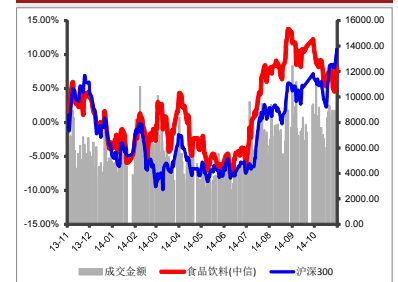


## 沪港通可带来行业短期机会，中长期仍然看淡

中性（维持）

市场表现 截至 2014.11.11



### ㊦ 上周回顾

上周大盘震荡调整，食品饮料板块大幅杀跌，板块整体涨幅为-2.60%，跑输沪深300（-0.25%），在中信一级行业中位列倒数第一。细分板块方面，白酒、葡萄酒、乳制品回调幅度较大，跌幅分别达-3.58%、-3.75%、-3.96%，仅有黄酒和调味品板块分别上涨0.84%、1.46%。个股方面，会稽山、龙大肉食、今世缘等次新股上涨较多，涨幅分别达9.89%、6.45%、2.85%。皇氏乳业则由于重组进入传媒行业大幅上涨，涨幅达19.19%。茅台、古井贡、张裕、伊利等权重股下跌较多，跌幅分别达5.51%、4.88%、6.16%、5.88%。

### ㊦ 行业信息

南方食品推出股权激励计划。

三元股份收到政府补贴5673.53万元。

双塔食品、百润股份、顺鑫农业、三全食品、泸州老窖接受机构投资者调研。

### ㊦ 数据更新

53度飞天茅台850元，52度粮液570元。10省主产区原奶平均价3.88元/公斤，环太平洋乳品价格继续下跌。生猪平均价格13.73元/公斤。

### ㊦ 投资建议

沪港通可带来行业短期机会，中长期仍然看淡，关注乳业局势。近期食品饮料行业持续走弱，再度印证了我们前期看淡行业的判断。沪港通确定于11月17日开闸，食品饮料板块中的优质消费龙头是外资青睐的对象，也是港股中没有的稀缺标的，沪港通可能会使这些股票带来一波短期热炒。但中长期来看，我们仍然认为行业整体机会不大，白酒行业整体复苏时机未到，股价应以持续回落为主，随着经济指标的不断恶化，白酒行业存在再创新低的可能性。肉制品方面，龙头企业长期成长逻辑不通畅，随着猪价的不不断上涨业绩增长压力较大。其他小食品股去年一波大涨以来已成为高估值高价股，难以有超越大盘的表现。值得关注的是乳业板块，从销售端来看，今明两年行业仍可以维持10%以上的稳定增长，从成本端来看，原奶价格的回调无疑将增厚毛利水平，一旦政治风险明朗，股价上涨空间将比较足。

