65 元/公斤，环比增 19.85%，同比升 5.68%。出于春节季节性原因蔬菜价格低位反弹。
- 2018 年，国内玉米批发均价为 2.04 元/公斤，全年较 2017 年升 3.03%。2019 年 1 月，国内玉米批发均价为 2.02 元/公斤，环比降 0.98%，同比升 2.02%，玉米价格触底反弹。2016 年，国家变更了在东北的玉米收储政策，使得玉米收购价格逐步市场化，通过市场调节国内玉米供需，解决关内-关外、国内-进口玉米价格倒挂的矛盾，由此也充分暴露了国内玉米供给过剩的问题，玉米价格进入跌势。
- 截至 2019 年 1 月，国内豆粕的现货价 2863.24 元/吨，环比降 5.37%，同比降 4.26%。截至 2018 年 1 至 8 月，国内累计进口豆粕 13452 吨，同比降 75%。截至 2018 年 12 月，国内豆粕库存量 99.6 万吨，同比增 23.18%。截至 2018 年年末，国内的豆粕供给量 7449 万吨，需求量 7005 万吨，供给多于需求 444 万吨，豆粕过剩程度进一步加剧。国内豆粕长期过剩。关于非洲猪瘟导致生猪大规模被捕杀，从而导致豆粕过剩的说法，我们不是很认同。
- 截至 2019 年 1 月，灿糯米江西批发价 4800 元/吨，同比降 5.14%；糯米全国批发均价 5.98 元/公斤，同比降 4.47%。
- 截至 2018 年 12 月末，国内箱板纸均价 5520 元/吨，较 2017 年同期下降 5.15%。截至 2019 年 1 月，国内箱板纸均价 5570 元/吨，同比降 1.76%。箱板纸价格高位回落后，1 月份有所反弹。截至 2018 年 12 月末，浮法平板玻璃市场均价为 1593.9 元/吨，较 2017 年降 9.61%。截至 2019 年 1 月，浮法平板玻璃

市场均价为 1586.4 元/吨，同比降 9.79%。浮法玻璃价格继续回落。

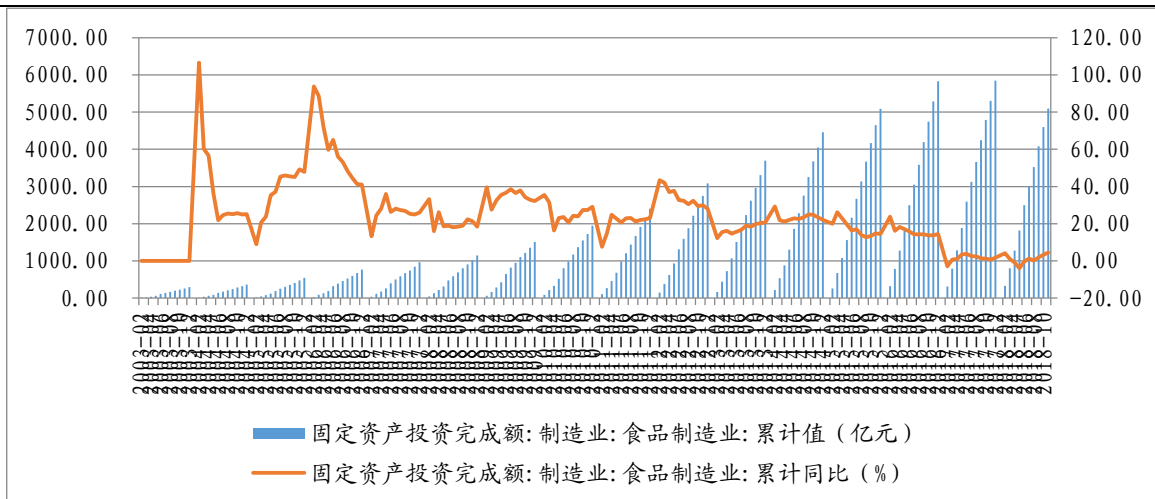
- 2018 年 1 至 12 月，食品饮料板块指数下跌 17.5%，调味品除外的各个子板块均有不同程度的下跌。同期全部 A 股下跌 26.36%。2019 年 1 月，食品饮料板块整体上涨 9.71%，其中白酒、啤酒、软饮料、调味品、肉制品和综合食品板块分别上涨 14.16%、5.07%、-6.36%、4.62%、4.19%和 3.06%。按照 2019 年 2 月 18 日的收盘价，白酒、啤酒、葡萄酒、黄酒、软饮料板块的市盈率分别为 20、35、26、34、17 倍；肉制品、调味品、乳制品、食品综合板块的市盈率分别为 18、40、26 和 28 倍。我们维持在 2019 年行业投资策略中的观点：食品饮料板块在 2019 年上半年的表现“强于大市”，其中，景气度较好的板块有：白酒、啤酒、软饮料、调味品、肉制品和食品综合。
- 投资组合：泸州老窖、水井坊、五粮液、山西汾酒、古井贡酒、老白干酒、今世缘、中炬高新、恒顺醋业、安琪酵母、承德露露、青岛啤酒。标的公司的业绩增长较为明确，支撑了当前的估值；业绩落实后，公司股价随业绩上行，是相对稳健的投资标的。

风险提示：市场做多情绪集中爆发下，板块估值迅速冲顶，积累了回调风险。

1. 行业运行情况

2018 年 1 至 11 月，食品制造业固定资产投资累计完成额 5097.37 亿元，同比增 4.4%，较上年同期的 0.7%增 3.7 个百分点。2016 年四季度以后，食品制造业的投资增速持续下滑；但是，自 2018 年三季度以来，该增速有底部回升迹象。

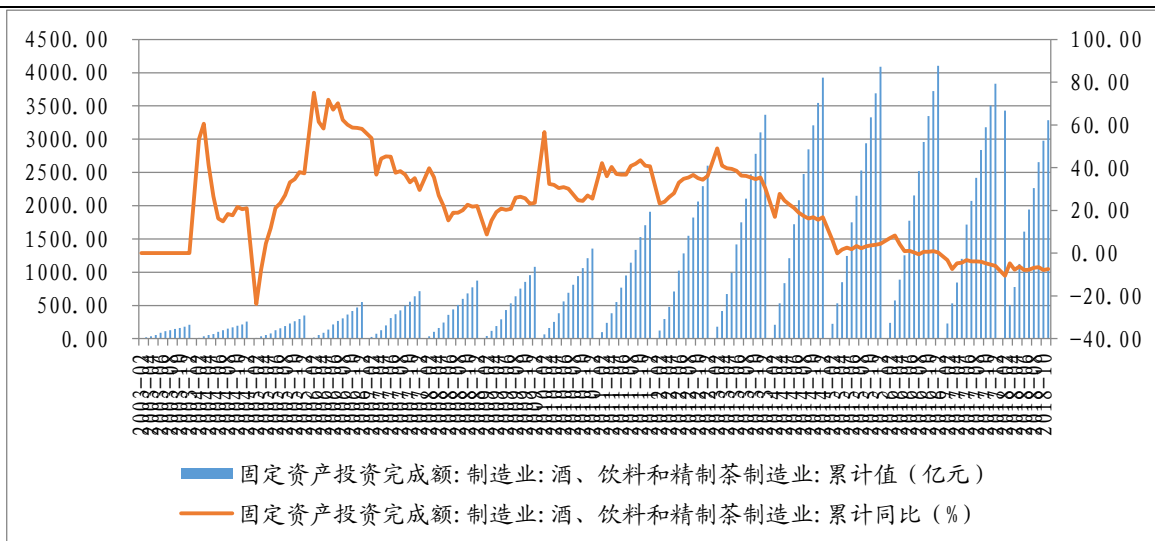
图表 1：2018 年 1-11 月食品制造业固定资产投资



资料来源：中原证券 WIND

2018 年 1 至 11 月，饮料制造业固定资产投资累计完成额 3285.90 亿元，同比降 7.5%，行业投资已连续 21 个月负增长，并且降幅正在扩大，行业去产能落实到位。

图表 2：2018 年 1-11 月饮料制造业固定资产投资



资料来源：中原证券 WIND

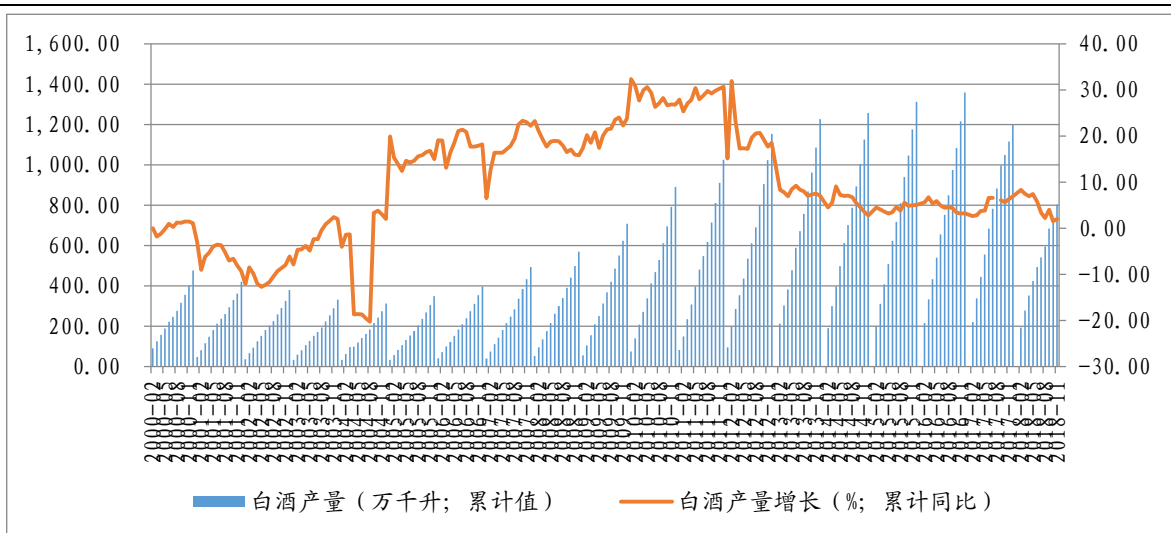
自 2012 年以来，食品饮料行业持续去产能。我们分析有这么几个原因：一是，行业产能，尤其效率低下的产能，目前仍处于过剩状态；二是，2018 年，随着银行表外资产回表，企业融资渠道收窄，企业信用被动收紧，从而导致企业减少了投资。食品饮料行业持续去产能的结果：挤出不具竞争优势的中小企业，市场将更为集中，行业集中度提升，大企业的定价权提升、利

润率提升。

1.1 白酒

2018 年 1 至 11 月，国内白酒产量累计 802.2 万千升，同比增 2%。第三季度以后，白酒产量增速明显回落。

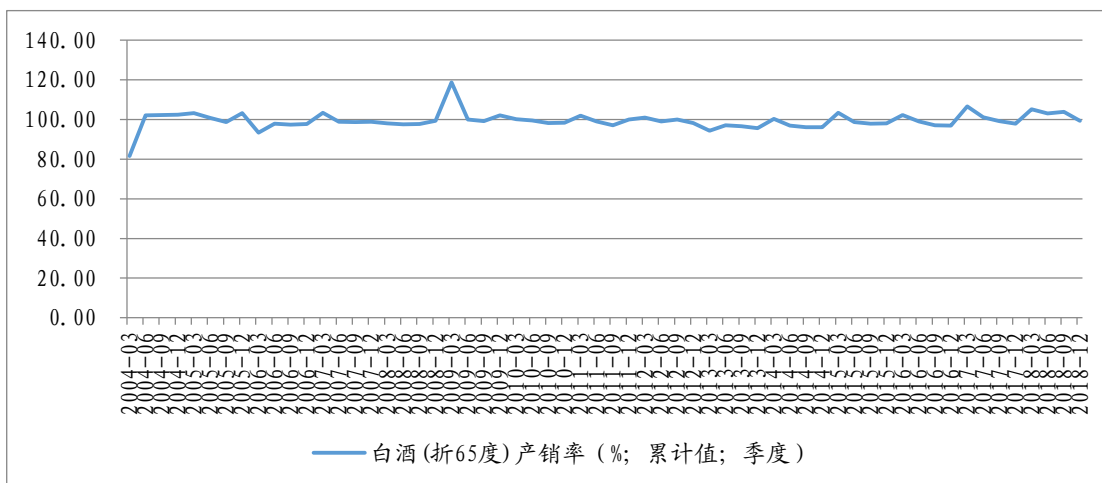
图表 3：2018 年 1 至 11 月国内白酒产量



资料来源：中原证券 WIND

2018 年 1 至 12 月，白酒产销率为 99.3%，相比 1 至 9 月的 103.8%降低 4.5 个百分点，第四季度的产销率较前三季度回落。根据草根调研的情况，第四季度的白酒渠道库存确实偏高，但是经过春节期间的动销，渠道库存在节后已经明显下降。

图表 4：2018 年 1 至 12 月白酒产销率

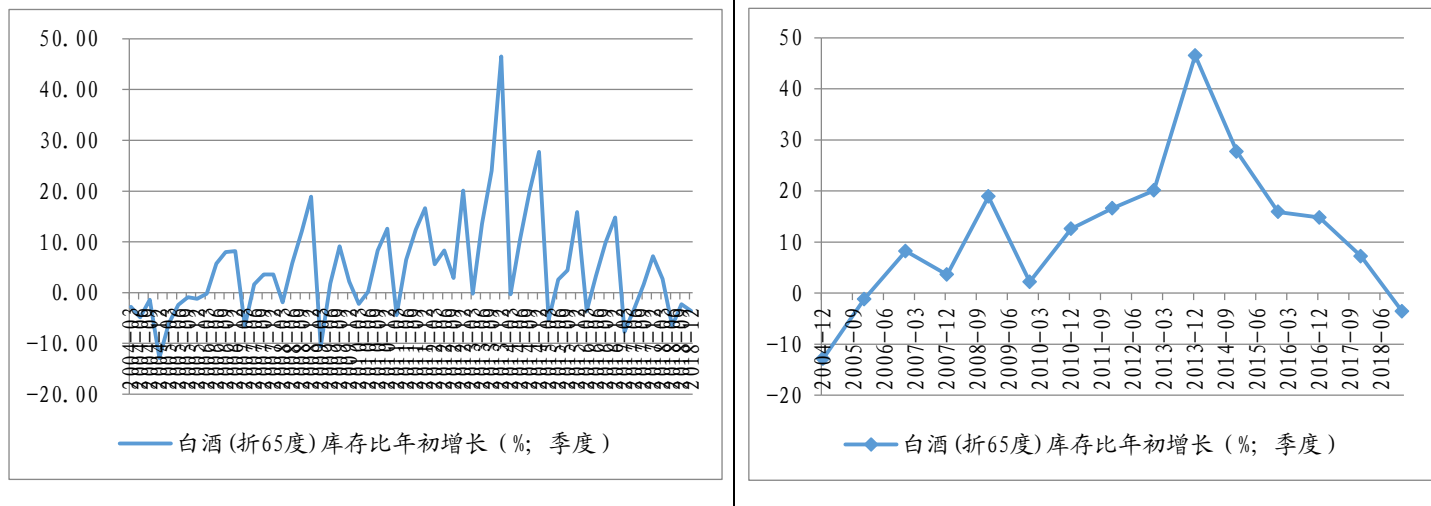


资料来源：中原证券 WIND

2018 年 12 月，白酒库存较年初下降 3.6%。

白酒全年动销保持良好，产量增速持续下降加以配合，白酒的年底库存呈下降态势。白酒产业自 2014 年主动去产能，历经 5 年，2018 年首次出现年底库存较年初负增长的情况。

