



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态
证券研究报告

2011 年 3 月 3 日

食品饮料

研究部

孙轶佳

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511010026
sunyj@cicc.com.cn

金志耀

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511010037
jinzy@cicc.com.cn

静等大众消费品春天的实现

个税起征点上调对食品饮料板块影响

行业近况:

2011 年 3 月 2 日, 国务院常务会议讨论并原则通过《中华人民共和国个人所得税法修正案(草案)》。会议认为, 为加强税收对收入分配的调节作用, 进一步减轻中低收入者的税收负担, 有必要对个人所得税方法进行修改, 提高工资薪金所得减除费用标准, 调整工资薪金所得税率级次级距, 并相应调整个体工商户生产经营所得和承包承租经营所得税率级距。

评论:

个税起征点上调其实质是增加低端人群购买力。个税起征点提高对低端收入人群影响胜于高端收入人群, 因为低收入人数大大超过高收入人数, 且低收入者的平均消费倾向(消费占收入的比例)比高收入者大其效果类似于低端劳动力成本的上升。个税起征点上调将增加低端人群可支配收入, 其效果类似于低端收入人群加工资效应。

低端人群收入增加有利于加速大众消费品的需求增长。(1) 低端人群收入增加, 其更倾向消费大众消费品。1960 年日本“收入倍增计划”后的 15 年, 迎来大众消费品的春天, 日本饮料行业 and 食品行业年均符合增长率达到 15% 和 12.1%, 高于可选消费品和同期 GDP 的增速, 说明大众消费品需求增速对低端收入人群的收入上升更为敏感。(2) 低端消费人群消费升级带动大众消费品单价提升。(3) 我国大众消费品消费量仍有提升空间。目前, 我国部分快速消费品的消费量, 仍低于国际水平, 且东西部需求的差异, 为低端收入人群需求提高带来空间。根据我们的敏感性分析, 低端收入人群工资上涨 15% 有望带来大众消费品整体收入增长 30% 以上, 需求弹性较大的子行业主要包括饮料、速冻米面食、乳品和葡萄酒, 对应的投资标的是承德露露、三全食品、伊利股份和张裕。

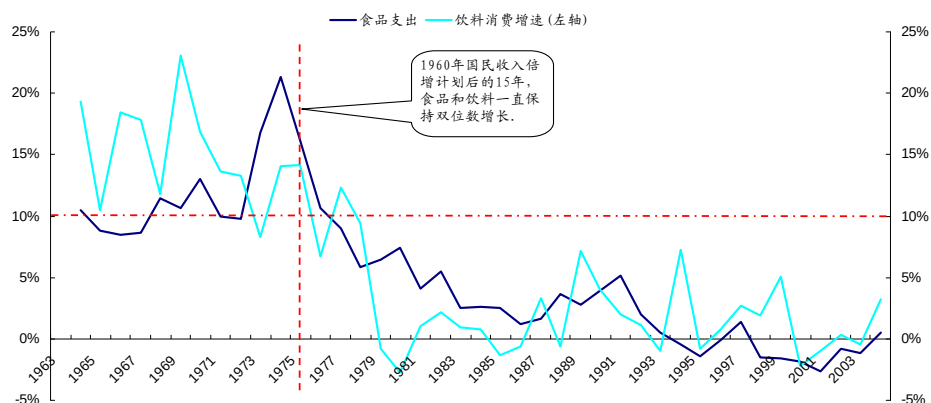
从低端需求量占比、消费普及、消费升级三个角度优选选择投资标的。(1) 中低端人群消费量占比越高的产品, 其敏感性越高, 我们认为以中低收入人群需求量占比较高的速冻米面食品、饮料、乳品是最直接的投资标的, 对应投资标的是三全食品、承德露露和伊利股份。(2) 从消费普及的角度出发, 我们看好东西部或城乡间消费量差距较大的行业, 如葡萄酒、啤酒、速冻米面食品、饮料和乳品等, 对应投资标的包括张裕、燕京啤酒、青岛啤酒、三全食品、承德露露和伊利股份。(3) 从消费升级角度来看, 我们建议从农副食品品牌化、健康与便捷消费理念三个方面寻找投资机会与投资标的。我们通过对猪肉和小包装食用油的分析发现, 发现低端收入人群消费力的提高, 消费者更倾向消费品牌化商品。通过日本和韩国的经验证明, 消费者收入提升后, 更青睐健康与便捷类食品。目前国内市场符合这一消费理念的子行业主要包括速冻米面食、乳品、啤酒、杏仁露等。主要投资标的包括三全食品、伊利股份、青岛啤酒、燕京啤酒、承德露露。

