



2011 再赴食品盛宴

前言

我们坚持 2010 年食品饮料行业投资策略报告中的观点：

“收入及分配结构的变化以及城镇化进程的加快，将提高中低收入人群食品消费水平”。工业化食品消费比重将进一步提高，方便食品、冷冻食品、休闲食品以及饮料消费数量保持较快增长，这将带动相关调味料、食品辅料和配料行业联动增长。

我们认为“十二五”中国食品工业仍处于全面工业化和现代化的大发展时期。

食品工业与农业产值之比将由目前的 0.66:1 提高到 1:1，行业产值将由目前的 5.3 万亿元发展到近 8 万亿元。未来几年食品工业产值年复合增长率依然保持在 20%以上较高水平。中国食品工业方兴未艾。

我们认为中国农业进入高成本、高投入和高价格的三高时代

这意味着廉价农产品时代终结，这将推动高附加值食品的不断涌现。差异化和高端化在诸多食品子行业有明显体现。

我们认为食品工业发展方式将发生变化，科技对产业的促进作用越来越突出。

科技创新将在提高原料利用效率，节约生产过程中能源消耗，以及新产品的开发上发挥重大作用，从而有效提高食品工业生产效率和增加产值。

未来大型食品加工企业将强化以食品安全为目标的产业链建设，以全面降低成本，并获得全产业链利润；而中小企业将成为中国传统食品工业化新一轮创新主体，努力提高产品附加值来占领蓝海。这给我们投资食品企业指明方向一大有大的磅礴，小有小的精彩

我们继续看好 2011 年食品饮料板块的投资机会

一是在通胀预期下，成本不敏感性行业、有效转嫁成本压力行业应该是投资首选。继续看好白酒、葡萄酒、乳制品、其他食品制造业，谨慎看好啤酒行业。

二是新上市食品企业增加，涉及到速冻食品、调味料和食品辅料等多个领域，打破食品板块主要由酒奶构成格局，为食品板块增加新概念和更多投资选择。这个板块会成为持续热点板块。

三是重点推荐公司：山西汾酒、五粮液、安琪酵母、伊利股份、承德露露。看好金字火腿和五洲明珠。

食品与饮料制造

维持

增持

郑绮

zhengqi@csc.com.cn

010-85130985

执业证书编号：S1440206070045

黄付生

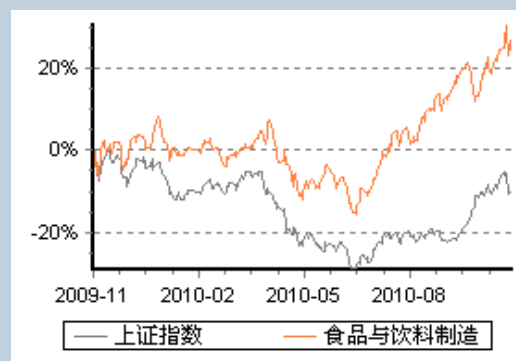
huangfusheng@csc.com.cn

010--85130307

执业证书编号：S1440209090411

发布日期：2010 年 12 月 16 日

股价表现



相关研究报告

2010-10-15	食品饮料行业动态报告：行业未来走势的思考，即相机抉择的行情
2010-07-21	食品饮料行业中期投资策略：消费背景变化推动盈利模式转变
2010-04-21	2010 年二季度食品饮料行业投资策略：迎接红五月行情
2010-01-28	食品饮料行业深度配置报告：差异化布局，顺周期受益



目 录

我们继续看好 2011 年食品饮料板块的投资机会。.....	1
一、2010 年食品工业继续保持稳定而快速发展	1
1、 2010 年食品饮料行业收入和产值恢复性高增长.....	1
2、 原材料成本增加导致行业盈利能力的回落.....	2
3、 食品工业增长质量将加速提升	3
二、2011 年食品工业各子行业景气迥异.....	4
1、白酒：“二线白酒高端化+地域性白酒崛起”	4
2、葡萄酒：龙头的天下	5
3、啤酒：成本压力增加，提价转移风险.....	7
4、乳制品：恢复性增长，龙头企业话语权增强，达摩克利斯剑依旧高悬	8
5、屠宰与肉制品加工：行业景气度持续回升.....	11
6、其他食品：工业化食品发展迅速，是食品工业现代化的标志	12
三、目前食品饮料板块估值与重点公司盈利预测.....	15
四、重点公司推荐---再赴食品盛宴，做板块守望者.....	16
1、山西汾酒：长期成长性锁定公司高溢价.....	16
3、安琪酵母：介入新型生物技术产业，科技助推公司进入发展新时期.....	17
5、金字火腿：即将上市的肉制品细分行业龙头.....	18
5、五洲明珠：一家即将完成重组的味精生产企业.....	19
附:.....	21



图 表

图 1: 食品饮料行业主营收入恢复性增长	1
图 2: 食品制造业固定资产投资增加, 未来成长空间较大	2
图 3: 食品饮料行业盈利能力有所下滑	2
图 4: 食品饮料行业毛利率小幅下滑	3
图 5: 明治乳业、泰森和帝亚吉欧上以来累计收益率与 SP500 的比较	4
图 6: 白酒产量持续快速增加	5
图 7: 白酒行业制造业盈利能力仍然较强	5
图 8: 葡萄酒产量连续数月增加	6
图 9: 进口葡萄酒量降价升	6
图 10: 葡萄酒行业盈利能力提升 单位: 百万元	7
图 11: 啤酒产量季节性回落	7
图 12: 大麦价格上升, 啤酒行业将面临成本压力	8
图 13: 啤酒行业盈利迎来高峰 单位: 百万元	8
图 14: 原奶价格上涨催生乳制品涨价 单位: 元/公斤	9
图 15: 50 个城市乳制品均价 单位: 元/公斤	9
图 16: 乳制品及液态奶产量	10
图 17: 奶粉进口量缩价涨 单位: 元/公斤	10
图 18: 乳制品行业利润恢复 单位: %	11
图 19: 猪肉价格稳步上涨, 养殖业盈利提升 单位: 元/公斤	11
图 20: 屠宰及肉制品加工行业盈利能力提升 单位: %	12
图 22: 速冻米面产量历年走势	13
图 23: 速冻食品制造业产值走势变化	13
图 21: 调味料发酵制品行业产值历年走势	14
图 24: 今年以来食品饮料各子行业的涨跌幅(算术平均)情况 单位: %	15
图 25: 食品饮料各子行业的市盈率(整体法, 当年三季 $\times 4/3$) 情况	15
表 1: 截至 2010 年 10 月份, 主要农产品价格趋势	3
表 2: 2006 年以来屠宰与肉制品行业各环节利润对比 元/头	12
表 3: 主要行业产值比较	14
表 4: 食品饮料行业重点公司业绩预测与评级	16



我们继续看好 2011 年食品饮料板块的投资机会。

一是在通胀预期下，成本不敏感性行业、有效转嫁成本压力行业应该是投资首选。继续看好白酒、葡萄酒、乳制品、其他食品制造业，谨慎看好啤酒行业。

二是新上市食品企业增加，涉及到休闲食品企业、调味料企业等多个领域，打破食品板块主要由酒奶构成格局，为食品板块增加新概念和更多投资选择。这个板块会成为持续热点板块。

三是重点推荐公司：山西汾酒、五粮液、安琪酵母、伊利股份、承德露露。看好金字火腿和五洲明珠。

一、2010 年食品工业继续保持稳定而快速发展

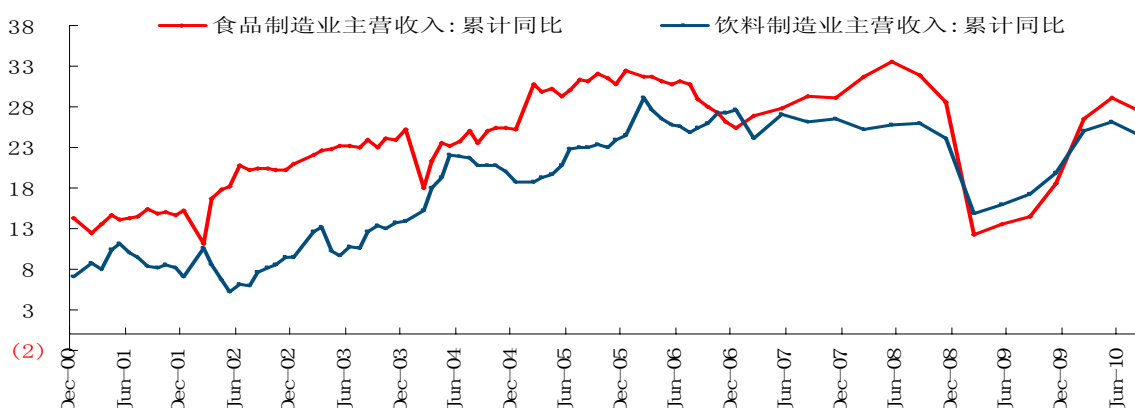
2010 年前三季度，全国食品工业（不含烟草制品业）总体运行良好。食品工业生产增长较快，产销衔接良好，行业效益水平较高，对外贸易恢复较快。但与 2010 年上半年相比，除产销率和产值利税率外，其他经济指标增速均出现小幅下降。

1、2010 年食品饮料行业收入和产值恢复性高增长

前三季度，规模以上工业总产值 40487.3 亿元，同比增长 26.4%；规模以上销售产值 39623.8 亿元，同比增长 26.9%，产销率 97.9%；1~8 月，规模以上企业利税 3033.9 亿元，同比增长 27.1%，其中利润 1954.3 亿元，同比增长 29.7%，产值利税率 8.6%；前三季度，进出口总额 426.3 亿美元，同比增长 25.6%。相比金融危机前有一定程度回落。

而金融危机之前的 2007 年食品工业销售收入则同比增长了 30.62%，达到 31705.8 亿元；实现利润总额 2341.58 亿元，同比增长高达 49.83%。预期全年食品工业总产值达到 5.3 万亿元。

