

行业研究:食品饮料

行业景气度回升 重点关注白酒龙头

——食品饮料行业点评

华龙证券

研究员:孟 洁

执业证书编号:S0230210070008

TEL:0931-4890003

EMAIL:daocaozhu@163.com

经纪业务管理总部
研究部

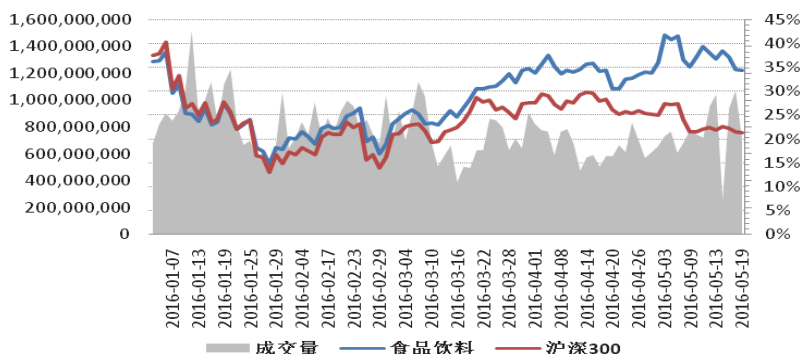
投资要点:

- ❖ 自 2016 年年初以来(截至 2016 年 5 月 20 日)食品饮料板块表现抢眼,明显优于大盘,也是今年以来表现最好的子行业。年初至今申万食品饮料指数下跌 4.77%,同期沪深 300 下跌 17.08%,板块跑赢大盘 12.31 个百分点,在申万行业 28 个一级行业中位列第 1 位。
- ❖ 估值整体较低,具有较高的安全边际。截至 2016 年 5 月 19 日,食品饮料板块市盈率为 25.88 倍,在所有行业中处于上游水平,板块内股票平均市盈率为 16.73,相对 A 股的溢价率为 54.69%,也处于历史低位。在申万 28 个一级行业中排名第九,因此从绝对或相对估值看,食品饮料板块目前拥有较高的安全边际,防御性较强。
- ❖ 行业景气度回升,出现弱复苏迹象。2016 年以来,大盘指数不断调整下挫,而食品饮料板块逆势而为,整体表现居各板块首位。根据 2016 年一季报的表现来看,食品饮料板块业绩预期较为明朗,尤其是肉制品和酒类带动整体板块业绩增长。同时今年一季度开始,基金对于食品饮料板块的配置在明显提升。
- ❖ 白酒行业复苏较为确定。2015 年开始白酒行业盈利水平逐步改善,大部分公司营业收入、净利润实现正增长,并且呈现加速增长态势,多数公司毛利率、净利润率也稳步提升,期间费用率明显下滑,各项重要指标均好于预期。
- ❖ 乳制品:奶价低位徘徊,费用率高企不下。我国原奶价格从 2013 年四季度之后持续下跌,尤其是近两年受海外进口原奶低价的冲击,原料端压力较大。我国乳企的这些自然条件方面的劣势将导致我国原奶生产成本高企的现象长期存在,短期来看国内奶价暂时不具备上升条件。
- ❖ 猪周期带动肉制品行业回暖。2015 年下半年起,猪肉价格呈快速增长态势,因此猪肉产业链全面受益,肉制品行业景气度也大幅回升。2015 年肉制品上市公司 2015 年营业收入和净利润分别同比增长 -0.4%和 3.7%。2016 年一季度由于猪肉价格持续上行,行业收入同比增长 26.56%。

一、行业市场回顾

自 2016 年年初以来(截至 2016 年 5 月 20 日)食品饮料板块表现抢眼,明显优于大盘,也是今年来表现最好的子行业。申万食品饮料指数下跌 4.77%,同期沪深 300 下跌 17.08%,板块跑赢大盘 12.31 个百分点,在申万行业 28 个一级行业中位列第 1 位。

图 1:食品饮料行业在市場中的表现



数据来源:WIND、华龙证券

图 2:各板块涨跌幅%(截至 2016 年 5 月 20 日)

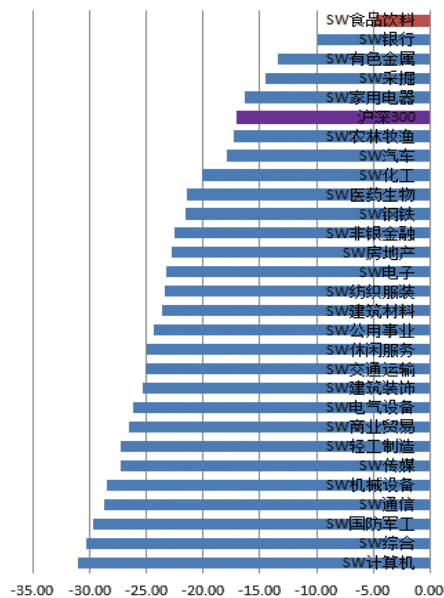
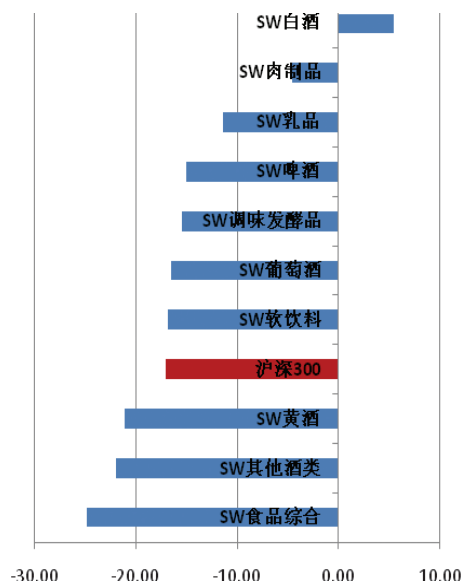


