

白酒国企改革加速，调味品有望补涨 增持 维持

- **一周行业重点新闻动态：**
 - 部委发文奶协牵线乳企让步，奶农诉苦奶价常被打压。
- **一周公司重点新闻动态：**
 - 五粮液：经销商仍未签署年度经销合同，厂商处于博弈阶段。
 - 沱牌舍得：混改提速，实际控制权让位民资。
- **上周主要产品价格走势监测：**截至上周末，生猪平均价和猪粮比价环比上周分别上涨 1%和 2%，环比上月分别下降 5%和 2%；生鲜奶价格环比上周下降 1%，环比上月下降 2%。
- **白酒估值修复仍有空间，国企改革将催化 15 年白酒估值继续修复以及业绩提升，建议从业绩释放空间、成本压缩空间以及市值弹性几个角度选择白酒标的：**
 - **高端白酒消费基本见底，但厂家供给和补贴政策是短期风险：**茅台五粮液目前渠道低库存，旺季来临批发价小幅上涨，未来还需密切关注厂家对控量的执行情况；
 - **国企改革是 15 年白酒主要看点：**继老白干之后，沱牌舍得国企改革取得超预期进展，通过转让及增资控股方式，战略投资者将持有集团 70%股权，沱牌舍得有望成为第二家民营控制的白酒上市公司，也将对同行起到示范作用；国企改革有助于减少国企固有弊病（如跑冒滴漏），提升管理层与员工的积极性与执行力，业绩改善空间大，估值修复有动力；
 - **推荐标的：**高端酒消费见底+低渠道库存，国企改革有望逐步启动，继续推荐**贵州茅台、五粮液**。二线酒中首推**老白干酒**（员工持股计划打开百亿空间，增发摊薄后目标价 57-68 元）、**山西汾酒**（机制、人员、产品、经营均出现拐点，15 年国企改革有望更进一步）、**顺鑫农业**（主业稳健增长，有收购与国企改革预期），**洋河股份**（年轻灵活，执行力强）。
- **食品板块推荐低估值蓝筹，积极转型的创新企业估值回归合理：**海天味业盈利能力持续提升（去年底提价+产品结构保持升级），有收购预期，目前估值具备提升的空间，且与其他板块龙头相比，涨幅较少，在整体行业继续向好下存补涨机会；**伊利股份**受益于国内原奶价格持续下降与高端产品快速增长，不断加快全球化布局，且创新能力强，盈利能力预计保持较快提升，且具备明显的估值优势（15 年仅 16X），估值有望持续修复；转型公司推荐估值回归合理的好想你（战略清晰，企业执行力与创新思维强，积极向大众休闲零食转型，电商与商超渠道高速增长，今年有望步入业绩收获期）。

食品饮料行业研究组

分析师：

陈嵩昆(S1180513080001)

电话：021-65051182

Email: chensongkun@hysec.com

刘洋(S1180514080005)

电话：021-65051175

Email: liuyang1@hysec.com

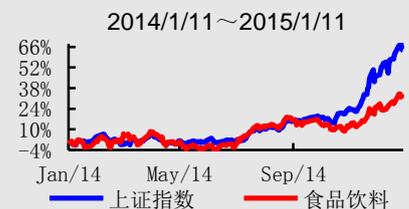
研究助理：

秦聪

电话：010-88085099

Email: qincong@hysec.com

市场表现



相关研究

- 《行业动态跟踪：渠道见底但预期不高，国企改革成破局关键》
2015/1/7
- 《食品饮料周报：白酒估值有望继续提升，食品蓝筹可布局》
2014/12/21
- 《行业调研报告：高端酒消费见底，期待旺季批价回升》
2014/12/21
- 《老白干酒动态跟踪：中期前景向好，仍有一倍潜在空间》
2014/12/16
- 《食品饮料周报：把握低估值、改革两条主线，继续推荐老白干》
2014/12/14

目录

一、一周行业新闻及点评	5
1、部委发文奶协牵线乳企让步，奶农诉苦奶价常被打压	5
二、一周企业新闻及点评	6
1、贵州茅台：逆市推百万元天价酒，发力高端定制市场	6
2、五粮液：经销商仍未签署年度经销合同，厂商处于博弈阶段	7
3、泸州老窖：再现 3.5 亿异常存款，去年业绩预计下滑 50%-75%	8
4、沱牌舍得：混改提速，实际控制权让位民资	8
5、郎酒：红花郎销量同比增 40%，2015 年大幅降价 30%	9
6、今世缘：首份白酒业绩预告，去年净利润降幅在一成以内	10
7、星河生物：重组失败，去年业绩或再现亏损	10
8、贝因美：引入战略投资者恒天然获商务部批准	11
三、一周原材料及产品价格监测	11
四、板块估值	15

插图

图 1: 食品饮料上市公司估值一览表 (2015-1-11)	4
图 2: 截至上周末, 生猪均价和猪粮比价环比上周分别上涨 1%和 2%, 环比上月分别下降 5%和 2%.....	11
图 3: 截至上周末, 生鲜奶价格环比上周下降 1%, 环比上月下降 2%.....	12
图 4: 截至上周末, 大豆和花生批发均价环比上周分别持平, 环比上月分别持平.....	12
图 5: 截至上周末, 玉米与小麦现货价环比上周均持平, 环比上月分别下降 1%与持平.....	13
图 6: 截至上周末, 金针菇广东均价环比上周上涨 9%, 环比上月上涨 10%, 同比去年下降 14%.....	13
图 7: 截至上周末, 金针菇四川均价环比上周持平, 环比上月下降 2%, 同比去年下降 11%.....	14
图 8: 截至 12 月份, 金针菇广东与四川月度均价环比分别上涨 11%与下降 9%, 同比分别下降 7%与上涨 2%	14
图 9: 生猪价格环比上周下降 1%.....	15
图 10: 猪粮比价环比上周持平.....	15
图 11: 生鲜奶价格环比上周下滑 1%.....	15
图 12: 玉米和小麦现货价格环比上周均持平.....	15
图 13: 上周食品饮料行业上涨 2.82% (百万股)	16
图 14: 截至本周末, 食品饮料行业整体动态估值为 22.96X (PE/TTM)	16
图 15: 最新板块指数与大盘指数走势对比图	17
图 16: 乳品相对沪深 300 的动态市盈率 (PE/TTM)	17
图 17: 乳品相对沪深 300 的动态市净率.....	17
图 18: 白酒相对沪深 300 的动态市盈率 (PE/TTM)	18
图 19: 白酒相对沪深 300 的动态市净率.....	18
图 20: 啤酒相对沪深 300 的动态市盈率 (PE/TTM)	18
图 21: 啤酒相对沪深 300 的动态市净率.....	18
图 22: 葡萄酒相对沪深 300 的动态市盈率 (PE/TTM)	18
图 23: 葡萄酒相对沪深 300 的动态市净率.....	18
图 24: 食品综合相对沪深 300 动态市盈率 (PE/TTM)	19
图 25: 食品综合相对沪深 300 的动态市净率.....	19
图 26: 国际可比上市公司估值一览表	19