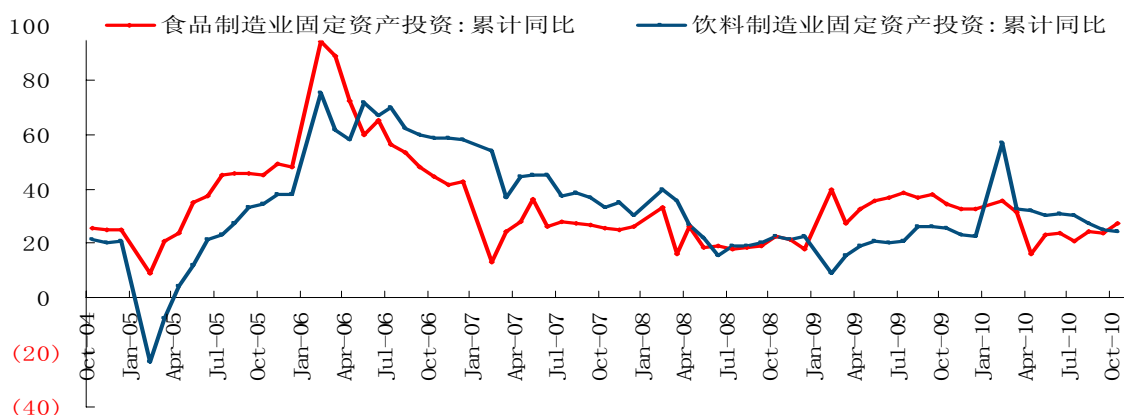
图 1：食品饮料行业主营收入恢复性增长



数据来源: wind, 中信建投证券研究发展部



图 2：食品制造业固定资产投资增加，未来成长空间较大

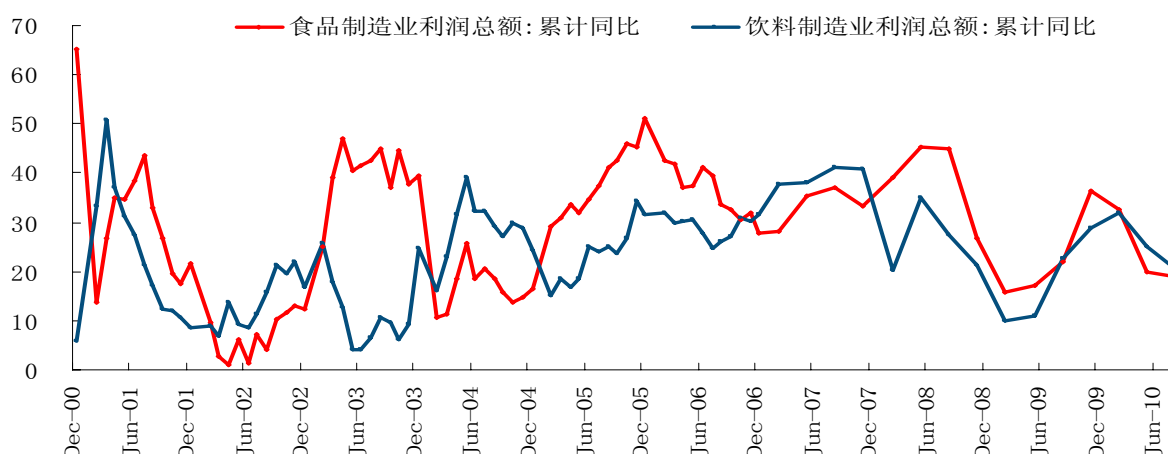


数据来源：wind, 中信建投证券研究发展部

2、原材料成本增加导致行业盈利能力的回落

今年前三个季度，食品和饮料制造业的利润总额累计同比出现持续下滑，同时行业的毛利率也出现小幅下滑。这主要与水电人工成本，以及原材料价格上涨侵蚀了行业的利润密切相关。我们认为，这种成本的压力至少会持续到明年上半年，生产企业会通过调整产品结构，适当提高价格来消化成本的上升。进入四季度酒类、乳品涨价声不绝于耳。

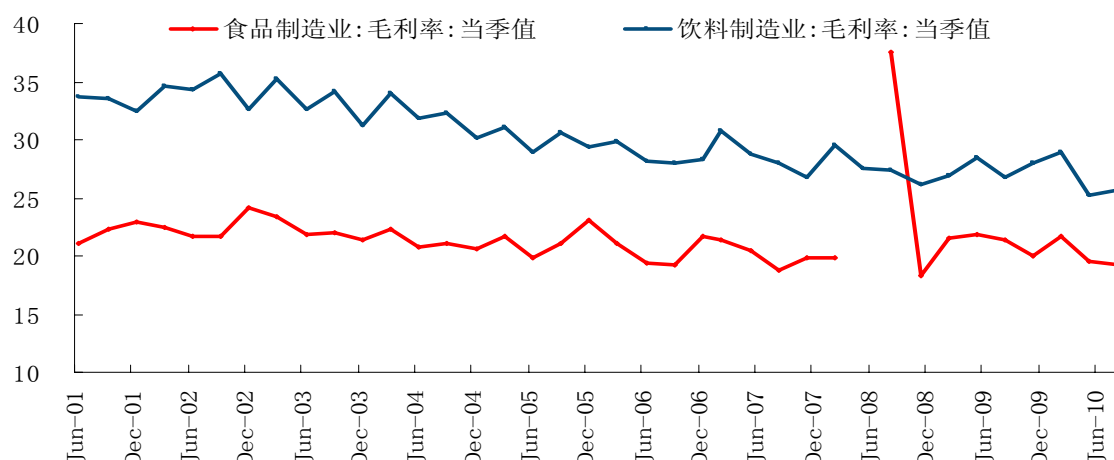
图 3：食品饮料行业盈利能力有所下滑



数据来源：wind, 中信建投证券研究发展部



图 4：食品饮料行业毛利率小幅下滑



数据来源: wind, 中信建投证券研究发展部

前 10 个月全国农产品平均上涨超过 10%，而城镇居民综合消费能力有所下降，2010 年 1-9 月份，城镇居民可支配收入增幅仅为 7.5%，同期商品价格水平涨幅超过 10%，居民实际购买力有所下降。

表 1：截至 2010 年 10 月份，主要农产品价格趋势

品种	同比%	环比%
粮食	35.84	8.9
大豆	67	-4
棉花	58.02	7.87
小麦	9.36	-0.68
稻谷	1.27	-52.99
玉米	10	-0.3
蔬菜	106.7	0.5
水果	15.36	6.62
原料奶	27.49	1.62

数据来源: wind, 中信建投证券研究发展部

3、食品工业增长质量将加速提升

我们认为未来中国食品行业发展主流仍是升级。对食品安全的需求、对产品档次提升需求、对多样化消费需求都构成产业发展的强大推动力。我们预测未来 3-5 年间，食品饮料行业的增长态势会呈现收入增长高于产量增长的局面。对食品饮料投资也应当遵循消费升级思路。具有品牌优势、创新能力的企业发展空间更大。特别是科技对食品工业发展发挥作用将越来越大。

速冻食品、方便食品以及休闲食品、高端液态奶、配方奶粉以及白酒、葡萄酒和软饮料消费量继续快速增长并在升级道路上经久不衰。我们由此看好食品配料、辅料和添加剂的发展空间。

1993 年之前，美日欧的食品饮料行业处在升级成长期，明治乳业、泰森食品、帝亚吉欧三家上市公司的估计都跑赢 SP500 指数。

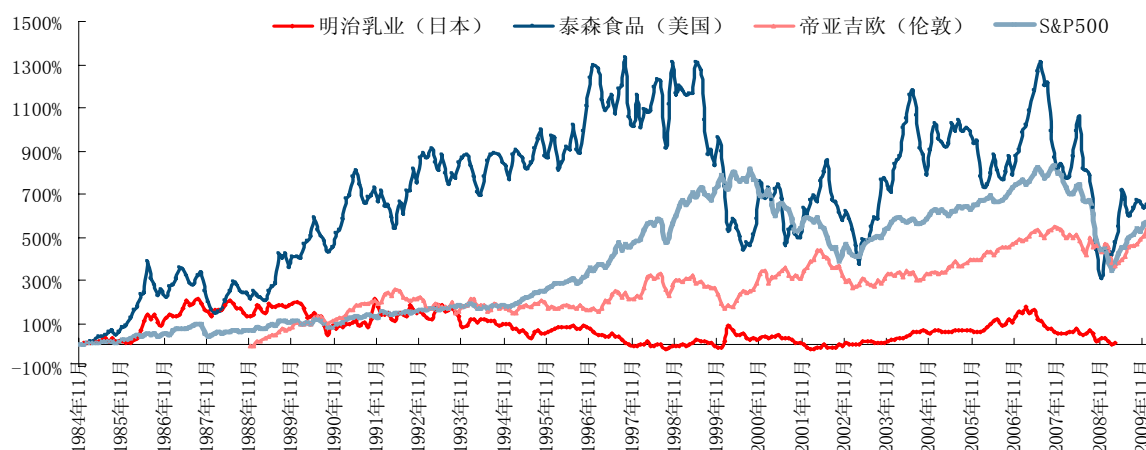


为适应食品消费升级的需求，食品类公司积极调整经营策略。从欧美经验看，一是完整的产业链与规模化经营（泰森食品）；二是兼并收购迅速拥有众多品牌酒（帝亚吉欧）；三是围绕主业多元化经营（明治乳业）。

从三家公司走势看，泰森食品营业利润率一直在下降，但通过产业链链接，减少产业转换后的环节费用，加上规模化经营，公司获得大的发展。而帝亚吉欧则凭借酒精饮料的高利润率获得发展。而明治乳业乳制品在消费升级阶段，营业利润稳步增长。不同的子行业发展模式不同。

我们认为屠宰与肉制品加工、乳品以及粮油加工的产业链整合将成为行业发展重点，也是企业胜出的关键。同时传统食品工业化的重任给大量中小型也提供发展空间。2010 年资本市场上食品板块不断增加新成员，包括保龄宝、金字火腿、晨光生物以及味精龙头，包括涪陵榨菜和双塔食品；还有即将 IPO 的汤臣倍健和洽洽瓜子。这将改写该板块以酒奶为主的结构，将食品工业的全面成果呈现给资本市场，为该板块注入新活力。

图 5：明治乳业、泰森和帝亚吉欧上以来累计收益率与 SP500 的比较



资料来源: bloomberg, 中信建投研究发展部

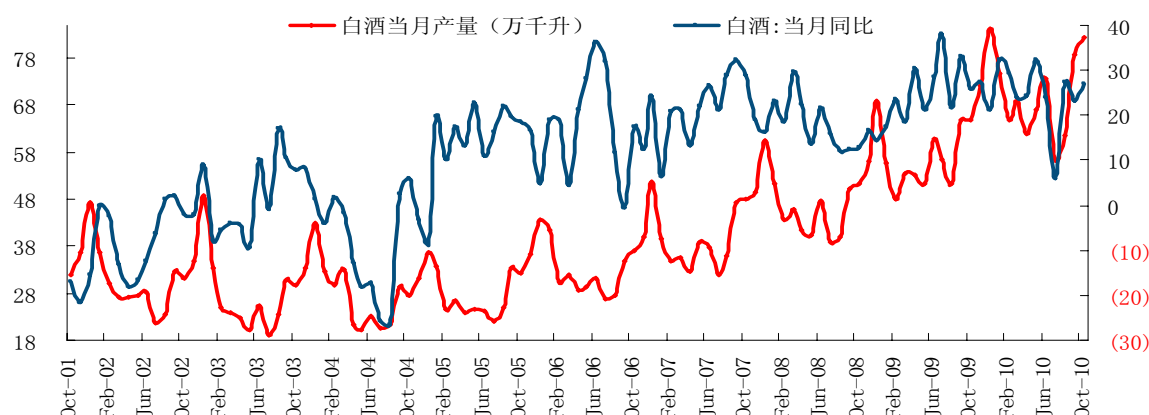
二、2011 年食品工业各子行业景气迥异

1、白酒：“二线白酒高端化+地域性白酒崛起”