图 3:各子行业涨跌幅%(截至 2016 年 5 月 20 日)



数据来源:WIND、华龙证券

细分子行业中,除了白酒板块上涨 5.47%以外,其余子板块均有所下跌,肉制品(-4.61%)、乳制品(-11.34%)跌幅较小,食品综合(-24.81%)和其他酒类(-21.91%)跌幅居前。

个股方面,白酒板块整体表现较好。千禾味业(103.48%)、好想你(94.62%)和金徽酒(66.41%)涨幅居前;皇氏集团(-50.14%)、双塔食品(-48.92%)和百润股份(-46.36%)跌幅居前。

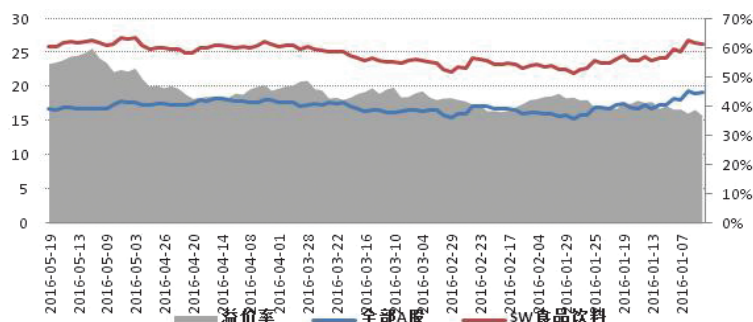
表 1:(截至 2016 年 5 月 19 日)个股涨跌幅排名

公司代码	公司名称	涨跌幅(%)	公司代码	公司名称	涨跌幅(%)
1 603027.SH	千禾味业	103.48	1 002329.SZ	皇氏集团	-50.14
2 002582.SZ	好想你	94.62	2 002481.SZ	双塔食品	-48.92
3 603919.SH	金徽酒	66.41	3 002568.SZ	百润股份	-46.36
4 600429.SH	三元股份	16.05	4 603696.SH	安记食品	-42.78
5 600519.SH	贵州茅台	12.64	5 000796.SZ	凯撒旅游	-38.35
6 000596.SZ	古井贡酒	10.41	6 002515.SZ	金字火腿	-38.07
7 000895.SZ	双汇发展	7.76	7 600090.SH	啤酒花	-38.07
8 603866.SH	桃李面包	7.59	8 002330.SZ	得利斯	-35.40
9 600809.SH	山西汾酒	6.80	9 002719.SZ	麦趣尔	-34.30
10 000858.SZ	五粮液	6.49	10 600186.SH	莲花健康	-33.50

数据来源:WIND、华龙证券

二、行业估值

图 4:食品饮料板块估值情况(历史 TTM,整体法)

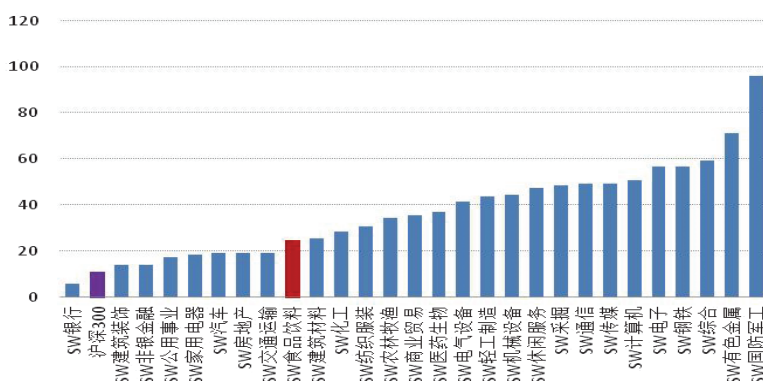


数据来源:WIND、华龙证券

截至 2016 年 5 月 19 日,食品饮料板块市盈率为 25.88 倍(TTM 整体法,剔除负值),在所有行业中处于上游水平,全部 A 股市盈率为 16.73 倍(TTM 整体法,剔除负值),相对 A 股的溢价率为 54.69%,也处于历史低位。在申万 28 个一级行业中排名第九,因此从绝对或相对估值看,食品饮料板块目前拥有较高的安全边际,防御性较强。

食品饮料各子行业和个股的估值分化较为明显,黄酒(48.44 倍)和食品综合(41.35 倍)估值相对较高,而肉制品(19.23 倍)和白酒(20.48 倍)则处于估值的历史低位。预计板块内的估值分化依然会延续,我们认为总体行业板块估值较低,尤其是行业龙头业绩确定性较高,在较低估值下是良好的防御型品种。

图 5:食品饮料整体行业估值情况(TTM,整体法,截至 2016 年 5 月 20 日)



数据来源:WIND、华龙证券

三、行业主要经济指标与数据

☆国内原奶价格:根据农业部公布的数据,截至 5 月 11 日,内蒙、河北等 10 个奶牛主产省(区)生鲜乳平均价格 3.40 元/公斤,环比持平,同比下滑 1.76%,国内奶价目前处于阶段性底部。