### ㊦ 风险提示

食品安全风险，三公限制政策的不确定性，原材料价格波动风险。

分析师：王晗

执业证书号：S1490514030001

邮箱：wanghan@hrsec.com.cn

电话：010-58565091

证券研究报告

## 目 录

一、市场表现.....	4
二、行业与公司信息.....	6
三、本周行业数据.....	10
四、投资建议.....	13
五、风险提示.....	13

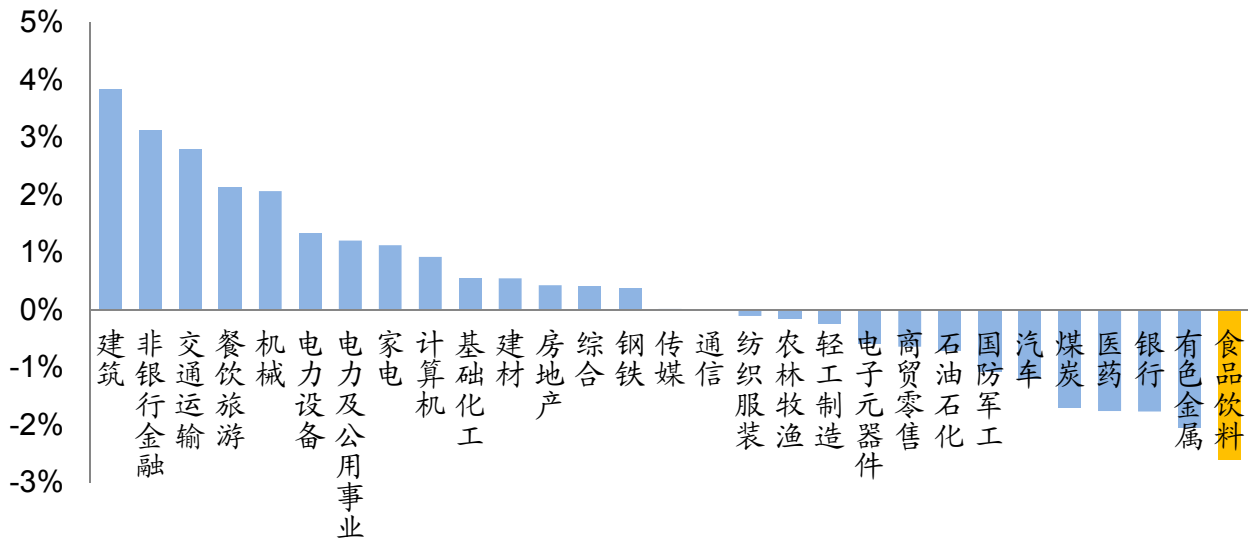
## 图表目录

图表 1: 各行业一周涨跌幅.....	4
图表 2: 各细分板块一周涨跌幅.....	4
图表 3: 主要食品饮料公司周涨跌幅情况.....	5
图表 4: 其他食品饮料公司周涨跌幅情况.....	5
图表 5: 茅台价格走势.....	10
图表 6: 五粮液价格走势.....	10
图表 7: 生猪、猪肉价格走势.....	11
图表 8: 猪价、猪粮比价走势.....	11
图表 9: 国际乳品交易价格走势.....	12
图表 10: 国际原奶收购价格走势.....	12