图表 5：白酒库存维持低位



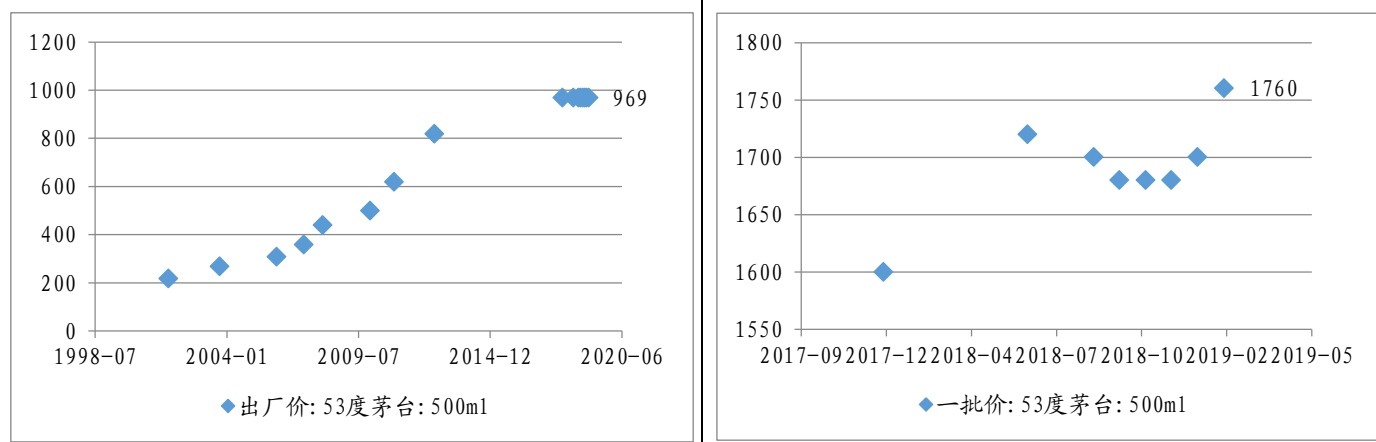
资料来源：中原证券 WIND

截至 2019 年 2 月，由于春节旺销，普飞、五粮液和国窖 1573 的一批价终止了节前的下滑势头，一批瓶价分别为 1700 至 1760 元、810 至 820 元和 720 元。

根据草根调研，春节期间，高端白酒销售增长好于中秋和预期，经销商拿货积极，但是渠道库存去化的情况还需要节后观察。整体而言，高端白酒在华东和华南市场销售增长较好，在华北和华中市场情况一般。

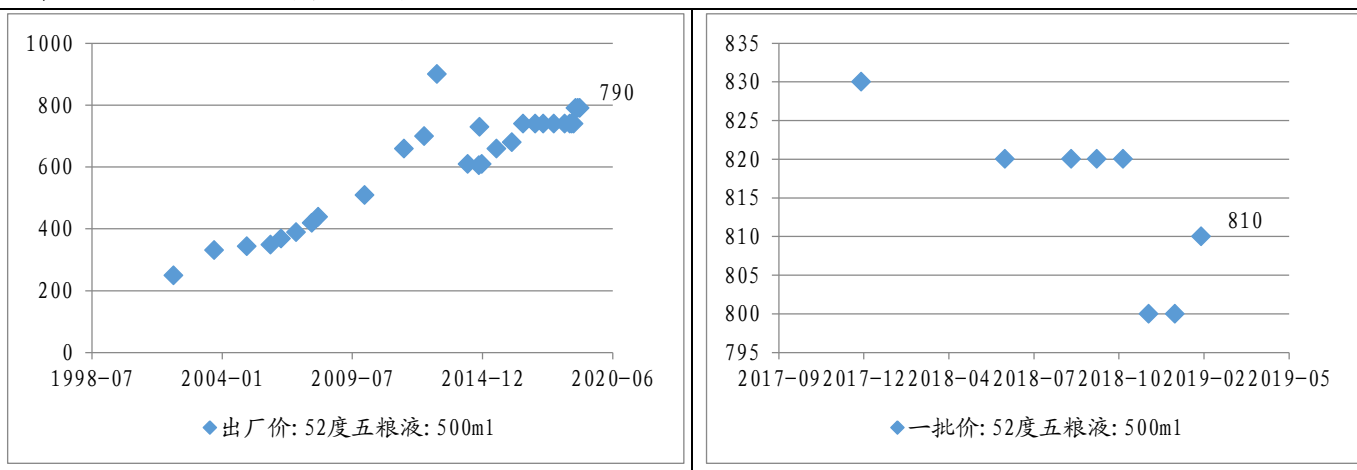
中端白酒在华中市场增长较快，比如汾酒、古井贡、口子窖、今世缘、洋河、老白干等品牌的中档白酒（定位 100 至 300 元）在各自的重点市场都出现了 10%至 30%的高增长。

图表 6：茅台的出厂价和一批价



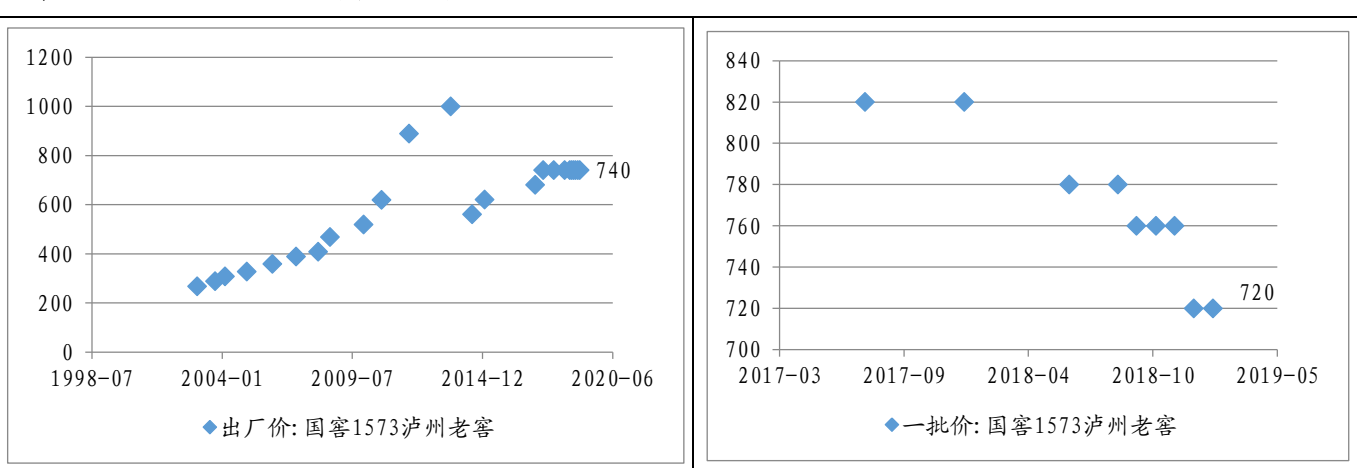
资料来源：中原证券 WIND

图表 7: 五粮液的出厂价和一批价



资料来源: 中原证券 WIND

图表 8: 国窖 1573 的出厂价和一批价

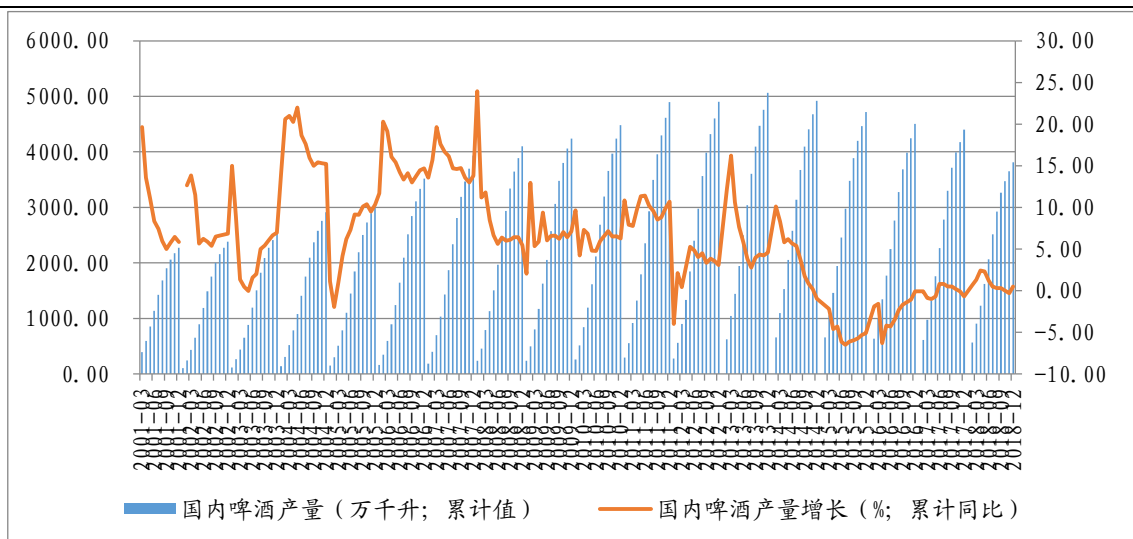


资料来源: 中原证券 WIND

1.2 啤酒

2018 年 1 至 12 月，国内啤酒产量累计 3812.20 万千升，累计同比增 0.5%，较 2017 年全年-0.7%的增速回升了 1.2 个百分点。

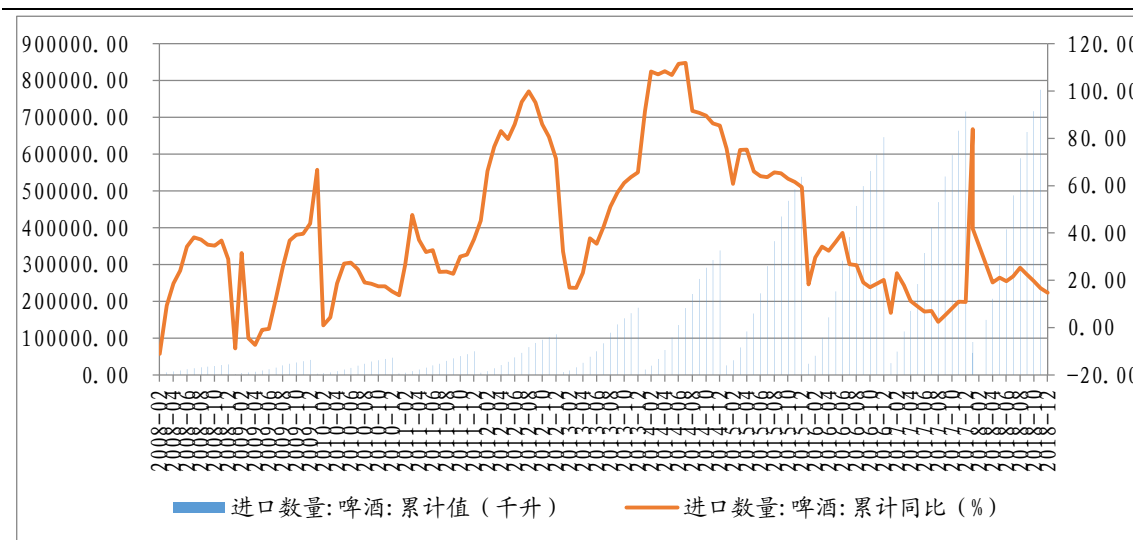
图表 9：2018 年 1 至 12 月国内啤酒产量



资料来源：中原证券 WIND

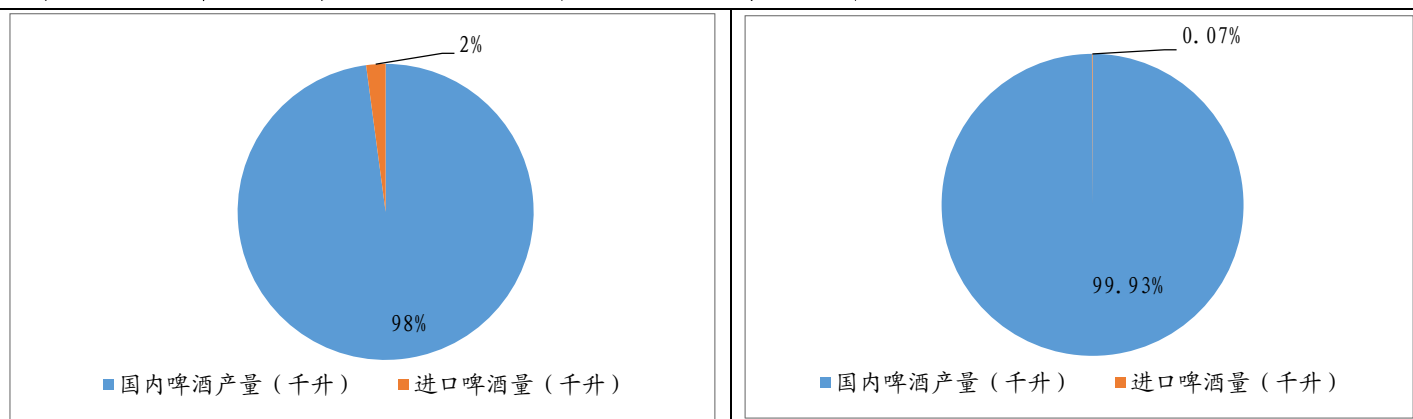
2018 年 1 至 12 月，国内累计进口啤酒 82.11 万千升，同比增长 14.7%，啤酒进口维持较高水平的增长，但整体增速回落。截至 2018 年年末，进口啤酒在国内啤酒消费中占 2%，较 2008 年的 0.07%大幅增加。

图表 10：2018 年 1 至 12 月 国内啤酒进口数量



资料来源：中原证券 WIND

图表 11: 进口啤酒占国内产量的份额 (2018 年 1-12 月, 左图; 2008 年 1 至 12 月, 右图)

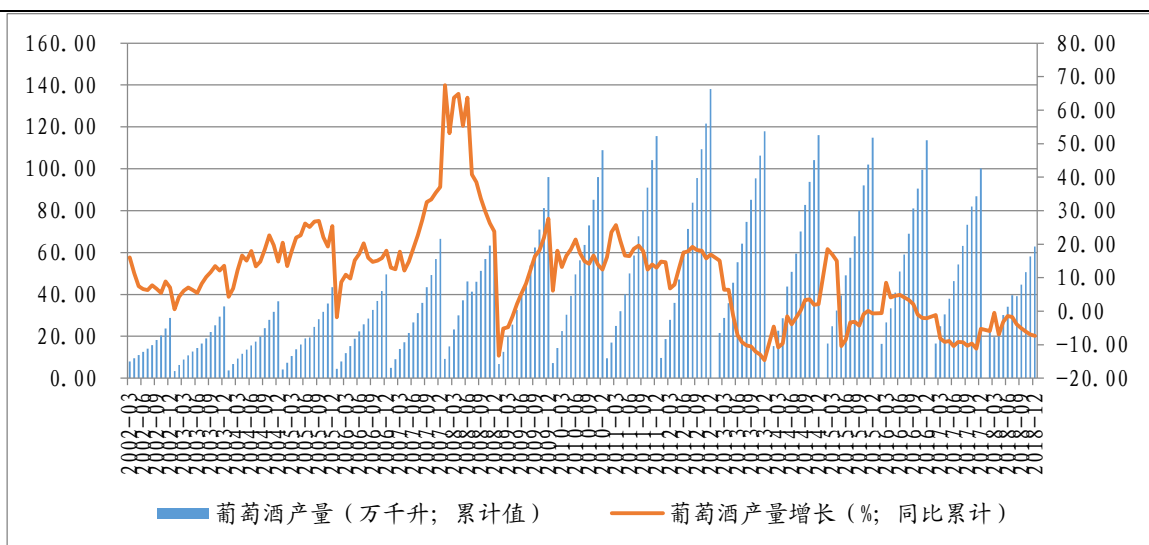


资料来源: 中原证券 WIND

1.3 葡萄酒

2018 年 1 至 12 月, 国内葡萄酒产量累计 62.90 万千升, 同比下降 7.4%, 国内葡萄酒产量已经连续 24 个月下滑, 且降幅扩大。

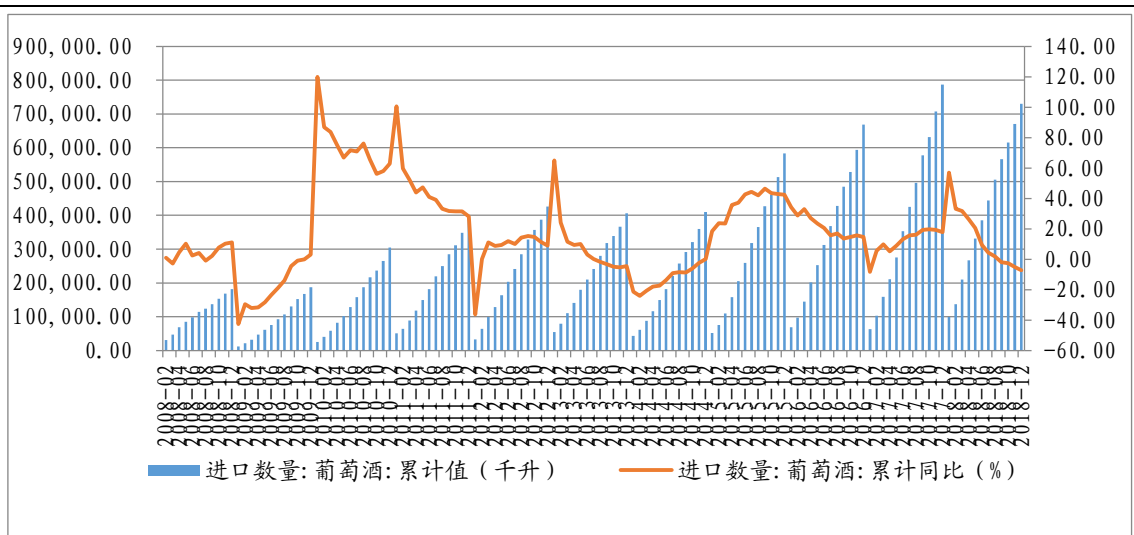
图表 12: 2018 年 1 至 12 月国内葡萄酒产量



资料来源: 中原证券 WIND

2018 年 1 至 12 月, 国内的进口葡萄酒为 72.97 万千升, 同比降 7.3%。葡萄酒进口数量由高增长转为负增长, 已经连续 4 个月负增长。2018 年以来, 国内的葡萄酒消费似乎正在持续减少; 或者存在另一种原因, 即国内葡萄酒的前期库存较高, 需要一个时期的去库存。

