

王见鹿 行业分析师

执业编号: S1500517100001

联系电话: +86 21 61678591

邮箱: wangjianlu@cindasc.com

毕翘楚 研究助理

联系电话: +86 21 61678587

邮箱: biqiaochu@cindasc.com

产品提示:

【卓越推】为行业周产品,集政策前瞻、市场热点、行业深度挖掘于一体,对追求绝对收益的投资者有重要参考价值。

【卓越推】行业覆盖公司里优中选优,每期只推1-2只股票。每周更新,若荐股不变,则跟踪点评,若荐股变,则说明理由。

【卓越推】为未来3个月我们最看好,我们认为这些股票走势将显著战胜市场,建议重点配置。

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编: 100031

食品饮料行业

2018年12月10日

◆ **本周行业观点:** 中美贸易摩擦愈演愈烈,食品饮料板块供给端迎来挑战与机遇

1、西风东渐, 17年以来密集关税调整带动进口食品渗透率提升。

自2015年以来,为满足居民消费升级需要,合理增加与人民生活密切相关的一般消费品进口,我国已陆续降低了部分服装、箱包、鞋靴、特色食品和药品等消费品的进口关税,以刺激内需。

图1 我国2015年以来的历次关税调整



资料来源: 国家统计局, Kantar WorldPanel, Bain, 信达证券研发中心整理

从上图可以看出, 2017年起关税调整正式覆盖食品饮料板块, 且范围覆盖了近年来在市场中越来越常见的进口食品。

表格 1 2017 年起关税调整正式覆盖食品饮料板块

次数	时间	事件
1	2017 年 1 月	下调金枪鱼等海鲜 (12%↓6%)、坚果及果干 (24%-25%↓10%-20%)、酱油 (28%↓15%)、婴儿包装食品 (15%↓5%) 和婴儿配方奶粉 (15%↓5%) 的关税
2	2017 年 12 月	下调乳酪 (12%↓8%)、坚果和果干 (24%-25%↓7%-15%)、矿泉水 (20%↓10%)、婴儿包装食品 (5%↓2%) 和婴儿配方奶粉 (5%↓0%) 的关税
3	2018 年 7 月	下调烘焙食品 (20%-15%↓10%)、矿泉水 (10%↓5%)、其他酱料及调味品 (15%-21%↓12%)、酱油 (15%↓12%) 的关税
4	2018 年 11 月	下调活罗非鱼及金枪鱼 (10.5%↓7%)、果汁 (30%↓10%)、碳酸饮料浓缩汁 (35%↓12%) 和预调酒复合酒精 (20%↓12%) 的关税

资料来源：财政部关税司，信达证券研发中心

尽管降税在高价进口商品上体现得更突出，进口食品的价格虽有所下降，但幅度都不大；但这也意味着中国的食品行业更加开放，会有更多的进口食品丰富国人的选择。我们在下一节量化指标分析中会发现，不少曾经的“舶来”品，如坚果、宠物食品等在 18 年都在中国市场获得了销量的持续增长，而 A 股也有了对应的新兴子板块。

2、中西碰撞，中美贸易摩擦影响部分原材料成本，但也创造了市场缺口。

美国在今年试图通过单边的贸易协定来获得利于美国的贸易筹码，并对中国出口施以高关税。这一举措主要影响到了我国的外向型加工企业，（除以出口为主的宠物食品加工板块以外，）对满足内需的食品饮料板块影响甚微。但中国对美国的“232 措施”、“301 调查”加征的报复性关税则可能影响我国自美进口的如谷物、大豆、禽肉、奶酪、乳清粉等主要原材料成本。