## 一、市场表现

上周大盘震荡调整，食品饮料板块大幅杀跌，板块整体涨幅为-2.60%，跑输沪深300（-0.25%），在中信一级行业中列位倒数第一。

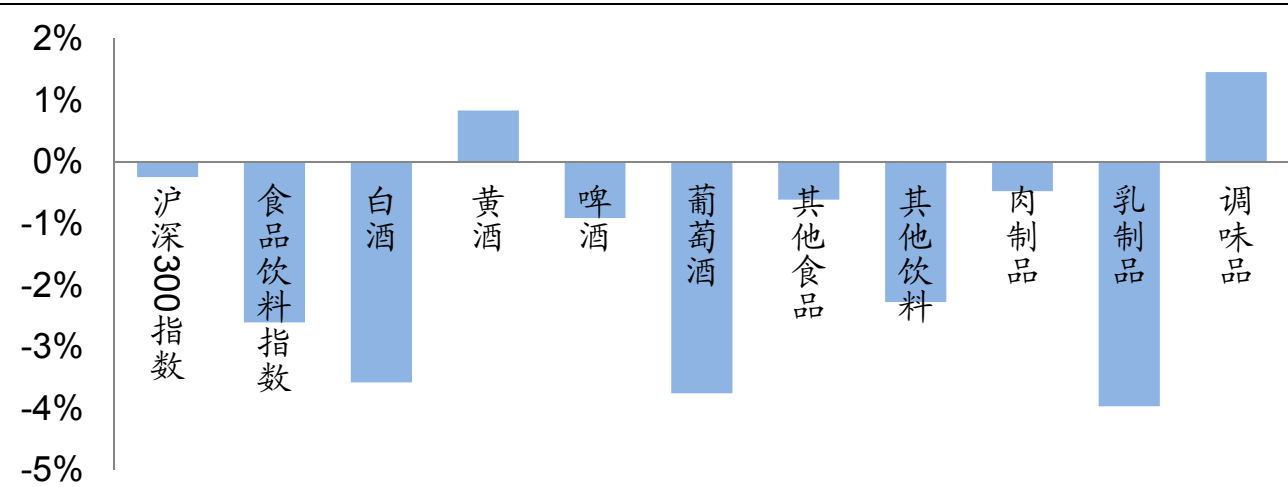
图表 1：各行业一周涨跌幅



数据来源：Wind，华融证券整理。

细分板块方面，白酒、葡萄酒、乳制品回调幅度较大，跌幅分别达-3.58%、-3.75%、-3.96%，仅有黄酒和调味品板块分别上涨 0.84%、1.46%。

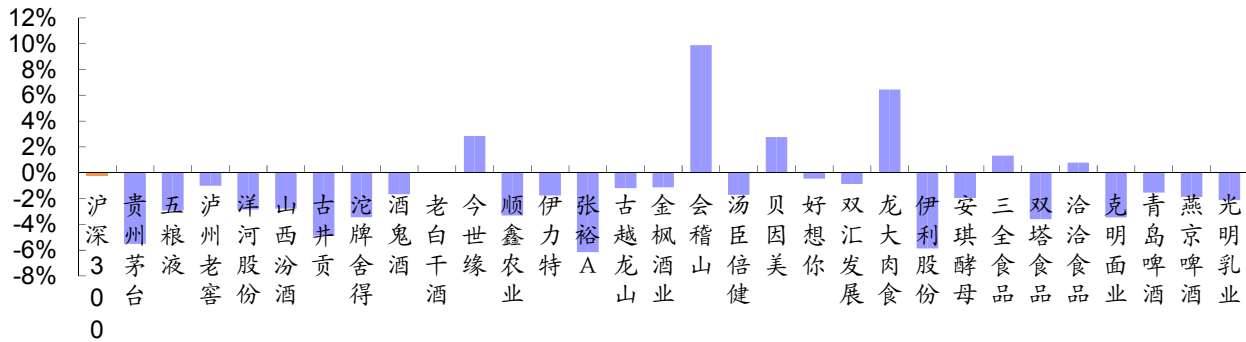
图表 2：各细分板块一周涨跌幅



数据来源：Wind，华融证券整理。

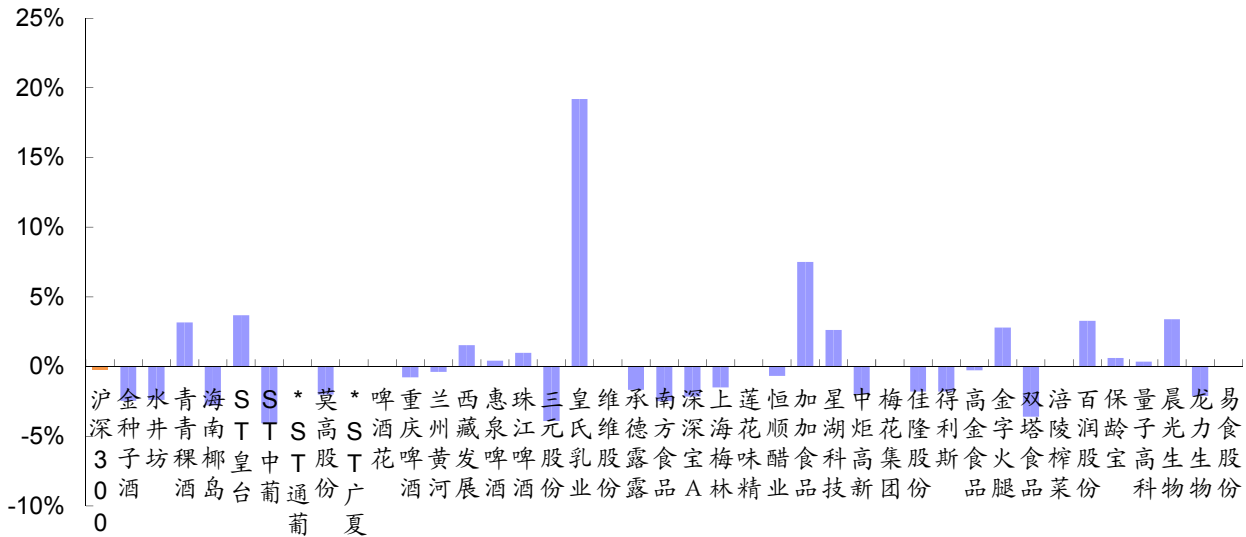
个股方面，会稽山、龙大肉食、今世缘等次新股上涨较多，涨幅分别达 9.89%、6.45%、2.85%。皇氏乳业则由于重组进入传媒行业大幅上涨，涨幅达 19.19%。茅台、古井贡、张裕、伊利等权重股下跌较多，跌幅分别达 5.51%、4.88%、6.16%、5.88%。