估值与建议:

食品饮料估值风险释放充分, 长期价值体现。目前, 食品饮料行业 2011 年的市盈率已达 28.4x, 其中低价端快销品和可选消费品的估值分别 33.6x 和 25.6x, 处于历史低位, 随着周期板块的反弹, 食品饮料相对大盘的估值溢价已渐趋合理, 整体板块估值持续下调的可能性有限, 个股投资价值显现。

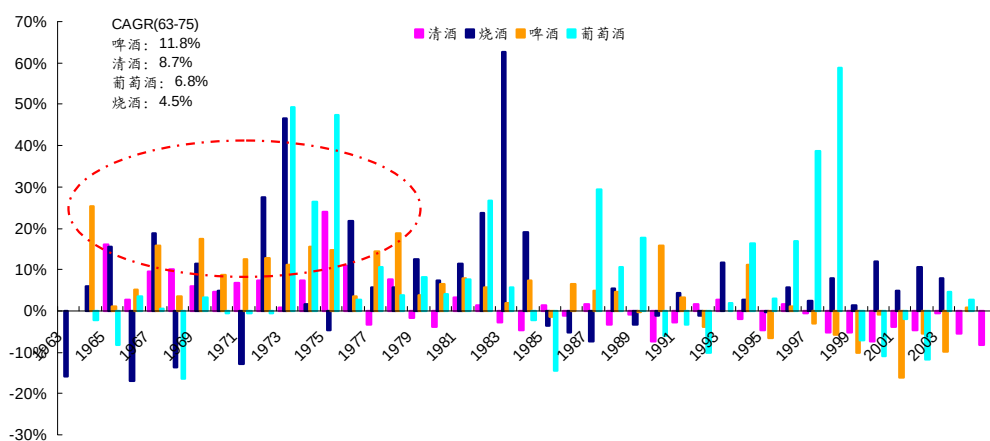
重点选择最为敏感的大众消费品标的, 三全食品仍是首选。从需求弹性、消费普及和消费升级等角度, 三全食品、伊利股份、承德露露、张裕、燕京啤酒和青岛啤酒, 均是受益于个税起征点上调的投资标的(我们的排序体现其受益程度和我们的投资偏好)。其中, 量和价均有巨大空间的三全食品仍是此项政策的主要受益品种。我们认为, 三全食品等个股将通过业绩的持续超预期, 兑现我们对大众消费品需求的快速增长的判断, 带动股价上涨。

图表 1：1960 年日本收入倍增计划后,食品饮料保持 15 年的双位数增长



资料来源：日本统计局，中金公司研究部

图表 2：1963 年 -1975 年收入倍增计划后，日本啤酒行业收入增速在酒精饮料中最高，大众消费倾向明显



资料来源：日本统计局，中金公司研究部

图表 3：我国主要食品饮料子板块消费量仍有提升空间

	中国	美国	日本	提升空间
乳品(公斤/人)	22.7		29.6	中
速冻米面(公斤/人)	9.0	60.0	20.0	高
方便面(包/人)	34.0	14.0	43.0	中
啤酒(升/人)	30.4	60.6	43.9	中
白酒(升/人)	4.7	4.0	5.9	低
葡萄酒(升/人)	0.7	6.9	4.7	高