我们首要看好白酒行业，基于以下理由：一是白酒在中低端人群中具有更高的普及像，未来中低端人群收入水平提高对白酒消费量增加以及消费档次提高非常有利，白酒消费拐点依然没有出现，依然会保持较高一个增长率，价格中枢仍在上移。二是超高端白酒连续提价，为二线白酒高端化腾出很大市场空间，二线白酒会获得最高的增长率。三是白酒行业以省为单位捆绑式发展成为潮流，地域经济的崛起也成就区域白酒公司的发展。



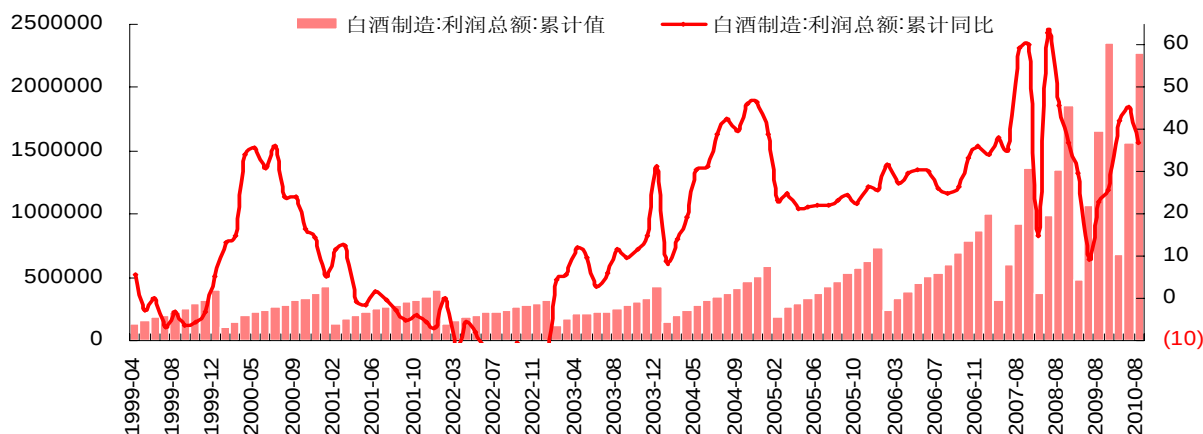
图 6：白酒产量持续快速增加



数据来源：wind, 中信建投证券研究发展部

白酒行业的盈利能力持续提升，前三个季度全行业的利润累计同比高达 36.87%，尽管有所回落，但仍处在较高的水平。目前，一线白酒持续提价风潮不断，二三线白酒积极走高端化的路线，“涨声响起”行业盈利能力会因此而提升。整个行业的景气程度在 2011 年仍将会持续。未来一段时间二线白酒的增长还会好于一线白酒，还会有黑马涌现出来。汾酒、洋河和古井贡高增长悬念不大。此外的沱牌、ST 皇台基数很低，都存在短期内收入和业绩快速上升的可能。而茅台晋升为白酒奢侈品，涨价带动业绩增长完全有可能的。

图 7：白酒行业制造业盈利能力仍然较强



数据来源：wind, 中信建投证券研究发展部

2、葡萄酒：龙头的天下

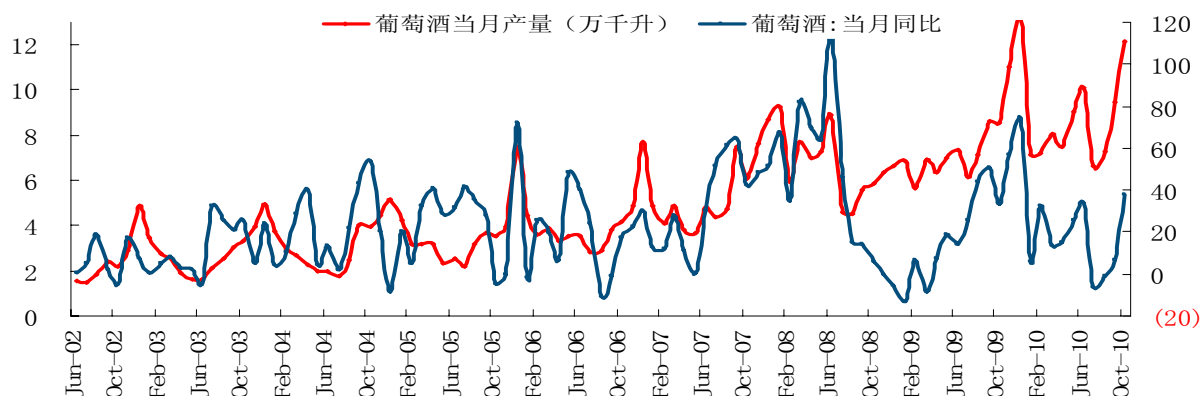
1-10 月葡萄酒行业累计产量同比增长 16.6%，增速较去年同期回落 1.5 个百分点。10 月单月产量同比增长 37.8%，环比增速提高 31.5 个百分点。

2010 年 8 月，商超渠道葡萄酒营收同比增幅为 15.4%，略高于 7 月份的 14%，但相比上半年，增长率下降了 50% 以上（主要原因是 2009 年上半年葡萄酒消费增长为负数），零售均价 200 元/瓶以及 100-200 元/瓶的产品依然是消费增长的主力，8 月营收同比增幅分别高达 47.8% 和 47.9%，高于 7 月份的 25.5% 和 39.7% 的水平。有数据监测的三大主导品牌张裕、长城、王朝表现与行业基本一致，其中张裕、长城、王朝 8 月营收增幅均由 7



月的 25.9%、5.8%、26.2% 小幅回调至 22%、5.4%、21.8%，零售均价基本保持稳定。

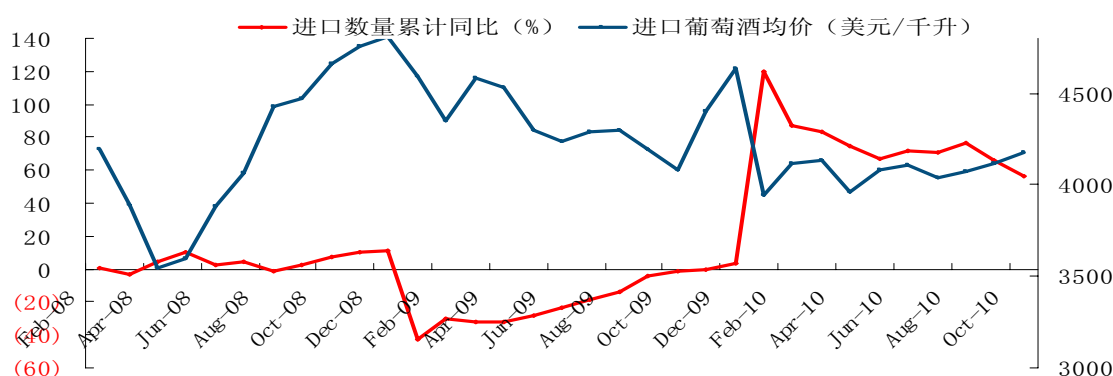
图 8：葡萄酒产量连续数月增加



数据来源：wind, 中信建投证券研究发展部

进口葡萄酒占国内消费总量比重在继续增加，对行业的影响仍在加大，进口葡萄酒的增速开始下滑，但进口的均价平稳增长。目前进口葡萄酒与国产葡萄酒产量之比已经上升到惊人的 1:3 左右。2010 年 1-9 月份葡萄酒进口量为 20.18 万千升，已超过 2009 年全年进口量。其中瓶装酒（2 升以下包装）10.5 万千升，价值 4.45 亿美元，同比增长分别是 66.1% 及 75%；散装酒（2 升以上包装）9.68 万千升，价值 0.8 亿美元，同比增长分别是 67.9% 及 74.4%。从数据来看，瓶装酒进口量依然高于散装酒，散装酒的价格远远低于瓶装酒，表明更多的国外优质酒进入中国市场，质优价廉，必将对国产品牌冲击很大。

图 9：进口葡萄酒量降价升



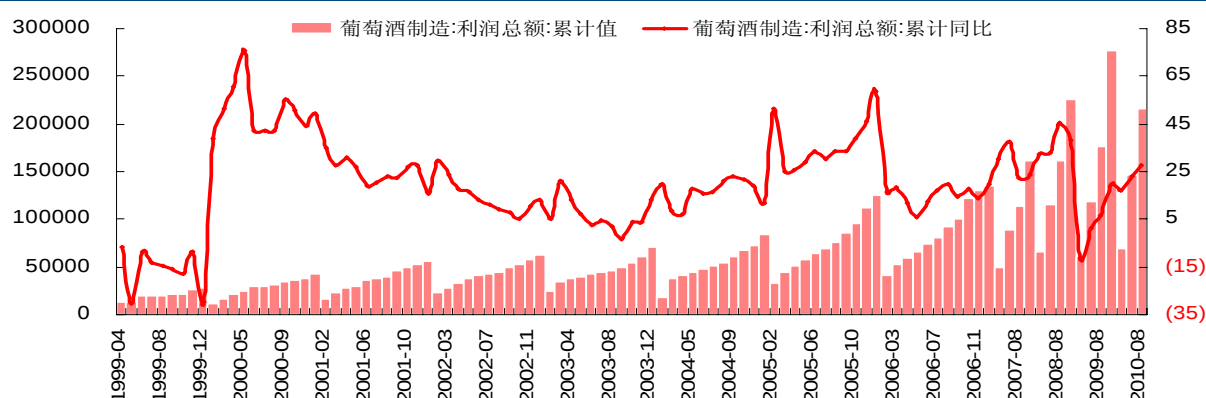
数据来源：wind, 中信建投证券研究发展部

2010 年 1-8 月份葡萄酒行业实现销售产值 165.81 亿元，同比增长 24.45%，增长率比上半年有所下降。其中山东省以 99.92 亿元占据全国销售总值的 60.26%。山东省葡萄酒产量占全国三分之一，而产值却超过六成，显示出山东省葡萄酒行业产品结构偏向于中高端产品，平均利润相对也较高。

进口葡萄酒对一些对葡萄酒文化有深入了解的固定消费群体有很大吸引力，不过国内高端葡萄酒在营销方面依然具有优势，对于多数国人来说，品牌还是选择消费的第一诉求，因此龙头葡萄酒企业竞争优势犹在。稳定性、利润的持续增长以及全产品线使张裕在竞争中还是显示出灵活性和全面性。我们维持对张裕 A 增持的投资评级。