表格 2 涉及中国报复性关税的美国主要出口产品金额及其占比（按 2017 年全年金额核算，千美元，%）

产品	中国		美国出口份额占比 (%)	美国对世界出口份额
	301 条	232 条		
猪肉	1,159,490	1,159,490	40.39	5,741,581
鱼和甲壳类	1,315,211	-	26.51	4,961,239
奶酪	60,235	-	4.14	1,455,235
苹果	45,483	45,483	9.33	975,245
咖啡	-	-	-	657,045
高粱	956,179	-	93.13	1,026,675
大豆	13,934,014	-	64.54	21,591,012
酱汁	-	-	-	1,670,744
葡萄酒	-	74,794	5.04	1,482,662
威士忌	8,934	-	0.68	1,318,025
化妆品	-	-	-	1,454,871
纸巾	-	-	-	807,859
钢	-	115,226	0.58	19,997,521

铝	-	833,565	9.31	8,957,762
汽车及零部件	12,941,830	-	19.72	65,616,249
摩托车	-	-	-	1,100,784
摩托车和游艇	-	-	-	1,530,684
小计	30,421,376	2,228,558	23.26	140,345,193

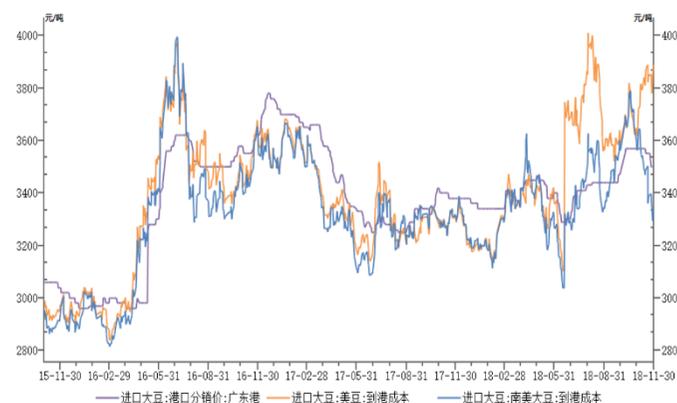
资料来源: PIIE, Trademap.org, Eurostat, 信达证券研发中心整理

由上表可见, 2017年, 中国购买了美国 65% 的大豆、93% 的谷物高粱、27% 的海鲜以及 20% 的汽车和零部件出口。而这些品类目前都征收 25% 的额外关税, 使得国内企业的采购成本激增。

以对调味品企业的成本影响为例, 核心酱油企业的大豆占总生产成本的比例约在 16%-26%。由于我国大豆产值效率较低, 而进口大豆成本优势明显, 国内消费的大豆中近 90% 来源于进口。1H18 以来, 美豆的到港成本由约 3400 元/吨跃升至接近 4000 元/吨, 增速达 17.6%; 近期小幅下降至 3800 元/吨。尽管中国企业试图转通过采购南美大豆降低成本, 但是港口到岸价仍呈上行趋势, 达到 3500 元/吨, 月采购均价相比去年同期增长约 5%。

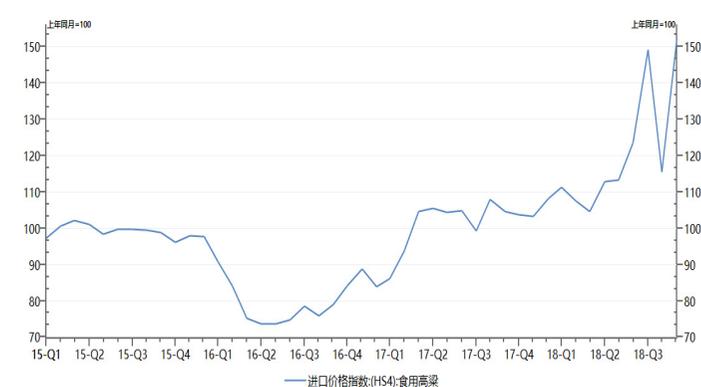
另一重要谷物高粱是饲料和酿酒的主要原材料。2017 年中国高粱需求量 890 万吨, 其中 506 万吨来自进口, 进口依存度约为 57%, 其中进口量的 94% 来自美国。1H18 以来, 高粱的进口价格指数由 108.2 上升至当前的约 152.2, 增速达 44%。月采购均价相较去年同期增长约 46%。由于白酒行业盈利能力较强, 高粱成本小幅度上升对其利润影响极其有限, 所以我们认为对白酒上市公司的影响不大。另外, 高粱还是饲料的原材料。饲料将会由于成本上升增加替代品玉米的需求, 但因玉米消费 (2.2 亿吨), 相对高粱 (890 万吨) 体量大, 所以此数量级别的替代对玉米行业影响有限, 于是, 玉米价格波动小且饲料价格也将影响有限。