图 1：食品饮料上市公司估值一览表（2015-1-11）

股票代码	公司名称	评级	盈利预测		14YOY	15YOY	PE		2015/1/11			
			14E	15E			14PE	15PE	收盘价	总市值	流通市值	换手率
000895.SZ	双汇发展	未评级	2.00	2.29	53%	15%	16	14	32.9	723.6	398.4	12%
002330.SZ	得利斯	未评级							6.9	34.8	25.8	5%
002515.SZ	金字火腿	未评级							22.6	32.4	20.2	3%
002726.SZ	龙大肉食*	增持	0.56	0.66	5%	18%	38	33	21.5	46.9	11.73	14%
000869.SZ	张裕A	未评级	1.48	1.62	-4%	10%	25	23	36.5	250.2	165.5	6%
002582.SZ	好想你*	买入	0.40	0.50	-42%	25%	47	37	18.7	27.6	17.1	10%
002216.SZ	三全食品*	增持	0.27	0.33	-9%	22%	74	61	20.0	80.4	55.7	6%
300146.SZ	汤臣倍健*	买入	0.84	1.09	30%	30%	33	25	27.3	179.8	89.9	12%
002481.SZ	双塔食品	未评级	0.44	0.69	70%	55%	38	25	16.9	73.1	63.4	3%
002507.SZ	涪陵榨菜	未评级	0.82	1.01	-10%	23%	35	28	28.8	58.0	33.3	0%
002557.SZ	洽洽食品	未评级	0.90	1.05	20%	17%	22	19	19.7	66.4	66.4	4%
000716.SZ	黑芝麻*	买入	0.29	0.39	72%	36%	47	34	13.4	41.8	22.9	7%
600305.SH	恒顺醋业	未评级	0.27	0.41	78%	49%	63	42	17.3	52.1	43.9	7%
002702.SZ	海欣食品*	买入	0.17	0.27	-28%	57%	101	65	17.5	24.7	10.68	16%
002661.SZ	克明面业*	增持	1.20	1.39	14%	16%	30	26	36.0	30.9	7.69	14%
603288.SH	海天味业*	买入	1.35	1.63	26%	21%	30	25	40.7	612.1	60.9	13%
002650.SZ	加加食品*	增持	0.39	0.45	10%	15%	30	26	11.8	54.5	54.47	10%
600872.SH	中炬高新*	买入	0.35	0.44	32%	25%	33	26	11.5	91.3	91.29	17%
002329.SZ	皇氏乳业*	增持	0.18	0.23	25%	25%	153	122	27.9	74.2	40.4	0%
002719.SZ	麦趣尔*	增持	0.61	0.70	-3%	15%	52	45	31.8	29.1	7.3	32%
002570.SZ	贝因美*	买入	0.47	0.56	-34%	19%	35	30	16.6	169.4	168.9	8%
600597.SH	光明乳业	未评级	0.46	0.64	38%	40%	40	28	18.2	224.0	222.8	13%
600887.SH	伊利股份*	买入	1.44	1.76	38%	22%	20	16	28.2	862.6	846.7	14%
000568.SZ	泸州老窖*	未评级	1.39	1.62	-44%	17%	15	13	21.4	300.4	299.9	14%
000596.SZ	古井贡酒	未评级	1.27	1.43	2%	13%	29	26	36.6	184.1	140.2	9%
000799.SZ	酒鬼酒	未评级							17.2	56.0	38.6	68%
000858.SZ	五粮液*	买入	1.45	1.73	-31%	19%	16	14	23.7	900.4	900.3	15%
002304.SZ	洋河股份	未评级	4.42	4.86	-5%	10%	19	17	82.7	889.7	726.7	2%
600197.SH	伊力特*	买入	0.99	1.14	60%	15%	13	11	12.5	55.2	55.2	17%
600199.SH	金种子酒	未评级	0.21	0.28	-15%	36%	58	43	11.9	66.0	66.0	25%
600519.SH	贵州茅台*	买入	13.19	15.46	-1%	17%	14	12	190.3	2173.3	2173.3	3%
600559.SH	老白干酒*	买入	0.70	1.48	50%	111%	65	31	45.8	64.1	64.1	13%
600702.SH	沱牌舍得	未评级	0.06	0.10	61%	78%	364	205	20.5	69.1	69.1	18%
600809.SH	山西汾酒*	买入	0.60	0.67	-46%	12%	40	36	24.2	209.2	209.2	7%
002646.SZ	青青稞酒*	买入	0.76	0.86	-8%	13%	28	25	21.2	95.2	37.3	6%
000860.SZ	顺鑫农业*	买入	0.76	0.96	120%	26%	25	20	19.1	109.0	83.76	12%
603369.SH	今世缘*	增持	1.25	1.30	-8%	4%	22	21	27.3	137.2	14.16	28%
000729.SZ	燕京啤酒	未评级	0.28	0.32	12%	12%	29	26	8.3	233.8	208.0	6%
600600.SH	青岛啤酒	未评级	1.62	1.83	11%	13%	26	23	41.5	561.1	289.0	4%
601579.SH	会稽山*	增持	0.29	0.34	-5%	16%	43	36	12.4	49.6	12.4	6%
600059.SH	古越龙山*	增持	0.21	0.25	-10%	19%	44	37	9.2	74.6	74.6	20%
600616.SH	金枫酒业	增持	0.22	0.26	-20%	20%	44	37	9.6	49.2	42.0	16%
000848.SZ	承德露露	未评级	0.83	1.04	0%	25%	27	21	22.3	112.0	112.0	7%
002387.SZ	黑牛食品	增持	0.06	0.19	20%	220%	259	81	15.5	48.6	28.2	8%

注：标*号为宏源证券研究所食品饮料盈利预测值，无*号为Wind一致盈利预期均值。

资料来源：Wind，宏源证券研究所

一、一周行业新闻及点评

1、部委发文奶协牵线乳企让步，奶农诉苦奶价常被打压

大半年来原奶价格连跌，使得国内奶业元气大伤。2014年12月至2015年1月，因为收奶纠纷，河北、山东等地发生奶农杀牛倒奶，甚至以奶喂猪事件。

农业部网站1月8日信息显示，农业部7日下发紧急通知，指出奶农“卖奶难”的原因在于“近期一些乳品加工企业停收限收生鲜乳”，要求各地组织加工企业保证生鲜乳收购、加大奶业政策扶持。农业部督导组也已奔赴河北、山东和山西等地。

在原奶价格连续下跌的情况下，不少地区的奶农严重亏损。上海市奶业网信息显示，自2014年12月以来，华北、山东地区的奶农不断反映，近期在收购生鲜乳时，有企业不履行合约，随意压价，限收生鲜乳。奶农只好将剩余的生鲜乳以远低于成本的价格寻找出路甚至倒奶、杀牛。

乳业专家宋亮则表示，原奶价格一路走低，背后是国际市场供应增加。国内乳品企业大量使用进口奶还原生产，产品结构问题导致国内原奶价格大幅下降。

“必须承认，新西兰、澳大利亚这些地方的生鲜乳生产的确是成本更低、品质更优。但是海外运来的乳品，多以奶粉形式进入。”一位业内人士告诉《每日经济新闻》记者，“超高温灭菌乳，也就是市面常见的利乐包装乳，多以奶粉还原而成，从营养留存程度来说，还原奶的这种加工方式不如巴氏奶。但是由于其常温可保存、易运输，在过去十余年间超高温灭菌乳已经占领了市场高地。而巴氏奶的原料则是生鲜乳，在巴氏奶市场萎缩的情况下，国内奶农生产的生鲜乳成本不占优势，自然会被市场淘汰”。

在此背景下，农业部下发《关于协调处理卖奶难稳定奶业生产的紧急通知》，要求各地千方百计组织协调加工企业保证生鲜乳收购。密切监测生鲜乳销售形势，通过各种形势督促乳品企业履行收购合同。切实加大奶业政策扶持和生产救助力度，抓紧落实奶农良种补贴、振兴奶业首蓂发展行动、奶牛标准化规模养殖等已有的扶持政策，保护奶农养殖积极性。积极争取地方政府出台奶粉收储补贴、救助奶农补贴、信贷金融支持等方法，采取多种形式帮助奶农渡过难关，切实把损失降到最低。通知还要求各地密切关注生鲜奶生产、收购情况，实行奶业生产周报制度。近期，农业部已派出督导组，赴河北、山东、山西等奶业主产省检查指导解决“卖奶难”问题。

地方上，已经有奶农和乳品企业开始了价格协商对话。根据上海奶业信息网的消息，上海奶农代表和光明乳业奶源部，在上海奶业行业协会搭建的《生鲜乳价格协商机制》平台上，进行了四次协商对话。“上海奶农充分考虑到光明乳业面临的困难和市场压力，也几次作出了让步与牺牲，上海的奶农愿同光明乳业同舟共济渡过2015年的‘寒冬’。”上海市奶业协会方面表示。

一份名为《关于2015年上半年生鲜乳收购价格的通知》文件显示，按照上海市生鲜乳价格协商机制的规定，经由市奶农代表与乳品企业的多次协商，鉴于当年全国生鲜乳价格形势，双方都作出让步，生鲜乳收购基础价格为4.07元/千克。结算时间自2015年1月1日起至6月30日止。记者注意到，上海市的这个基础价比目前北方市场的价格稍高一些。此外，光明乳业公布了2015年上半年牧场分级奖励规则，成乳牛规模或年生鲜乳销售量

