

中立

夏平CFA
電話: 8621 6886 6902
olive.xia@cpy.com.hk

中國食品及飲料業

食品漲價，利潤率受壓

我們預期成本上漲將加重食品飲料生產商的利潤率壓力。考慮到農產品漲價因素，我們將中國食品飲料行業的評級從增持調降至**中立**。從長遠角度來看，我們預期人均可支配收入的持續攀升有助推動食品支出增長。在成本加重的環境中，我們看好議價能力較強的行業領導者。如青島啤酒(168 HK)及蒙牛乳業(2319 HK)。此外，我們預期亞洲果業(73 HK)將受益於食品價格上漲。

- ◆ **十二五規劃促進內需**。在公布的十二五規劃建議中，中國政府強調了經濟結構轉型的重要性，即從投資為主導的經濟，轉變為由消費、投資與出口平衡增長的模式。在未來五年（2011至15年），政府將繼續保持工業化及城市化進程，並致力提高個人收入，以保證人均收入與國內生產總值的增幅保持同步。這個目標的重要性超過以低勞工成本保持出口競爭優勢的戰略。
- ◆ **收入持續攀升，食品支出增長獲支撐**。中國政府於2010年10月末發布的十二五規劃建議提出，人均收入增長要與國內生產總值的增幅保持同步。在扶持政策的支撐下，加上經濟增長強勁，我們預期個人收入在十二五期間每年增長約10%。2009年中國城鄉地區的恩格爾係數分別為36.5%及41.0%，預計食品支出將在中期內保持穩步增長。
- ◆ **農產品價格從6月底飆升**。受下游需求強勁和緊縮需求/供應結構的影響，農產品價格從6月底開始飆升。展望未來，我們預期穩固的需求將支持高食品價格。
- ◆ **食品價格加快上漲**。受食品價格攀升的拉動，中國消費物價指數升幅在2010年第三季進一步加快，10月時為4.4%。鑑於近幾個月食品漲價勢頭強勁，我們預期近期的消費物價指數將保持4%增幅。
- ◆ **看好具議價能力的行業領導者**。我們預期成本攀升將在短期內加重食品飲料生產商的利潤率壓力。鑑於農產品漲價因素，我們將中國食品飲料業的評級從增持調降至**中立**。從長遠角度來看，我們預期人均可支配收入的持續增長有助推動食品支出增長。出於成本加重的考慮，我們看好議價能力較強的行業領導者，如青島啤酒(168 HK)及蒙牛乳業(2319 HK)。此外，我們預期亞洲果業(73 HK)將受益於食品價格上漲。

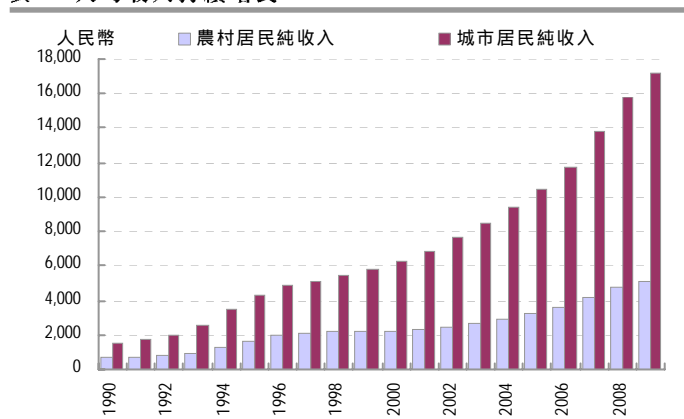
食品價格加快上漲

十二五規劃促進內需。在10月末公布的十二五規劃建議中，中國政府強調了經濟結構轉型的重要性，即從投資為主導的經濟，轉變為由消費、投資與出口平衡增長的模式。在未來五年（2011至15年），政府將繼續工業化及城市化進程，並致力提高個人收入，以保證人均收入與國內生產總值的增幅保持同步。這一點的重要性超過以低勞工成本保持出口競爭優勢的戰略。為支持消費需求的長期增長，政府將：（1）促進就業；（2）優化收入分配結構；（3）提高中低收入群體的收入；（4）加大社會福利支出；及（5）加強零售市場的分銷效率及基建。