资料来源：中国奶业年鉴，日本统计局，三全食品招股说明书，国家统计局，Euromonitor，中金公司研究部

图表4：食品饮料各子板块的工资收入需求量弹性测算

城镇居民人均工资收入	5年复合增长率		9年复合增长率	
	收入	产量	收入	产量
快销品行业整体	25%	N.A.	40%	N.A.
快销品行业整体相对人均工资弹性	2.1	N.A.	3.7	N.A.
乳品行业	25%	16%	26%	37%
乳品行业相对人均工资弹性	2.2	1.4	2.4	3.5
啤酒行业	14%	8%	11%	7%
啤酒行业相对人均工资弹性	1.2	0.7	1.0	0.6
软饮料行业	24%	25%	18%	18%
软饮料行业相对人均工资弹性	2.1	2.2	1.7	1.7
碳酸饮料行业	17%	14%	12%	10%
碳酸饮料行业相对人均工资弹性	1.5	1.2	1.2	1.0
包装水行业	23%	26%	35%	19%
包装水行业相对人均工资弹性	2.0	2.2	3.3	1.8
果汁饮料行业	28%	26%	24%	32%
果汁饮料行业相对人均工资弹性	2.4	2.2	2.2	3.0
乳饮料行业	32%	N.A.	N.A.	N.A.
乳饮料行业相对人均工资弹性	2.8	N.A.	N.A.	N.A.
茶饮料行业	33%	N.A.	11%	N.A.
茶饮料行业相对人均工资弹性	2.8	N.A.	1.0	N.A.
方便面行业	18%	15%	14%	15%
方便面行业相对人均工资弹性	1.6	1.3	1.3	1.4
葡萄酒行业	28%	21%	19%	17%
葡萄酒行业相对人均工资弹性	2.4	1.8	1.8	1.6
4年复合增长率				
速冻米面行业	24%	14%		
速冻米面行业相对人均工资弹性	2.5	1.4		

（备注：快消品包括：焙烤食品制造、糖果、巧克力及蜜饯制造、方便食品制造、液体乳及乳制品制造、罐头制造、调味品、发酵制品制造、其他食品制造、啤酒制造、碳酸饮料制造、瓶（罐）装饮用水制造、果菜汁及果菜汁饮料制造、含乳饮料和植物蛋白饮料制造、固体饮料制造、茶饮料及其他软饮料制造）

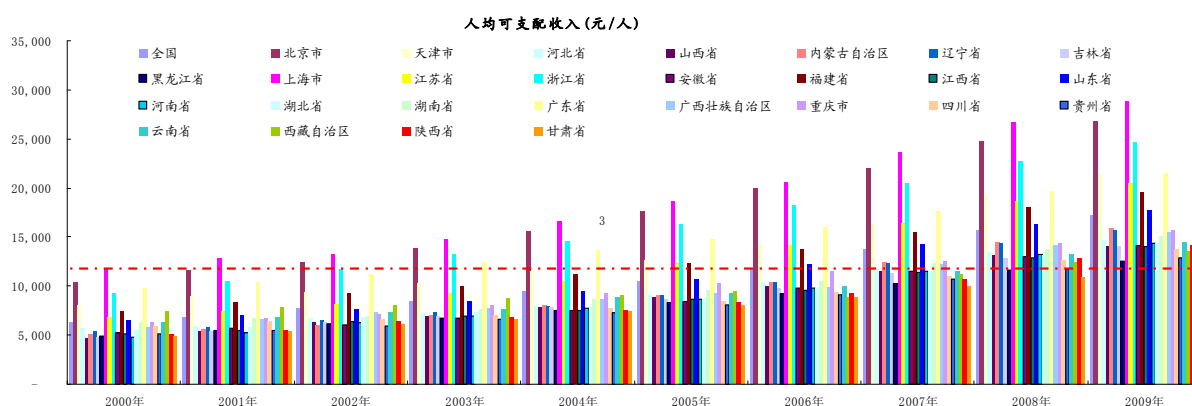
资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表5：食品饮料主要子行业未来需求量增速预测