分为四个等级进行分级奖励政策，规模越大的牧场奖励越多：A 等级的“501 头以上或 4000 吨以上”，每公斤奖励 0.12 元，而 D 等级的 100 头以下或 800 吨以下，每公斤奖励 0.03 元。

王丁棉告诉记者，光明乳业也作出了一定的牺牲和让步。“目前这个价格，对光明来讲，比用进口的奶粉还原贵一些。”王丁棉说，“传统上，上海市会制定一个统一价，其他省市可能不会大面积效仿。但是农业部出紧急通知之后，各地的动作可能会加紧一些。”在业内人士看来，光明乳业的这种做法在某种程度上也有利于稳定奶源。去年光明食品集团总裁曹树民向媒体透露，光明乳业对奶源需求较大，目前光明乳业奶源主要由自建牧场以及上海牛奶集团供应，然而，两家提供的所有原奶只占光明乳业需求量的三成，还有七成的缺口需要到市场上去采购奶源。近年来，光明乳业也在发力自建奶源，并引入了战略投资者。去年光明集团宣布将投资 62 亿元扩建奶源，扩建成的奶源将主要供应光明乳业使用。

我们的评论：2014 年初开始国内原奶价格即步入下行通道，主要原因是进口冲击所致，饲料价格下降、异常天气的结束推动国外原奶产量快速提升，但乳品需求量增速相对稳定，而 15 年欧盟放开牛奶生产配额，预计国内原奶价格会继续下降。主要大企业收奶情况较正常，拒收限收不是普遍现象，而市场力量最终仍会主导原奶价格走势。在成本下降与产品结构升级的双重利好下，今年乳制品龙头盈利能力有望继续较快提升。

二、一周企业新闻及点评

1、贵州茅台：逆市推百万元天价酒，发力高端定制市场

贵州茅台正在加码定制酒和收藏酒领域，日前推出为荣获巴拿马金奖一百周年特制的金奖百年百瓶大全套等一系列高规格纪念酒品，定价百万元。

中国酒业协会理事长王延才称，茅台金奖百年百瓶大全套从特质上来看其实是一款高端定制酒，体现了茅台在酒业新常态下对产品、工艺、文化的探索及挖掘，对白酒行业有借鉴意义。

中国酒业协会副秘书长宋书玉指出，2014 年对于白酒企业而言是颇为复杂的一年，很多白酒企业面对市场环境变化作出积极尝试，包括对不同层次消费者产品需求的深层挖掘。茅台在高端白酒受阻的背景下力推高端酒，不可避免的会引发争议，“目前来讲，大众化、亲民化是酒行业的整体趋势，不过对于茅台等一线酒企来说，高端市场仍然是其品牌优势主要发力点。从价值层面来分析，大全套的品质和溢价均满足高净值人群以及白酒收藏市场的需求。”

业界认为，这是茅台 2015 年定制酒战略的一次实战。在 2014 年 12 月底的茅台经销商大会上，茅台集团董事长袁仁国明确表示，要抓好茅台酒获巴拿马金奖百年的机遇，开发好纪念产品，做大做强文化酒、纪念酒、收藏酒市场。贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司名誉董事长季克良称，定制酒也好，纪念酒也罢，随着人们收入的增加，生活水平的提高，会不断的增长。

我们的评论：超高端市场尽管小众，其需求仍然存在，茅台作为高端酒第一品牌，理所当然要占据这一市场。茅台定制酒 14 年目标是 10 亿，预计已经完成，而 15 年目标是 30 亿，这需要企业在开发产品与市场推广上继续发力（泸州老窖定制酒第一年即透支资

源，去年销售大幅下滑)。定制酒仅是茅台占据高端的一个工具，关注的重点还应放在茅台 15 年对控量承诺的执行情况，以及 15 年春节市场量价走势。

2、五粮液：经销商仍未签署年度经销合同，厂商处于博弈阶段

1月6日，记者获悉，五粮液内部正在召开政策研究会，研究下一步的市场政策配置问题。微酒记者从五粮液多位经销商处获悉，今年确实比较例外，不仅市场政策配置问题还未最后确定，原本按照惯例在12月18日五粮液厂商共赢大会上就会签署的年度经销合同，到目前为止还未签订。而茅台方面，不但年度合同已经顺利签署，而且1月5日，经销商均按照合同约定进行了30%的打款。

几乎所有接受调查的经销商都表示，1218期间，五粮液针对普五仅出台了每瓶609的出厂价，每瓶补助20元钱的政策，其他政策均未释放出来。当时，有位五粮液核心经销商告诉微酒记者，这样的力度简直没有任何意义。五粮液方面应该继续出台新的政策。不过，虽然有此希望，但是酒商表示，今年例外的还未签合同，主要原因在于厂方并未要求酒商签署合同，似乎还有很多未尽事宜还未处理妥当，所以，五粮液并不急于要求酒商签约。

“目前五粮液方面重点工作是继续清理所剩不多的库存。毕竟今年推出2:1政策时，部分酒商获得了一批价格为509的产品。那一拨，五粮液收款近18亿元。这批货如何尽早消化掉，对五粮液稳价至关重要。目前五粮液市场价格依然处于倒挂状态，酒商怨言很多，如果此时签约，酒商会要求更多的政策支持。目前，五粮液发动大商在市场上对低价产品收货，并予以补贴。五粮液目前的目标是将普五的一批价挺到每瓶560元。也许五粮液觉得，只有供需合理了，价格涨上来，和经销商谈政策才能更合理。如果酒商一味亏钱，对酒厂要的政策就会越多，所以，此时签合同，时机并不成熟”某五粮液经销商告诉微酒记者。记者在市场调查中也发现，目前全国大部分市场上，五粮液的库存已经较少，受到供量少的影响，五粮液目前多数市场一批价在540元左右。

有五粮液经销商告诉微酒记者，五粮液今年力拓直分销模式，包括取消100箱起订等规则都在发生变化。该经销商表示，2015年五粮液会在全国推广直分销模式。每个省选择3家左右经销商作为核心经销商直接与酒厂签署合同。而其他特约经销商则与各个营销中心以及核心经销商签署三方合同。所以，现在不可能再像往年一样与所有经销商签署合同了。“对于选择哪些作为核心经销商，哪些作为特约经销商，这些都是需要谨慎考虑的事情。所以，五粮液没有急于签约应该也是基于这个原因”有五粮液酒商告诉微酒记者。

还有五粮液经销商告诉记者，没有签约应该与即将成立的系列酒营销公司有关。该经销商认为，五粮液集团对改革的决心非常大，作为更加考验市场运作能力的系列酒来说，进行混改的可能性很大，这样一来，一些酒商将纳入其中，其合作方式自然会发生变化。再像之前那样签署年度任务显然已经不符合环境变化了。这些都涉及到利益分配问题，作为大型国有企业来讲，一点改变都很难，更别说如此大踏步的变革了。

我们的评论：五粮液去年一年挺价失败，从动态模糊返利到降价与加强管控，中秋国庆前旺季并未顺价，双十一后又受到电商冲击，年底返利力度低于预期，经销商目前仍普遍亏损。目前厂家希望通过控量提升市场价，而经销商希望通过延迟打款倒逼厂家给予更多返利政策，是至今仍未签订2015年销售计划的最主要原因。五粮液明年最大的看点在国企改革，期待改革红利给予企业经营带来更多活力。

3、泸州老窖：再现 3.5 亿异常存款，去年业绩预计下滑 50%-75%

泸州老窖 10 日表示，继 2014 年 10 月在中国农业银行发现 1.5 亿元存款异常后，又在中国工商银行南阳中州支行等两处发现存款异常情况，共涉及金额 3.5 亿元。泸州老窖同日披露，受销售下滑和坏账计提影响，预计 2014 年净利润同比下降 50%至 75%。

在 10 日的公告中，泸州老窖称，公司发现在中国农业银行长沙迎新支行存款出现异常后，对全部存款展开了风险排查，进一步发现另两处存款存在异常情况。为减少可能损失，保护公司及投资者利益，公司当即报请公安机关介入，采取相关资产保全措施。