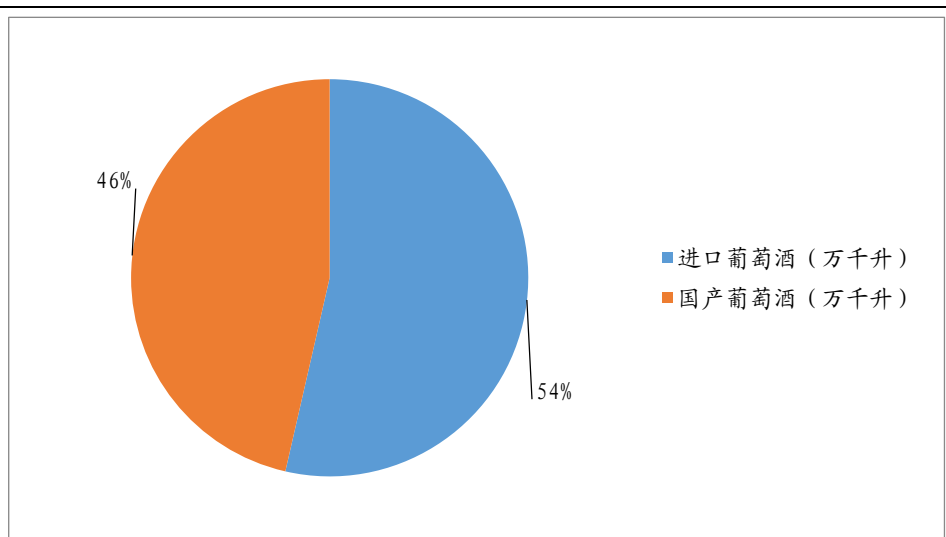
图表 13: 国内葡萄酒进口数量



资料来源: 中原证券 WIND

截至 2018 年年末, 进口葡萄酒在国内消费中的占比已升至 54%, 国产葡萄酒缩至 46%。

图表 14: 进口和国产葡萄酒在总消费量中的占比 (截至 2018 年 12 月)

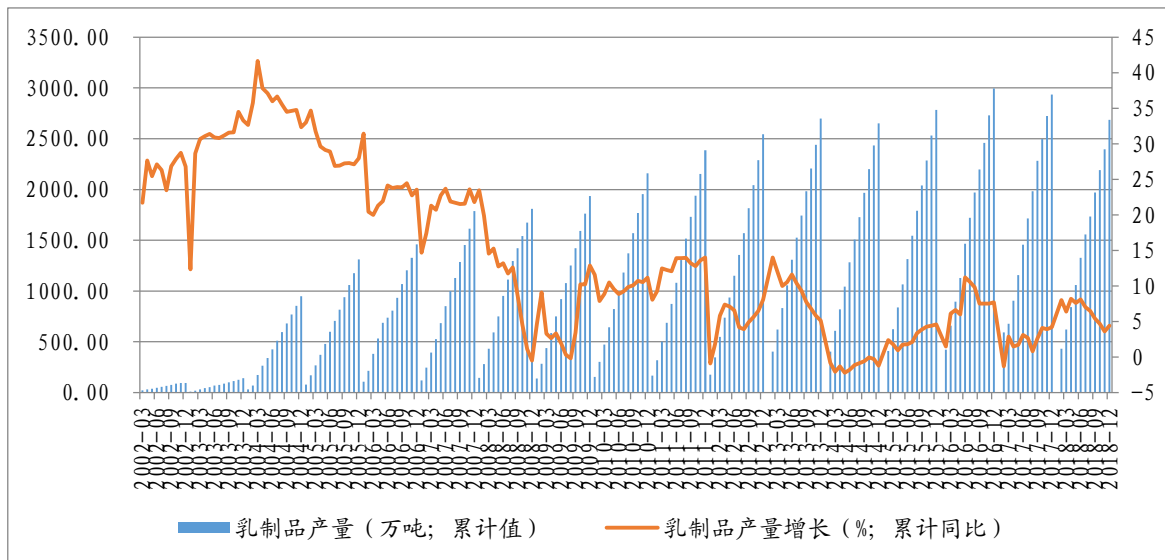


资料来源: 中原证券 WIND

1.4 乳制品

2018 年 1 至 12 月，国内乳制品产量 2687.10 万吨，累计同比增 4.4%，略高于 2017 年同期 4.2% 的增幅。

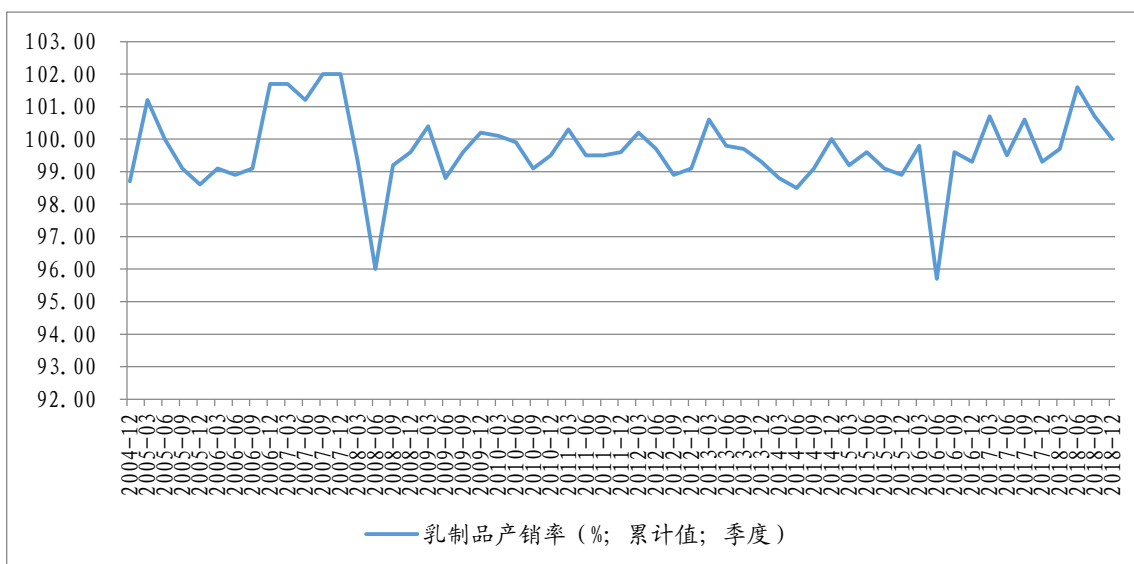
图表 15：2018 年 1 至 12 月国内乳制品产量



资料来源：中原证券 WIND

2018 年 1 至 12 月，国内乳制品的产销率为 100.00%，维持较高水平。

图表 16：2018 年乳制品产销率

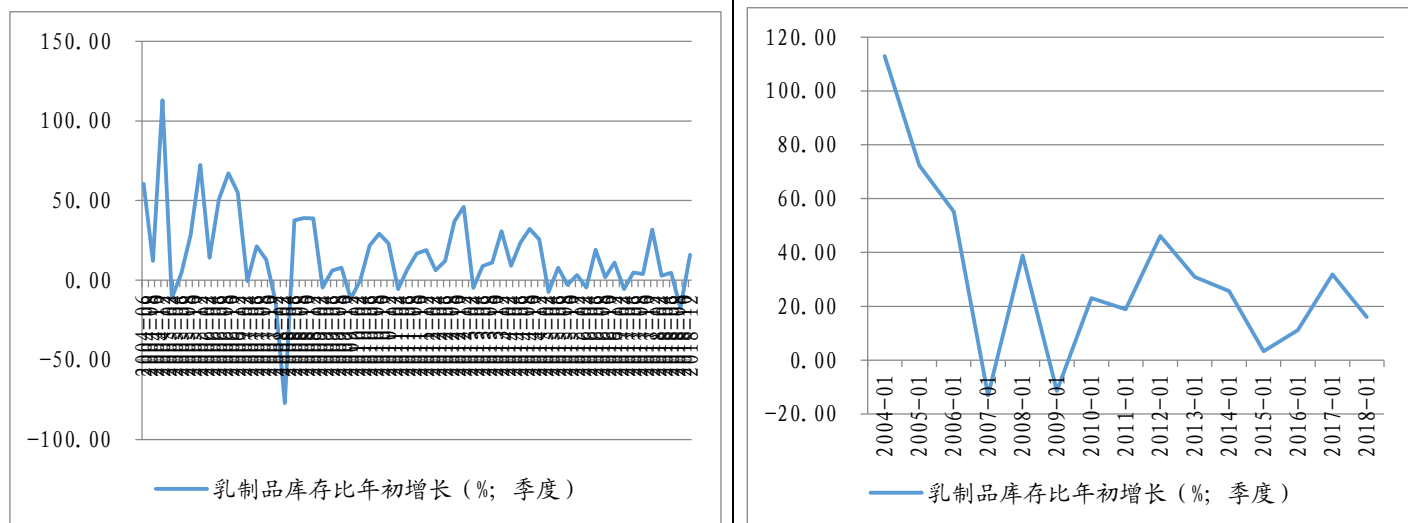


资料来源：中原证券 WIND

截至 2018 年年末，乳制品库存较年初增长 16%。

在产量增长放缓的前提下，行业的库存和产销率均维持在理想水平。

图表 17：国内乳制品月度库存（左图：月度；右图：年度）

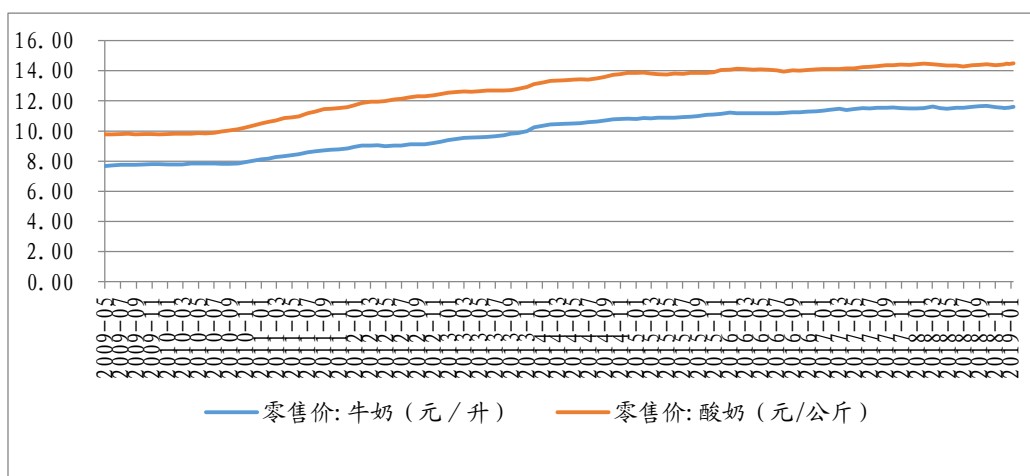


资料来源：中原证券 WIND

截至 2019 年 2 月 8 日，国内牛奶零售价为 11.61 元/升，较上年同期增 0.69%；国内酸奶零售价格为 14.5 元/公斤，较上年同期增 0.21%。2018 年以来，牛奶价格增长快于酸奶，弥补了二者的价格差距。

相比 2010 年同期，国内牛奶零售价格增长 48.72%；相比 2010 年同期，国内酸奶零售价格增长 47.96%。国内奶制品价格如此大幅度地增长，反映了国内基础消费市场升级和涨价的趋势，以及寡头企业在市场集中过程中专断于定价权、强势推升了民生消费品价格的现实。

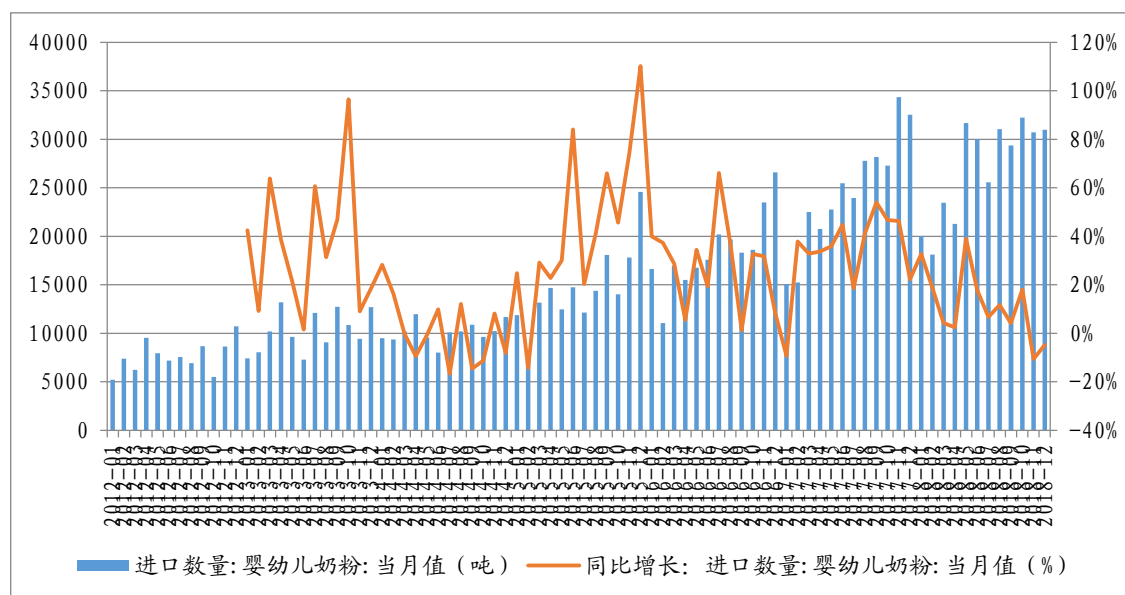
图表 18：年内牛奶和酸奶的价格走势



资料来源：中原证券 WIND

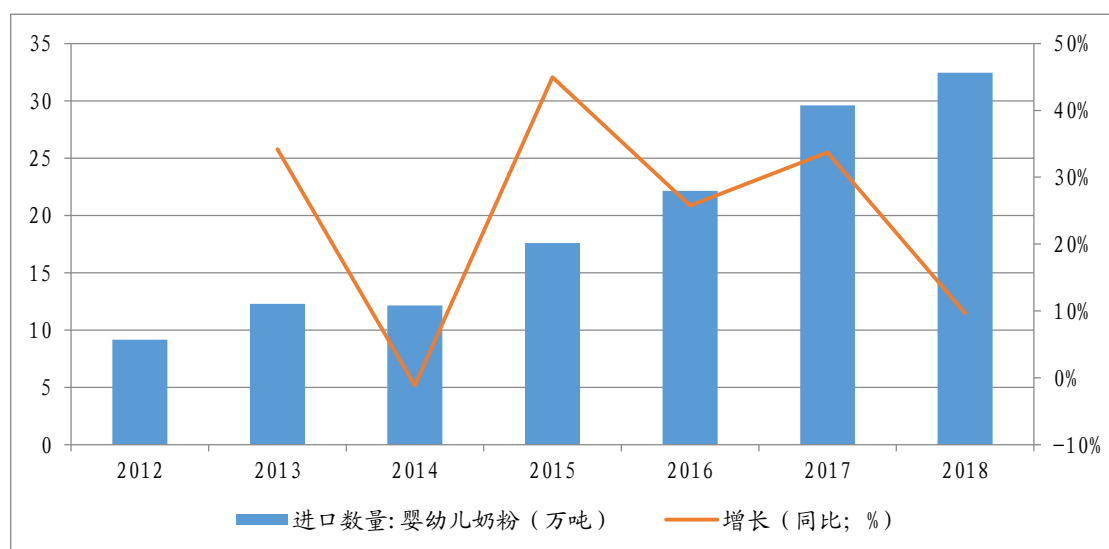
2018 年 1 至 12 月，国内进口婴幼儿奶粉累计 32.45 万吨，同比增 9.67%，全年进口增速明显下降，其中 2018 年 11 和 12 月，进口量连续同比负增长，分别为-10.56%和-4.72%。