图 10：葡萄酒行业盈利能力提升 单位：百万元



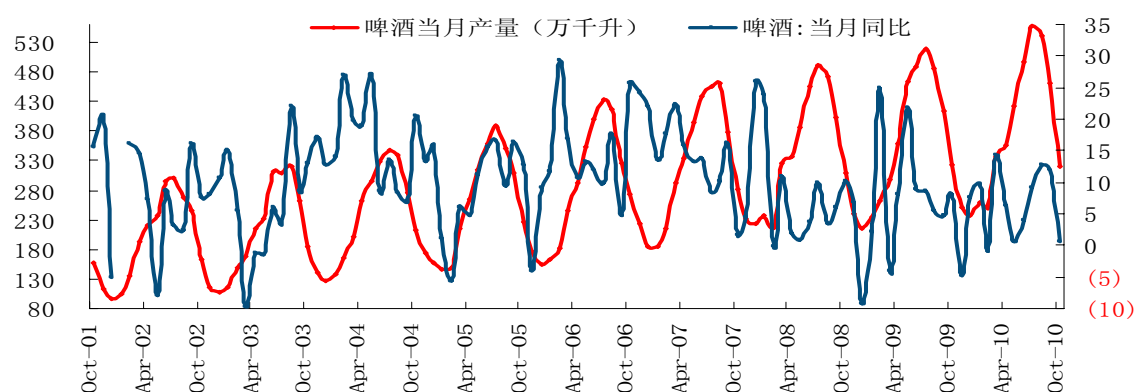
数据来源：wind, 中信建投证券研究发展部

3、啤酒：成本压力增加，提价转移风险

1-10 月啤酒行业累计产量同比增长 6.5%，增速比去年同期慢 0.5 个百分点；啤酒消费增长在几大酒精饮料最低，已经进入平稳发展期，未来消费量增长也会维持现有水平。企业主要靠争夺存量市场来扩大市场份额。

2010 年 10 月份啤酒单月增速大幅回落，10 月单月产量同比增长 0.5%，增速环比大幅回落 11 个百分点。豫、浙、苏等地单月产量增速的降幅都超过了 17%，拉低了行业单月产量增速水平。今年寒冷天气可能会造成 4 季度行业产量同比增速放缓。

图 11：啤酒产量季节性回落



数据来源：wind, 中信建投证券研究发展部

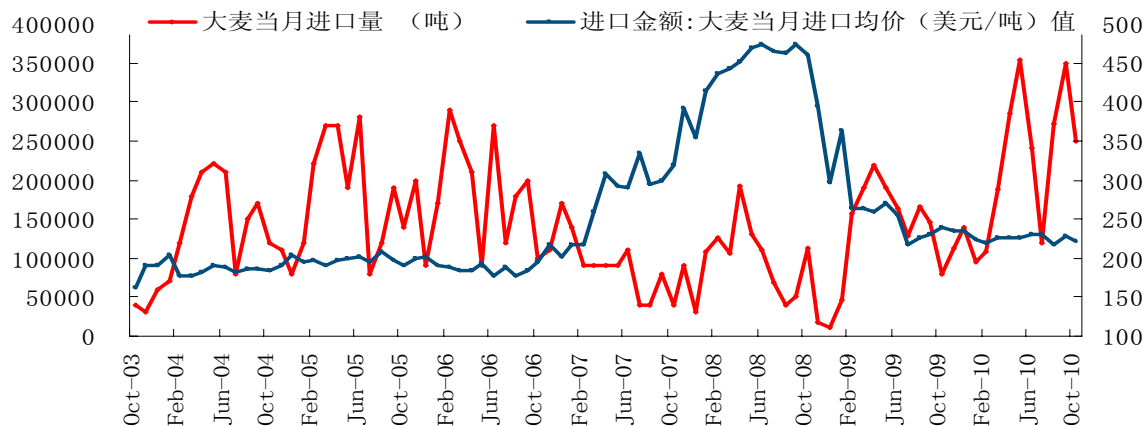
世界主要产麦区因美元贬值，造成其大麦价格上涨，加上国际航运价格以及燃油的上涨，都进一步加剧了麦芽价格上涨的紧张局面。今年年初大麦价格约为每吨 225 美元，而目前的采购成本已达到 280 美元，而且市场预期大麦的价格还会继续上扬，这势必给啤酒生产企业带来成本压力。

中国啤酒企业在能耗、水耗等方面已经达到较高水平，未来化解成本压力无非是继续提高规模化生产、通过绝对提价，或者提高产品档次相对提价。目前青啤和燕京啤酒均在新一轮扩张产能，实施市场布局的争夺。同时继续提高纯生等高端产品比重，这方面青岛啤酒的高端化更为成功。公司推出奥古特产量已经达到万吨。高端纯生的销售量也远远超过普通啤酒。



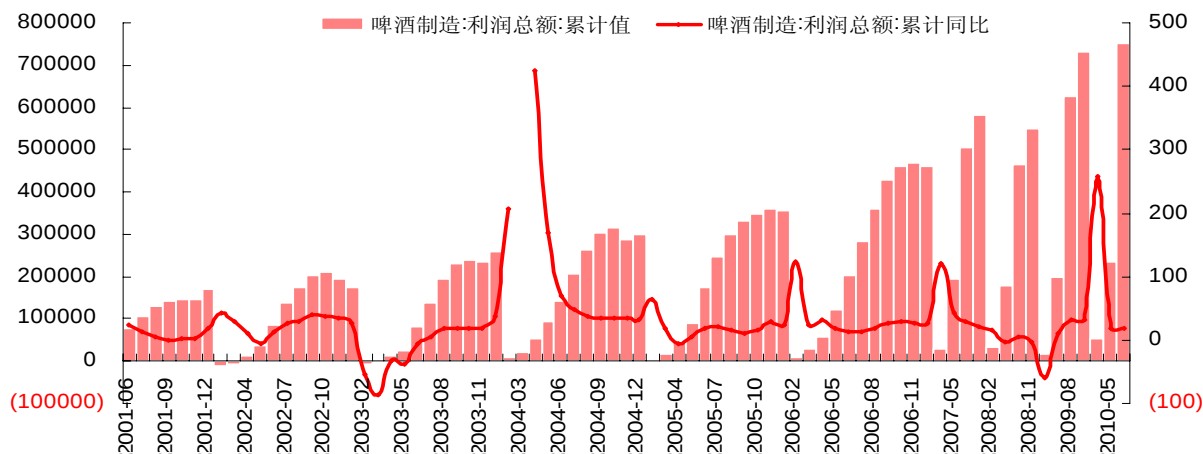
但扩大市场仍旧被各大啤酒商看中，在市场或者利润选择上，会更倾向于市场：即营销费用增加，谨慎提价等。包括青啤和燕京啤酒都在积极扩大产能，资本开支力度加大。但原料价格上升带来的痛苦小企业会更大，涨价之后的行业洗牌也势在必行，因此还是对大型企业后期发展有利。我们对 2012 乃至 2013 年两家企业的利润表现更看好。

图 12：大麦价格上升，啤酒行业将面临成本压力



数据来源：wind, 中信建投证券研究发展部

图 13：啤酒行业盈利迎来高峰 单位：百万元



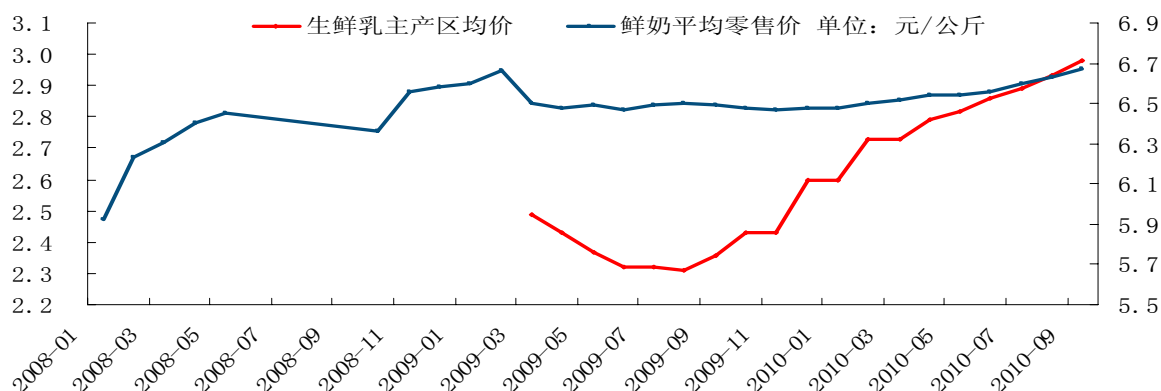
数据来源：wind, 中信建投证券研究发展部

4、乳制品：恢复性增长，龙头企业话语权增强，达摩克利斯剑依旧高悬

自 2010 年 9 月，全国 10 个奶源主产省区原料奶价格继续上涨，截至 10 月份的平均价格就已经达到了每公斤 3.02 元，同比上涨 24.3%，在河北某些地区甚至已经高达每公斤 4 元，这不仅让一些奶业上市公司第三季度的毛利率普遍下降，也让更多的中小型乳业企业甚至面临倒闭的风险。



图 14：原奶价格上涨催生乳制品涨价 单位：元/公斤

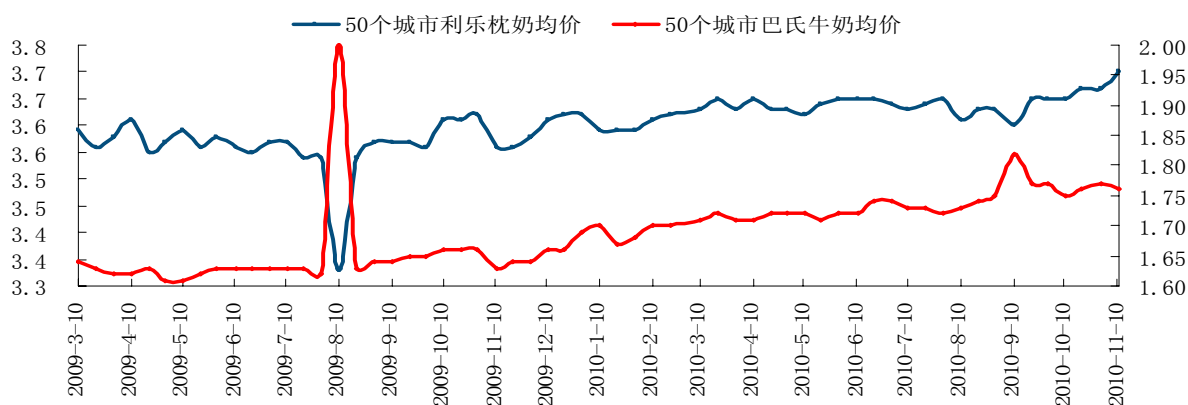


数据来源：中信建投证券研究发展部

今年前三季度，在全国 2000 多家乳企中，营收 500 万元以上的 800 多家乳企有 30%的企业处于亏损状态。如果据此分析，剩余的 1800 多家中小型乳业企业则将面临出局。除了原料成本上升带来的直接影响，大型乳企对奶源加大控制也进一步压缩了中小企业的生存空间，而国家质检总局近日发布的重新申请生产许可证公告更让中小乳企雪上加霜。