对于最早发现的 1.5 亿元异常存款，公司在向四川省高级人民法院提起诉讼后，已于 2014 年 12 月 4 日收到四川省高级人民法院《受理案件通知书》，四川省高级人民法院已决定立案受理。

泸州老窖表示，除前述三处存款外，公司其余存款不存在风险隐患。对这三处共 5 亿元存款，泸州老窖将在 2014 会计年度按 40%比例计提坏账准备。

泸州老窖同时披露，受宏观政策和白酒行业深度调整的影响，公司中高档产品销售下滑，以及受对相关存款计提坏账准备的影响，公司 2014 年度经营业绩较 2013 年度大幅下降，归属上市公司的净利润比上年同期下降 50%至 75%，盈利区间在 85945.57 万元和 171891.15 万元之间。

有市场人士认为，存款失踪或与行业“存款卖酒”模式有关。“可能是因酒不好卖了，找第三方来买酒。买酒的钱来自银行贷款，但酒厂需以存款提供担保。但现在市场不景气，第三方卖不掉酒，银行不愿展期，直接扣了存单的钱。”

我们的评论：泸州老窖去年 1573 销量约 800 吨，Q4 一直在去库存，定制酒销售不佳，窖龄酒与特曲去年也下滑，收入占比六成的博大持平或略降，基本面整体上仍在深度调整。扣除计提坏账 2 亿，则去年净利润降幅约 45%-70%。老窖的低业绩另一方面带来未来的高弹性，建议持续关注。不管酒企与银行如何合作，银行贷款结果不会影响到企业存款，而对公账户转移资金需要多层严格手续，因此最有可能是利用了企业内部管理上漏洞的人为盗取。

4、沱牌舍得：混改提速，实际控制权让位民资

1 月 10 日，沱牌舍得发布公告，公司 9 日收到射洪县政府国有资产监督管理委员会通知，沱牌舍得集团战略重组方案已获遂宁市人民政府批准通过。在此前的 2014 年 9 月 1 日，公司公告称收到实际控制人射洪县人民政府的书面通知，射洪县人民政府拟引进战略投资者对公司控股股东四川沱牌舍得集团进行战略重组，并将按国家相关法律法规依法推进该项工作。这是 A 股市场继河北衡水老白干酒业之后，白酒业混改掀起的新一波热潮。

据悉，此次射洪县人民政府拟向投资者公开挂牌转让所持沱牌舍得集团 38.78%股权，同时由受让股权转让的投资者对沱牌舍得集团增资 11844 万股。完成战略重组后，投资者持有沱牌舍得集团 70%的股权，射洪县人民政府持有沱牌舍得集团 30%股权。沱牌舍得集团国有股权转让及增资扩股事宜将于五个工作日内在西南联合产权交易所公开挂牌。

沱牌舍得强调，本次股权转让及增资扩股方案可能导致公司的实际控制人发生变更，并存在重大的不确定性。为保证公平信息披露，维护广大投资者利益，经公司申请，公司股票

自 2015 年 1 月 12 日起停牌，待挂牌事项确定后，公司将根据相关规定及时披露相关公告并申请公司股票复牌，复牌时间最迟不晚于 2015 年 1 月 19 日。

另有知情人士向记者独家透露，此轮白酒混改中，能获得上市公司母公司控股权的唯一一家改革试点单位，胜出者可能是复星集团。该人士称，此前金种子停牌宣告启动资产重组事宜后告北，因其地方政府不愿意出售其控股权给战略投资者。据悉，复兴集团此前先后和古井贡酒、老白干酒业等洽谈国收事宜未果，均和当地政府想牢牢抓住国有股权控股权不无关系。

该人士称，一旦复星集团成为此次沱牌舍得集团改革方案中的战略投资者，它将成为第一个拿下八大名酒母公司控股权的业外产业资本。国企沱牌舍得集团将通过白酒混合制改革，真正实现民企控股，而不仅仅是现在茅台集团、老白干酒业、五粮液等引入参股地位的民企。花落复星后，这也将成为该民企第一个拥有白酒上市公司的名酒企业。上述知情人士透露，新引入的投资者拟将沱牌舍得集团打造为投资控股平台，未来几年以白酒并购为主，做大白酒主业。

我们的评论：沱牌舍得国企改革力度超预期。民营资本将获得集团的控股权，成为上市公司的实际控制人，不仅有助于推动企业内部管理机制的改善，提升员工积极性与销售能力，而且有望带来新的业外资源，助力企业恢复与发展。沱牌从 03 年起经历数次改制搁浅，十多年后终于即将修成正果，未来想象空间大。白酒行业连续两家地方性酒企大力度国企改革，有望在行业内产生示范效应，15 年全行业国企改革进展值得期待。

5、郎酒：红花郎销量同比增 40%，2015 年大幅降价 30%

1 月 7 日，郎酒集团经销商大会在成都望江宾馆举行。郎酒集团副总裁兼销售公司总经理付饶在会上宣布，“2014 年是郎酒的深度调整年，经过 2013 年的快速触底，2014 年取得了业绩增长的成绩，郎酒销售基本走出了混沌”。

2014 年 1-11 月，郎酒的社会库存比同比下降 41%，库存金额下降 24 亿元，郎酒社会库存进一步合理化：红花郎社会库存下降 10 亿元，销量同比增长近 40%；新郎酒社会库存下降 2.5 亿元；郎牌特曲社会库存下降 3 亿元，以江苏为核心的核心区域同比增长 45%；老郎酒社会库存下降 4 亿元，1956、1898 同比增长 20%；流通（大、小瓶）社会库存下降 4 亿元，销量同比增长 56%。据记者了解，小瓶以歪嘴郎为主，去年实现销售 2 亿瓶，销售金额达到了 17 多亿元。

2015 年，郎酒的规划是：红花郎大幅降价 30%。付饶在会上表示，2015 年将根据市场运行价格和操作空间，调整理顺部分产品的出厂价格。记者在现场了解到，红花郎十年的出厂价从 360 元下调到 280 元；15 年出厂价从 600 元下调至 400 元；青花郎出厂价从 900 元下调至 680 元。

导入营销分离模式：2015 年，郎酒将通过营销分离模式的导入，彻底推动销售运作模式的转型，同时推动销量增长方式的转型。组织结构调整：2015 年，为了强化郎酒品牌化运作，将市场营销工作落地，郎酒将进行组织结构的调整，权力进一步下放到五大事业部，推动五大事业部向公司化方向转变。强化管理机制：郎酒将建立经销商综合评估机制，共商共建机制，对于违规经销商进行严惩，同时进行综合考评。

我们的评论：红花郎去年加强市场整顿，使用各种宣传与促销手段来帮助渠道去库存，

其他系列产品也发力促进动销，渠道执行力较强。但红花郎仍面临渠道倒挂，因此在低库存基础上降价，降价后经销商综合成本约 230 元，批发价 220 元，经销商倒挂显著减少，旺季来临还有望实现顺价。另外公司提出今年不开发新品，聚焦在 5 款主导产品。但 200 元价位大众酒竞争激烈，地产酒多割据一方，红花郎能否脱颖而出尚待观察。

6、今世缘：首份白酒业绩预告，去年净利润降幅在一成以内

今世缘发布 2014 年度业绩预告，该公司预计 2014 年归属于上市公司所有者的净利润 6.13 亿-6.81 亿元，较 2013 年度净利润 6.81 亿元下降 0-10%。

按照今世缘在公告中的解释，受宏观政策和白酒行业深度调整的影响，该公司中高档产品销售下降，导致营业收入、净利润下降。

我们的评论：今世缘去年前 3Q 收入与利润分别下滑 6.3% 与 5.8%，逐季度呈现降幅缩窄的趋势，预计 4Q 单季度收入与利润同比基本保持持平。江苏白酒产量累计同比从去年 5 月开始即负增长，前 11 月减少 4.4%，调整速度快于全国平均，显示出行业整体持续收缩供给，大企业对小企业的挤压较明显，行业龙头洋河与今世缘市场份额均保持提升。今世缘具备切入喜宴酒市场的差异化特色，其业绩恢复值得期待。