☆国际奶粉价格:2016 年 5 月 17 日,全脂奶平均中标价为 2251.58 美元/吨,环比上涨 3.46%。5 月 13 日数据,新西兰全脂奶粉拍卖均价为 2025 美元/吨,同比下跌 17%,环比上涨 1.2%,自 2014 年年初以来新西兰全脂奶粉价格下降幅度达 61%;5 月 13 日数据,欧洲全脂奶粉价格 2062.5 美元/吨,同比下降 26.7%,环比上涨 2.48%;5 月 20 日数据,美国全脂奶粉价格 2645.5 美元/吨,同比下跌 11.8%,环比上涨 0.84%。

☆恒天然拍卖价格:5 月 17 日,恒天然全部产品拍卖均价 2,283 美元/吨,环比升 2.6%,

同比降 7.6%;其中脱脂奶粉 1,658 美元 / 吨,环比降 0.9%,同比降 16.8%;全脂奶粉 2,252 美元 / 吨,环比升 3.0%,同比降 5.8%;拍卖量 18,925 吨,环比降 12.1%,同比降 30.5%;

☆ 终端价格:截至 2016 年 5 月 13 日,进口婴幼儿奶粉零售均价 214.8 元,国产奶粉均价 166.46 元,同比分别增长 2.51%和 1.25%,环比也小幅上涨。

图 6:液态奶、奶粉月度进口数据(单位:千克)

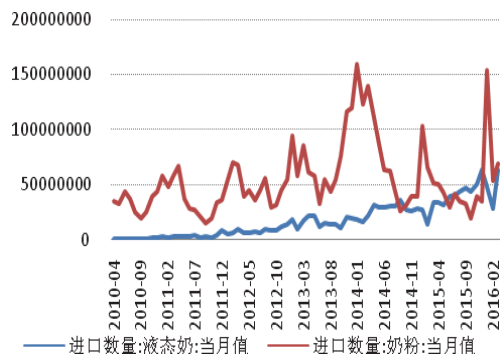
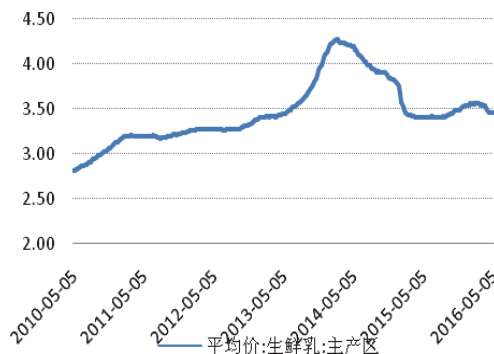


图 7:10 个奶牛主产省(区)生鲜乳平均价



数据来源:WIND、华龙证券

图 8:国内外奶粉终端价格

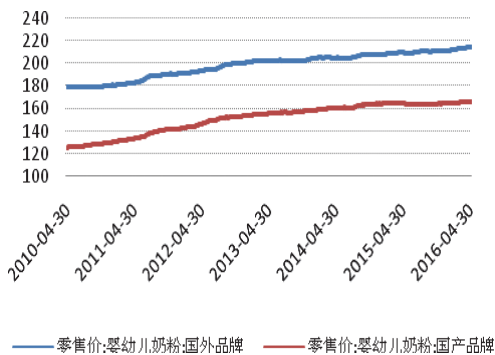


图 9:全脂奶粉平均中标价(单位:美元/吨)



数据来源:WIND、华龙证券

☆ 白酒重点数据:白酒龙头终端价格基本稳定。上海、广州、深圳最新茅台一批价为 830-850 元,最新零售价 888 元 / 瓶,环比下降。五粮液“控量稳价”策略效果显著,最新一批价 580-590 元,环比均持平;最新零售价 729 元 / 瓶,环比上升。一号店方面,白酒价格稳定,53 度飞天茅台上涨 10 元至 888 元 / 瓶,52 度五粮液价格 729 元 / 瓶,电商间白酒价格差距小幅扩大。

图 10: 高端白酒京东零售价(元/瓶)

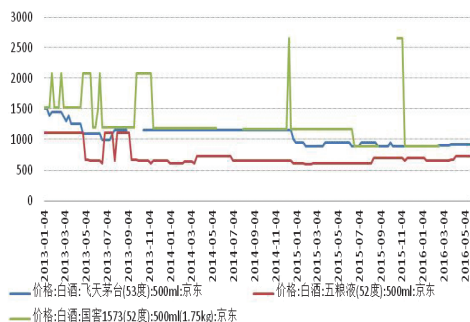
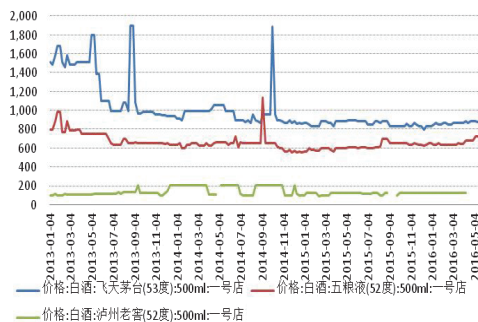


图 11: 高端白酒一号店零售价(元/瓶)



数据来源: WIND、华龙证券

☆肉制品重点数据:

上周除猪肉价格外、仔猪和生猪价格均小幅上涨。5月20日全国生猪价格20.99元/公斤,较前一周上涨0.67%,同比上涨44.86%;猪肉价格29.59元/公斤,较前一周下滑1.04%,同比上涨36.17%。全国仔猪价格65.15元/公斤,较前一周上涨1.81%;猪粮比为10.88,养殖户继续处于盈利状态。

图 12: 22 省市生猪价格(元/公斤)

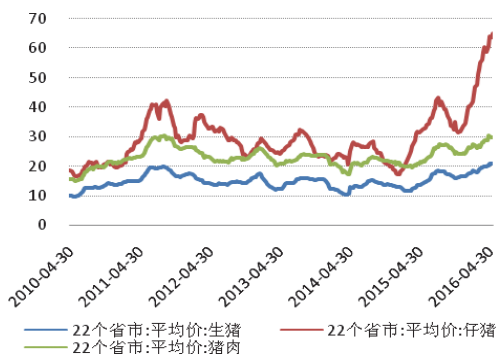


图 13: 22 省市猪粮比价



数据来源: WIND、华龙证券

☆啤酒行业重点数据

进口大麦价格: 2016年3月进口大麦价格257.14美元/吨,同比下降12%,环比上月下降2.07%,大麦价格自今年年初以来继续延续跌势。

玻璃价格:5月20日,玻璃价格指数888.07,同比上涨8.5%,环比上周上涨0.5%,玻璃价格指数自2014年初以来已累计下跌14.6%。

图 14:进口大麦价格延续跌势



数据来源:WIND、华龙证券

四、行业动态

☆湖北稻花香酒业股份有限公司与 1919 正式达成战略合作协议

湖北稻花香酒业股份有限公司与 1919 正式达成战略合作协议。根据协议,1919 与稻花香将在渠道及产品开发定制上进行深度合作。稻花香的相关产品将陆续进入 1919 线上平台及线下门店;1919 还将联合稻花香开启个性化定制产品服务。同时,1919 的线上线下广告与数据资源将全力支持稻花香品牌,促进稻花香酒覆盖全国市场网络,实现合作共赢。

点评:1919 作为国内酒类最大的 O2O 平台,拥有强大的线上、线下渠道,拥有 19 分钟立即送等优质服务。稻花香此次与 1919 达成战略合作,将有利于其精准定位营销,进一步巩固和拓展市场份额,提高在消费者中的影响力,提升品牌张力。

☆全球啤酒花供应短缺 涨价趋势延续

据路透社报道,2015 年夏季的干旱炎热天气导致啤酒花减产,在全球市场日趋升温的精酿啤酒行业面临原料短缺。业内观察人士称,一些品种的啤酒花价格已经上涨了 50%,个别品种的价格已经翻了 5 番,有的品种已经彻底断货。啤酒生产商面临利润压力,不得不提高价格。

点评:啤酒花价格的上涨将会刺激种植,但由于新种的啤酒花需要 3 年产量才会达到最高值,因此今年啤酒花价格将继续上涨。

☆五粮液与唯品会达成战略合作

5月19日,中国酒业领军品牌五粮液与全球最大的特卖网站唯品会在广州举行战略合作启动仪式,双方将共同携手为唯品会1.6亿会员提供五粮液旗下的优质品牌商品,倡导与传递品质消费、品质生活。发布会当天,唯品会官网五粮液品牌专场活动同步上线。此外,五粮液旗下备受时尚女性用户欢迎的仙林青梅十二星座果酒将于5月20日在唯品会首发,这是为唯品会80%的女性注册会员量身定做的差异化特色营销。

点评:近年来随着互联网的迅速崛起以及居民收入的不断提高,酒类电商势将迎来发展契机,传统的酒类企业也在积极尝试用不同方式参与互联网。近几年,五粮液在产品持续创新和新型渠道拓展上不断发力,并在营销模式上大胆探索和实践,尤其是加大了电商渠道的拓展力度。

☆洋河进军啤酒行业:5年内建啤酒私酿基地

据洋河旗下多个官方微信账号披露,洋河股份持股69%的电子商务公司宅优购与德国奥堡啤酒正式签署战略合作协议,意味着洋河股份正式涉足啤酒领域。根据洋河股份官方公开信息,宅优购与德国奥堡啤酒的协议共达成了三项5年战略性计划:第一,在未来5年内,宅优购将坚持原瓶进口德国奥堡啤酒;第二,中德双方将携手在中国南京建立一套德国工艺4.0与电商相结合生产流水线;第三,德国奥堡将辅助宅优购在中国建立啤酒私酿基地,将德国啤酒生产工艺引入中国。

点评:本次联手德国啤酒企业开辟啤酒领域,意味着洋河即将成为拥有白酒、葡萄酒、啤酒三种酒类产品,并且拥有白酒、啤酒两类生产基地的大型综合酒类生产企业。但我们认为洋河进军啤酒行业还有待观察,虽然公司具有天然的渠道互补优势,但也存在一些问题,比如啤酒属于快消品,保质期不长,渠道库容不大等,因此应及时跟进进口啤酒的市场特点。

☆2016年第一季度我国进口酒类市场保持增长态势

数据显示,今年1—3月,进口酒类市场继续保持增长态势,其中葡萄酒和啤酒进口数量和金额均大幅提升,烈酒则继续下降。在啤酒方面,今年前3个月,进口啤酒保持快速增长,进口数量与金额的增长均超过三成。在葡萄酒方面,得益于葡萄酒在中国市场的进一步普及和更多新企业的进入,我国葡萄酒进口量价齐升,其中瓶装葡萄酒进口均价攀升到了每升5.19美元,法国葡萄酒约占市场半壁江山。