图表 19：婴幼儿配方奶粉进口数量（吨；月度）



资料来源：中原证券 WIND

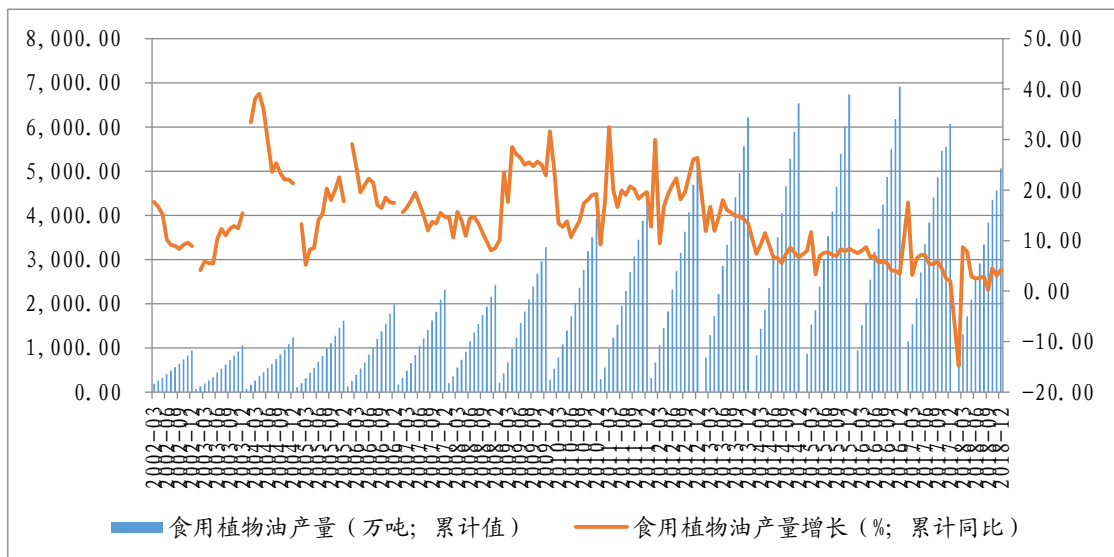
图表 20：婴幼儿配方奶粉进口数量（万吨；年度）



1.5 食用油

2018 年 1 至 12 月，国内食用植物油产量 5066 万吨，较 2017 年 1 至 12 月增 4.2%，增幅较 2017 年同期提升 2.2 个百分点。食用油产量增速呈长期下降的趋势，但在 10 月份出现反弹，10、11、12 月份的增速分别为 4.5%、3% 和 4.2%。

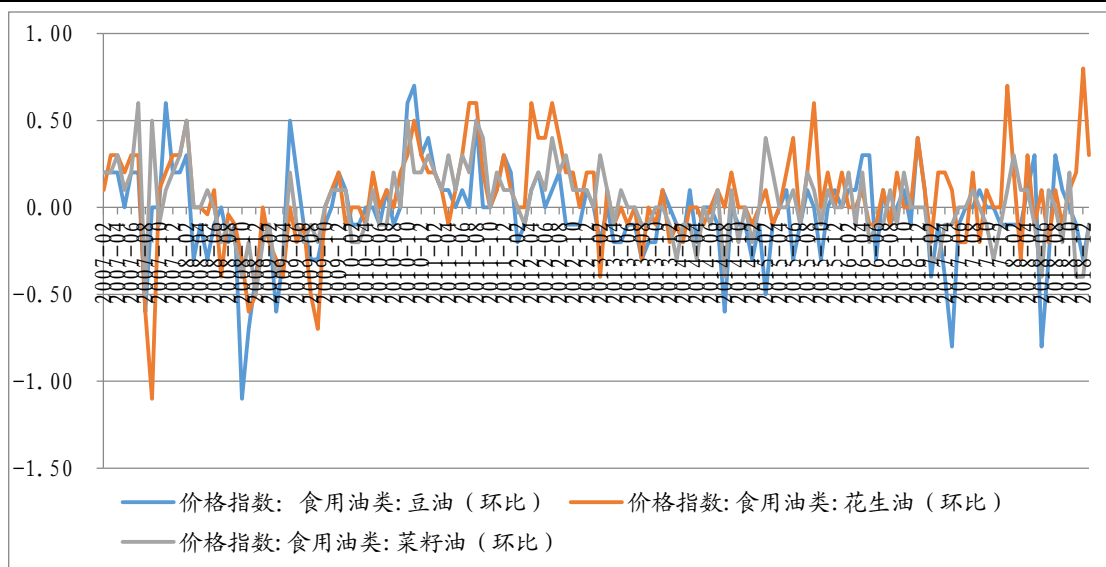
图表 21：国内食用植物油产量



资料来源：中原证券 WIND

截至 2018 年 12 月，豆油价格指数环比跌 0.3，花生油价格指数环比涨 0.8，菜籽油价格指数环比跌 0.4。

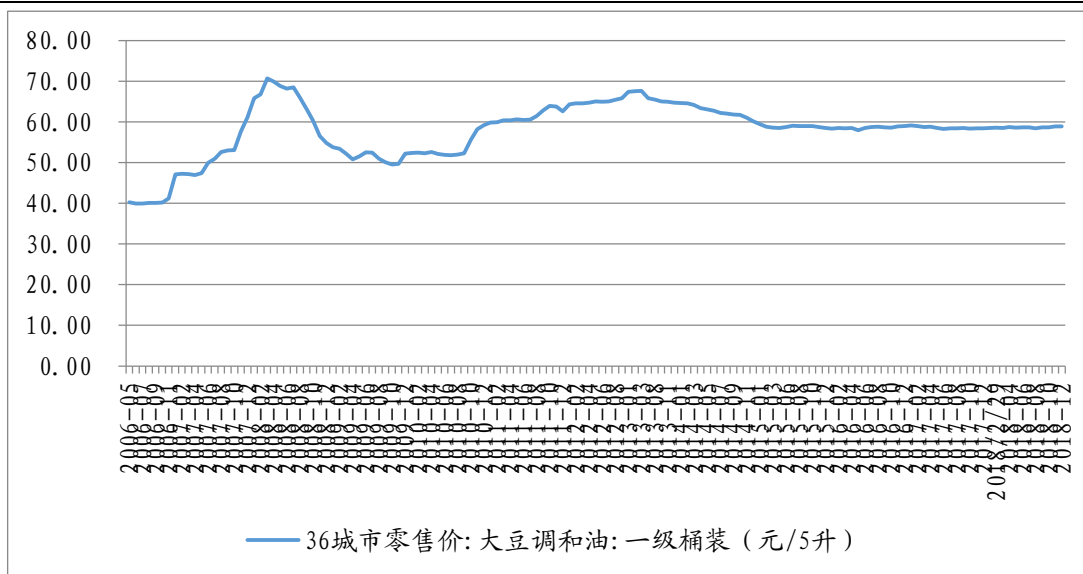
图表 22：食用油价格指数



资料来源：中原证券 WIND

2018 年 12 月，大豆调和油单价 58.90 元/5 升，同比上涨 0.86%，环比没有变化。

图表 23：大豆调和油零售价格（元/5 升）



资料来源：中原证券 WIND

1.6 肉制品

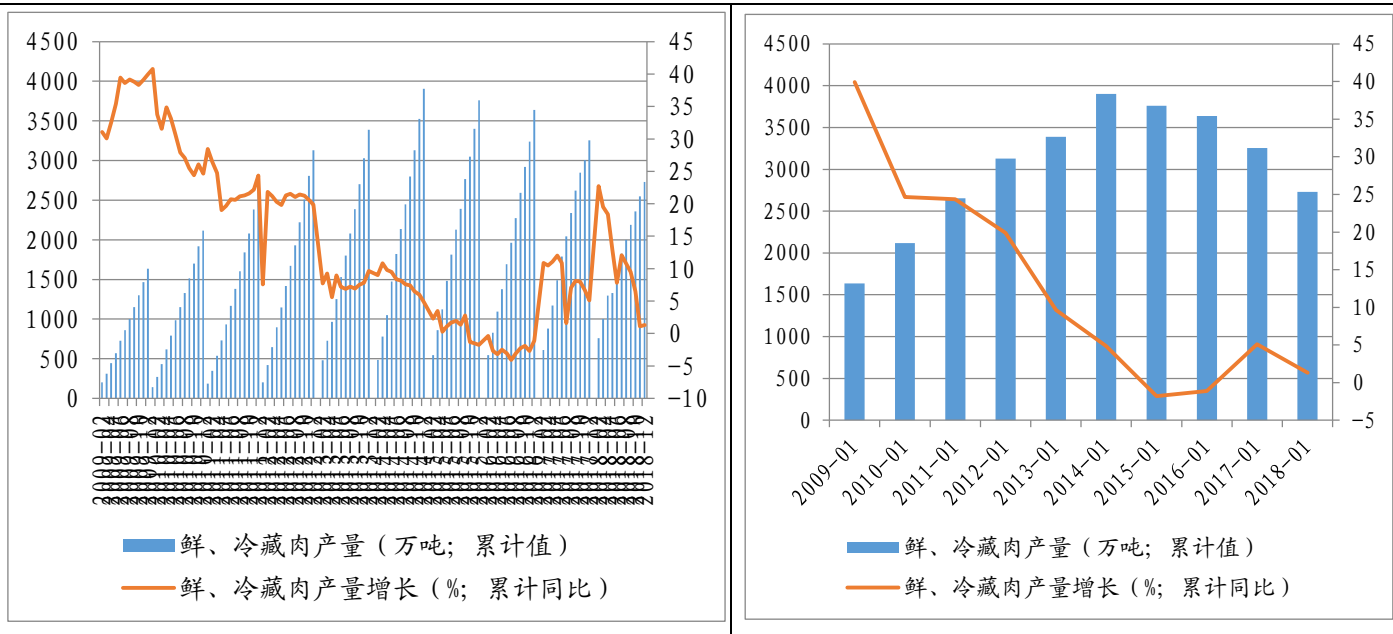
1.6.1 国内猪肉供给

2018 年 1 至 12 月，国内鲜、冷藏肉产量为 2729.30 万吨，较 2017 增 1.3%。

短期内看，此轮产量的反弹始于 2017 年，2018 年前三季度也基本延续了反弹趋势，2018 年四季度该轮反弹趋弱，反映出需求的乏力。

长期看，自 2015 年以后，国内鲜冷藏肉产量就逐年下降，反映了产业供给过剩及自发去产能的现实情况。

图表 24：国内鲜肉、冷藏肉产量

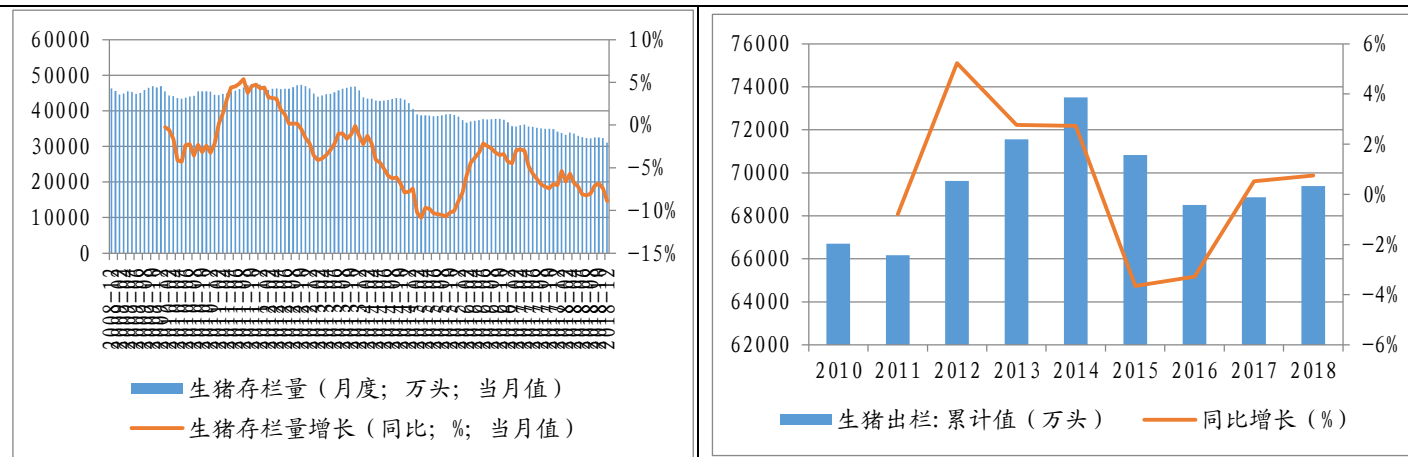


资料来源：中原证券 WIND

截至 2018 年 12 月末，国内生猪出栏量 6.94 亿头，同比增 0.76%。

截至 2018 年 12 月末，国内生猪存栏量 3.11 亿头，同比下降 8.91%，生猪存栏量已经连续 73 个月下降，并且降幅有扩大势头。

图表 25: 国内生猪存栏和出栏量 (左图: 存栏量; 右图: 出栏量; 万头)