图 2 过去 36 个月大豆采购成本 (元/吨%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3 2015 年至今高粱采购成本指数



资料来源: 中国连锁经营协会, BCG, 信达证券研发中心

贸易摩擦也带来了部分进口缺口, 如进口葡萄酒、进口婴幼儿奶粉和进口宠物食品等。前两大品类可以从海关数据直接监控

到进口量增速自 18 年下半年急速下挫，有悖此前的上行趋势，我们判断增长缺口可能与产自美国商品份额大幅下降有关。

图 4 葡萄酒进口量增速由正转负 (%)



资料来源：中国海关，Wind，信达证券研发中心

图 5 啤酒进口量增速大幅放缓



资料来源：中国海关，Wind，信达证券研发中心

进口宠物食品则是通过农业部和海关总署发布的《宠物饲料管理办法》（农业农村部 2018 年 20 号公告）予以管控。办法明确，进口宠物食品（尤其是来自于美国的动物源性宠物食品）需要取得进口饲料登记证方可在国内销售，范围涵盖宠物配合饲料、宠物添加剂预混合饲料和宠物零食。办法还要求，向中国境内出口的宠物饲料，需要符合农业部（MOA）和海关总署（GACC）的各项监管和备案要求，完整流程约需近 1 年时间。

根据海关总署目前公布的准入名单，符合资质要求的仅有 17 个国家 89 家企业，占在售企业总数的仅约 10%。这一门槛无疑更利于本土宠物食品生产商发展和扩张。

自 2013 年以来，美国就是我国宠物食品进口的最大来源国，截止 2017 年，我国宠物食品进口额达到 3.53 亿美元，同比增速 20.8%；其中来自美国的进口额达到 1.15 亿美元，同比增速 33.8%，占比 32.6%。

图 6 2013-2017 年宠物食品进口金额及增速 (千美元,%)

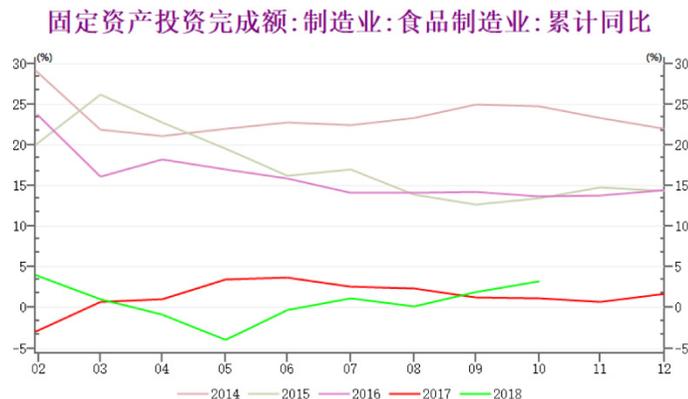


资料来源：中国海关，Trademap.Org，信达证券研发中心整理

3、行业运营成本进一步提高，企业盈利能力退化。

随着食品饮料工业化进程的加快、对物流升级需求的持续提升、以及环保、安全等要求趋严，整体来看，行业的固定资产投资有了更高的要求。但整体来看，食品饮料行业的固定资产投资增速自 2017 年以来便在低位徘徊，主要因为在金融去杠杆大背景下，部分中小企业难以继续跟上升级进程，利润增速下降、亏损面进一步加大。