点评:2015年的进口啤酒金额打破了历史纪录,2016年的头一个月延续了这种增长态势,大部分进口来源地继续保持增长,而大多数来源地的进口均价也持续下跌。如果中国的进口酒市场继续保持繁荣态势,那么各来源地势必会继续加强宣传,以进一步扩大市场份额。

五、重点公司公告概览

表 2: 近期重点公司公告

所属子行业	公司名称	公告日期	公告内容
黄酒	古越龙山 (600059)	05-05	根据目前市场情况和公司产品的供求状况, 公司将于 5 月 20 日起上调部分产品的价格, 此次涉及提价的产品为传统型五年陈系列, 提价幅度为 7%-10%, 该部分产品 2015 年销售额约为 2 亿元。这是自 3 月 15 日公司上调部分产品价格后的又一次调整。上次涉及提价的产品 2015 年累计销售额约为 2.2 亿元。
肉制品	龙大肉食 (002726)	05-09	山东龙大肉食股份有限公司全资子公司烟台龙大养殖有限公司从事生猪养殖业务, 龙大养殖 2016 年 4 月份销售生猪 2.7 万头, 实现销售收入 0.58 亿元。2016 年 4 月份, 龙大养殖商品猪销售均价为 20.06 元 / 公斤, 比 2016 年 3 月份上涨 4.32%。2016 年 4 月份, 商品猪价格总体呈现上涨态势。
白酒	沱牌舍得 (600702)	05-09	公司收到射洪县国资局转来的国务院国有资产监督管理委员会《关于四川沱牌舍得酒业股份有限公司间接转让有关问题的批复》, 本次产权转让及增资完成后, 沱牌舍得集团不再符合国有股东界定条件, 同意取消其证券账户的“SS”标识
白酒	今世缘 (603369)	05-09	2016 年 5 月 9 日, 江苏今世缘酒业股份有限公司与江苏聚缘机械设备有限公司在公司一楼会议室签署了《装甾机器人酿酒生产线制作安装项目合同》, 合同交易金额为 1390 万元。鉴于今世缘集团有限公司持有公司 44.72% 的股份, 同时持有江苏聚缘 50% 的股份, 本次交易构成关联交易。
软饮料	承德露露 (000848)	05-11	本公司 2015 年度利润分配方案为: 以公司现有总股本 752,740,560 股为基数, 向全体股东每 10 股送红股 3 股, 派 2 元人民币现金。
软饮料	维维股份 (600300)	05-12	公司发布 2015 年度利润分配实施公告, 本次分配以 2015 年末总股本 16.72 亿股为基数, 向全体股东每 10 股派发现金红利 0.30 元(含税), 共计派发股利 5016 万元(含税)。
白酒	泸州老窖 (000568)	05-15	公司股票自 2016 年 5 月 17 日开市起复牌。公司发布 2016 年非公开发行 A 股股票预案, 本次非公开发行的对象包括泸州酒业投资有限公司在内的不超过 10 名特定投资者, 发行价格不低于为 21.86 元 / 股, 发行数量不超过 13723.6962 万股, 募集资金总额不超过 300 亿元, 扣除发行费后全部投入酿酒工程技改项目(一期工程)。

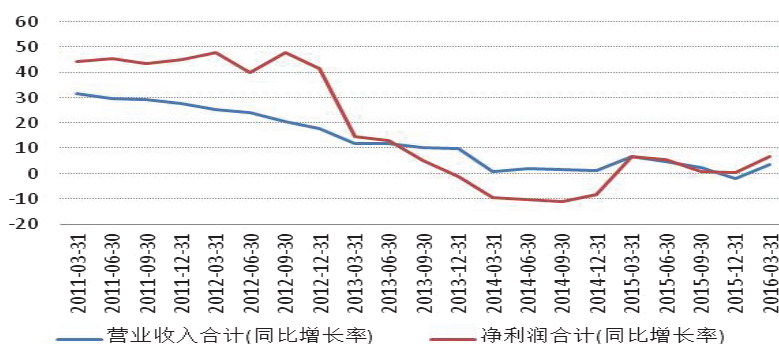
白酒	古井贡酒 (000596)	05-17	古井贡酒发布关于收购资产进展的公告称,截至2016年5月17日,古井贡酒收购黄鹤楼酒业51%股权的事项已完成政府有关部门审批及工商变更登记手续,黄鹤楼酒业51%股权已过户至古井贡酒公司名下。
乳制品	皇氏集团 (002329)	05-17	皇氏集团股份有限公司正在筹划重大事项,涉及收购互联网技术产业资产,公司股票于2016年5月17日开始时起临时停牌,待公司通过指定媒体披露相关公告后复牌。
食品综合	洽洽食品 (002557)	05-17	公司发布2015年年度权益分派实施公告,本次权益分派方案以公司现有总股数5.07亿股为基数,向全体股东每10股派5元人民币现金(含税)。
乳制品	贝因美 (002570)	05-19	公司发布关于全资子公司间股权转让的公告,公司全资子公司黑龙江贝因美乳业有限公司拟将持有的黑龙江贝因美现代牧业有限公司100%股权转让给全资子公司贝因美(安达)奶业有限公司。本次股权转让采取平价转让方式进行,转让价款为人民币2748.36万元。
白酒	青青稞酒 (002646)	05-20	公司全资子公司西藏天佑德青稞酒业有限责任公司与毛铺健康酒业有限公司、西藏天麦力健康品有限公司共同投资设立西藏纳曲青稞酒业有限公司,注册资本1亿元,其中西藏天佑德以自有资金出资4,500万元,占出资总额的45%,毛铺健康酒业出资3,000万元,占出资总额的35%,西藏天麦力出资2,000万元,占出资总额的20%。