7、星河生物：重组失败，去年业绩或再现亏损

星河生物 6 日晚间公告称，由于标的公司业绩低于预期、“育肥牛生态养殖基地”无法正常投产以及新乡基地无法按预期盘活，致使本次重组的两大目的——提升上市公司盈利能力及盘活新乡资产难以实现，为保护上市公司及中小投资者的利益，并综合考虑收购成本及收购风险因素，经交易双方一致同意，决定终止与洛阳伊众的重组项目，并宣布公司股票于 7 日复牌。同时，星河生物承诺三个月内不再筹划重大资产重组事项。

根据公告显示，洛阳伊众在 2014 年 1~11 月实现净利润 3500 万元，预计全年实现净利润与业绩承诺将存在较大差距，且由于受银行信用政策收紧的影响，标的公司的宜阳肉牛育肥基地将无法启动，考虑到育肥牛生态养殖基地后续投入资金较大，公司亦无法提供相应资金支持，如果育肥牛生态养殖基地不能及时投产，标的公司 2015~2016 年业绩承诺也存在较大的不确定性。

据悉，星河生物于 2013 年 11 月份因筹划重大资产重组事项停牌 6 个月，于今年 5 月 13 日公告复牌并宣布重大资产重组预案，拟通过发行股份与支付现金相结合的方式，购买洛阳拓垠等 9 位股东持有的洛阳伊众清真食品有限公司合计 93% 股权，交易作价 4.65 亿元。截至 2 月 28 日，洛阳伊众净资产账面价值 24,840.15 万元，收益法评估值 50,612.75 万元，增值额 25,772.60 万元，评估增值率 103.75%。

对于终止重组的原因，星河生物董事会秘书黄清华称，原本公司启动重组项目是为增强上市公司持续经营能力。但基于经营环境的变化及交易双方资金紧张的现实，本次并购的两大目的——提升上市公司盈利能力及盘活新乡资产已经很难实现，为保护上市公司及中小投资者的利益，并综合考虑收购成本及收购风险因素，经慎重研究，并经交易对手方的一致同意，决定终止本次重组相关事项。

而除了本次收购外，星河生物还将出资 3600 万元在东莞设立全资子公司，星河生物方面

表示，通过多样化经营来更好地平衡经济发展和食用菌行业发展周期带来的系统性风险。

由于前几年食用菌行业低迷，导致星河生物主营亏损，寻找出路或是迫在眉睫的问题。根据星河生物 10 月 24 日发布的三季度报告显示，1~9 月份，实现营业收入 2.17 亿元，同比增长 24.15%，净利润-3080 万元，增长 47.74%，报告期内鲜品食用菌产品综合毛利率为 11.58%，较上年同期上升 9.10 个百分点，星河生物方面表示，产品的毛利率比上年同期上升的原因主要是受产品价格上升及单位成本下降的影响。

在未来发展方向的问题上，星河生物方面表示，在未来的经营中，公司将继续遵循内生式增长与外延式扩张相结合的发展战略，在继续做好现有主营业务的基础上，积极寻求通过兼并、收购等方式实现扩张的可能性，寻找新的盈利增长点，提升公司综合竞争力。

我们的评论：星河生物重组失败低于预期，后续股价或将持续承压。从我们跟踪到的金针菇价格数据来看，广东金针菇价格 4Q 同比开始出现下降，四川金针菇价格 4Q 仍保持提升，但增幅相比上半年显著放缓。去年 1Q 开始金针菇价格上涨较快，因此今年基数较高，菇价反弹幅度受到一定抑制。预计未来公司仍将继续寻找新的盈利增长点，通过外延式并购来增厚业绩。

8、贝因美：引入战略投资者恒天然获商务部批准

贝因美 1 月 9 日午间公告，公司于 2015 年 1 月 8 日收到浙江省商务厅转发的《商务部关于原则同意恒天然乳品（香港）有限公司战略投资贝因美婴童食品股份有限公司的批复》，商务部同意恒天然乳品（香港）有限公司战略投资贝因美，要约收购贝因美公开发行的 A 股普通股，收购数量不超过公司已发行股份的 20%。批文自签发之日起 180 日内有效。

公司亦收到恒天然乳品（香港）有限公司提供的商务部商反垄审查函，获知商务部批准了关于经营者集中的申报。公司表示，将会同恒天然乳品（香港）有限公司开始办理要约收购的相关手续，并根据要约收购的进展情况及时履行信息披露义务。

我们的评论：恒天然入股贝因美尘埃落定，短期确定性增强。11 月份以来其他乳制品股票如伊利、光明跟随大盘出现较大涨幅，贝因美估值受压涨幅很小，预计有补涨机会。贝因美与恒天然未来有望在多方面展开合作，海外奶源建设、新产品推出等新举动可期，贝因美也有望依托恒天然的影响力，加速实施全球化战略。

三、一周原材料及产品价格监测

图 2：截至上周末，生猪均价和猪粮比价环比上周分别上涨 1%和 2%，环比上月分别下降 5%和 2%

生猪价格预警（22 省市）

单位：元/公斤	生猪均价	玉米均价	猪粮比价	猪肉均价
本周	13.15	2.35	5.62	21.08
上周	12.98	2.38	5.49	20.64
环比上周	1%	-1%	2%	2%
上月同期	13.82	2.41	5.76	21.53
环比上月	-5%	-2%	-2%	-2%

去年同期	15.38	2.34	6.61	23.83
YOY	-14%	0%	-15%	-12%

资料来源: wind, 宏源证券研究所

图 3: 截至上周末, 生鲜奶价格环比上周下降 1%, 环比上月下降 2%

奶制品行业价格监测

	生鲜奶价格	牛奶价格	酸奶	国外品牌婴幼儿奶粉	国产品牌婴幼儿奶粉	成人奶粉价格
单位	元/公斤	元/升	元/公斤	元/公斤	元/公斤	元/公斤
本周	3.75	10.80	13.88	208.13	164.30	89.34
上周	3.77	10.82	13.86	207.97	164.50	89.15
环比上周	-1%	0%	0%	0%	0%	0%
上月同期	3.82	10.82	13.83	207.85	164.14	89.55
环比上月	-2%	0%	0%	0%	0%	0%
去年同期	4.19	10.25	13.13	204.28	158.76	87.73
YOY	-11%	5%	6%	2%	3%	2%

资料来源: wind, 宏源证券研究所

图 4: 截至上周末, 大豆和花生批发均价环比上周分别持平, 环比上月分别持平

食用油行业价格监测

	桶装豆油	桶装花生油	桶装菜籽油	桶装调和油	大豆批发均价	花生批发均价
单位	元/升	元/升	元/升	元/升	元/公斤	元/公斤
本周	11.62	25.76	14.36	13.71	5.10	6.28
上周	11.64	25.78	14.39	13.72	5.10	6.28
环比上周	0%	0%	0%	0%	0%	0%
上月同期	11.68	25.71	14.40	13.73	5.10	6.29
环比上月	-1%	0%	0%	0%	0%	0%
去年同期	11.88	25.67	14.79	14.08	5.11	6.02
YOY	-2%	0%	-3%	-3%	0%	4%

资料来源: wind, 宏源证券研究所

图 5：截至上周末，玉米与小麦现货价环比上周均持平，环比上月分别下降 1% 与持平

农产品价格监测		
	玉米现货价	小麦现货价
单位	元/公斤	元/公斤
本周	2,367	2,559
上周	2,373	2,558
环比上周	0%	0%
上月同期	2,394	2,557
环比上月	-1%	0%
去年同期	2,356	2,554
YOY	1%	0%