图表 3: 主要食品饮料公司周涨跌幅情况



数据来源: Wind, 华融证券整理。

图表 4: 其他食品饮料公司周涨跌幅情况



数据来源: Wind, 华融证券整理。

## 二、行业与公司信息

**双塔食品接受机构投资者调研。**1、公司 2014 年三季度业绩略低于市场预期原因：主要原因是三季度期间，胶东地区干旱缺水导致开工率和产能利用率不足，影响第三季度生产经营。公司生产工艺主要以生物发酵工艺为主，生产过程中需水量较大。2、公司食用菌以什么品种为主：目前公司食用菌主要以金针菇、香菇为主，根据市场情况调节生产品种，采用金针菇、香菇轮种模式，最大限度利用生产设备和厂房，实现食用菌效益最大化。3、公司在原料源头上是如何规划的：公司未来将从源头开始，建立自己的基地。随着全球豌豆加工量上升，未来原料供给和价格波动风险加大。前不久公司通过合资方式在加拿大设立子公司，主要进行豌豆及其他谷物的收购、收储、处理加工、转运出口贸易等业务。有利于公司进一步加强源头控制、了解行情、开展豌豆贸易、降低成本、确保源头安全，巩固公司在行业中的绝对竞争优势。4、豌豆蛋白与其他植物蛋白、动物蛋白相比有哪些优势：豌豆蛋白的主要优势是非转基因、无激素、无过敏原、零胆固醇、零脂肪，而动物蛋白存在潜在的致病风险。豌豆蛋白属于完全蛋白质，富含人体必需的 8 种氨基酸。5、公司未来发展方向：公司未来将主要围绕主业，在豌豆深加工上做文章，围绕循环产业链做文章，打造以粉丝、蛋白、淀粉、膳食纤维、用菌为主要产品的封闭产业链条。6、目前豌豆蛋白价格是否稳定：目前豌豆蛋白价格相对比较稳定。7、目前豌豆蛋白的主要销售市场在哪里：目前公司豌豆蛋白主要销往欧美市场，国内市场也有销售，正处于市场开拓初期。目前豌豆蛋白主要应功能蛋白粉、植物蛋白饮料、氨基酸补充剂、功能多肽加工、烘焙食品、宠物食品、肉制品等领域。8、未来豌豆蛋白的市场发展趋势如何：目前全球豌豆蛋白产能有限，由于豌豆蛋白自身具有的优势，未来豌豆蛋白存在较大的市场缺口，将会在更多健康食品应用领域替代其他植物蛋白。9、公司未来在上下游整合上有什么规划：公司将通过上下游整合，完善产业链，提升公司的整体发展实力和发展空间。10、公司在大力发展豌豆蛋白的同时，豌豆淀粉如何消化：高端纯豆粉丝是公司未来主要产品系列，毛利率较高。公司生产的豌豆淀粉将主要用于自身生产粉丝，同时还可以将淀粉销售给其他粉丝生产企业。（资料来源：公司公告）

**百润股份接受机构投资者调研。**1、什么是预调酒：预调鸡尾酒指预先调配并预包装出售的鸡尾酒产品（英文名为 Ready-to-drink，简称 RTD），是一种以朗姆、伏特加、威士忌、白兰地等洋酒做基酒，加上橙、柠檬、苹果等各种果汁调配而成的低度饮料酒，产品的主要用途为供消费者日常饮用。2、巴斯克酒业的地位如何：巴斯克酒业目前是预调鸡尾酒行业的龙头企业之一，根据上海市酿酒专业协会的数据，巴斯克在国内的市场占有率由 2013 年的约 20%左右逐渐增加至 2014 年的约 40%左右。3、和竞争对手相比较，巴斯克

有什么优势：经过十多年的积累，巴克斯酒业已逐步在品牌、质量安全控制、营销等方面形成了先发优势和核心竞争力，这些竞争优势使得巴克斯酒业能够在快速发展的预调鸡尾酒市场中继续保持领先地位。

4、预调酒的未来的市场容量有多大：目前国内数据较少。报告书中主要引入亚洲、日本的统计数据。预调鸡尾酒低酒精度、饮用方便、色彩丰富、口味多样，迎合消费者的各种嗜好，面向大众消费群体，属于快速消费品，从而具有不随宏观经济明显波动的防御性，明显区别于中国传统酒类形象，使其成为酒类行业细分市场的一个新亮点。从历史上看，快速消费品行业新品类的诞生，往往会带动整个行业的发展，同时众多企业的参与也会为整体行业的增长推波助澜，大大提升行业的热度和广大消费者的关注度。

5、巴克斯酒业第三季度销售情况如何：从全年来看，巴克斯酒业应该能完成预测的全年 2.2 亿净利润的经营目标。

6、RIO 是巴克斯酒业的自有品牌吗：巴克斯酒业的“RIO（锐澳）”品牌通过多年的发展和经营，已获得了消费者的广泛认可，品牌的知名度较高。巴克斯酒业就自身运营的重要商标均进行了注册登记，并安排了持续的品牌营运方案和支持团队。随着巴克斯酒业自身主营业务加强，并配合相应的品牌宣传策划方案，不断提高“RIO（锐澳）”品牌的知名度和影响力。