大型企业的话语权进一步加强。乳企投资还是要选择伊利等大型企业。一是公司对上游的控制力增强，安全系数相对较高，二是在奶粉领域除大力发展的婴幼儿配方奶粉外，中老年配方奶粉的市场空间等待挖掘。三是高端液态奶市场地位更为巩固。相对于啤酒行业，乳制品行业集中度更高，价格调节更为弹性，成本压力转嫁能力也略强。乳业销售旺季将来临，为抵御成本压力，近期蒙牛、伊利等龙头企业已经涨价。

图 15：50 个城市乳制品均价 单位：元/公斤



数据来源：中信建投证券研究发展部

三聚氰胺事件给乳制品龙头企业提供瓜分市场的一个机遇，特别是奶粉市场腾出的空间迅速被外资企业、国内伊利以及雅士利、贝因美等奶粉专营公司所填补，获得巨大收益。

但该事件并没有彻底改变加工与养殖脱节的弊端，制约中国乳制品行业发展的瓶颈问题没有得到彻底解决。达摩克利斯这把安全利剑依然选在乳品行业头上。政府有关部门关于“3 年之内土企业原料乳中的自有奶源（自



办牧场、控股牧场和合作牧场）所占比例达到 50%以上；实现把奶站作为企业第一车间来管理，将奶站收归企业所有，或者有企业直接经营，彻底消除收奶的中间环节，全面改变目前按照数量计价的收奶办法，实施以乳固体、质量综合计价办法”的目标没有实现。企业自有奶源比重依然很低，仅为 10-15%，散养户依然高达 60%以上。这种模式导致“问题奶粉”仍然不断惊现市场。

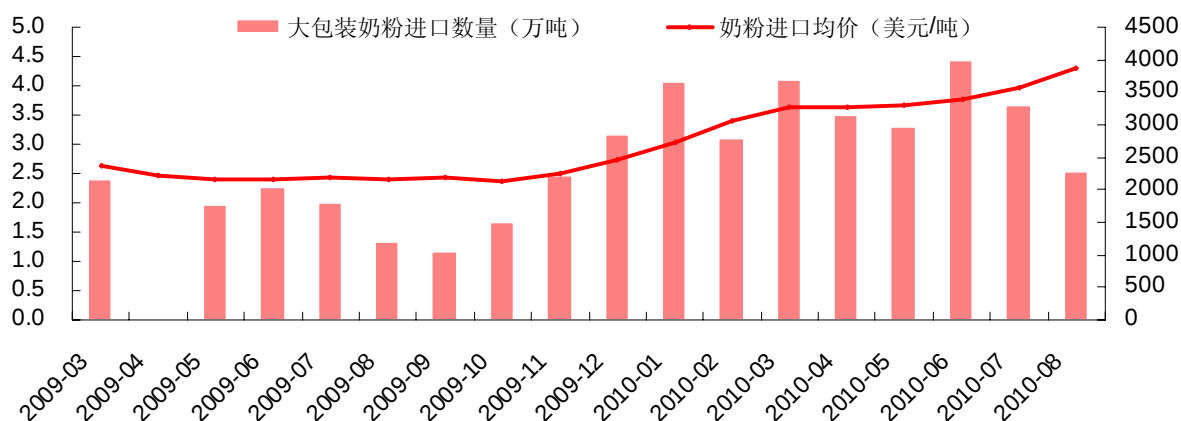
这种环境对大型企业还是比较有利。伊利这样的乳企在高端液态奶市场地位将会更加巩固，一般产品的市场占有率也会提高。我们继续看好去年推荐的皇氏乳业，公司几大看点：一是产业链全程控制，公司目前拥有 25 个奶站，保证了原料奶质量；二是公司是全国最大水牛奶生产企业，高品质和个性化产品使公司在业内一支独秀。蓝海领域发展空间大。

图 16：乳制品及液态奶产量



数据来源：中信建投证券研究发展部

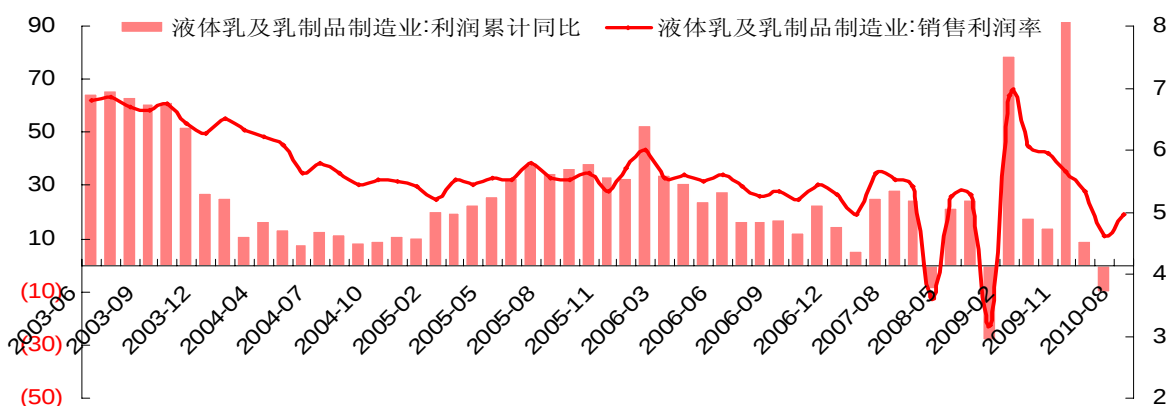
图 17：奶粉进口量缩价涨 单位：元/公斤



数据来源：中信建投证券研究发展部



图 18: 乳制品行业利润恢复 单位: %



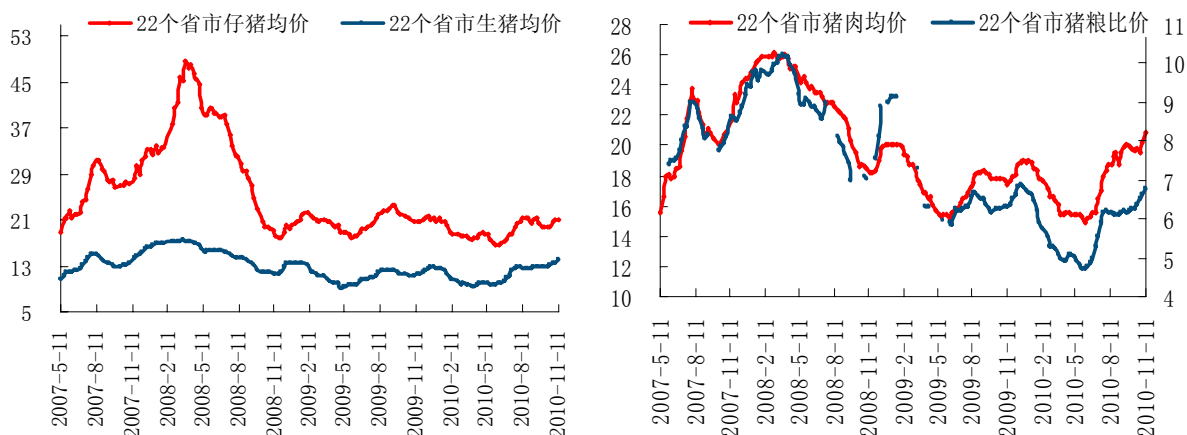
数据来源: 中信建投证券研究发展部

5、屠宰与肉制品加工：行业景气度持续回升

今年 6 月初至今，全国生猪价格累计涨幅超三成，近期呈现加速上涨之势。在生猪价格快速上涨的带动下，近期猪粮比连续上升，11 月 12 日的猪粮比达到了 6.77，已经远远超过了盈亏平衡点，目前养猪户普遍盈利。

生猪价格持续上涨带动了部分养猪户的补栏热情。今年 6 月以来，全国生猪存栏量连续上升，其中 9 月份存栏量上升速度较快，环比上升 2.9%，至 45450 万头，较 5 月份累计上升了 4.8%。此外，9 月份能繁母猪存栏 4700 万头，环比增加 2.6%。同时，商务部公布的 9 月生猪屠宰量及肉类产量显示，全国规模以上的生猪屠宰量环比增速达 6.6%，同比增长 4.5%，鲜冷藏肉产量环比增速达 10%，可见猪肉市场供给较为充裕。

图 19: 猪肉价格稳步上涨，养殖业盈利提升 单位: 元/公斤



数据来源: 中信建投证券研究发展部

当前已进入猪肉消费旺季，需求量上升、饲料价格高位运行、通胀预期增强、部分养殖户观望压猪等因素将在短期内推动生猪价格继续上涨。7 月份以来生猪养殖效益的快速回升，带动了生猪补栏热情，生猪供应量在明年年初将明显增加。同时，当前市场猪肉供应充足，商务部、财政部等部门也宣布近期将向全国市场投放第二批中央储备冻猪肉，将在一定程度上增加猪肉市场供应，稳定市场预期。如后期不发生重大疫情或自然灾害，预计生猪价格在春节前不会大幅上涨，春节后有望季节性回调。

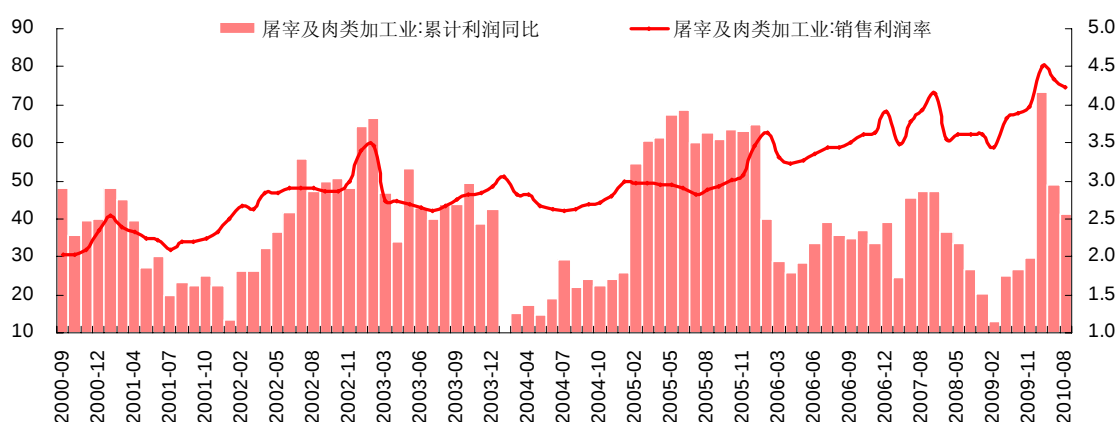


2011 年全年，猪肉价格将会稳定增长，仍有 20-30% 的增长空间。通胀、疫病和自然灾害对猪价的影响仍不容小觑。

猪肉价格的上涨，也带动了屠宰及肉制品加工业的繁荣，我们认为，随着生猪价格的上涨，价格将会很快顺利在需求旺季传导到肉制品价格上来，明年上半年前，将是肉制品加工业发展的有利时机。前三个季度行业数据显示，行业的销售利润率上升到 4.23%，累计利润增长也明显。

双汇经过长达 8 个月的停牌，预计不会很久时间就复牌。公司已经脱离肉制品行业其他企业，成为行业龙头，未来发展题材还较多，除了集团优质资产整体上市，还将有产业链整合带来的市场的扩张和利润增长。