收入持續攀升，食品支出增長獲支撐。2000至09年，城鄉居民的人均可支配收入每年分別按年11.4%及8.8%。在扶持政策的支持下，加上經濟增長強勁，我們預期個人收入在十二五期間每年增長約10%。2009年中國城鄉地區的恩格爾係數分別為36.5%及41.0%，預計食品支出將在中期內保持穩步增長。

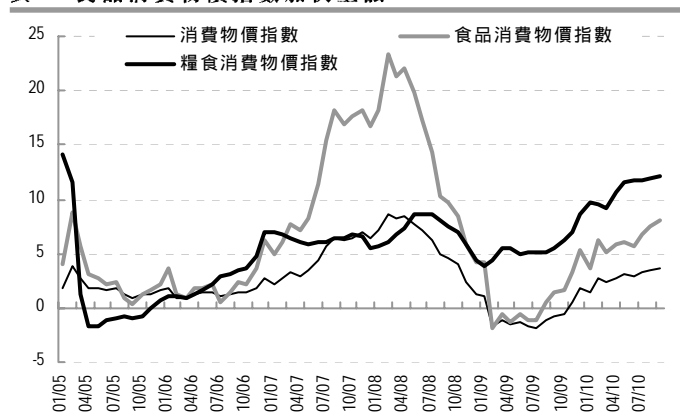
食品價格加快上漲。受食品價格攀升的推動，中國消費物價指數升幅在2010年第三季進一步加快，9月/10月分別為3.6%和4.4%。鑑於近幾個月食品漲價勢頭強勁，我們預期近期消費物價指數升幅將保持在4%。

表1：人均收入持續增長



資料來源：彭博及京華山一

表2：食品消費物價指數加快上漲



資料來源：彭博及京華山一

出於成本顧慮，評級調降至中立

食品需求增長超過產量的增幅。展望未來，我們預期旺盛的需求將支持食品價格保持在高位。根據美國農業部的最新預測，全球玉米產量將在10/11年度按年增長1.6%，但由於發展中國家的需求增長及美國需求強勁復甦，全球玉米需求的增幅料將超過產量增幅。在中美玉米消耗量增長下，全球玉米需求預計將按年增長3.7%。大豆市場方面，由於收成面積及產量減少，而大豆產品的需求保持旺盛，故全球產量預計將略有下滑。

農產品價格在下半年大幅上漲。在旺盛的下游需求支撐下，國內玉米價格自6月底起大幅上漲。同時，隨著投資者對各國政府的量化寬鬆措施及旺盛的農產品消費需求更趨樂觀，同期內芝加哥期貨交易所（CBOT）的玉米價格大幅上漲55%。此外，其他農產品價格近幾個月以來亦紛紛上漲。國內大豆價格較6月末上漲12%，芝加哥期貨交易所大豆價格更從6月末的低谷回升31%。另外，隨著供需結構趨緊，白糖價格亦創下歷史高位。

看好具議價能力的行業領導者。我們預期成本攀升將在短期內加重食品飲料生產商的利潤率壓力。鑑於食品漲價因素，我們將中國食品飲料業的評級從增持調降至**中立**。從長遠角度來看，我們預期人均可支配收入的持續增長有助加大食品支出。

在成本加重的環境中，我們看好議價能力較強的行業領頭羊。在香港上市的中國食品飲料股中，**青島啤酒(168 HK)**及**蒙牛乳業(2319 HK)**分別是中國啤酒及乳品行業的領頭羊。我們預期前者將受益於銷售結構成功升級、品牌知名度高、產品均價上漲及利潤率擴闊。我們維持對該股的**買入**評級，目標價為46.0港元。至於蒙牛乳業，我們預期持續上漲的農產品價格將在短期內構成利潤率壓力，並將盈利預測調低及目標價調低至27.5港元。但鑑於估值便宜，我們仍維持**買入**評級。同時，我們維持**中國食品(506 HK)**的**沽出**評級，因持續進行的業務重組或對其收入增長構成拖累。