7、预调酒的销售有没有季节性：预调鸡尾酒行业整体规模基数低，处于快速发展阶段，目前暂时没有表现出明显的季节性特征。此外，重要的节日期间，特别是我国传统节日，由于居民探亲访友、家庭聚餐活动较多，日常餐饮消费集中释放，饮料酒消费会出现高峰，也会形成节日前逐渐升温节日后逐渐回落的节日效应。

8、预调酒主要在哪里销售：预调鸡尾酒属于酒行业的一个新兴品类，没有固有的区域性发展传统。预调鸡尾酒目前已经实现在一、二线城市的商场超市、娱乐场所和便利店的广泛销售，并逐步实施向全国的市场积极拓展中，目前暂时没有明显的区域性特征。（资料来源：公司公告）

**南方食品推出股权激励计划。**股权激励计划标的股票数量为 790 万股南方食品 A 股股票，占股本总额的 2.53%，其中首次授予 711 万股，预留 79 万股。股票来源为南方食品向激励对象定向发行新股。激励对象为公司董事（不包括独立董事）、中高级管理人员，以及公司认定的公司骨干（管理、技术、销售）人员等，均为对公司经营业绩和未来发展有直接影响的中高层管理人员和核心业务人员，授予价格为 7.91 元。业绩考核指标：以 2014 年公司营业收入（食品业）为基数，2015 年营业收入（食品业）增长率不低于 30%；扣除非经常性损益后的净利润不低于 15,000 万元；2016 年营业收入（食品业）增长率不低于 69%；扣除非经常性损益后的净利润不低于 20,000 万元；2017 年营业收入（食品业）增长率不低于 120%；扣除非经常性损益后的净利润不低于 25,000 万元。（资料来源：公司公告）

**顺鑫农业接受机构投资者调研。**2014 年 1-9 月份公司实现营业收入 71 亿元，同比增长 8.86%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.82 亿元，同比增



长 77.69%。其中白酒业务发展良好，营业收入和净利润进一步提高。围绕“1+4+5”亿元市场布局，公司继续巩固现有优势，同时积极开拓其他外埠市场。牛栏山酒厂研发中心项目预计 2016 年底全部完成，其中部分已投入使用。公司将继续推新品、调结构，促使公司白酒产业实现更好的发展。猪肉业务受猪价影响，营业收入有所下降，但公司整个猪肉产业链（种猪繁育—商品猪养殖—生猪屠宰—肉制品加工）仍然具有不错的盈利能力。面对生猪价格的调整，公司继续进行精细化管理降低成本，充分利用 4 万吨冷库的调节作用，进行反周期操作。未来公司将进一步完善猪肉产业链，使其更具抗风险能力和盈利能力。为有效落实公司做大做强主业的发展战略，公司将积极、谨慎、稳步的进行业务调整，逐步剥离非主营业务，扩大主营业务，促使公司更快实现“主业突出、业务清晰、同业整合、价值实现”的目标。（资料来源：公司公告）

**三全食品接受机构投资者调研。** 1、公司目前冷链物流的结构和情况：公司物流结构分为干线物流和支线物流，干线物流全部来自第三方，支线物流一部分依靠自有车队，现在社会第三方比较发达，在旺季的时候公司会和第三方合作。2、公司目前以速冻行业为主，以后会不会涉入到其他行业中去：公司二十几年的发展都是围绕主业的。今后的发展中我们将继续围绕老百姓日常生活的一日三餐，提供安全、方便、可口的速冻、常温等食品，使老百姓在享受美食的同时，有更多的闲暇时间去享受生活。3、同行竞争中，你们的优势是什么：公司依托产品、品牌、渠道和技术等方面的优势，在国内的市场占有率连续多年位居行业第一。公司经过多年的品牌培育，在消费者中树立了良好的信誉，赢得了消费者的普遍信赖和认可，拥有了庞大的具有相当品牌忠诚度的顾客。（资料来源：公司公告）

**泸州老窖接受机构投资者调研。** 1、关于股权激励，员工持股，国企改革方面公司是否有计划：认真研究，密切关注国家政策，目前暂无具体计划。2、预计行业调整还会持续多长时间，公司什么时候能够走出调整：为了应对本次调整，行业正在向大众消费转型，转型需要一个过程，目前尚未出现产业资本大规模退出的情况，未来还有很多不确定性。就泸州老窖而言，能否在短期内回升目前还无法判断。3、三季度业绩不好是不是因为清理库存的原因：1573 在渠道上还有一部分库存，但按公司历来的渠道库存要求来说已经接近合理，三季度业绩反映了公司真实的经营情况。4、今后国窖 1573 恢复主要靠什么：合理定位，塑造品牌，夯实基础。5、泸小二的推广情况，电商方面情况如何：泸小二主要目标群体是年轻人，产品适应他们的消费心理，为未来公司中高档产品培育潜在消费者，其推广达到预期目标。电商方面，目前在公司，乃至行业来说销售占比还非常小，但是公司对电子商务长期看好，已经投入不少资源。（资料来源：公司公告）