图 20：屠宰及肉制品加工行业盈利能力提升 单位：%



数据来源：中信建投证券研究发展部

表 2：2006 年以来屠宰与肉制品行业各环节利润对比 元/头

	2006 年	2008 年	2009 年
猪粮比	5.3: 1	9.52: 1	6.1: 1
饲养环节利润	-80	322.27	25.9
贩运环节利润	37	18.52	29.1
屠宰环节利润	27	29.47	57.58
零售环节利润	106	107.53	147.72

资料来源：中信建投研究发展部

6、其他食品：工业化食品发展迅速，是食品工业现代化的标志

未来食品工业将进入现代化阶段，重要标志就是工业化食品比重继续增加。速冻食品、方便食品以及休闲食品等消费量依然还保持 30% 的快速增长。

一是，城镇化与人们生活节奏还将持续，方便主食（半成品的速冻面食、饺子、面条以及所有面点等）、休闲食品、复合型和冷冻料理食品（火锅底料、烧菜的搭配调料等）还将保持较快发展速度。传统食品的工业化进程在加快，不仅汤圆、饺子、粽子等传统食品已经基本实现了工业化生产，未来春卷、甚至河南烩面、山西刀削面等越来越多的地方特色美食都将实现工业化生产。

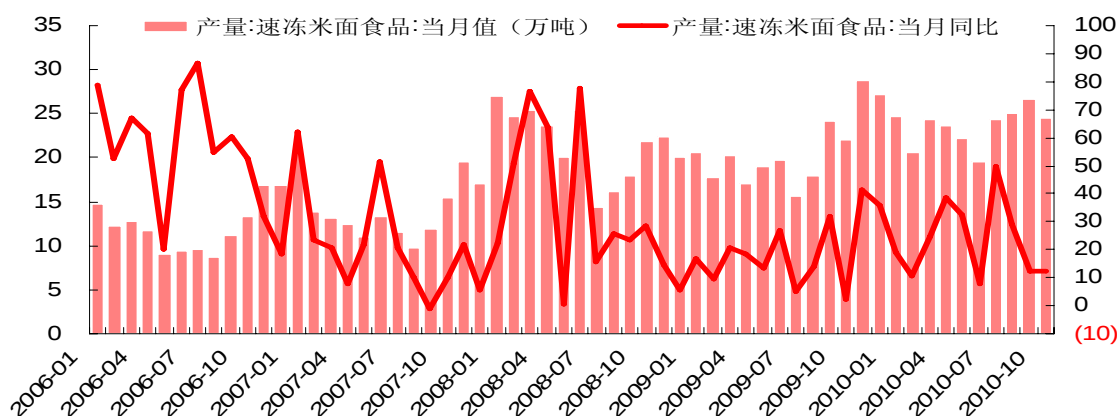
居民生活节奏加快以及饮食习惯改变，对速冻食品需求不断增加，2009 年行业总产值接近 300 亿元，利润



13 亿元，分别增长 24%和 53%。2010 年 1-8 月我国速冻食品制造行业实现累计产品销售收入 200.44 亿元，同比增长 32.92%；实现累计利润总额 9.85 亿元，同比增长 62.88%。

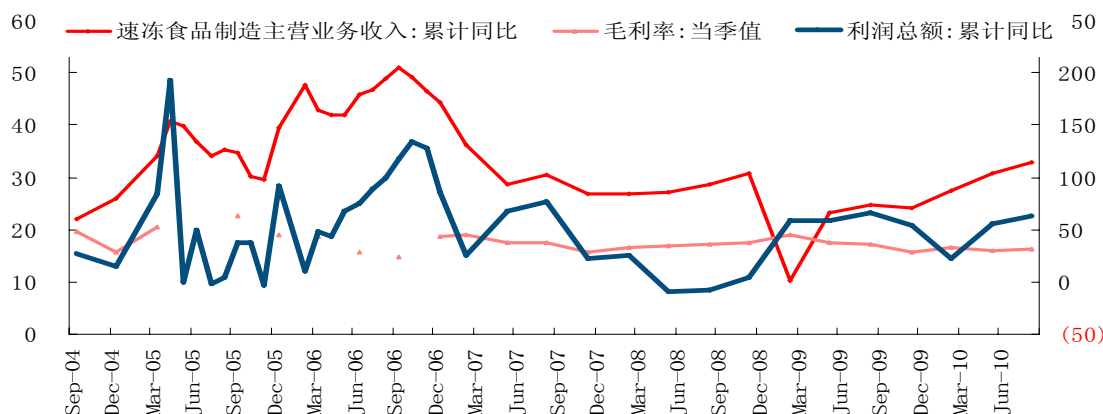
三全食品是速冻食品领域的翘楚，随着天津项目开工，公司完成了华东、华南、西南和华北的生产基地布局，全国市场覆盖呼之欲出。我们去年“隐型冠军”组合里推荐了三全食品，维持增持评级。

图 22：速冻米面产量历年走势



数据来源：wind, 中信建投证券研究发展部

图 23：速冻食品制造业产值走势变化



数据来源：wind, 中信建投证券研究发展部

二是方便面和方便食品 过去 50 年间方便面发展迅速，成为仅次于面包的全球第二大工业化主食，拥有遍及全球的消费群体，年消费量达 936 亿份，仅在我国一年消费量就达 380 亿份，约占 40%。未来 5 年，中国方便面行业将进入平缓成熟期，全行业将进入“从产量竞争到质量竞争”的转型期。如今，以大企业为主的对油炸方便面调味料价值的提升、非油炸面的成功上市及杂粮面的后续推出所形成的行业板块，成为方便面行业的主要发展趋势。

三是休闲食品市场规模呈几何级的速度增长，增速高出其他门类平均增长率 20 个百分点，在我国食品行业的地位日益重要。2009 年休闲食品制造业创造工业产值 4364.54 亿元，同比增长 27.53%；实现销售收入 4304.03 亿元，同比增长 31.39%；实现利润 117.71 亿元，同比增长 52.87%。



而休闲食品早已突破甜食范畴，扩大薯片、肉类、水产品类以及菌类的多种原料。

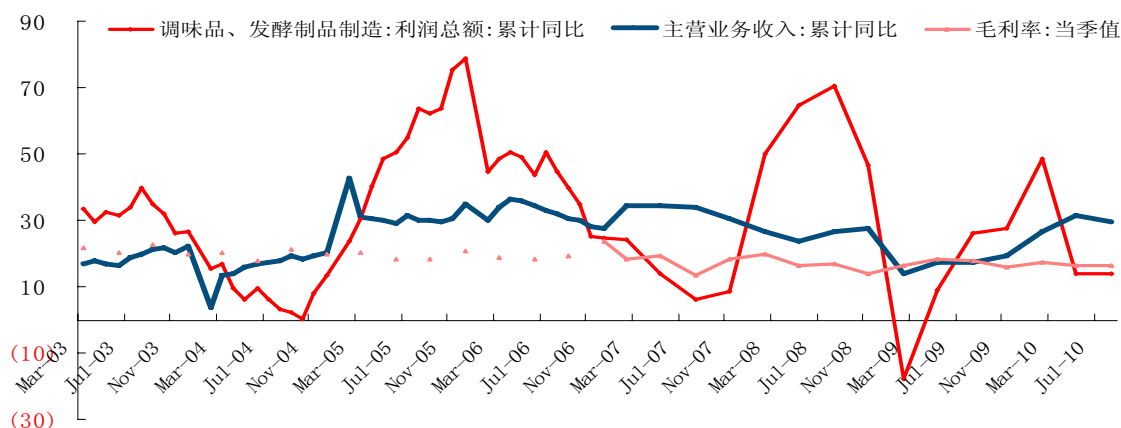
上述三大类食品消费快速增长同时，餐饮酒店的消费也非常快。目前我国餐饮行业产值达到 2.9 万亿元，其中调味料使用量产值达到 1200 亿元，而复合调味料仅占 10%--12%，发展空间非常大。

工业化食品制造业的快速增长对食品配料、辅料以及调味料行业需求十分旺盛：调味料发酵制品行业的收入、利润均保持 30%左右的高增长。

近年来，在中科院院士孙宝国的带领下，咸味香精调味料完成了对“中国风味”的初步探索，确立了“味料同源”的绿色生存命题，用 10 年的持续创新，研发出各种源自天然的风味物质。独凤轩及河南企业对骨禽类产品的开发，及顶味、华海、味海对海鲜调味料的开发，快速追赶国际水平，行业用独具中国风格的创新，将方便面调味料中特有的工业香气回归于家常风味。咸味香精及调味料从方便面起步，并在对肉制品、调味料、烘焙、冷冻食品业的渗透中成熟，行业年产值超过 50 亿元。

因此我们非常看好安琪酵母、五洲明珠、恒顺醋业以及金字火腿、保龄宝等一批食品辅料、添加剂和调味料公司。这个产业在国外是食品工业一大分支。在我国发展也很快，但在资本市场上影响力很弱。未来还会有越来越多此类公司上市。

图 21：调味料发酵制品行业产值历年走势



数据来源：wind, 中信建投证券研究发展部

表 3：主要行业产值比较

项目	2009 年
速冻食品制造业产值	300 亿元
方便面及其他方便食品制造业产值	700 亿元
调味品、发酵制品制造业产值	1200 亿元
味精制造业产值	380 亿元
其他调味品、发酵制品制造	500 亿元
休闲食品	4364.54 亿元
啤酒行业	1000 多亿元
白酒	接近 2000 亿元

数据来源：wind, 中信建投证券研究发展部

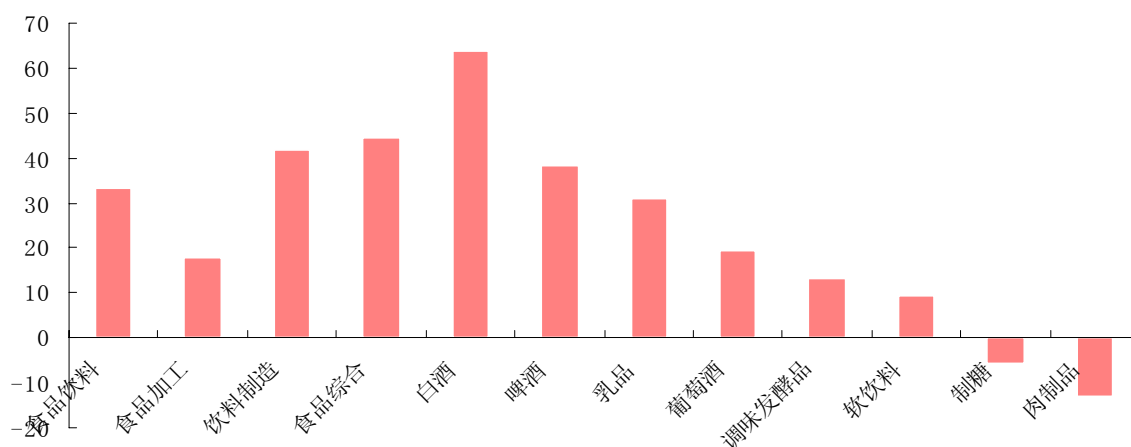


从上表中我们看到鲜味剂的发展在调味料产业发展中占据很重要位置，因为鲜味剂的合理使用会大幅度减少盐在增味中的使用量，这符合人们健康的生活追求。而其他食品行业产值并不输给啤酒和白酒等子行业。