数据来源:公司公告、华龙证券

六、投资要点

2016年以来,大盘指数不断调整下挫,而食品饮料板块逆势而为,整体表现居各板块首位,尤其是白酒板块不仅大幅超过市场表现,也优于各个行业板块。从2016年一季报的表现来看,食品饮料板块的业绩也表现较好,业绩预期较为明朗,尤其肉制品和酒类带动整体板块业绩增长。肉制品在本轮猪周期行情的带动下业绩改善明显,白酒和黄酒受益于行业景气度的提升,一季度在收入和净利润方面也有明显提升。同时今年一季度开始,基金对于食品饮料板块的配置在明显提升。总体而言,整体行业经历2-3年的深度调整后,景气度开始回升,出现弱复苏迹象。

图 15: 食品饮料板块整体收入与利润增速



数据来源: WIND、华龙证券

图 16: 2015 年食品饮料各子板块收入利润情况

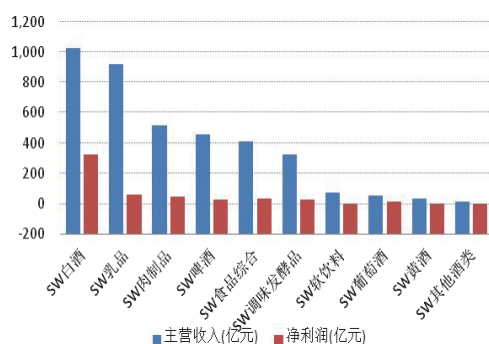
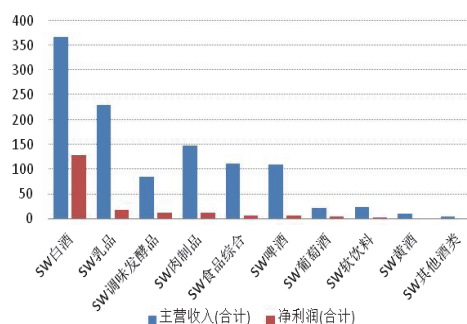


图 17: 2016 Q1 食品饮料子板块收入利润情况



数据来源: WIND、华龙证券

(一) 白酒板块全面回暖

1、告别黄金十年之后，行业进入漫长的调整期。

2003 年到 2012 年，这是白酒产业公认的黄金十年，从 2012 年开始，白酒产业在经历了黄金十年之后，进入了漫长的调整期，告别了此前爆发式增长，步入理性发展和理性消费时代。

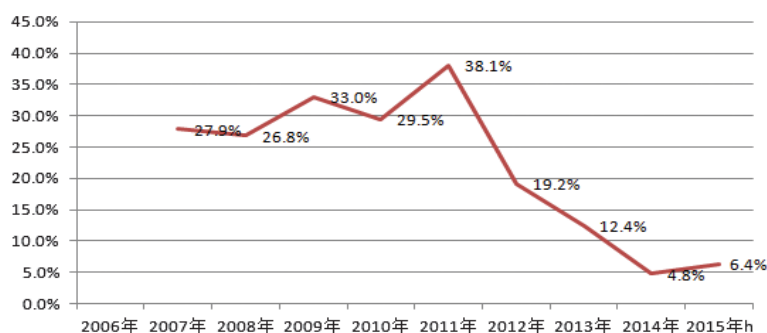
数据显示，2012 年白酒行业产量 1153 万千升，销售收入近 4500 亿元；与 2003 年相比，产量增长 2.5 倍，销售收入增长 7.4 倍；除此之外，白酒企业营收也是一路高歌猛进。2003 年至 2012 年，白酒行业 13 家上市公司营业总收入为 3960.69 亿元，增速呈逐年递增之势。从 2012 年开始，受到“三公消费”以及塑化剂事件影响，白酒业步入漫长的调整期，挥别辉煌的“黄金十年”。

表 3:2010–2014 年我国主要香型白酒销售收入统计表(亿元)

年份	酱香型	浓香型	清香型	兼香型	其他
2010 年	352.71	1374.07	365.95	233.7	344.98
2011 年	517.05	1810.11	531.99	260.82	626.7
2012 年	536.31	2229.6	613	285.44	801.91
2013 年	624.22	2596.7	632.45	293.71	870.93
2014 年	799.3	2700.6	650.81	305.25	802.93

数据来源:糖酒快讯、华龙证券

图 18:2006–2015 年中国白酒行业销售收入变化(%)



数据来源:WIND、华龙证券

2、行业逐渐步入复苏

☆业绩复苏好于预期。从白酒上市公司 2015 年年报以及 2016 年一季报的各项数据可以看出,2015 年开始白酒行业盈利水平逐步改善,大部分公司营业收入、净利润实现正增长,并且呈现加速增长态势,多数公司毛利率、净利率也稳步提升,期间费用率明显下滑,各项重要指标均好于预期。2015 年 18 家白酒上市公司中,有 16 家实现了正增长;白酒子行业 2016Q1 同比收入是自“三公消费”以来首个单季度实现两位数增长,有 15 家白酒企业净利润实现正增长。一线白酒,比如茅台、五粮液、古井贡酒预收账款均达历史最高水平,分别为 85 亿元、68 亿元和 9.9 亿元。