**三元股份收到政府补贴 5673.53 万元。** 除公司 2014-045 号公告及 2014

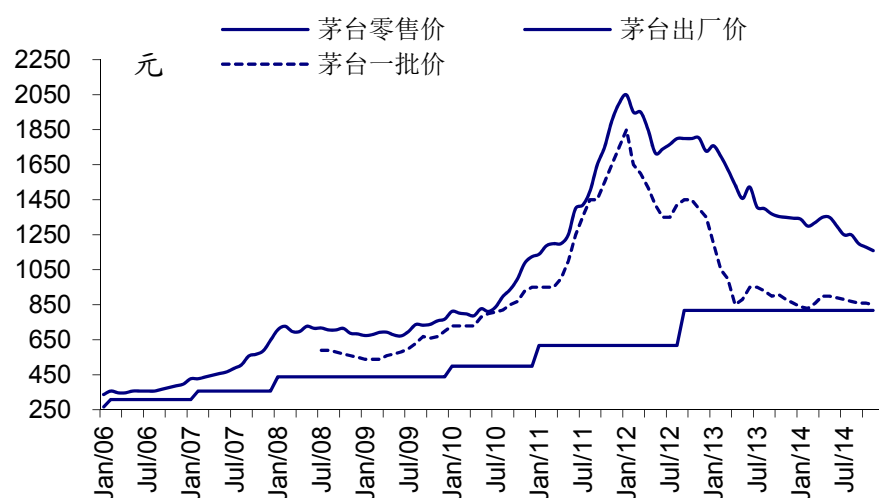


年半年度报告中披露的政府补助外，自 2014 年 8 月 12 日至本公告日，公司及全资、控股子公司陆续收到各类政府补助资金 5,673.53 万元。（资料来源：公司公告）

### 三、本周行业数据

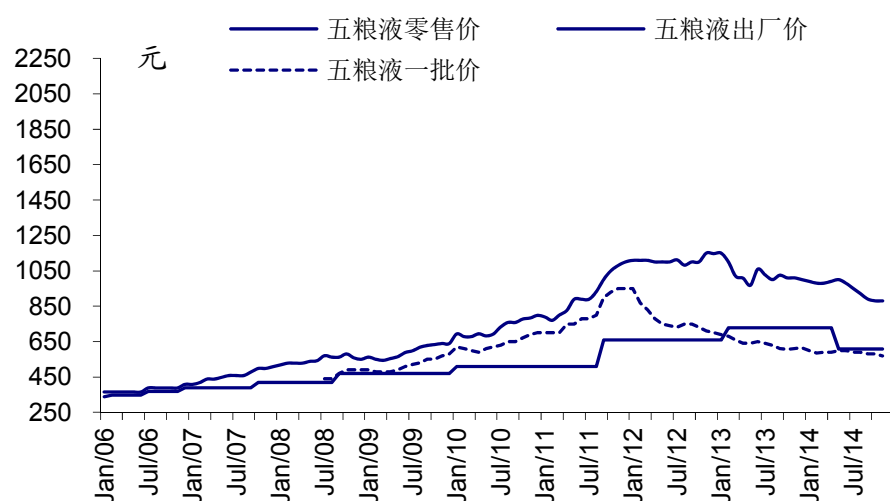
临近双十一，由于电商渠道对零售价的下压，高端酒类批发价近期略有下滑。目前 53 度飞天茅台一批价为 850 元(上周 860 元)，52 度粮液 570 元(上周 580 元)。