三、目前食品饮料板块估值与重点公司盈利预测

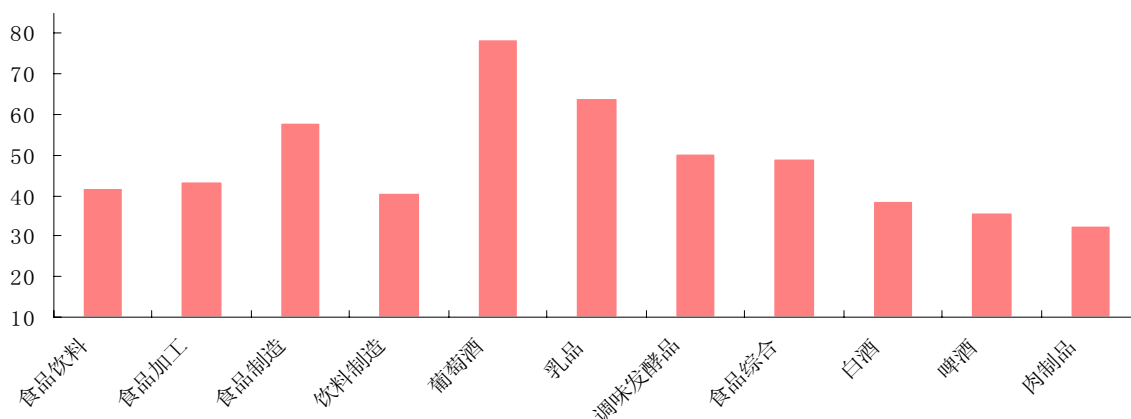
中国经济发展模式处于大的转型周期，扩大内需是关键。同时食品工业良好的增长预期，使该板块将成为未来资本市场持续热点。食品企业业绩的高增长以及可预期可能会再一次提高该板块的溢价水平，估值中枢也会整体抬升。未来一年的动态估值可能会上升到 45 倍左右，一些公司可能会更高。

图 24：本年以来食品饮料各子行业的涨跌幅(算术平均)情况 单位：%



数据来源：wind, 中信建投证券研究发展部

图 25：食品饮料各子行业的市盈率(整体法,当年三季×4/3) 情况



数据来源：wind, 中信建投证券研究发展部



表 4：食品饮料行业重点公司业绩预测与评级

	简称	总市值	每股收益			市盈率 PE			毛利率	净利率	评级
		(亿元)	TTM	10E	11E	TTM	10E	11E			
	贵州茅台	1,784.16	4.57	5.68	7.11	38	33	27	91.19	44.75	增持
	五粮液	1,437.15	0.85	1.25	1.60	33	31	24	66.33	29.60	买入
	洋河股份	1,223.46	3.04	4.69	6.70	65	58	41	55.24	27.65	增持
	泸州老窖	612.91	1.2	1.47	1.80	31	30	24	69.94	41.98	增持
白酒	山西汾酒	349.15	0.82	1.25	1.80	98	65	45	76.59	22.44	买入
	皇氏乳业	50.70	0.57	0.61	0.95	91	77	50	37.46	14.11	增持
	光明乳业	99.88	0.12	0.18	0.22	72	53	44	35.46	1.94	增持
	伊利股份	327.56	0.81	0.99	2.34	49	42	31	30.34	2.34	买入
	张裕 A	579.43	2.14	2.71	3.38	45	41	33	71.61	24.97	增持
红酒	莫高股份	39.72	0.11	0.19	0.36	104	64	35	34.75	10.22	增持
啤酒	青岛啤酒	470.55	0.95	1.19	1.45	31	29	24	44.22	9.33	增持
黄酒	古越龙山	95.23	0.14	0.23	0.30	85	67	51	37.08	11.64	增持
	得利斯	45.23	0.34	0.27	0.54	114	66	34	13.17	3.76	增持
	双汇发展	299.85	1.5	1.86	2.24	29	27	22	8.99	2.84	买入
	承德露露	101.46	0.73	0.78	0.90	48	44	35	36.87	10.54	买入
	三全食品	76.63	0.47	0.65	0.87	78	63	47	35.76	4.75	增持
	恒顺醋业	26.43	0.24	0.38	0.51	85	55	41	28.44	2.44	增持
	保龄宝	29.68	0.59	0.52	0.96	69	55	30	20.40	6.61	增持
	安琪酵母	144.21	0.77	1.05	1.35	55	45	34	34.88	13.72	买入
其他	海南椰岛	50.20	0.69	1.01	0.49	18	16.6	35	17.25	19.87	增持

数据来源：wind, 中信建投证券研究发展部 注：以 2010 年 11 月 23 日收盘价计算。

四、重点公司推荐——再赴食品盛宴，做板块守望者

1、山西汾酒：长期成长性锁定公司高溢价

这是我们一直推荐的投资品种。经过 2009 年营销体制改革、经过 2010 年治理结构的全面变革，公司经营渐入佳境。内部进行三大体制（组织架构、薪酬与财务）改革，目前逐步进入收官阶段。2010 年公司营销体制改革重点放在山西，在深度营销方面力图建立一个成熟的模式，再向省外复制。但省外市场还是发展迅猛，7 大重点区域市场占全部省外营销比重超过 70%。特别是领袖市场北京、陕西和河南均有接近 2 亿元的佳绩。公司实现全年 30 亿元的营销收入近在咫尺。但由于四季度费用摊销是公司财务处理惯例，但提取幅度应该在公司计划之内。

未来公司青花瓷产量和竹叶青将继续得到重点扶持，销售量和收入将显著提高。特别是竹叶青三款高端新品推出将为竹叶青 2015 年收入增加到 15 亿元奠定基础。2011 年公司将加大对竹叶青的扶持，力度非常之大。

四季度如果其他高端白酒涨价，不排除汾酒也提价的可能性。公司未来业绩超预期可能性较大。

公司 2010 年—2012 年业绩（EPS）预测为：1.25 元/股、1.75 元/股和 2.45 元/股。



2、五粮液：看好不改变

这也我们 2010 年以来一直推荐的投资品种。五粮液发展正逢天时、地利和人和，全产品线的结构，以及不同档次产品均有知名品牌，使五粮液在白酒各个市场均有出色表现。白酒龙头公司地位更加巩固，新一届领导集体对资本市场的认识与投资者关系的改善将进一步提升五粮液市场形象。

2011 年五粮液系列产品销售量预计 13000 吨左右。五粮醇和五粮春系列产品有望将达到 15000 吨和 8000 吨左右。公司 2010 年—2012 年业绩（EPS）预测：1.2 元/股、1.60 元/股和 2.08 元/股。

3、安琪酵母：介入新型生物技术产业，科技助推公司进入发展新时期

安琪酵母是中国食品行业少数具有国际竞争力的公司之一。国际酵母行业排名第三。过往几年公司经营成就来自传统高活性酵母产品销量大幅度增长，利润率水平较高。此外公司不断尝试酵母产品向横向和纵深发展，酒精酵母特别是生物乙醇酒精酵母销售获得突破性进展，出口美国乙醇酵母获得自主品牌，销售量达到 2200 吨；而公司酵母抽取物以及酵母保健品也推向市场，2007 年以来销售收入迅猛增长。

生产酵母主要原料为糖蜜，随着酒精价格的不断上涨，糖蜜价格也在节节攀升，新榨季糖蜜收购价格将达到 1100 元/吨。这将威胁到公司传统高活性干酵母的利润。在经过多年的技术储备和市场培育后，安琪公司将全面进入全新的生物技术新领域。

公司近期发布公告，将非公开定向增发 2400 万股，募集资金主要投资于公司年产 5,000 吨新型酶制剂生产线项目、年产 10,000 吨生物复合调味料生产线项目、年产 8,000 万吨复合生物饲料生产线项目、生物保健食品生产基地项目及埃及年产 15,000 吨高活性干酵母项目。这意味着公司开始突破传统酵母产业界限，进入新兴生物技术领域。

上述新品开发将倚赖公司强大科技力量，也将大大提高产品科技含量和附加值。我们认为安琪酵母借助科技力量进入新的发展时期。

新型酶制剂---公司投资兴建的新型酶制剂生产线，将主要生产卤醇脱卤酶、腈水解酶。降血脂药阿托伐他汀（其中间体称 A5）生产过程中全部靠酶催化完成。随着 2010 年 7 月阿托伐他汀专利（EP0409281）到期，国内 A5 生产企业都在扩大产能，预计到 2011 年，A5 产量将达到 1000 吨以上，从而带动卤醇脱卤酶需求量达到 3000 吨以上。

公司从 2007 年即着手进行了新型特种酶制剂的研发，从 2009 年底开始，公司自主开发的卤醇脱卤酶产品已经在国内 3 家最大的阿托伐他汀中间体 A5 生产企业成功推广，用户反映良好，已完全替代原有的化学法合成工艺，实现批量销售。本次项目建成后，安琪公司高效卤醇脱卤酶产能为 2800 吨，有价格优势，如果市场拓展有效，将逐步替代进口产品。

此外该项目中环糊精葡萄糖基转移酶、 α -葡萄糖苷酶、核酸酶、腺苷脱氨酶等，均属于新型高端酶制剂，几乎全部用于进口替代，产品均具有非常高的利润。

尽管目前大宗工业酶领域的竞争日趋激烈，但就技术门槛较高的新型特种酶制剂而言，市场空间大，竞争近乎空白，实施新型酶制剂品种的本土产业化前景广阔。在这方面作为酵母生产企业的安琪酵母本身具有突出的原料、工艺和技术优势。



复合调味料 — 以酵母提取物（YE）为基料生产复合调味料，进入调味料高端市场

目前家庭、餐饮包括食品加工业在调味料使用方面正在进入第三代，即复合调味料阶段，诸如鸡精等、以及火锅料理和其他菜肴配置调味料。但上述复合调味料还是以味精为基料，添加其他呈味物质，比如鸡精中味精含量达到 30-40%。而酵母提取物（YE）作为完全生物发酵鲜味剂未来将成为新型鲜味剂被市场接受。目前欧洲、日本和韩国 YE 鲜味剂占到家庭使用量的 40-60%。因此以 YE 为基料生产复合调味料具有非常广阔的市场空间。将逐步被家庭、餐饮和食品加工与制造企业使用。

本次公司募投项目增加 10000 吨 YE 为基料的复合调味料，其中一半 5000 吨是 YE 鸡精，还是迎合市场目前对鸡精产品的普遍接受状况，但以 YE 为基料生产鸡精比以味精为基料生产鸡精，营养更好，口感更丰富。其他还有风味 YE 调味料和餐饮专用的 YE 调味料。