城镇居民人均工资收入	未来5年复合增长率	
	需求量弹性	需求量增速
乳品行业	1.4	21%
啤酒行业	0.7	11%
软饮料行业	2.2	33%
碳酸饮料行业	1.2	18%
包装水行业	2.2	33%
果汁饮料行业	2.2	34%
方便面行业	1.3	19%
速冻米面行业	1.4	21%
葡萄酒行业	1.8	27%

资料来源：中金公司研究部

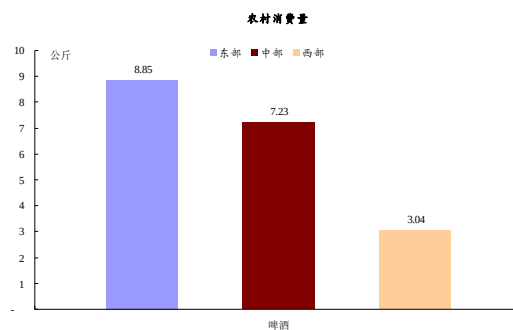
图表6：当前甘肃等西部地区的人均可支配收入相当于5-10年前上海和北京等一线城市的水平



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

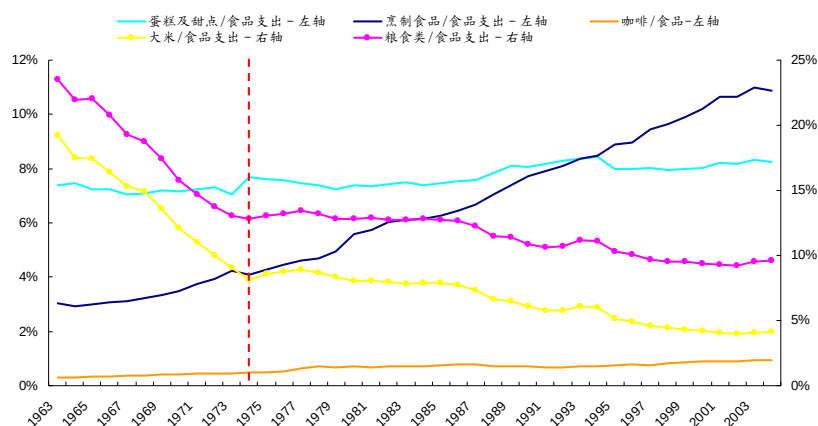
图表 7：东西部消费差距为部分大众消费品发展提供空间

超市系统数据						
快速消费品子行业	指标(单位)	东部	中部	西部	中部占东部比重	西部占东部比重
茶饮料	人均消费额(元/人)	10.83	2.49	2.55	23%	24%
	人均消费量(千克/人)	2.06	0.47	0.46	23%	22%
白质及含乳饮料	人均消费额(元/人)	18.50	7.60	3.76	41%	20%
	人均消费量(千克/人)	2.02	0.96	0.50	48%	25%
方便面	人均消费额(元/人)	15.09	5.07	3.89	34%	26%
	人均消费量(千克/人)	0.89	0.31	0.23	35%	26%
果汁饮料	人均消费额(元/人)	17.39	4.04	3.56	23%	20%
	人均消费量(千克/人)	2.89	0.76	0.65	26%	22%
乳品	人均消费额(元/人)	96.05	37.82	27.71	39%	29%
	人均消费量(千克/人)	7.55	2.55	1.84	34%	24%
包装水	人均消费额(元/人)	5.24	1.24	1.21	24%	23%
	人均消费量(千克/人)	2.77	0.64	0.59	23%	21%
速冻米面	人均消费额(元/人)	16.28	4.17	3.23	26%	20%
	人均消费量(千克/人)	0.97	0.27	0.22	28%	23%
葡萄酒	人均消费额(元/人)	11.12	3.17	2.38	28%	21%
	人均消费量(千克/人)	0.21	0.06	0.05	31%	22%