图表 5: 茅台价格走势



数据来源：公司公告，华融证券整理。

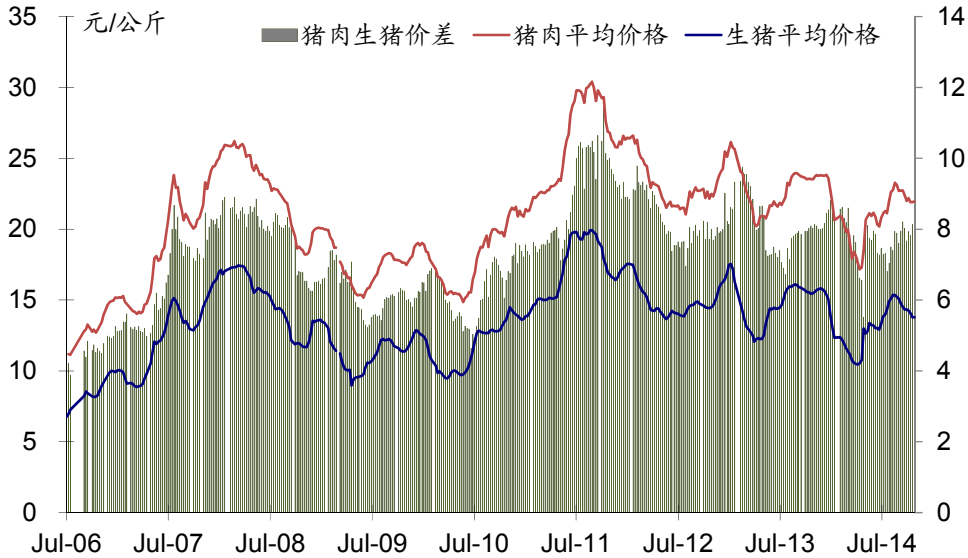
图表 6: 五粮液价格走势



数据来源：公司公告，华融证券整理。

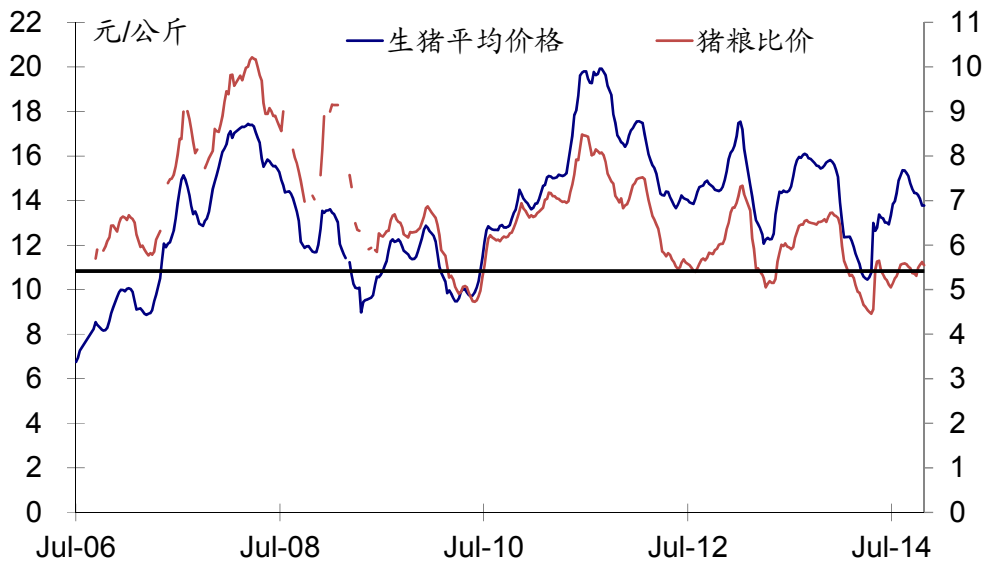
十一过后猪价持续回落，近期猪价略有反弹，目前生猪存栏不足，后续猪价继续上涨概率较大，目前生猪平均价格 13.73 元/公斤(上周 13.78 元/公斤)，猪肉平均价格 21.97 元/公斤(上周 21.91 元/公斤)，猪粮比价 5.62(上周 5.55)。