资料来源：wind，宏源证券研究所

图 6：截至上周末，金针菇广东均价环比上周上涨 9%，环比上月上涨 10%，同比去年下降 14%

金针菇周价格监测							
周	广东周均价 (元/公斤)	上周同期 (元/公斤)	环比上周	上月同期 (元/公斤)	环比上月	去年同期 (元/公斤)	同比去年
1/5-1/11	8.43	7.77	9%	7.70	10%	9.3	-14%
12/29-1/4	7.77	10.60	-27%	7.46	4%	10.1	-23%
12/22-12/28	10.60	8.43	26%	7.84	35%	9.7	6%
12/15-12/21	8.43	7.70	9%	7.84	7%	8.65	-3%
12/8-12/14	7.70	7.46	3%	7.56	2%	8.74	-12%
12/1-12/7	7.46	7.84	-5%	7.31	2%	8.67	-14%
11/24-11/30	7.84	7.84	0%	8.04	-2%	8.04	-2%
11/17-11/23	7.84	7.56	4%	8.01	-2%	8.01	-2%
11/10-11/16	7.56	7.31	3%	8.23	-8%	7.98	-5%
11/3-11/9	7.31	8.04	-9%	8.53	-14%	7.90	-7%
10/27-11/2	8.04	8.01	0%	8.46	-5%	8.30	-3%
10/20-10/26	8.01	8.17	-3%	8.01	0%	8.01	0%
10/13-10/19	8.17	8.53	-4%	7.90	3%	8.26	-1%
10/6-10/12	8.53	8.46	1%	7.01	22%	8.21	4%
9/29-10/5	8.46	8.01	6%	6.97	21%	8.44	0%
9/22-9/28	8.01	7.90	1%	6.74	19%	8.51	-6%
9/15-9/21	7.90	7.01	13%	6.46	22%	8.04	-2%
9/8-9/14	7.01	6.97	1%	6.86	2%	7.76	-10%
9/1-9/7	6.97	6.74	3%	6.67	4%	6.49	7%
8/31-8/25	6.74	6.46	4%	6.39	6%	6.06	11%
8/18-8/24	6.46	6.86	-6%	6.40	1%	6.14	5%
8/11-8/17	6.86	6.67	3%	7.46	-8%	5.93	16%
8/4-8/10	6.67	6.39	4%	7.41	-10%	5.94	12%

7/28-8/3	6.39	6.39	0%	7.10	-10%	6.09	5%
----------	------	------	----	------	------	------	----

资料来源：全国农产品商务信息公共服务平台，宏源证券研究所

图 7：截至上周末，金针菇四川均价环比上周持平，环比上月下降 2%，同比去年下降 11%

金针菇周价格监测

周	四川周均价 (元/公斤)	上周同期 (元/公斤)	环比上周	上月同期 (元/公斤)	环比上月	去年同期 (元/公斤)	同比去年
1/5-1/11	11.56	11.58	0%	11.84	-2%	13.03	-11%
12/29-1/4	11.58	11.21	3%	11.76	-1%	12.74	-9%
12/22-12/28	11.21	11.46	-2%	12.19	-8%	12.79	-12%
12/15-12/21	11.46	11.84	-3%	12.62	-9%	11.46	0%
12/8-12/14	11.84	11.76	1%	12.83	-8%	11.50	3%
12/1-12/7	11.76	12.19	-3%	12.97	-9%	10.90	8%
11/24-11/30	12.19	12.62	-3%	12.75	-4%	12.17	0%
11/17-11/23	12.62	12.83	-2%	12.95	-3%	11.48	10%
11/10-11/16	12.83	12.97	-1%	12.64	1%	11.37	13%
11/3-11/9	12.97	12.75	2%	12.90	1%	11.33	14%
10/27-11/2	12.75	12.95	-2%	12.79	0%	11.41	12%
10/20-10/26	12.95	12.64	3%	12.87	1%	12.53	3%
10/13-10/19	12.64	12.90	-2%	12.80	-1%	12.19	4%
10/6-10/12	12.90	12.79	1%	12.78	1%	12.36	4%
9/29-10/5	12.79	12.87	-1%	12.77	0%	12.41	3%
9/22-9/28	12.87	12.80	1%	12.69	1%	12.26	5%
9/15-9/21	12.80	12.78	0%	12.50	2%	12.38	3%
9/8-9/14	12.78	12.77	0%	12.65	1%	11.83	8%
9/1-9/7	12.77	12.69	1%	12.49	3%	11.53	11%
8/31-8/25	12.69	12.50	1%	12.47	2%	11.69	9%
8/18-8/24	12.50	12.65	-1%	12.38	1%	11.62	8%
8/11-8/17	12.65	12.49	2%	12.65	0%	10.72	18%
8/4-8/10	12.49	12.47	0%	13.15	-5%	10.69	17%
7/28-8/3	12.47	12.35	1%	14.33	-13%	11.78	6%

资料来源：全国农产品商务信息公共服务平台，宏源证券研究所

图 8：截至 12 月份，金针菇广东与四川月度均价环比分别上涨 11%与下降 9%，同比分别下降 7%与上涨 2%

金针菇月价格监测

月份	广东月均价 (元/公斤)	环比	同比	四川月均价 (元/公斤)	环比	同比
2014 年 12 月	8.46	11%	-7%	11.50	-9%	2%
2014 年 11 月	7.65	-7%	-4%	12.62	-1%	13%
2014 年 10 月	8.24	9%	0%	12.78	0%	8%

2014年9月	7.55	15%	-2%	12.80	1%	9%
2014年8月	6.58	-8%	9%	12.63	-2%	16%
2014年7月	7.13	9%	21%	12.88	-5%	15%
2014年6月	6.57	14%	6%	13.60	7%	19%
2014年5月	5.77	-12%	-8%	12.70	5%	18%
2014年4月	6.59	-20%	-4%	12.08	-6%	26%
2014年3月	8.27	-17%	21%	12.78	-8%	40%
2014年2月	9.93	4%	9%	13.82	10%	58%
2014年1月	9.57	5%	26%	12.56	12%	37%

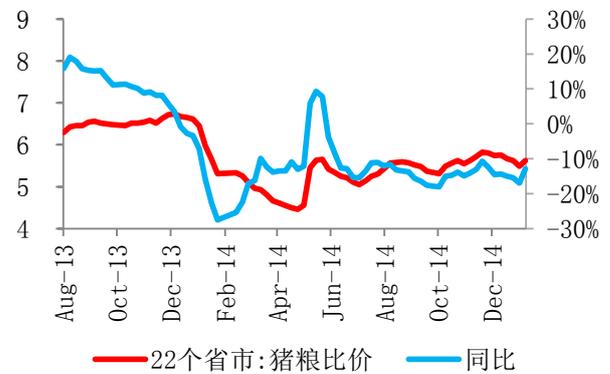
资料来源：全国农产品商务信息公共服务平台，宏源证券研究所（注：四川数据为成都、绵阳和广安数据平均值）