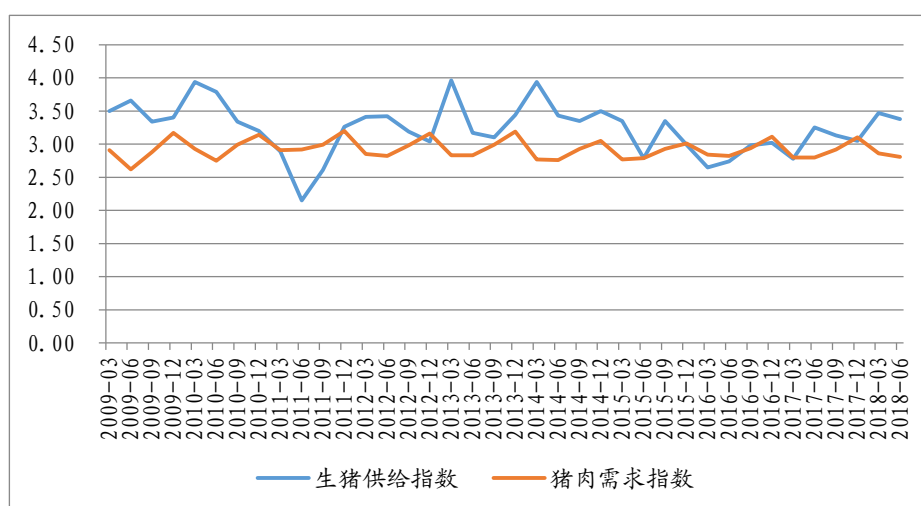


资料来源: 中原证券 WIND

2018 年上半年, 国内生猪供给和需求指数持续背离, 二季度后稍有缓和, 国内猪肉供大于需的形势没有改变。

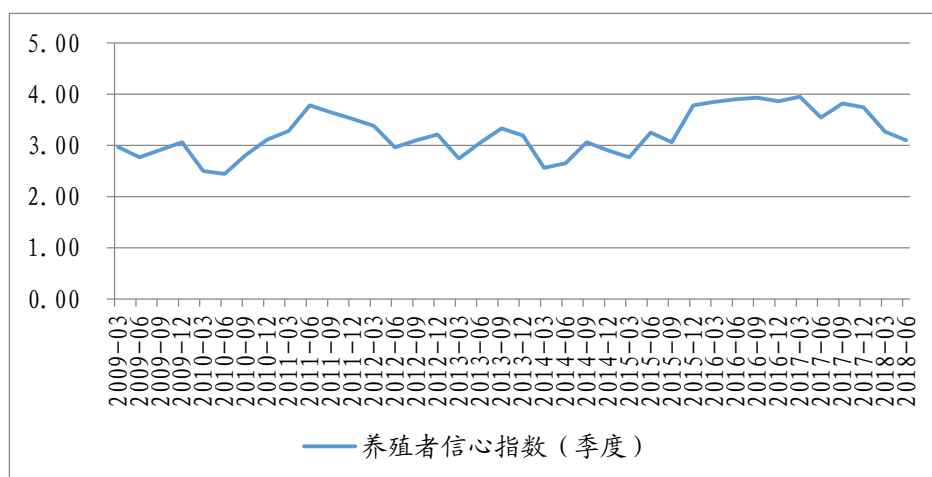
由于猪价长时期下跌, 养殖者信心指数持续下滑, 行业的养殖预期下探至较低点。

图表 26: 猪肉供需指数



资料来源: 中原证券 WIND

图表 27: 养殖者信心指数



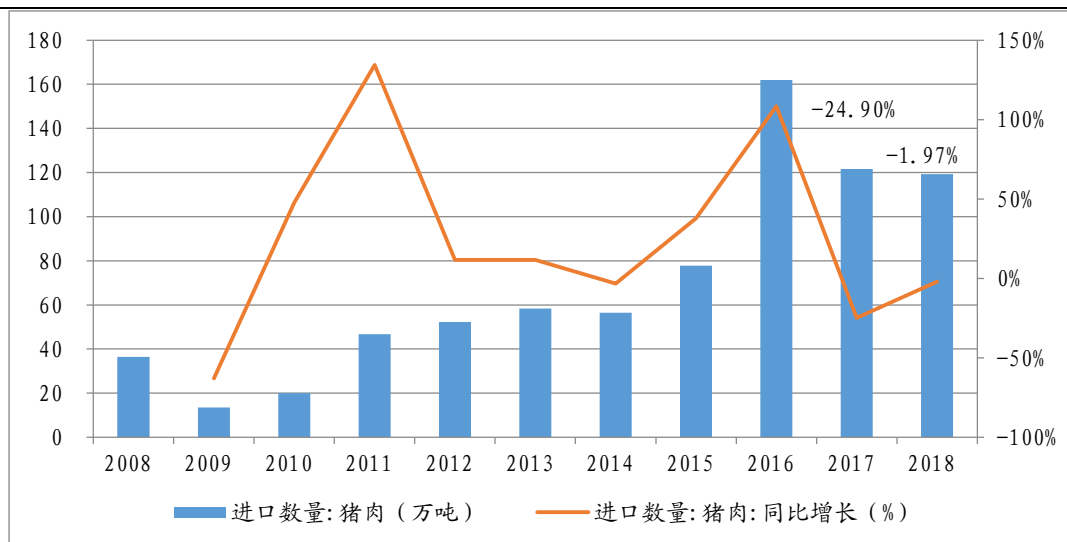
资料来源: 中原证券 WIND

1.6.2 进口猪肉的供给

国内进口猪肉数量在 2016 年达到顶峰, 时值为 162.02 万吨。2017、2018 年, 国内进口猪肉数量连续两年下降, 分别为 121.68、119.28 万吨, 同比降 24.9%和 1.97%。

国内的进口猪肉量于 2017、2018 年连续下降。结合二者来看, 我们认为: 国内猪肉市场在 2015-2016 年形成了供给过剩的局面, 从而无论在生产还是进口环节, 行业后期都在自发地减少供给。

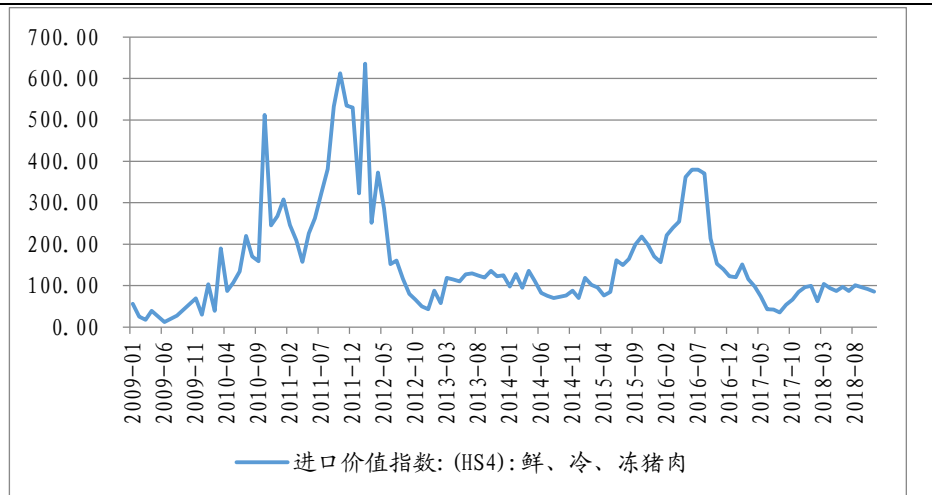
图表 28: 国内的进口猪肉数量



资料来源: 中原证券 WIND

随着进口数量的减少, 进口猪肉的价格也在 2016 年之后大幅走低, 目前并没有看到价格回升的迹象, 说明国内对于进口的需求仍然比较低迷。

图表 29: 猪肉进口价格指数



资料来源: 中原证券 WIND

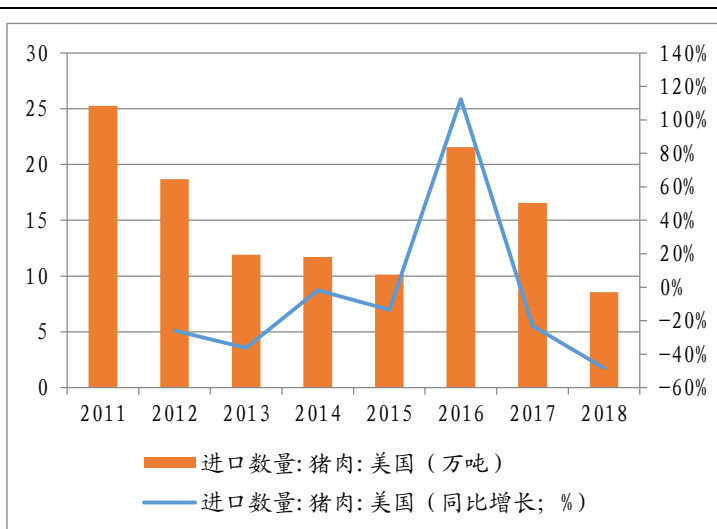
此前, 我们怀疑中美贸易争端导致了进口猪肉数量的下降。

从时间节点上看, 中美贸易争端始于 2018 年, 而猪肉进口数量的锐减始于 2017 年。因而, 贸易争端并非猪肉进口数量减少的根本原因。

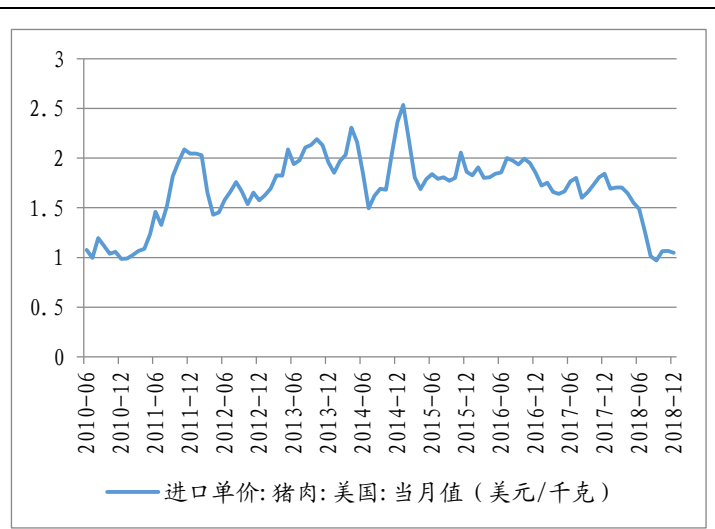
从国别上来看, 尽管来自美国的进口猪肉量连续两年下降, 但是来自欧洲国家的进口猪肉同期同步地下滑, 说明贸易争端起码不是猪肉进口数量减少的根本性原因。

具体地, 2016 年, 中国从美国进口的猪肉数量是 21.55 万吨, 占当期进口的 13.3%; 同期, 从加拿大和欧洲国家进口的猪肉数量是 107.91 万吨, 占当期进口的 66.6%。2017、2018 年, 来自美国的进口猪肉数量同比增幅为 -23.09%、-48.32%, 来自加拿大和欧洲国家的同比增幅为 -18.69%、-2.46%, 来自美国的进口数量跌幅扩大, 而来自加拿大和欧洲的进口数量跌幅走窄。2018 年作为贸易争端年, 我国从其他国家进口猪肉的数量跌幅小于美国。

图表 30: 来自美国的进口猪肉数量

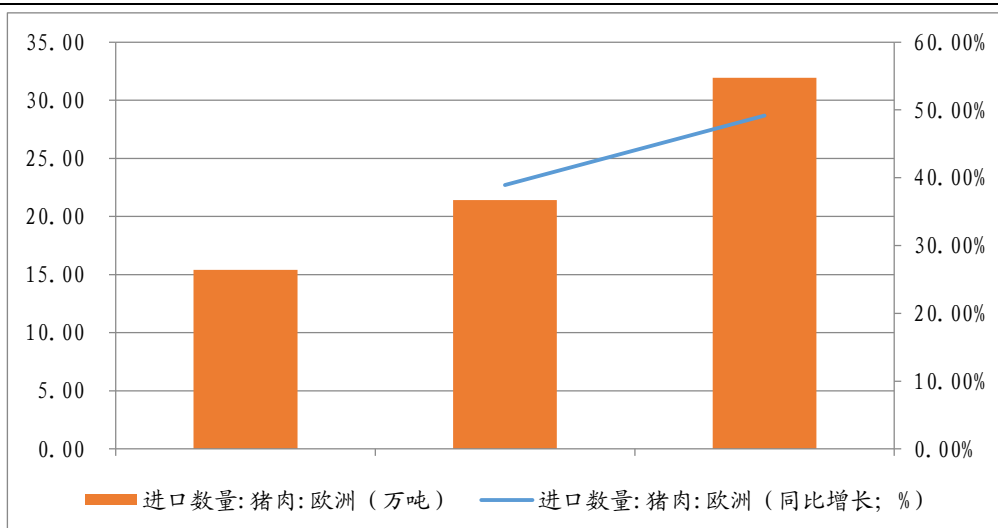


图表 31: 来自美国的进口猪肉价格



资料来源: 中原证券 WIND

图表 32：来自欧洲国家的进口猪肉数量



资料来源：中原证券 WIND

1.6.3 猪肉价格

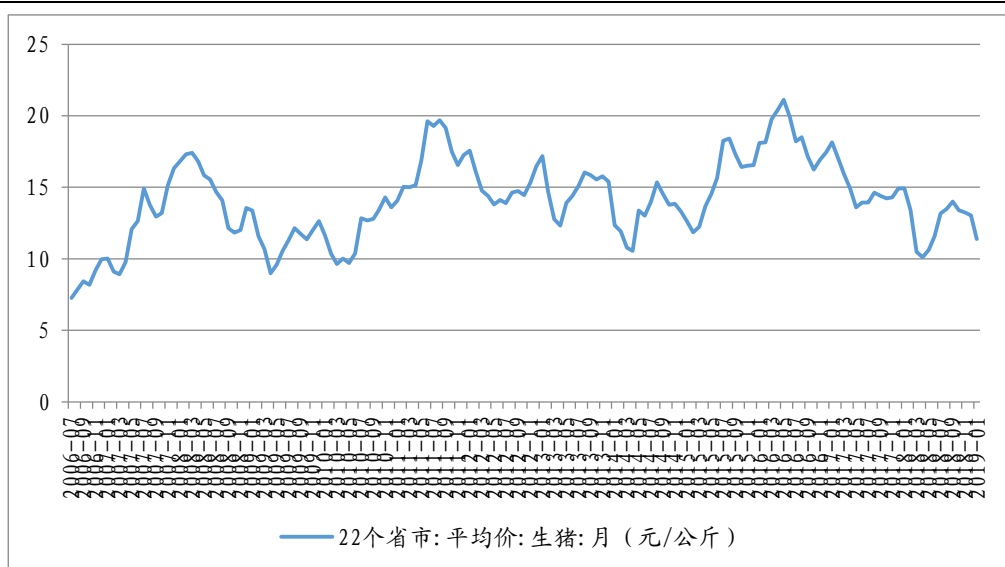
截至2019年1月末,22个省市生猪均价为11.39元/公斤,环比降12.72%、同比降23.61%。