图 19:白酒行业收入及利润增速

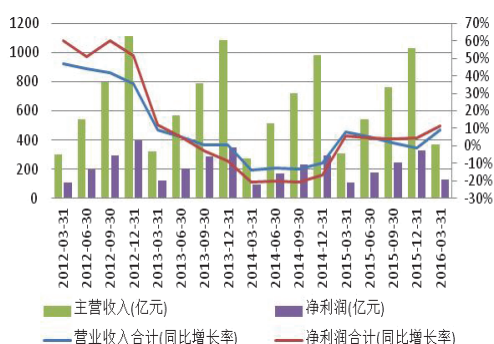
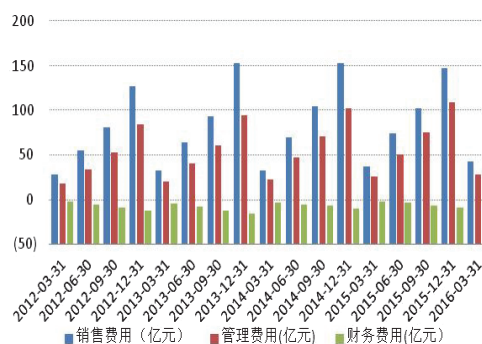


图 20:费用下滑明显



数据来源:WIND、华龙证券

☆ **一线白酒库存总体较低。**经历了 2012-2015 年的去库存,行业库存整体偏低,尤其是一线白酒,厂家主动强化库存的意愿较强。2016 年一线白酒的渠道存有较大的补库需求。

☆ **提价意愿明显。**2015 年下半年开始,一线白酒企业纷纷上调其核心产品出厂价,行业内整体表现出自上而下的提价状态。目前高端白酒一批价稳步上行,全年提价预期不断。飞天茅台通过非标茅台实现了变相的提价,五粮液核心产品 52 度水晶瓶五粮液出厂价提高 20 元到 679 元,较去年同期上涨近 100 元;国窖 1573 去年同期一批价 530 元左右,目前一批价达到 560 元左右。高端白酒的价格稳步上行印证了行业景气度的持续,提价不但可优化产品结构,也能提振经销商打款的积极性。

3、低估值、防御属性突出

目前白酒行业静态 PE 为 21 倍,处于历史底部。与食品饮料其他子行业相比,估值仍然处于行业底部。横向来看,与其他大众品龙头相比,目前白酒龙头动态 PE 仅 16-18 倍,有较强的估值优势,仍处于较低水平,有较高的提升空间,同时相较其他板块仍具备估值优势。2016 年来白酒板块涨幅 7.26%,是所有行业中唯一取得正增长的行业。不仅优于大盘涨幅,在食品饮料所有子行业中涨幅也是遥遥领先,因此在白酒行业整体回暖复苏、库存较低,部分白酒提价意愿明显的背景下,白酒板块股价或仍将享受估值和业绩的持续提升。

4、并购仍是重要的主题投资机会

近年来白酒行业并购事件加速态势明显,2015 年有 9 起,2016 年至今已有 3 起。白酒行业面临新一轮的洗牌,兼并重组将成趋势,行业集中度将继续提升。随着白酒行业的调整,一大批生产落后、结构较差的中小型白酒企业将面临淘汰,一些小品牌将受到一线品牌和地方强势品牌的市场挤压,市场空间也会越来越小。并购将成为 2016 年重要的主题投资机会。

综上所述,我们认为,白酒行业当前处于弱复苏阶段,行业底部基本显现。高端白酒基本处于触底回升阶段,二、三线白酒将处于反复的底部确认过程。我们看好品牌力强的龙头公司以及和并购重组带来的投资机会。建议关注受益于景气回升、低估值、业绩确定性强的行业龙头,比如贵州茅台和五粮液,改善力度十分突出的泸州老窖和沱牌舍得,渠道力优秀的洋河股份等。

(二)乳制品:奶价低位徘徊,费用率高企不下

1、毛利率稳步上升,费用率居高不下

乳制品行业上市公司 2015 年营业收入同比增长 5.97%, 净利润同比增长 11.69%;2016 年一季度收入同比增长 2.69%,净利润同比增长 20.59%。

毛利率方面,由于产品结构调整和原奶成本走低使毛利率继续上行,2015 年毛利率为 36.7%,同比增长 2.87%,2016 年一季度毛利率为 41.21%,同比增长 4.41%。

期间费用方面,由于行业竞争激烈导致销售费用居高不下,2015 年乳制品上市公司中销售费用占比为 23.99%同比增长 2.16%,2016 年一季度销售费用为 26.61%,同比增长 3.17%。费用率的上升也影响行业整体利润的下滑。