图 9：生猪价格环比上周下降 1%



资料来源：wind，宏源证券研究所

图 10：猪粮比价环比上周持平



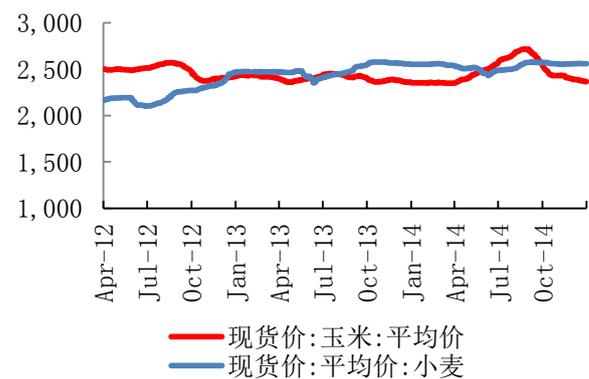
资料来源：wind，宏源证券研究所

图 11：生鲜奶价格环比上周下滑 1%



资料来源：wind，宏源证券研究所

图 12：玉米和小麦现货价格环比上周均持平



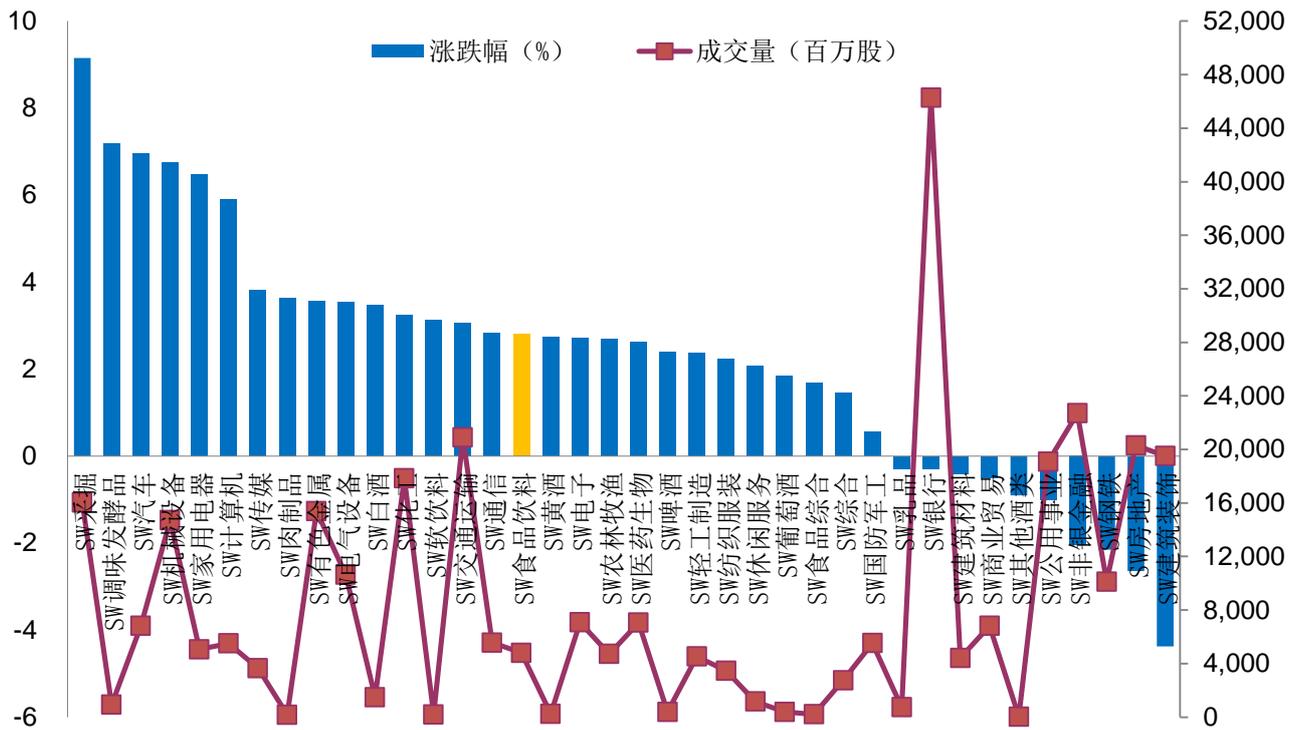
资料来源：wind，宏源证券研究所

四、板块估值

上周 A 股剧烈震荡，市场对金融股分歧较大，小票初现反弹。食品饮料行业表现中等偏上，上涨 2.82%，子行业中表现最好的是调味品与肉制品，分别上涨 7.19% 与 3.63%；表现相对较差的是其他酒类与乳品，分别下跌 0.9% 与 0.29%。

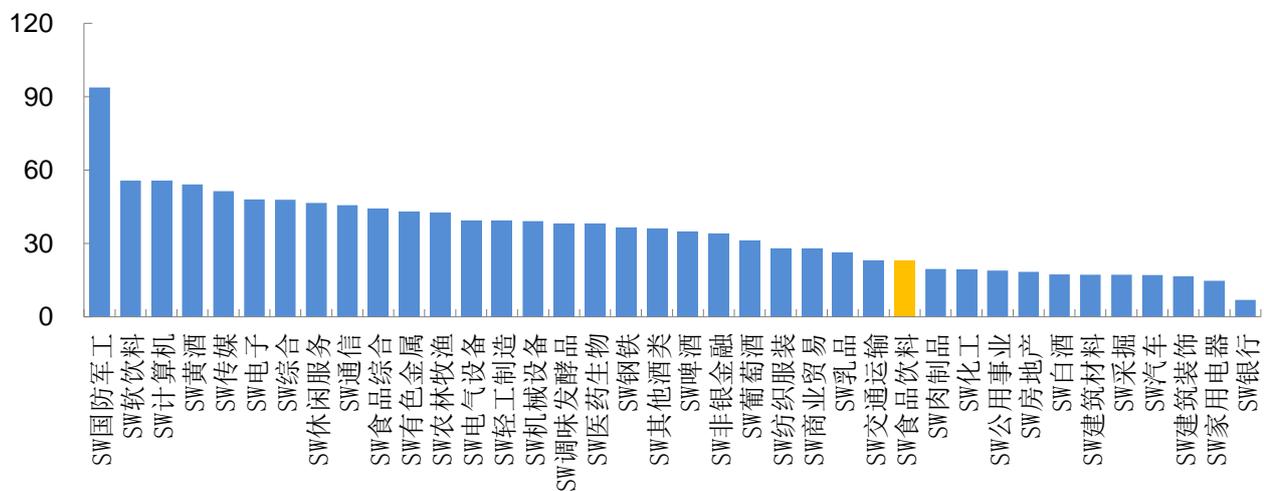
动态估值角度看，食品饮料行业动态市盈率 (PE/TTM) 为 22.96X：其中白酒板块估值相对较低，为 17.43，软饮料板块相对估值较高，为 55.78。

图 13：上周食品饮料行业上涨 2.82% (百万股)



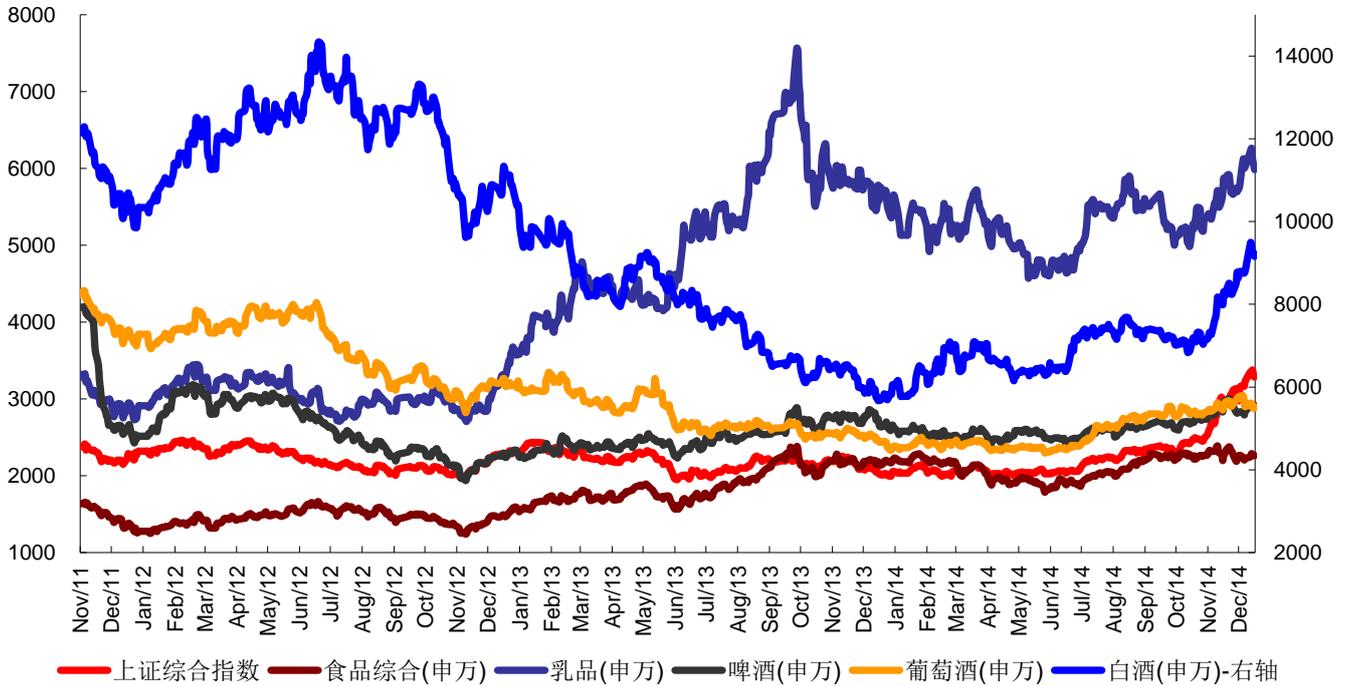
资料来源：wind，宏源证券研究所

图 14：截至本周末，食品饮料行业整体动态估值为 22.96X (PE/TTM)