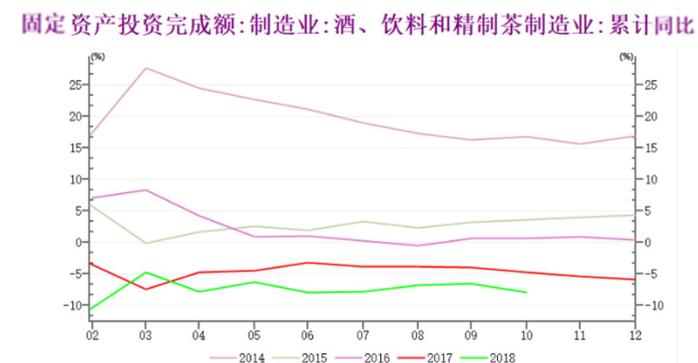
图 7 食品加工板块固定资产投资增速低迷 (%)



资料来源：Wind，信达证券研发中心

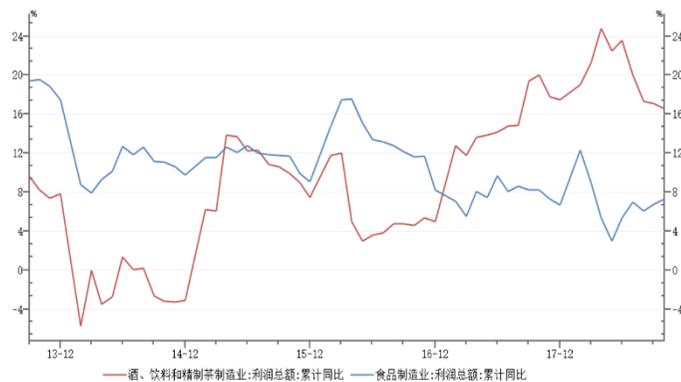
图 9 18 年饮料板块盈利能力优于食品加工，但趋势下滑 (%)

图 8 饮料板块固定资产投资增速弱于 2017 年 (%)

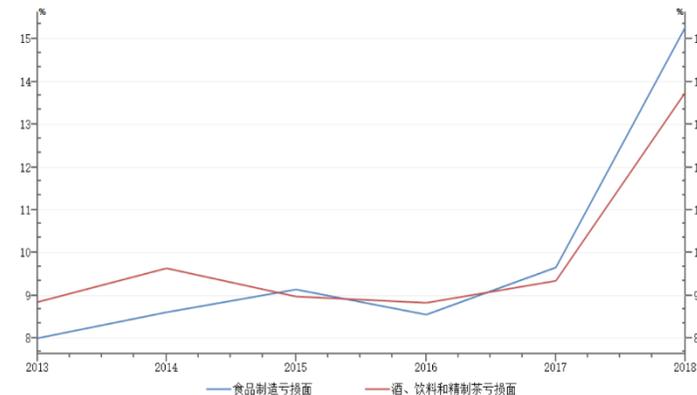


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 10 2018 年食品加工和饮料板块亏损面大幅增加 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

4、国内迎来挑战和机遇

由于中美贸易摩擦愈演愈烈,很大程度上给食品饮料板块的供给端带来了前所未有的不确定性。这一方面是由于我国食品饮料企业主要集中在全球食品加工链上的中间或下游环节,上游原材料供给的波动很容易形成成本压力;但另一方面,我国新一代消费者对舶来饮食文化越来越接受,且持续降低的关税也使进口食品渗透率提高(如宠物主粮、坚果及果干、高端乳制品等);一旦某些终端产品进口量下降,是国内企业抢占市场份额难能可贵的机会。

随着 G20 峰会在 11 月 30 日召开,中美两国元首会晤洽谈,延缓中国 2,000 亿出口产品加征更多关税。尽管我们对会晤结果保持乐观预期,即美方对中国商品的关税有可能在 19 年继续维持 10%甚至取消,但也判断今年以来的贸易摩擦对双边进出口关系的负面影响不会短期恢复。这意味着对食品饮料板块的投资也需要有应对供给端变化的中期机制。

5、风险提示: 因经济环境恶化导致中国葡萄酒消费量下滑的风险;新渠道拓展可能造成市场费用增加的风险;国内进口关税或其他税费调整可能影响企业竞争力的风险;食品安全问题爆发;国内产区受灾导致生产成本上升的风险。