截至2019年2月8日,白条猪批发均价18.9元/公斤,较1月末降1.31%,较上年同期降11.93%。

截至2019年2月15日,仔猪的批发均价18.7元/公斤,环比增7.35%,同比降22.08%,仔猪价格在猪价反弹的预期下出现环比上升。

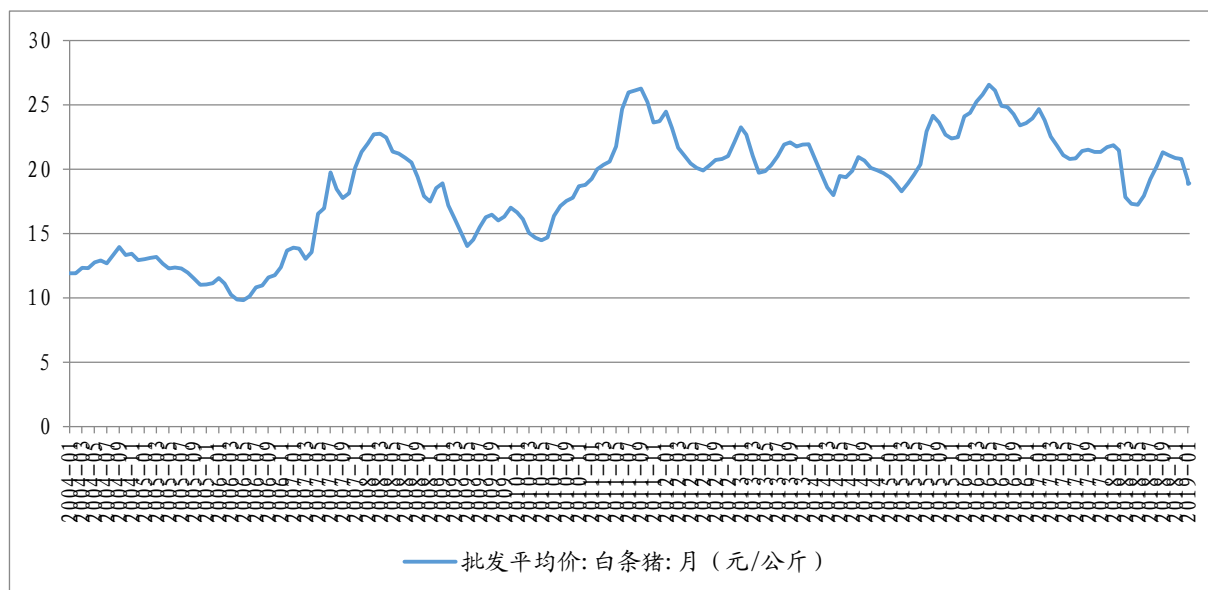
从各项猪价数据,我们都没有看到价格回升的拐点迹象。

图表 33：22个省市生猪平均价格（元/公斤）



资料来源：中原证券 WIND

图表 34：白条猪批发价（元/公斤）



资料来源：中原证券 WIND

图表 35：仔猪批发均价（元/公斤）

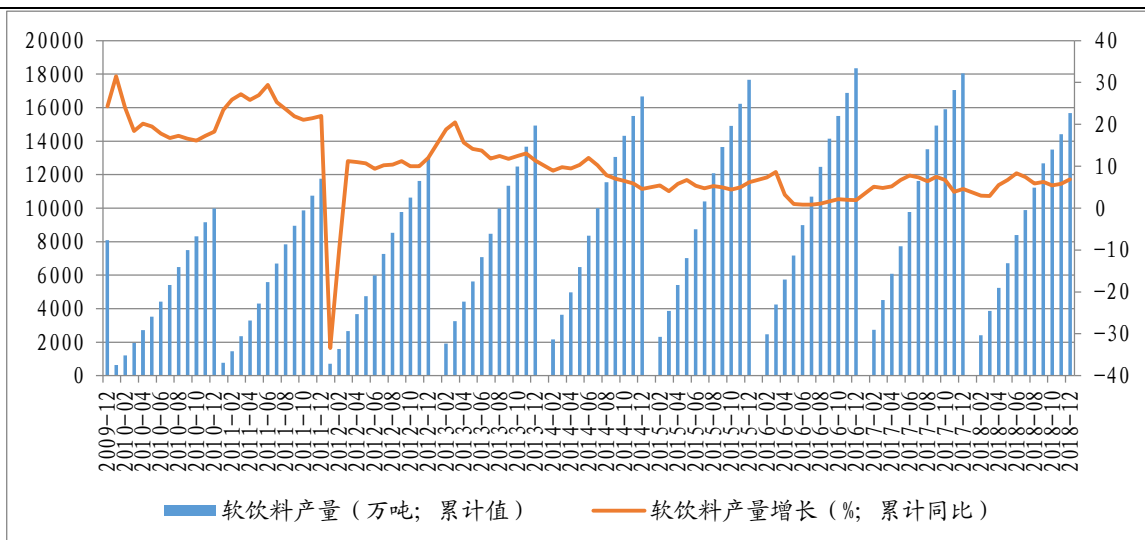


资料来源：中原证券 WIND

1.7 软饮料

2018 年 1 至 12 月，国内软饮料产量达到 15679.2 万吨，同比增 6.9%。在食品饮料各个子行业中，软饮料是增长较为突出的子行业之一。

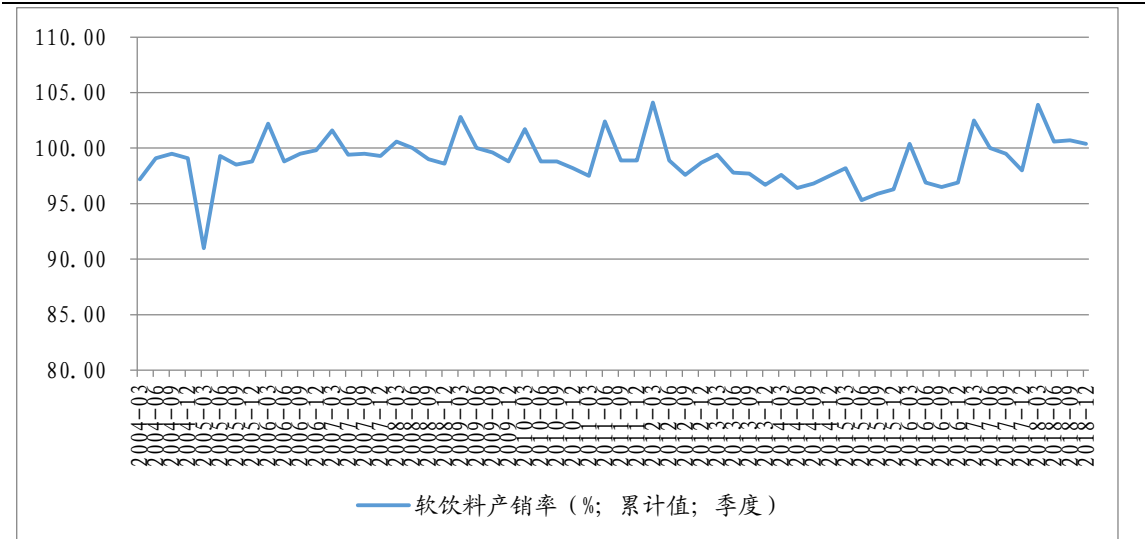
图表 36：国内软饮料产量



资料来源：中原证券 WIND

截至 2018 年 12 月，国内软饮料的产销率为 100.40%，景气度维持高位。

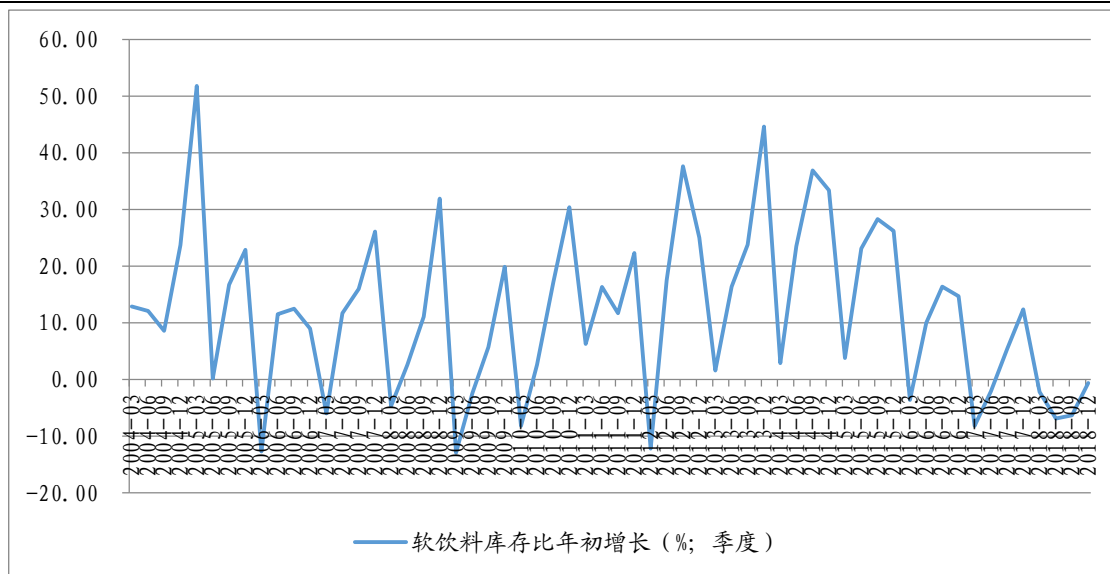
图表 37：国内软饮料产销率



资料来源：中原证券 WIND

截至 2018 年 12 月，软饮料行业的库存较年初下降 0.6%。在去产能的推动下，行业库存已经连续四个季度下降，社会库存位于低位。

图表 38：国内软饮料库存



资料来源：中原证券 WIND

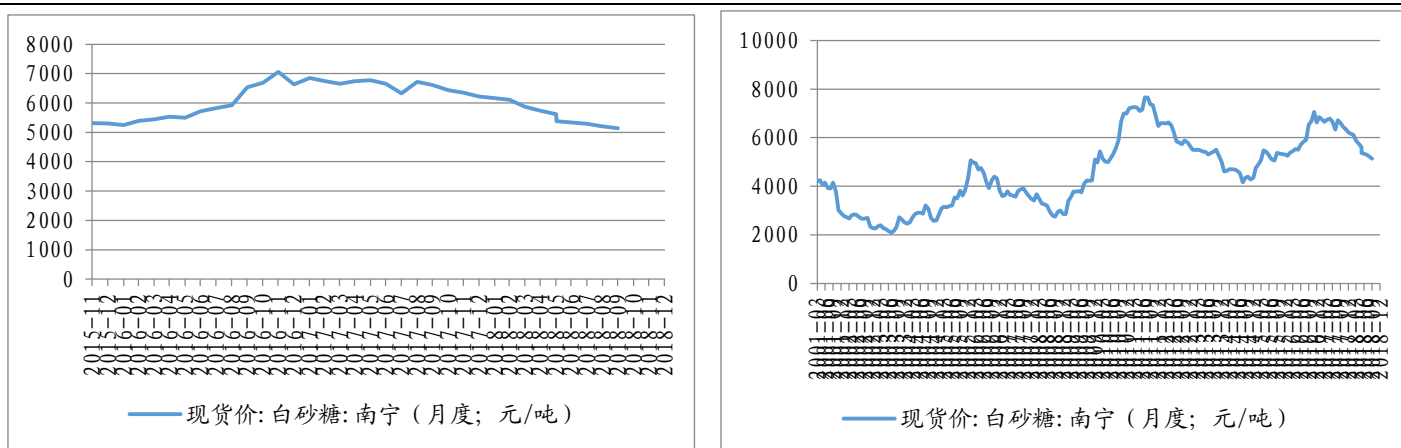
2. 行业要素情况

2.1 食糖

截至 2018 年 12 月，国内白糖现价 5110 元/吨，同比下降 1110 元/吨，跌幅 17.85%。国内糖价已经连续 15 个月环比下跌，跌幅未见收窄迹象。国内此轮糖价的下行周期始于 2017 年下半年，已持续 18 个月以上，目前仍在持续。

由于糖和糖蜜分别是软饮料和酵母产品的主要原料之一，故糖价下行利好软饮料和酵母行业。

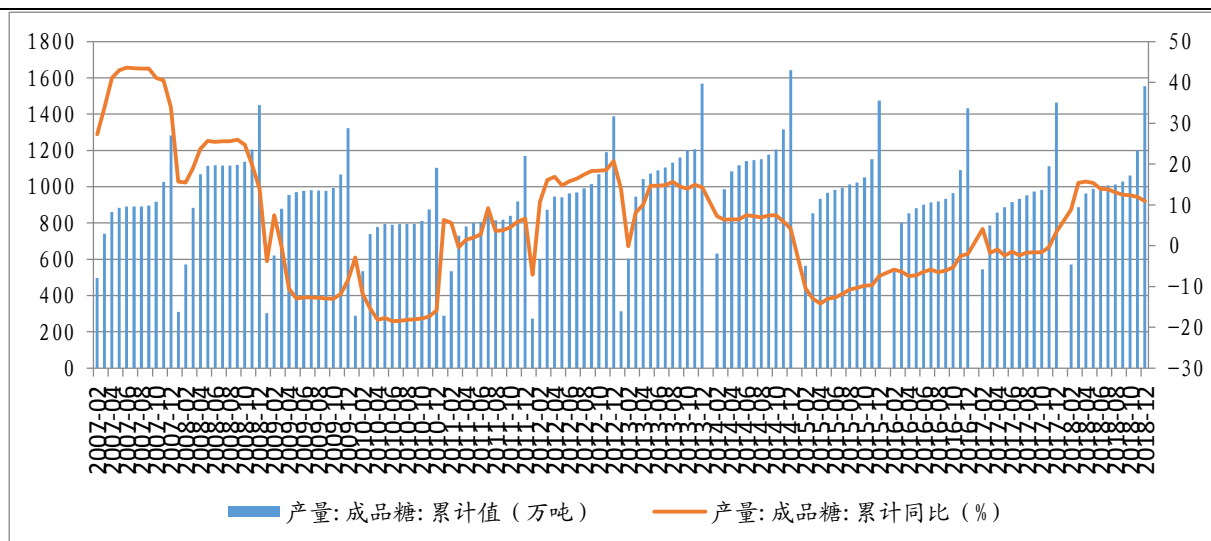
图表 39：国内食糖价格



资料来源：中原证券 WIND

2018 年 1 至 12 月，国内糖产 1554 万吨，同比增 10.9%，国内糖产维持高位。

图表 40：国内糖产量

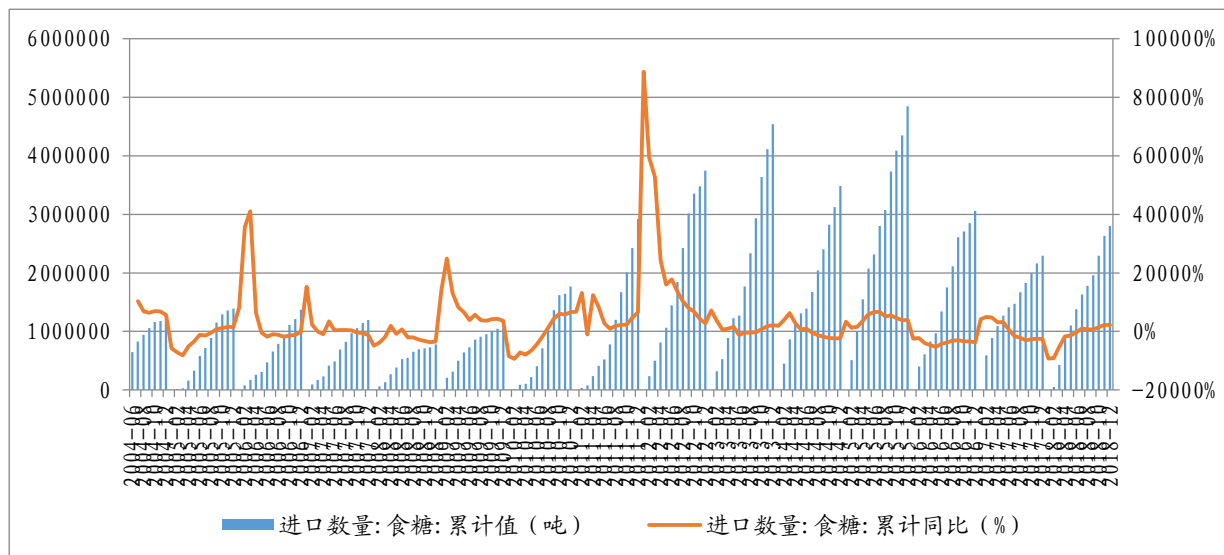


资料来源：中原证券 WIND

2018 年 1 至 12 月，国内累计进口白糖 280 万吨，同比增 22.1%。

国内糖产和进口糖量均处于较高位置，增速也较高，供给充足导致了国内糖价的长时间下行。

图表 41：国内的食糖进口数量



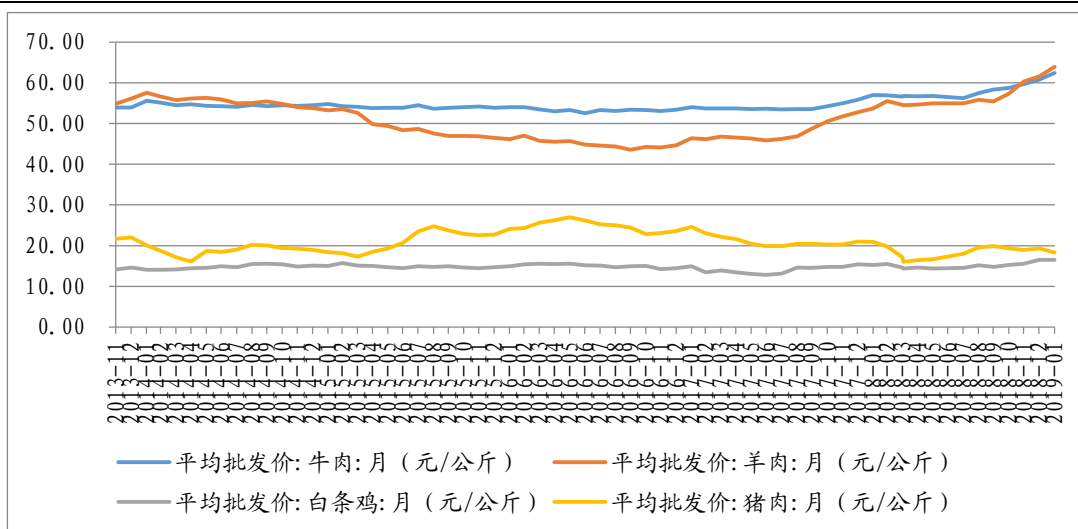
资料来源：中原证券 WIND

2.2 肉禽

截至 2019 年 1 月，国内牛肉批发价 62.39 元/公斤，环比升 2.67%，同比升 9.51%；国内羊肉批发价 63.92 元/公斤，环比升 3.82%，同比升 19.03%；国内白条鸡批发价 16.5 元/公斤，环比跌 0.06%，同比升 8.48%；国内猪肉批发价 18.35 元/公斤，环比降 4.97%，同比降 12.37%。