资料来源：wind，宏源证券研究所

图 15: 最新板块指数与大盘指数走势对比图



资料来源: wind, 宏源证券研究所

图 16: 乳品相对沪深 300 的动态市盈率 (PE/TTM)



资料来源: wind, 宏源证券研究所

图 17: 乳品相对沪深 300 的动态市净率



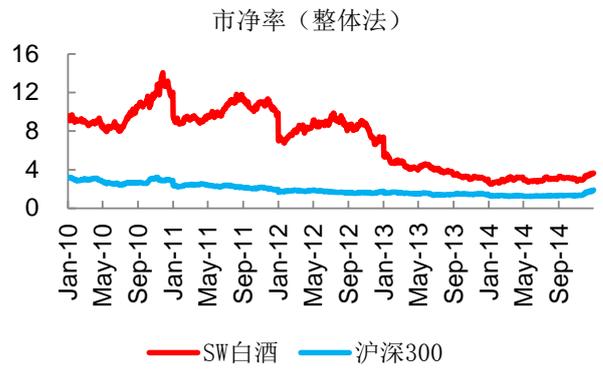
资料来源: wind, 宏源证券研究所

图 18: 白酒相对沪深 300 的动态市盈率 (PE/TTM)



资料来源: wind, 宏源证券研究所

图 19: 白酒相对沪深 300 的动态市净率



资料来源: wind, 宏源证券研究所

图 20: 啤酒相对沪深 300 的动态市盈率 (PE/TTM)



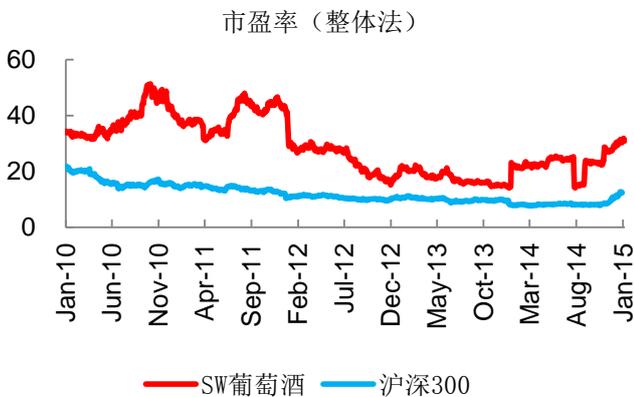
资料来源: wind, 宏源证券研究所

图 21: 啤酒相对沪深 300 的动态市净率



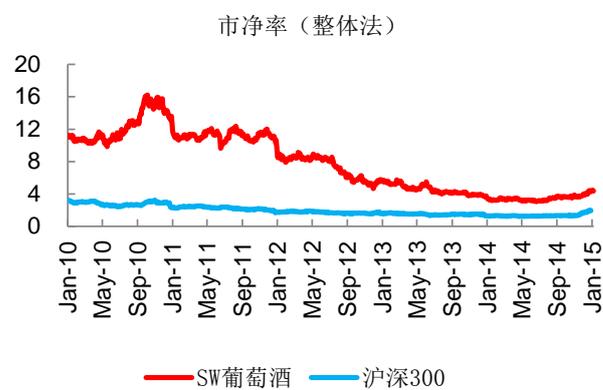
资料来源: wind, 宏源证券研究所

图 22: 葡萄酒相对沪深 300 的动态市盈率 (PE/TTM)



资料来源: wind, 宏源证券研究所

图 23: 葡萄酒相对沪深 300 的动态市净率



资料来源: wind, 宏源证券研究所

图 24: 食品综合相对沪深 300 动态市盈率 (PE/TTM)



图 25: 食品综合相对沪深 300 的动态市净率



资料来源: wind, 宏源证券研究所

资料来源: wind, 宏源证券研究所

图 26: 国际可比上市公司估值一览表

英文名称	中文名称	细分行业	货币单位	市值 (Mil.)	EPS		PB		PE		SALES (Mil.)	
					2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E
DIAGEO	帝亚吉欧	饮料	GBP	45850	0.98	0.96	5.46	5.89	18.63	19.10	10520	11029
Pernod Ricard	保乐力加	酒类	EUR	29701								
Brown Forman	百富门	酒类	USD	18699	3.02	3.25	9.88	8.77	29.40	27.35	3987	4161
Constellation Brands	星座集团	葡萄酒	USD	18399	3.20	4.24	3.87	3.04	29.83	22.50	4863	6000
Campari	金巴利	开胃酒	EUR		0.25	0.30					1552	1652
TAKARA	宝酒造	酒业	KPY	173507	48.00	28.10	1.38	1.28	16.60	28.36	209227	220312
SABMiller	南非米勒	啤酒	USD	54209	2.39	2.47	3.04	2.95	22.01	21.27	22526	21975
KIRIN	麒麟啤酒	啤酒	KPY	1459080	42.67	55.25	1.30	1.28	35.43	27.36	2208195	2234688
Carlsberg	嘉士伯啤酒	啤酒	DKK	73840	35.82	37.67	1.00	0.94	13.38	12.72	65326	65840
Foster	福斯特	啤酒	AUD		0.32						2608	
Molson Coors	康胜	啤酒	USD	14445	4.30	4.32	1.60	1.52	17.84	17.74	4171	4184
Asahi	朝日啤酒	啤酒	KPY	1863740	157.27	177.23	2.12	2.00	24.51	21.75	1768380	1801349
Coca-Cola	可口可乐	软饮料	USD	185673	2.04	2.04	5.61	5.41	20.80	20.78	45983	46138
PepsiCo	百事	软饮料	USD	142716	4.60	4.89	6.21	6.22	20.73	19.51	66681	67995
Tyson	泰森食品	鸡肉	USD	14922	2.84	3.41	2.04	1.51	14.01	11.65	37711	42362
Sanderson Farms	商桑德森农场	鸡肉	USD	1986	10.78	11.46	2.15	1.75	7.95	7.48	2770	2875
Mondelēz International	亿滋国际	食品	USD		1.73	1.87					34661	34496
Danone	达能	食品	EUR	34926	2.65	2.94	2.76	2.61	20.44	18.44	21187	22408
Saputo	萨普多	奶企	CAD	12810	1.42	1.58	4.90	3.18	23.11	20.70	9114	10526
Parmalat	帕玛拉特	乳制品	EUR	4321	0.12	0.13	1.29	1.22	19.67	18.15	5421	5882
Yakult	养乐多	酸奶	KPY	1118789	132.06	149.88	3.89	3.55	48.16	42.43	354301	370229
Dean	迪恩	乳制品	USD	1729	-0.12	0.88	2.57	2.45		20.85	9547	8982
	蒙牛	乳制品	CNY	56599	1.06	1.30	2.20	1.99	21.97	17.89	51212	57051
General Mills	通用磨坊	食品	USD	32307	2.87	2.83	4.89	5.18	18.64	18.93	18093	18034
Kellogg	凯洛格食品公司	食品	USD	23439	3.91	4.06	5.79	5.14	16.88	16.28	14760	14699
Heinz	亨氏	食品	USD		3.81	4.03					12112	12750
	雨润食品	食品	HKD	5705	-0.12	0.08	0.37	0.37			20825	25610

资料来源: Bloomberg, 宏源证券研究所

作者简介:

陈嵩昆: 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海交通大学管理科学与工程硕士, 曾任职于国金证券, 2012 年加盟宏源证券研究所, 2012 年新财富团队成员, 水晶球团队成员。

刘洋: 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海社会科学院财政学硕士, 2 年银行工作经验, 2012 年加盟宏源证券研究所, 2012 年新财富团队成员, 水晶球团队成员。

秦聪: 宏源证券研究所食品饮料行业研究员, 清华大学五道口金融学院金融学硕士, 2013 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

机构销售团队					
公 募	北京片区	李倩	010-88013561	13631508075	liqian@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
孙婉莹		0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com	
机 构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。