资料来源：国家统计局，全国商业联合会，中金公司研究部

图表 8：1963 年至 1975 年，日本大米和粮食类消费占比逐步降低，加工类食品消费占比逐步提升



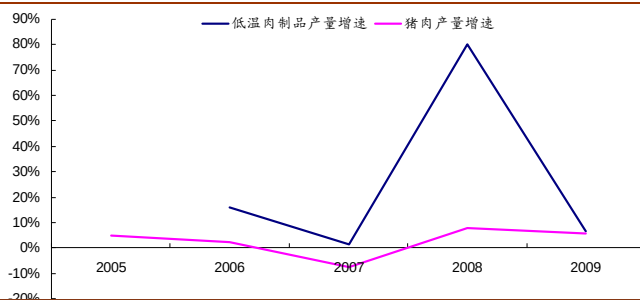
资料来源：日本统计局，中金公司研究部

图表 9：1993 年至 2003 年我国小包装油消费量增速远高于家庭食用油消费总量增速，品牌化趋势明显

(单位: 万人、万吨)	1993	1996	2000	2003	年均增幅
城市人均	7.1	7.6	8.2	8.5	1.8%
农村人均	4.1	4.6	5.5	5.8	3.6%
总平均	4.9	5.5	6.4	6.9	3.5%
城市人口	33173	37304	45906	52376	4.7%
农村人口	85344	85085	80837	76851	-1.0%
总人口	118517	122389	126743	129227	0.9%
城市总消费	236	284	376	445	6.6%
农村总消费	346	391	441	446	2.6%
总消费量	582	674	817	891	4.3%
小包装油消费量	19	67	136	223	27.6%

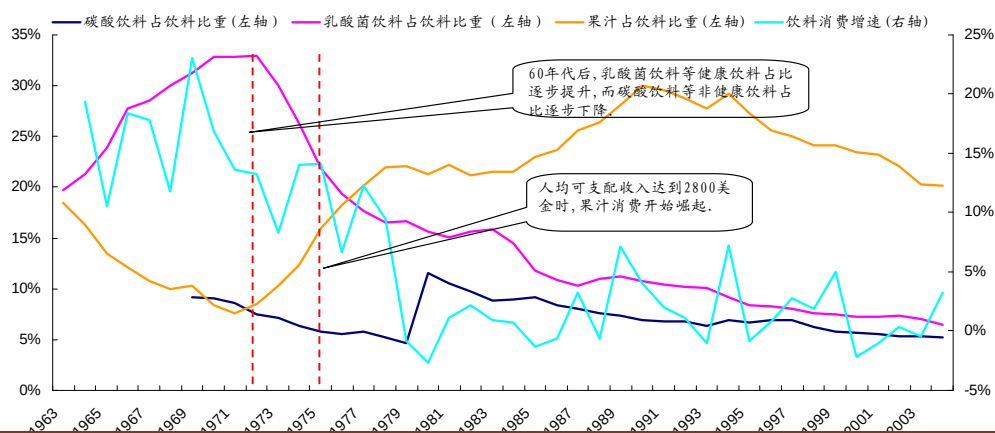
资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表 10：2005 年以来，我国低温肉制品的增速远高于猪肉增速，品牌化趋势明显



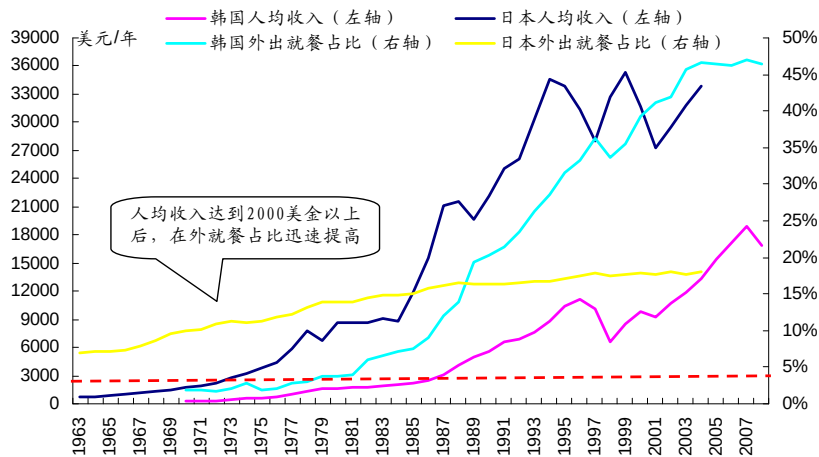
资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表 11：日本 1960 年后健康饮料占比逐步提升，非健康饮料消费占比下降，消费者的健康需求倾向明显