图表 7: 生猪、猪肉价格走势



数据来源：农业部，华融证券整理。

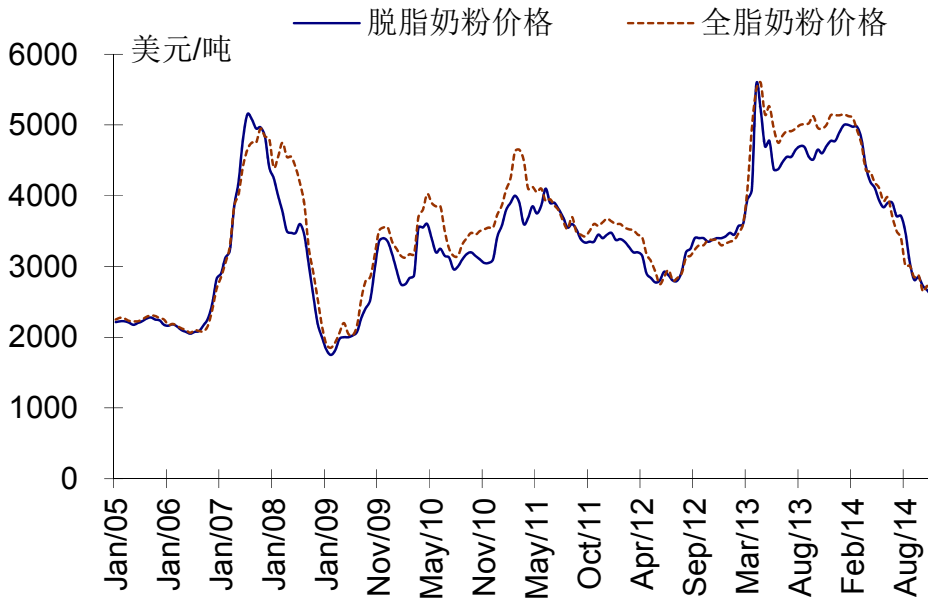
图表 8: 猪价、猪粮比价走势



数据来源：农业部，华融证券整理。

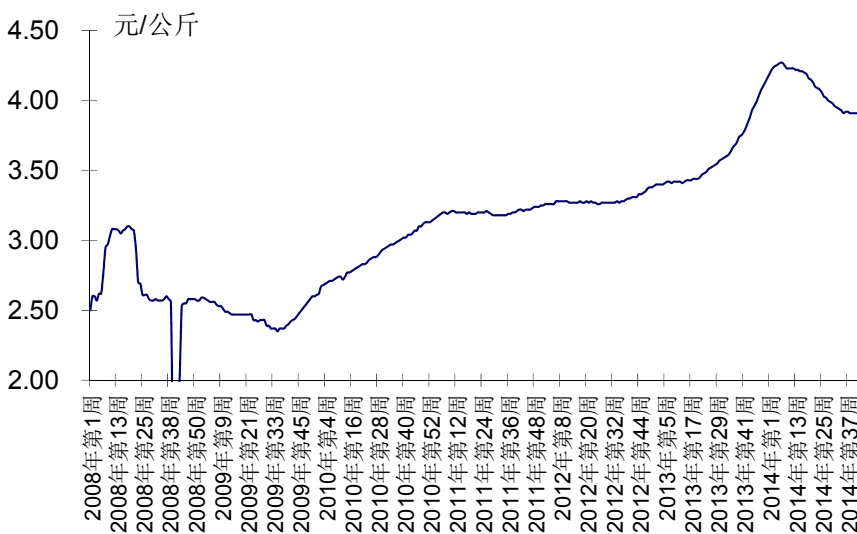
奶价跌势仍然不止，国内原奶收购价回落至 3.88 元/公斤（上周 3.91 元/公斤），环太平洋交易价脱脂奶粉为 2575 美元/吨，全脂奶粉为 2638 美元/吨。

图表 9：国际乳品交易价格走势



数据来源：USDA，华融证券整理。

图表 10：国际原奶收购价格走势



数据来源：农业部，华融证券整理。

#### 四、投资建议

沪港通可带来行业短期机会，中长期仍然看淡，关注乳业局势。近期食品饮料行业持续走弱，再度印证了我们前期看淡行业的判断。沪港通确定于 11 月 17 日开闸，食品饮料板块中的优质消费龙头是外资青睐的对象，也是港股中没有的稀缺标的，沪港通可能会使这些股票带来一波短期热炒。但中长期来看，我们仍然认为行业整体机会不大，白酒行业整体复苏时机未到，股价应以持续回落为主，随着经济指标的不断恶化，白酒行业存在再创新低的可能性。肉制品方面，龙头企业长期成长逻辑不通畅，随着猪价的不不断上涨业绩增长压力较大。其他小食品股去年一波大涨以来已成为高估值高价股，难以有超越大盘的表现。值得关注的是乳业板块，从销售端来看，今明两年行业仍可以维持 10% 以上的稳定增长，从成本端来看，原奶价格的回调无疑将增厚毛利水平，一旦政治风险明朗，股价上涨空间将比较足。

#### 五、风险提示

食品安全风险，三公限制政策的不确定性，原材料价格波动风险。

## 投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15% 以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5% 以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5% 到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5% 到 5% 内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5% 以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15% 以上		

## 免责声明

王晗，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

### 华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010 - 58568159      网址：[www.hrsec.com.cn](http://www.hrsec.com.cn)