- ◆ **本期【卓越推】**：广州酒家（603043）。

广州酒家（603043）

（2018-12-07 收盘价 25.64 元）

➤ **核心推荐理由：**

- 1、**公司持续发力食品制造板块，五年内产能有望实现双倍增长。**据我们测算，公司当前食品制造产能约 3.0 万吨，而到 2023 年的未来 5 年内，其产能将至少达 8.9 万吨，平均复合增速 20.0%——其中，上市募投项目总投资 2.78 亿元，对应新增产能合计 2.55 万吨；此次两起对外投资项目则合计贡献至少 3.6 万吨。速冻是公司扩产最快的子品类，待完全达产后产能对应 5 万吨，主营广式速冻蒸点，实质上是广州酒家餐饮场景的延伸，和其他传统速冻品牌形成差异化竞争，当前产品供不应求。我们认为，随着公司产能提升，其有望成为速冻蒸点新龙头的有力竞争者。根据欧睿，2017 年我国速冻蒸点销量增速约为 1%，较 2016 年的-2.9%有所反弹，整体销售规模约 55 万吨，公司 5 万吨产能如充分利用，将在行业中拥有一定话语权和定价权。
 - 2、**有别于其他盲目扩张企业，公司扩产有备而来。**从产业链的角度来看，公司是我国湘潭寸三莲的主要采购企业，在湘潭已有莲子采购基地。14-16 年，其莲子采购量均超过 1000 吨，增速由 9.6% 上升至 12.2%，主要用于公司的月饼、速冻等产品。因此，公司本轮选择在湘潭设厂扩产，投向之一是 6000 吨/年的馅料产品，一方面是基于其对产地的熟悉，另一方面是出于整合产业链、就近采购、平滑成本的考虑，有望进一步提升其下游产品毛利率。异地扩张也是公司逐步实施地产地销的路径之一。从公司运营的角度来看，在 17-18 年这一轮密集投产之前，公司账面现金流充裕，甚至维持了较为保守的发展策略。13-17 年 9 月末公司剔除募资后的货币资金由 5.27 亿增长至 11.43 亿元，而考察公司持续投资能力的净营运资本（剔除超额现金）持续为负，仅在 2017 年 6 月才转正。我们因此判断公司此轮扩张是经过谨慎思考的，且将有充足的现金作为保障。
- **盈利预测和投资评级：**我们预计广州酒家 2018-2020 年 EPS 为 1.10 元、1.36 元和 1.44 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 产能受限；2) 跨省经营有待考验；3) 人力成本密集，自动化率有待提高；4) 限制餐饮消费政策出台对公司有打击；5) 员工激励机制有待加强；6) 食品安全风险；7) 募投项目达产不及预期；8) 解禁风险。
- **相关研究：**《20180313 广州酒家（603043）餐饮全产业链布局，新版图蓄势待发》，《20180320 广州酒家（603043）利口福公司两地扩产，产能有望实现双倍增长》，《20180417 广州酒家（603043）17 年盈利超预期，产能释放有望带动收入、利润同步增长》，《20180830 广州酒家（603043）食品板块突破产能瓶颈，增速提效；还待股权激励落地进一步激发潜能》，《20181102 广州酒家（603043）月饼销售良好，盈利超预期；股权激励有望进一步激发潜能》。

研究团队简介

王见鹿，食品饮料行业分析师。多国留学背景，先后于新加坡华侨初级学院及英国华威大学求学，主修经济、政治及国际关系学。回国后在某大型商业地产开发集团投资部工作，先后参与了多家上市或非上市企业的股权投资及并购重组业务，所涉及行业包括商业地产、文化旅游、装备制造、消费零售及金融服务等。2015年4月正式加入信达证券研究开发中心，从事食品饮料和炼化行业研究。

毕翹楚，研究助理，复旦大学硕士，2017年7月加入信达证券研发中心，从事食品饮料行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。