公司募投项目新增产品，技术储备较早，且 YE 复合调味料、复合生物饲料和保健品早有产品在销售，市场基础较好，达产的时间会较短。投资回收期可能会缩短。且上述新产品安琪都具备规模和市场的领先地位。新品推广的风险被降低。

酵母主要原料为糖蜜，如果按照比例计算国内酵母总产量 15 万吨，需要甘蔗 3000 万吨，几乎全部甘蔗 1/3 产量。由于酒精、柠檬酸和赖氨酸会和酵母争夺原料。糖蜜对传统酵母的原料制约影响会逐步显现出来，安琪公司此时大举进军酵母深加工产品，提高产品附加值，将大幅度化解原料供应和成本压力。

尽管上述新品要到 2012 年后全面投产，但公司良好的市场预期将极大提高公司价值空间。

进入新榨季，糖蜜价格高企，达到 1100 元-1200 元/吨。但糖价经过快速拉升后，期货价格开始回落，预计后期糖价会从 6800 元/吨高位回落。这对缓解公司后期原料成本较为有利。

公司 2010 年-2012 年业绩（EPS）预测：1.05 元/股、1.35 元/股和 1.75 元/股。

风险因素：糖蜜价格高位运行，抬高公司当前采购成本。

4、承德露露：积极增加产能，2012 年迎来大发展

我们预期：2011 年承德露露收入和利润增长幅度相对于 2010 年的暴增会有较为明显的下降，但依然保持两位数的增长。公司产能瓶颈十分突出，依赖于产量增加而带来的收入增长基本没有空间。但公司 10 月份提价大约 10%，对收入有一定提升作用，同时对化解糖及杏仁价格上涨，确保毛利率不下降会起到重要作用。我们预期未来糖价处于回落区间，公司利润率指标会好于收入。

2011 年春节较今年提前 10 天，但四季度郑州工厂竣工，会适度弥补春节旺季损失。同时公司会适当提高核桃露和花生露的产量。

从未来情况看，公司在植物蛋白饮料方面继续完善产品结构，同时密切关注软饮料行业消费趋势的变化，结合自己的研发优势，将开发新的夏季饮料，平缓由于杏仁露高度节日和冬季消费带来的季节性收入波动。露露专著杏仁露的产品战略可能会进行一定调整。

我们还是非常看好露露未来发展前景以及 2012 年较高增长的趋势。2012 年有望出现“3 个 3”，即产销量 30 万吨，收入和利润 30 亿元和近 3 亿元，值得守望！

公司 2010 年-2012 年业绩（EPS）预测：0.78 元/股、0.90 元/股和 1.21 元/股。

5、金字火腿：即将上市的肉制品细分行业龙头



公司以生产和销售金华火腿为主业，营业收入全部来自传统金华火腿、改良后低盐金华火腿，以及巴玛西式火腿。过往几年营业收入和利润均保持较快增长。本次 IPO 发行后，预计募集资金 81000 万元，将全部用于现有产品产能扩张和部分新品生产线，生产能力将提高 70% 多。且产品结构继续优化，巴玛西式火腿和低盐火腿等高利润产品比重进一步增加，这使公司现有平均 40% 的毛利率水平进一步提高，产品销售量增长以及毛利率水平提高将推动公司未来实现业绩的快速增长。

我们分析这家公司，认为发展前景非常好，具有较高投资价值。一是公司产品为高端肉制品，市场需求空间大，盈利能力强。金华火腿在中国三大火腿中（金华火腿、云南宣威火腿以及江苏如皋火腿）中知名度最高，也是产量最大产品。火腿不同于一般肉制品，它采用发酵工艺，产品营养丰富，味道鲜美，是高端中餐不可或缺的重要调味食品。在江浙一带更是普遍用于餐饮和家庭烹饪。目前金华火腿的总产量大约 300 万只左右（其中金字火腿大约为 70 万只），消费区域还集中在江浙地区。我们认为如果大家普遍看好高端食品的消费需求增长，也有理由预期包括火腿在内的传统高端肉制品消费还有较大增长空间。火腿产品也在随着时代变迁进行改良，减少盐分，适应当代消费习惯，因此老产品会有很强的生命，消费区域会逐步扩大到全国其他地区。火腿产品特征给了公司较强的议价能力。

二是火腿产品获得国家地理标志认证，正如茅台离开产地就不称其为茅台一样，金华火腿离开金华这一特定区域也就不被市场认可，因此金华本地厂家具有较强的资源垄断性和排他性，这无形抬高了领域进入门槛。

三是公司在火腿这个小领域中竞争优势突出。公司是火腿领域规模最大、技术最先进、产品最丰富以及市场辐射最广泛的龙头企业。公司为民营企业，机制较好；公司已经完成了火腿产品的工业化进程，实施标准化生产；确保产品质量稳定性。同时公司开发低盐火腿拥有国家专利技术，具有一定技术含量。此外公司还与外资合作，在国内生产意式巴玛火腿，供应国内西餐需求。由于产品质量好，且价格仅为同类进口产品 1/10，竞争优势非常突出。公司产品结构完整而合理。公司已经建立了广泛的市场营销渠道和网络，拥有了众多稳定客户，却客户均为高端酒店、红酒庄园以及连锁商超等，信誉度较高。确保较高的现金流安全系数。特别是公司实现资本市场上市，不仅资金实力得到提升，知名度快速崛起，这对于市场营销十分有利。

根据公司业绩预测，2010 年—2012 年 EPS 为 0.62 元、0.81 元/股和 1.00 元/股。

5、五洲明珠：一家即将完成重组的味精生产企业

首先我们看好味精产业，我们认为，工业化食品消费比重还会越来越高：一是家庭用速冻食品和方便食品消费量进一步加大；餐饮业保持旺盛态势；休闲食品消费增长也非常迅猛。而上述消费趋势必然对食品辅配料、调味料需求数量明显上升，并且对质量和功能性提出更高要求。味精作为四大最基础调味产品（盐糖味精和醋）用于食品加工有很高性价比。发达国家家庭使用调味料已经进入三代，即酵母提取物以及复合调味料使用比重很高，但在食品工业化生产过程中，味精依然得到广泛使用。因此我们认为中国工业食品正处于快速增长过程中，餐饮业的日益繁荣，对味精的需求不仅不会减少，反而还会增加。味精还有很大增长空间。只是产品属性越来越中间化，客户将主要转向食品加工和制造企业。

目前中国味精工业基本完成整合，成本压力和环保压力迫使企业将朝原料产地集中，朝规模化和集约化发展，就是说行业集中度越来越高。目前味精行业企业数量已经大幅度减少，莲花味精、阜丰集团以及梅花味精等少数企业垄断该行业，生产地也集中在煤炭和玉米产量集中的辽宁、山东、河北以及宁夏等少数省份。2010 年国家再一次淘汰落后产能达到 17.33 万吨，占全行业总产量大约 12%。



目前味精生产工艺还是采用玉米为原料，经过发酵工艺过程生产出味精产品以及蛋白质、纤维、谷氨酸等副产品。味精产业属于玉米深加工产业中一个分支。我国玉米深加工工业发展空间也非常大，随着科技进步，玉米深加工层次不断增加，经济效益也不断提高。

其次，我们看好五洲明珠（重组之后的梅花集团）河北梅花味精集团，是从事玉米精深加工的大型高科技民营企业集团，主导产品为味精、调味品、氨基酸、淀粉、饲料酵母等 10 余种产品。拥有廊坊、通辽两个生产基地，具有年加工玉米 120 万吨、生产味精 50 万吨的能力、年产值超 60 亿元，是全球最大的味精制造企业之一，味精全部为 99 纯度高质量产品，占据国内市场 30% 份额。公司在巩固味精主导产业同时，将苏氨酸和谷氨酰胺以及牛磺酸等氨基酸等高附加值产品作为未来发展重点。通过发展高端生物发酵产品实现产品多元化，从而提高公司利润率水平。

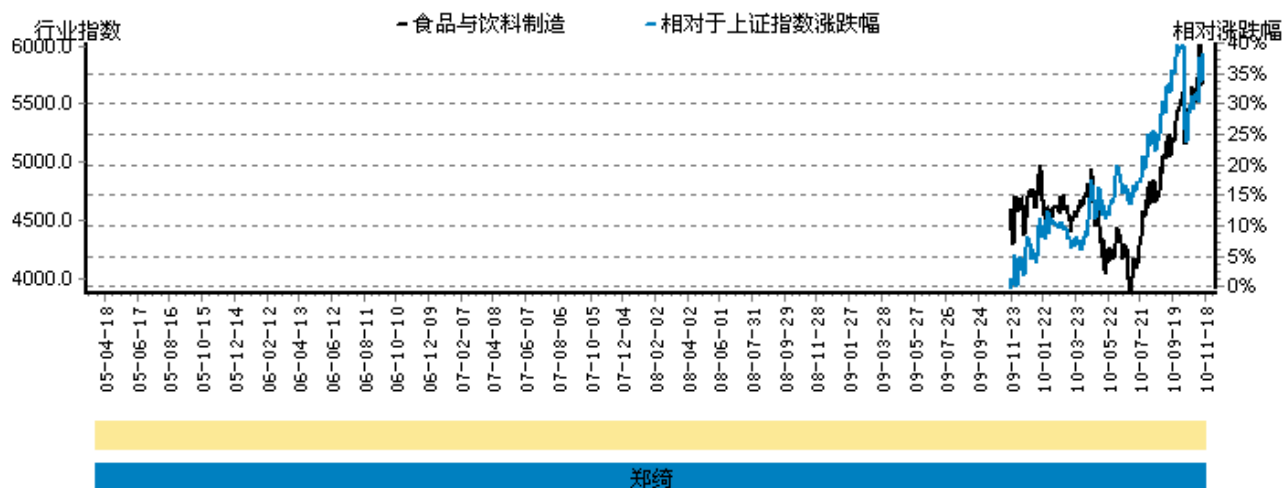
当前国内味精企业竞争的实质是成本的竞争，而成本的竞争则是企业整个供应链体系的竞争。梅花味精通过 ERP 中财务、销售、采购及库存管理系统间的无缝集成，打造了全面整合公司内部资源及上下游合作伙伴资源的供应链协同体系。

由于公司尚未上市，根据我们对同类公司的收入和利润率考察，初步预测公司重组之后的每股收益 0.45 元/股左右。

投资风险提示：吸收合并重组事项还有待证监会最终批准，如果没能实现，则投资存在风险。



附:



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

郑绮：北京大学法学院法学学士、硕士，食品饮料行业首席分析师。从事行业研究 10 年，对食品饮料行业发展历程和上市公司历史较为熟悉。曾获得新财富最佳分析师评选入围，还获得过两届央视与今日投资组织评选的日用消费品行业最佳分析师。

黄付生：中央财经大学经济学博士，哥伦比亚大学商学院访问学者。农业、食品饮料行业分析师，2 年宏观策略、2 年行业公司研究经验。从宏观视角进行行业分析，从行业周期进行公司研究。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，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。