除猪肉外，各种肉类价格同比均有增长。值得注意的是，鸡肉价格经过 2018 年 10、11、12 月的跳升后，2019 年 1 月价格向下掉头。

图表 42: 国内主要肉类价格

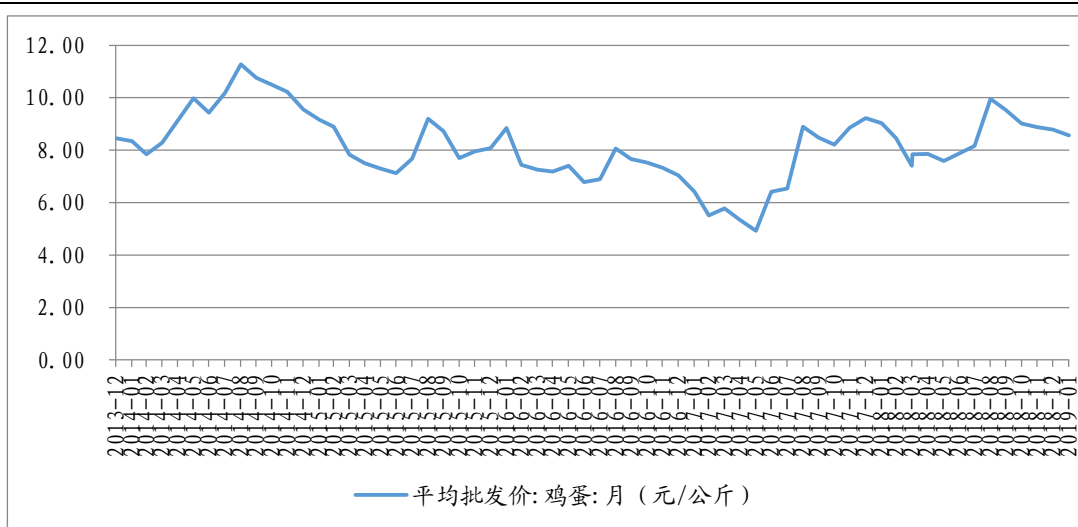


资料来源: 中原证券 WIND

2.3 鸡蛋

2019 年 1 月, 国内鸡蛋价格高位回落至 8.56 元/公斤, 环比降 2.62%, 同比降 5.2%。鸡蛋价格于 2018 年 6 月至 9 月的反弹结束, 目前价格回落至 2018 年年初的水平。

图表 43: 国内鸡蛋价格

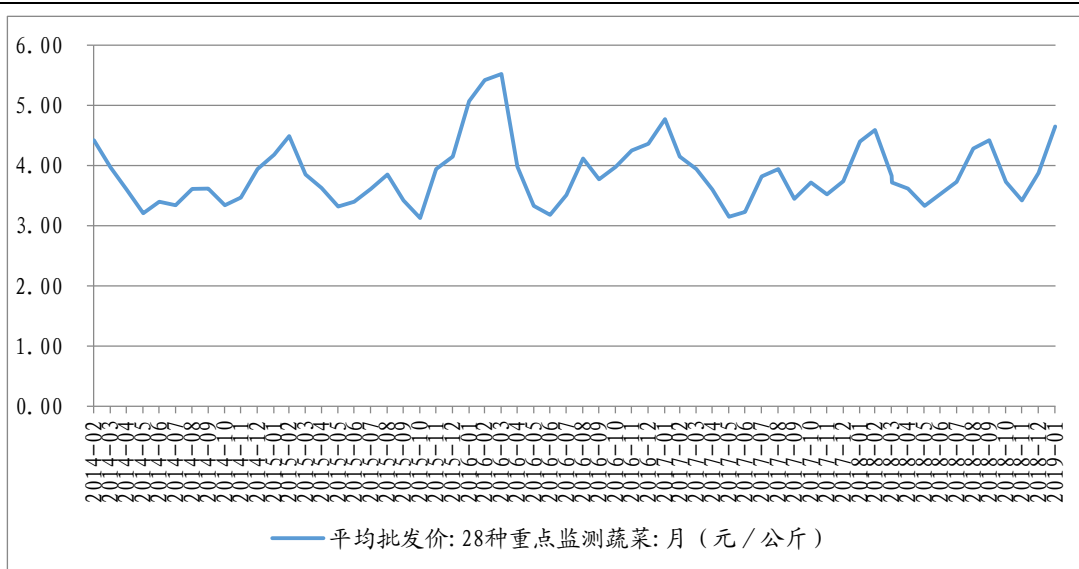


资料来源: 中原证券 WIND

2.4 蔬菜

截至 2019 年 1 月，国内重点监测蔬菜平均批发价为 4.65 元/公斤，环比增 19.85%，同比升 5.68%。出于春节季节性原因蔬菜价格低位反弹。

图表 44：重点监测蔬菜平均批发价格

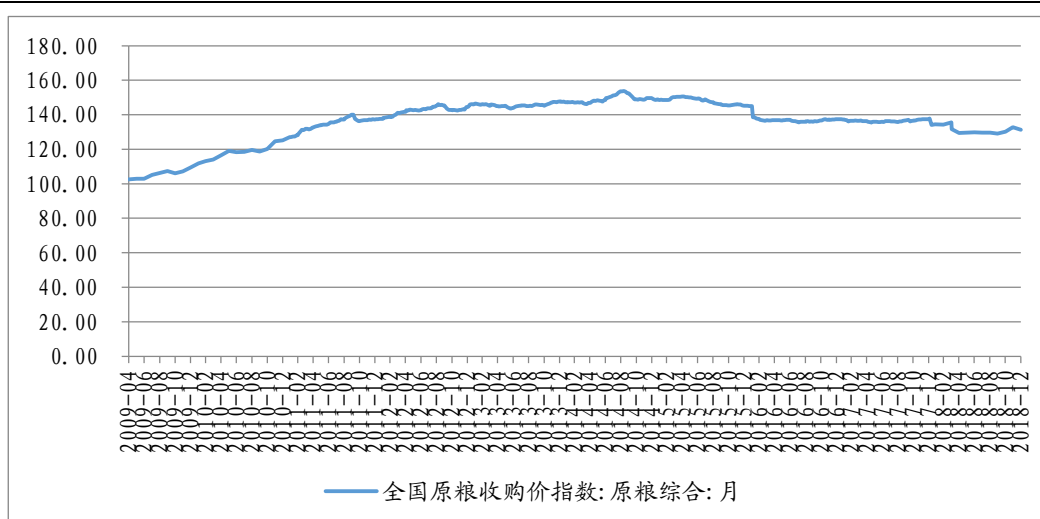


资料来源：中原证券 WIND

2.5 粮食

近些年来，国内粮食连年丰产，加上进口粮食的保障，国内粮价稳中有降。2018 年 12 月，全国原粮收购价格指数为 131.39，环比降 1.01%，同比降 2.2%，整体呈下降趋势。

图表 45：全国原粮收购价格指数



资料来源：中原证券 WIND

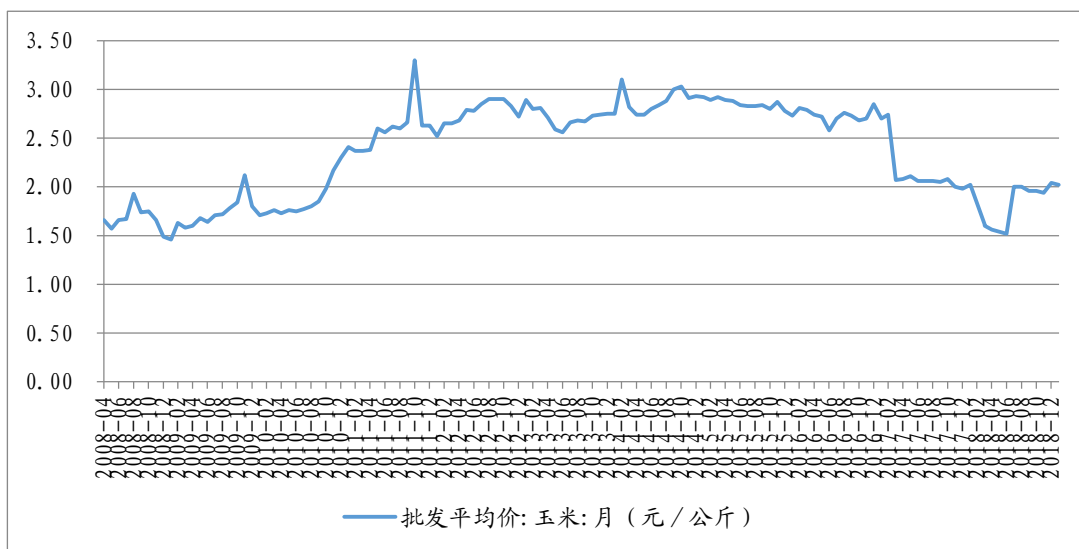
2.6 玉米

2018 年，国内玉米批发均价为 2.04 元/公斤，全年较 2017 年升 3.03%。

2019 年 1 月，国内玉米批发均价为 2.02 元/公斤，环比降 0.98%，同比升 2.02%，玉米价格触底反弹。

2016 年，国家变更了在东北的玉米收储政策，使得玉米收购价格逐步市场化，通过市场调节国内玉米供需，解决关内-关外、国内-进口玉米价格倒挂的矛盾，由此也充分暴露了国内玉米供给过剩的问题，玉米价格进入跌势。

图表 46：玉米批发均价



资料来源：中原证券 WIND

2.7 豆粕

截至 2019 年 1 月，国内豆粕的现货价 2863.24 元/吨，环比降 5.37%，同比降 4.26%。

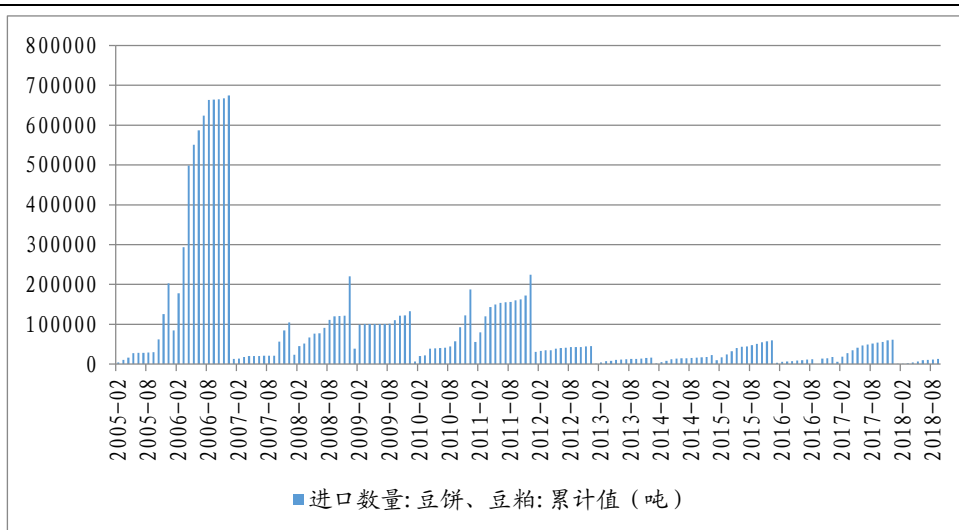
图表 47：国内豆粕价格



资料来源：中原证券 WIND

截至 2018 年 1 至 8 月，国内累计进口豆粕 13452 吨，同比降 75%。

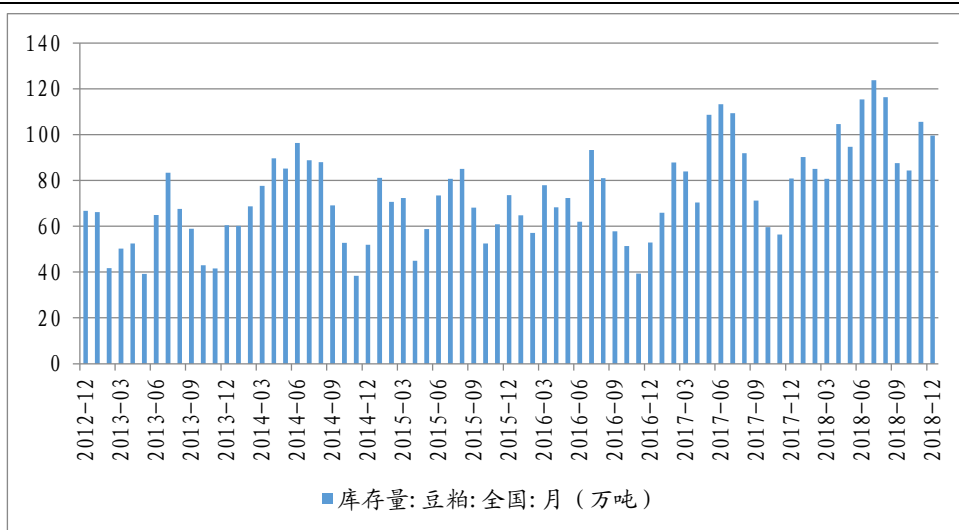
图表 48：国内豆粕进口数量



资料来源：中原证券 WIND

截至 2018 年 12 月，国内豆粕库存量 99.6 万吨，同比增 23.18%。

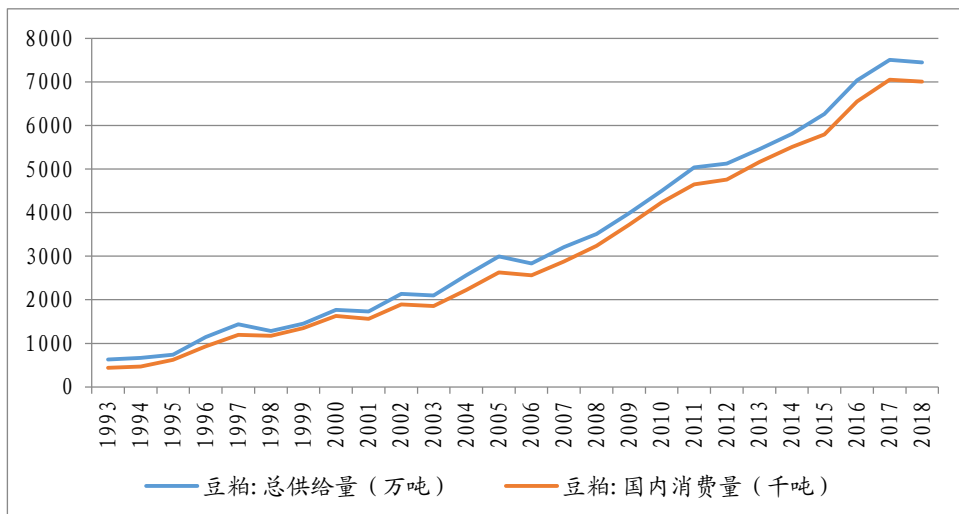
图表 49: 国内豆粕库存



资料来源: 中原证券 WIND

截至 2018 年年末, 国内的豆粕供给量 7449 万吨, 需求量 7005 万吨, 供给多于需求 444 万吨, 豆粕过剩程度进一步加剧。国内豆粕长期过剩。关于非洲瘟疫导致生猪大规模被捕杀, 从而导致豆粕过剩的说法, 我们不是很认同。