资料来源：日本统计局，中金公司研究部

图表 12：日本和韩国外出就餐比例逐步提升，消费者对于便捷需求提高



资料来源：日本统计局，韩国统计局，中金公司研究部

图表 13: 覆盖的食品饮料股估值表

公司	代码	投资评级	当前股价 11-3-2	市盈率				市净率				净资产收益率(%)				股息收益率(%)				EV/EBITDA			
				2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
可选消费类																							
贵州茅台	600519.SH	推荐	177.21	38.8	31.4	22.7	18.2	11.6	9.0	6.8	5.2	29.8	28.6	29.9	28.7	0.7	0.8	1.1	1.4	25.3	20.2	14.2	10.9
五粮液	000858.SZ	推荐	32.78	38.3	27.1	20.0	15.8	8.7	6.6	5.0	3.8	22.7	24.4	24.9	24.1	0.0	0.1	0.1	0.1	22.9	16.8	12.0	8.9
泸州老窖	000568.SZ	推荐	44.43	37.0	29.9	23.8	17.7	14.6	12.7	11.0	9.2	39.4	42.6	46.1	52.2	1.7	2.3	2.9	4.0	32.2	26.8	18.7	13.4
水井坊	600779.SH	审慎推荐	21.30	32.5	23.6	16.8	8.5	7.0	6.4	5.7	4.8	21.5	27.1	34.2	56.3	2.5	3.0	4.2	8.3	19.5	15.0	10.6	5.2
洋河股份	002304.SZ	审慎推荐	228.10	81.9	52.8	35.6	28.7	20.2	14.6	10.8	8.2	24.7	27.7	30.3	28.6	0.0	0.4	0.6	0.7	58.4	36.6	24.0	18.7
山西汾酒	600809.SH	推荐	58.39	71.2	46.7	31.7	19.3	15.3	12.8	10.6	8.0	21.5	27.4	33.3	41.7	0.9	1.5	2.2	3.6	34.9	25.4	17.9	12.2
金种子酒	600199.SH	审慎推荐	18.19	66.4	70.5	34.1	24.3	7.3	12.7	9.5	7.1	10.9	18.0	27.9	29.3	0.0	0.6	1.3	1.8	91.1	47.9	23.6	16.5
顺鑫农业	000860.SZ	无评级	20.94	57.2	25.8	10.0	7.9	3.8	2.0	1.7	1.4	6.7	7.9	17.0	17.7	0.0	0.0	0.0	0.0	44.2	16.4	13.1	8.4
张裕A	000869.SZ	审慎推荐	92.59	43.3	35.6	29.5	24.6	16.1	12.9	10.5	8.5	37.1	36.3	35.5	34.7	1.3	1.6	1.9	2.3	31.1	24.8	20.2	16.3
金枫酒业	600616.SH	审慎推荐	12.32	30.9	30.7	23.0	19.8	5.5	5.1	4.5	3.9	18.0	16.6	19.4	19.6	0.0	1.6	1.6	1.6	23.9	19.5	14.5	12.2
古越龙山	600059.SH	中性	12.65	105.0	66.7	65.4	63.3	6.0	5.8	5.5	5.3	5.7	8.6	8.4	8.3	0.4	0.7	0.8	0.8	58.6	35.6	34.1	32.1
ST皇台	000995.SZ	无评级	14.74	372.0	577.5	122.7	54.0	11.3	13.4	12.2	8.5	3.0	2.3	9.9	15.7	0.0	0.0	0.2	2.2	n.m.	102.7	58.0	31.3
可选消费类平均				81.2	84.9	36.3	25.2	10.6	9.5	7.8	6.2	20.1	22.3	26.4	29.7	0.6	1.1	1.4	2.2	40.2	32.3	21.8	15.5
可选消费类平均(剔除古越龙山和ST皇台)				51.3	40.4	25.6	19.0	10.7	9.8	7.8	6.1	22.1	25.0	29.7	32.9	0.6	1.1	1.6	2.3	43.1	27.0	17.5	12.7
低价快消类																							
三全食品	002216.SZ	推荐	34.76	73.2	54.4	39.2	27.7	7.0	6.4	5.5	4.6	9.5	11.8	14.0	16.6	0.6	0.0	0.0	0.0	54.2	32.8	22.5	14.9