图 21:乳制品行业营收利润增速

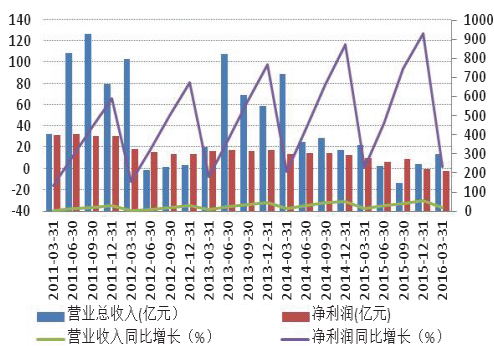
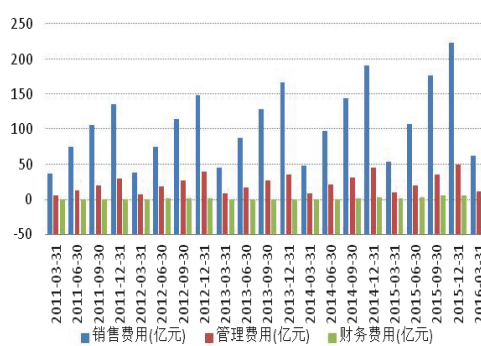


图 22:销售费用居高不下



数据来源:WIND、华龙证券

2、原奶价格仍处地位,未见明显回升

2013 年在经历了奶荒之后,2014 年全球原奶供应量出现了较大幅度增加,主要乳制品出口国产量同比增长 3.9%,但需求并未出现像供给端幅度的增长,反而出现大幅下滑,导致 2014

年国际奶价出现断崖式下跌。2015 年以来,在经过了 2013 年与 2014 年的奶价波动后,各国纷纷开始调整原奶产量,原奶供应量增速恢复合理水平。我国原奶价格从 2013 年四季度之后持续下跌,尤其是近两年受海外进口原奶低价的冲击,原料端压力较大。

3、国外奶源优势明显

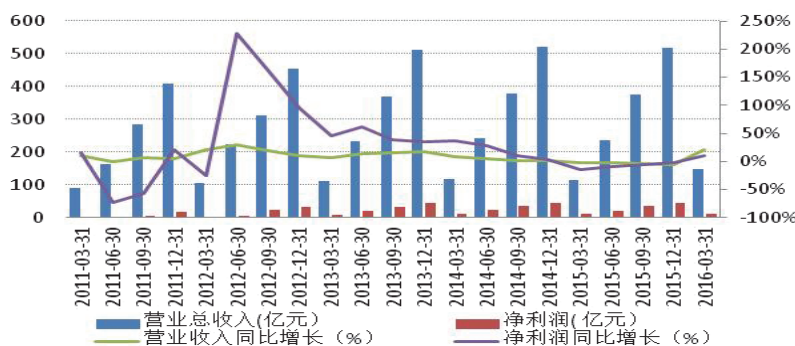
我国奶价受国家奶价影响较大。由于自然条件以及较高的奶牛养殖成本等因素,我国原奶生产升本相较于其他主要产国成本较高。因此国内乳企面对价格低廉且优质的国外奶源纷纷开始大举进口。比如欧盟、新西兰等凭借天然的气候条件、牧草质量和规模化养殖的优势,原奶生产成本比国内低很多,较大的价差为乳企进口原奶带来很大的吸引力。

近年来随着我国规模化养殖占比的提升,成本高企的问题将有所缓解,但这必将是一个漫长的过程。另一方面,我国奶牛品种、土地资源差等问题也是确实存在的。因此,我国乳企的这些自然条件方面的劣势将导致我国原奶生产成本高企的现象长期存在,短期来看国内奶价暂时不具备上升条件。建议关注拥有全产业链竞争优势和全球资源整合能力的龙头企业龙头伊利股份和国企改革概念的光明乳业。

(三)猪周期带动肉制品行业回暖

2015 年下半年起,猪肉价格呈快速增长态势,因此猪肉产业链全面受益,肉制品行业景气度也大幅回升。2015 年肉制品上市公司 2015 年营业收入和净利润分别同比增长 -0.4%和 3.7%。2016 年一季度由于猪肉价格持续上行,行业收入同比增长 26.56%。

图 23:肉制品行业营收利润增速



数据来源:WIND、华龙证券

从 2008 年到 2013 年,中国猪肉制品的消费量从 5.95 百万吨增加至 8.32 百万吨,复合增速为 6.94%,根据权威部门的预计,到 2018 年中国的猪肉制品的消费量有望增长至 11.91 百万吨。

长期看,在消费升级的推动下,行业收入有望继续保持稳定增长,同时,政府加强监管淘汰不合格产能,以及对食品安全问题的关注力度等也有利于行业集中度提升。建议关注龙头地位稳固的双汇发展,和已覆盖养殖—屠宰—加工—餐饮全产业链的龙大肉食。



投资评级说明：

华龙证券公司投资评级说明：

- 推 荐:预期未来 6 个月内股票价格上涨幅度超过大盘在 10%以上;
谨慎推荐:预期未来 6 个月内股票价格上涨幅度超过大盘在 5%以上;
中 性:预期未来 6 个月内股票价格变动幅度相对大盘的波动幅度在 -10%-10%;
回 避:预期未来 6 个月内股票价格下跌幅度超过大盘在 10%以上。

华龙证券行业投资评级说明：

- 推 荐:预期未来 6 个月内行业指数上涨幅度超过大盘在 10%以上;
中 性:预期未来 6 个月内行业指数变动幅度相对大盘的波动幅度在 -10%-10%;
回 避:预期未来 6 个月内行业指数下跌幅度超过大盘在 10%以上;

本报告是华龙证券的研究员通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表华龙证券的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。华龙证券无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属华龙证券有限责任公司所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by China-dragon Securities and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and China-dragon Securities Center is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of China-dragon Securities Co. Ltd.