图表 50: 国内豆粕的供需

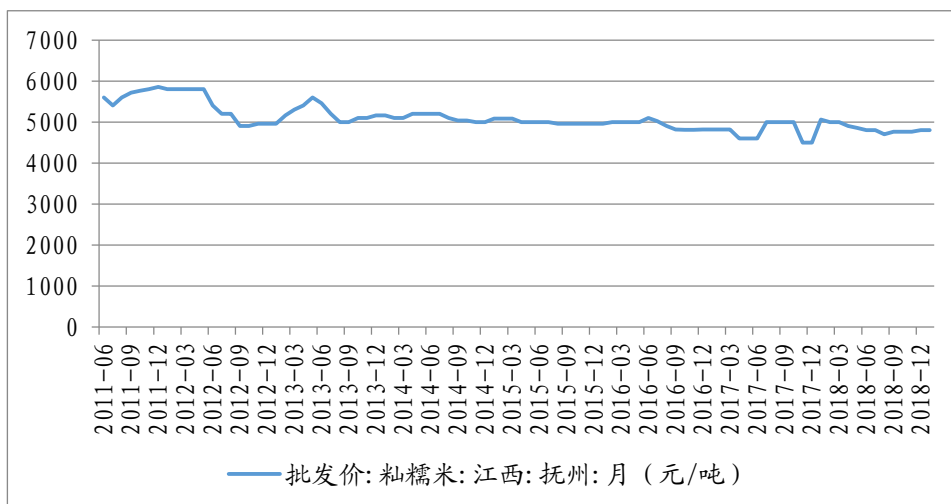


资料来源: 中原证券 WIND

2.8 糯米

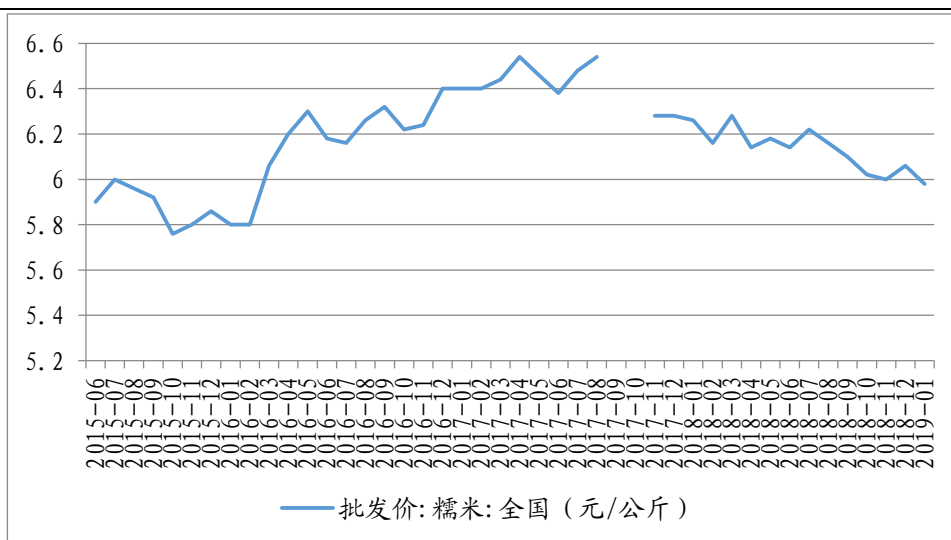
截至 2019 年 1 月，灿糯米江西批发价 4800 元/吨，同比降 5.14%；糯米全国批发均价 5.98 元/公斤，同比降 4.47%。

图表 51：国内灿糯米价格



资料来源：中原证券 WIND

图表 52：国内糯米价格



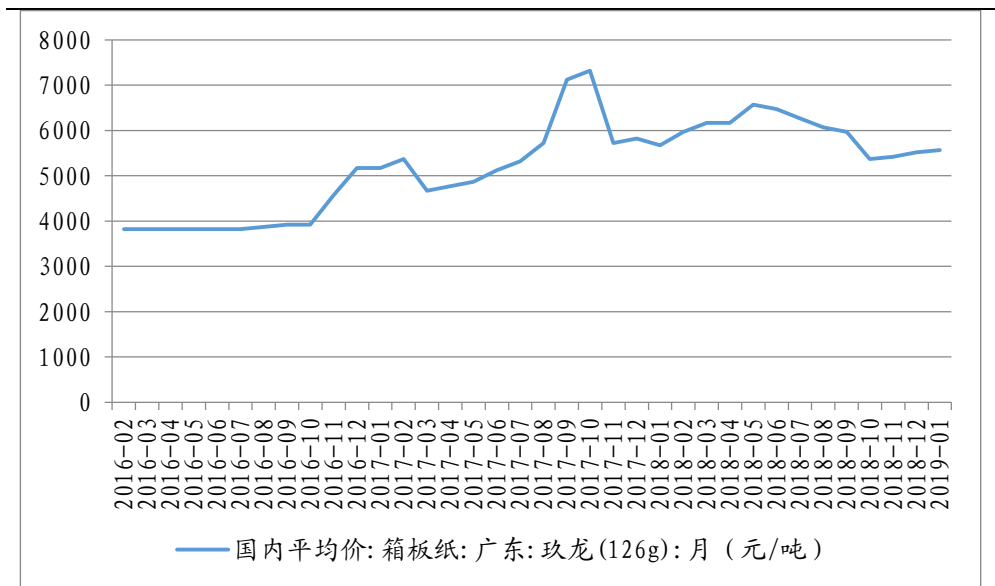
资料来源：中原证券 WIND

2.9 包材

截至 2018 年 12 月末，国内箱板纸均价 5520 元/吨，较 2017 年同期下降 5.15%。

截至 2019 年 1 月，国内箱板纸均价 5570 元/吨，同比降 1.76%。箱板纸价格高位回落，1 月份有所反弹。

图表 53：国内箱纸板价格

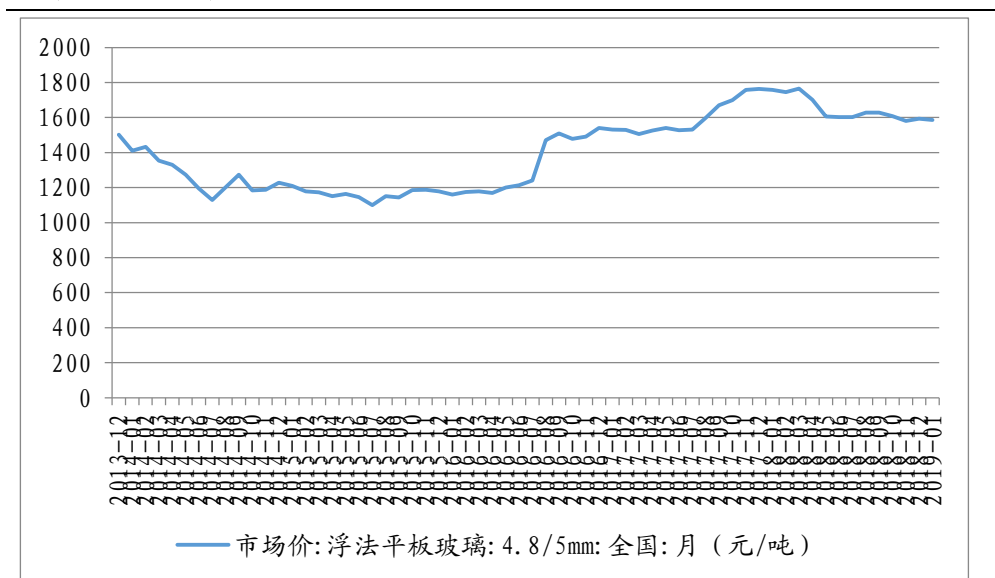


资料来源：中原证券 WIND

截至 2018 年 12 月末，浮法平板玻璃市场均价为 1593.9 元/吨，较 2017 年降 9.61%。

截至 2019 年 1 月，浮法平板玻璃市场均价为 1586.4 元/吨，同比降 9.79%。浮法玻璃价格继续回落。

图表 54：国内平板玻璃价格



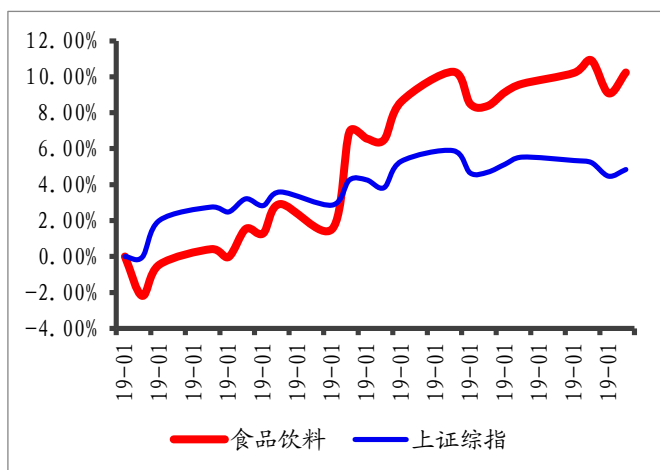
资料来源：中原证券 WIND

3. 二级市场表现

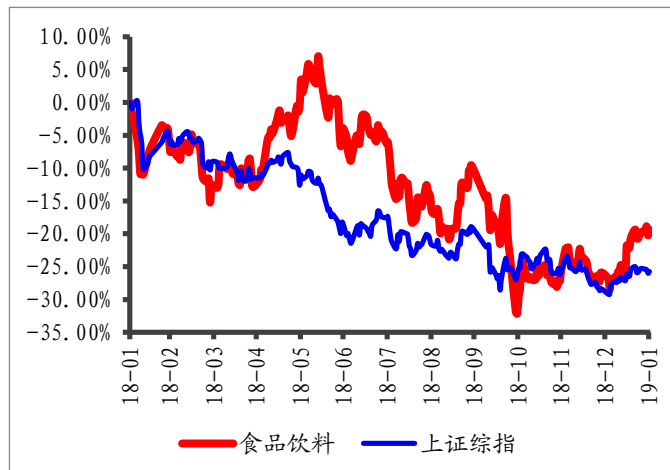
2018 年 1 至 12 月，食品饮料板块指数下跌 17.5%，调味品除外的各个子板块均有不同程度的下跌。同期全部 A 股下跌 26.36%。

2019 年 1 月，食品饮料板块整体上涨 9.71%，其中白酒、啤酒、软饮料、调味品、肉制品和综合食品板块分别上涨 14.16%、5.07%、-6.36%、4.62%、4.19%和 3.06%。

图表 55：食品饮料板块 1 月行情

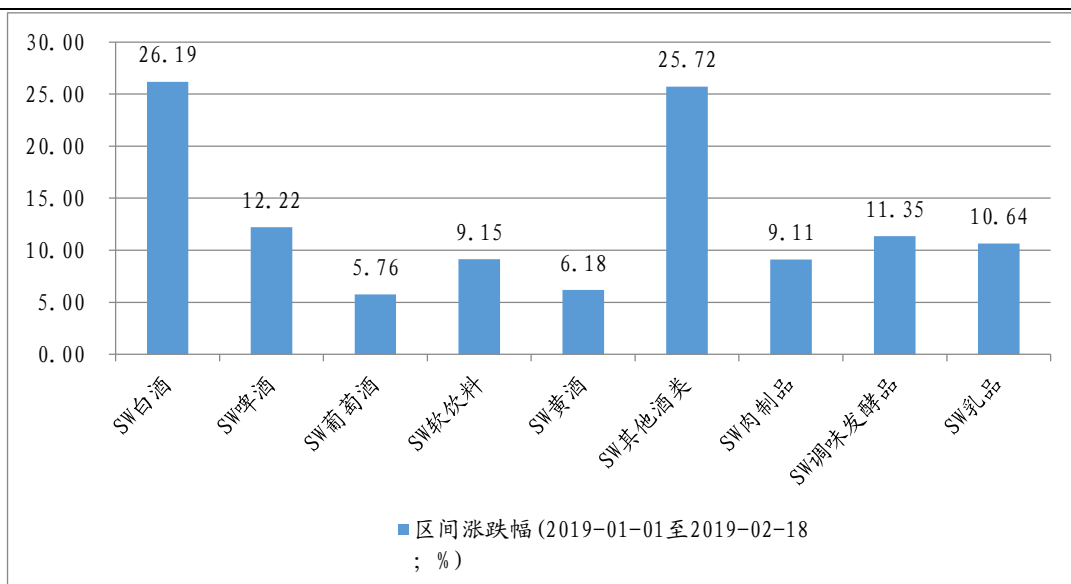


图表 56：食品饮料板块 12 个月行情



资料来源：中原证券 WIND

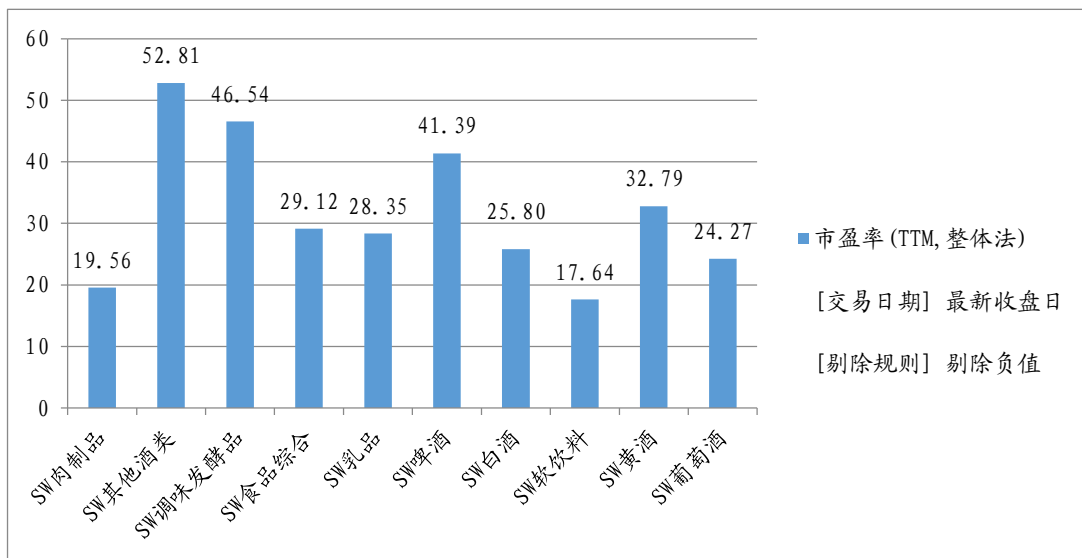
图表 57：食品饮料各子板块涨跌幅（2019-1-1 至 2019-2-18）



资料来源：中原证券 WIND

按照 2019 年 2 月 18 日的收盘价，白酒、啤酒、葡萄酒、黄酒、软饮料板块的市盈率分别为 20、35、26、34、17 倍；肉制品、调味品、乳制品、食品综合板块的市盈率分别为 18、40、26 和 28 倍。

图表 58：食品饮料板块估值



资料来源：中原证券 WIND

4. 投资建议

我们维持在 2019 年行业投资策略中的观点：食品饮料板块在 2019 年上半年的表现“强于大市”，其中，景气度较好的板块有：白酒、啤酒、软饮料、调味品、肉制品和食品综合。

投资组合：泸州老窖、水井坊、五粮液、山西汾酒、古井贡酒、老白干酒、今世缘、中炬高新、恒顺醋业、安琪酵母、承德露露、青岛啤酒。标的公司的业绩增长较为明确，支撑了当前的估值；业绩落实后，公司股价随业绩上行，是相对稳健的投资标的。

图表 59: 投资组合的期间收益率

股票	区间涨跌幅 (%; 2019-1-1 至 2019-2-18)	市盈率 (倍; TTM; 收盘日 2019-2-18)
泸州老窖	22.68%	22.21
水井坊	13.99%	29.41
五粮液	37.32%	22.35
山西汾酒	35.09%	29.2
古井贡酒	42.29%	24.79
老白干酒	18.93%	37.99
今世缘	33.61%	21.77
中炬高新	10.62%	46.79
恒顺醋业	15.29%	44.61
安琪酵母	6.38%	25.67
承德露露	6.59%	18.53
青岛啤酒	12.05%	48.49

资料来源: 中原证券

风险提示: 市场做多情绪集中爆发下, 板块估值迅速冲顶, 积累了回调风险。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或其他决定的唯一信赖依据。