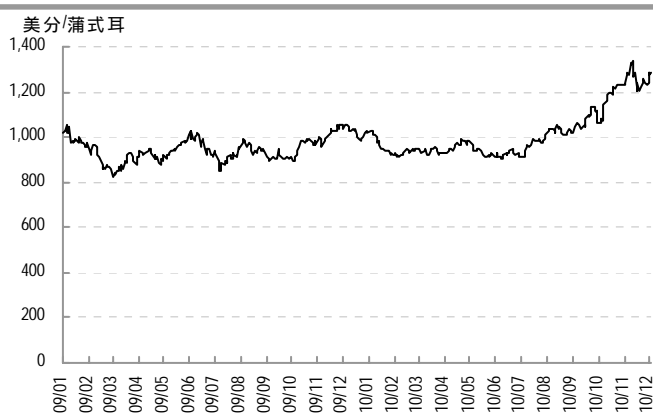
此外，我們看好上游農產品生產商，因他們可把握食品漲價的勢頭。**亞洲果業(73 HK)**為中國最大的鮮橙生產商，公司可望在接下來的收穫季節上調產品價格。

表3：芝加哥期貨交易所玉米價格



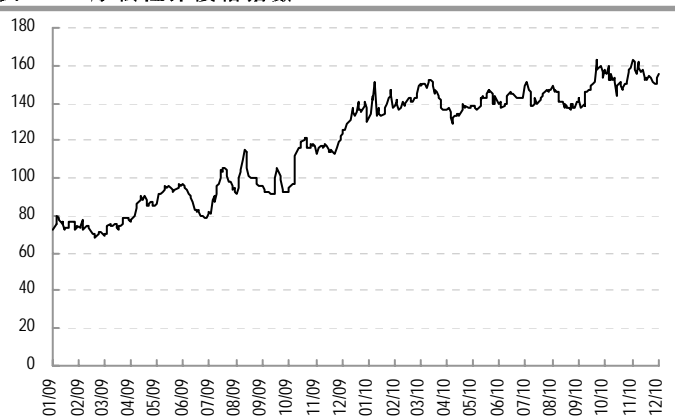
資料來源：彭博及京華山

表4：芝加哥期貨交易所大豆價格



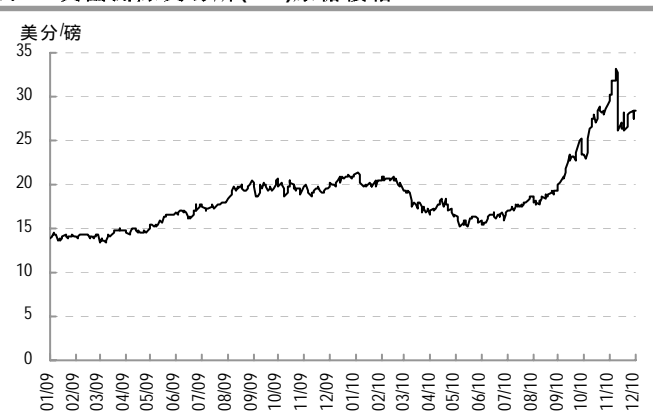
資料來源：彭博及京華山

表5：JP摩根橙汁價格指數



資料來源：彭博及京華山

表6：美國國際交易所(ICE)原糖價格



資料來源：彭博及京華山

表1：同業估值(截止2010年11月30日)

公司名稱	彭博編碼	收市價 (港元)	市值 (百萬港元)	市盈率(x)		市帳率(x)		
				FY10F	FY11F	FY10F	FY11F	
中國食品	506 HK	5.56	15,396	30.9	21.5	2.7	2.5	
蒙牛乳業	2319 HK	22.15	38,563	23.5	20.2	3.5	3.1	
青島啤酒	168 HK	42.1	56,877	31.2	27.4	5.1	4.5	
亞洲果業	73 HK	9.3	9,533	10.8	8.4	1.8	1.3	
雨潤食品	1068 HK	27.75	50,260	21.3	17.7	4.0	3.3	
康師傅控股	322 HK	19.22	107,378	30.9	25.8	8.1	7.0	
中國旺旺	151 HK	6.69	88,386	29.7	23.3	10.3	9.0	
統一企業中國	220 HK	4.87	17,529	24.8	20.0	2.6	2.4	
			(人民幣)	(百萬人民幣)				
伊利	600887 CH	45.98	36,752	45.6	34.6	8.8	7.1	
光明乳業	600597 CH	9.73	10,209	50.9	40.9	4.3	3.8	
燕京啤酒	000729 CH	19.06	23,068	27.3	22.3	2.7	2.5	

資料來源：彭博及京華山