承德露露	000848.SZ	审慎推荐	25.36	55.6	33.9	25.5	17.4	12.0	10.5	9.0	7.5	21.5	31.0	35.4	42.9	1.6	1.8	2.4	3.5	30.5	20.2	15.2	10.2
青岛啤酒	600600.SH	审慎推荐	32.87	35.4	28.7	24.9	20.1	5.4	4.6	4.2	3.7	15.2	16.2	16.9	18.6	0.5	1.7	2.0	2.5	18.1	11.5	10.1	8.2
燕京啤酒	000729.SZ	推荐	19.04	36.7	28.3	23.7	16.9	3.1	2.9	2.6	2.4	8.5	10.2	11.2	13.9	0.8	1.1	1.3	1.8	16.1	12.4	10.3	7.2
伊利股份	600887.SH	推荐	37.87	46.7	40.9	31.7	26.4	8.8	7.5	6.3	5.3	18.8	18.3	19.9	20.1	0.0	0.5	0.6	0.8	22.4	19.7	15.7	12.2
光明乳业	600597.SH	回避	10.21	86.9	72.3	64.5	59.6	5.0	4.7	4.5	4.3	5.8	6.5	7.0	7.3	0.0	0.5	0.8	10.6	25.4	18.1	16.5	14.6
ST南方	000716.SZ	无评级	11.05	n.m.	12.2	56.6	23.9	14.9	6.7	6.0	4.8	n.m.	55.1	10.6	20.1	0.0	0.0	0.0	0.0	52.7	57.3	23.4	19.5
低价快消类平均				55.8	38.7	38.0	27.4	8.0	6.2	5.5	4.7	13.2	21.3	16.4	19.9	0.5	0.8	1.0	2.7	31.3	24.6	16.3	12.4
低价快消类平均(剔除光明乳业)				49.5	33.0	33.6	22.1	8.5	6.4	5.6	4.7	14.7	23.8	18.0	22.0	0.6	0.8	1.1	1.4	32.3	25.6	16.2	12.0
A股覆盖总体平均				72.7	67.8	36.9	26.0	9.7	8.3	6.9	5.6	17.8	21.9	22.7	26.1	0.6	1.0	1.3	2.4	36.7	29.5	19.7	14.4
A股覆盖总体平均(剔除龙山、皇台和光明)				50.7	37.8	28.4	20.1	9.9	8.6	7.0	5.6	19.8	24.5	25.6	29.1	0.6	1.0	1.4	2.0	39.3	26.5	17.0	12.4

h 资料来源: 万德资讯, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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。投资者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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~-10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街 1 号
国贸写字楼 2 座 28 层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路 398 号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路 18 号
世贸丽晶城欧美中心 1 层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路 1 号
绿地广场 2 层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路 208 号
粤海天河城大厦 40 层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路 9 号
香格里拉办公楼 1 层、16 层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路 1 号
磐基中心商务楼 4 层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路 9 号
香格里拉写字楼中心 11 层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道 634 号
新世界中心写字楼 4 层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路 9 号
欧瑞蓝爵商务中心 10 层及
欧瑞蓝爵公馆 1 层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

错误! 文件名无效。