



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

观点聚焦
证券研究报告

2011 年 5 月 16 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

袁霏阳

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511030012

yuanfy@cicc.com.cn

金志耀

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511010037

jinzy@cicc.com.cn

洗牌后方见英雄本色

食品安全背景下的选股思路

投资提示:

由于食品安全事故多发于利润率薄、价格与成本竞争激烈的快消品行业,因此我们相信,基于食品安全背景下的首选应为奢侈品行业(如中高档白酒和葡萄酒行业);同时,基于多项风险评价指标之上的综合评分结果显示,乳业成为食品安全背景下快消品行业中的首选。

加强食品安全监管其本质是为了于各行业引入‘良币驱逐劣币’的良性竞争机制,使得龙头企业不再屈从于中小企业劣质低价的竞争法则,成为行业竞争环境整肃与净化过程中的最大受益者。因此,食品安全背景下的个股选择理应重点关注各行业龙头企业。除中高档白酒和葡萄酒行业中的佼佼者外,于众多快消品行业中我们更关注安全度综合评价与集中度双高行业中的龙头企业,如乳业中的伊利股份、啤酒中的青岛啤酒和速冻米面食行业中的三全食品。

理由:

加强食品安全监管是经济持续高速发展后的必然结果。对比美国与日本经验发现,食品安全问题是经济持续高速发展后的必然结果,这是因为:(1)需求快速增长期,部分企业以市场份额为第一诉求,出现低价劣质竞争策略与“劣币驱逐良币”的现象。同时企业安全管理与政府监管未能跟上需求快速增长,使得食品安全事故频发。(2)经济持续高速发展带来收入提高和居民对健康食品需求提高。2010年,我国城镇人均年可支配收入迈上2500美元台阶,全球经验表明,此阶段加强食品安全监管已势在必行。

政策推动洗牌并将惠及行业竞争格局与龙头企业长期发展。政府加强食品安全监管,其实是在变相提高行业准入门槛,并有助于净化现有行业竞争环境,提升龙头企业市场整合能力与利润率前景。未来政策取向将进一步扩大监管范围,并引入更有效的竞争与利润分配机制。监管升级过程中,龙头企业责任重大并承担初期改革成本,但长期可获安全估值溢价。

多项指标遴选食品安全主题下的投资标的。我们基于以下风险评价指标认为龙头企业普遍值得关注,行业首选奢侈品(中高档白酒和葡萄酒)与快消品中的乳业:1)产业链安全度(产业链越短,上游集中度越高,下游公司成本转嫁能力越强,风险越低),2)上游原料安全度(如果原料生产关系国计民生,且原料加工用途单一,则下游生产/加工集中度越高,龙头企业风险越低),3)企业规模(集中度越高的行业,龙头企业越安全),4)团队安全管理与危机处理能力(龙头企业风险相对更小),5)已实施食品安全整顿的行业风险相对更小,6)外资占比较高的行业风险相对较小。

乳品行业长期竞争格局改善下的行业新机遇。我们判断2011年将是消费者信心重建、高端产品增速超预期的乳品行业复苏元年。同时,行业准入门槛抬高大幅提高,竞争者骤然减少,液态奶成为竞争格局改善最为明显的子行业。伊利股份必将长期受益于高端产品增速超预期及行业竞争格局改善带来的利润率回升趋势。

风险提示:在未发生食品安全问题的子行业爆发新的食品安全事件。

目录

为何聚焦食品安全主题.....	4
食品安全背景下的行业洗牌，龙头企业往往受益更多.....	6
多项指标，遴选食品安全主题下的投资标的.....	11
乳品行业：长期竞争格局改善下的行业新机遇.....	14

图表

图表 1：近年国内食品安全重大事件回顾.....	4
图表 2：近期国家出台的有关食品安全的政策与法规.....	5
图表 3：日本食品安全问题回顾.....	6
图表 4：近十年间中国食品行业持续高速增长.....	7
图表 5：美国食品安全监管升级之路.....	7
图表 6：日本 1960 年后健康饮料占比逐步提升.....	8
图表 7：中国速冻米面食行业发展历程.....	8
图表 8：禁止散装速冻食品销售后，速冻米面食行业和龙头企业利润率均出现回升.....	9
图表 9：《国务院办公厅关于印发 2011 年食品安全重点工作安排的通知》详细内容.....	9
图表 10：食品饮料各子行业估值水平.....	10
图表 11：主要食品行业产业链安全度分析.....	11
图表 12：主要食品行业上游原料安全度分析.....	11
图表 13：A 股主要食品公司所在行业规模及企业市场份额分析.....	12
图表 14：三聚氰胺事件发生前后主要奶粉企业收入和利润情况.....	12
图表 15：主要食品行业龙头的团队安全管理与危机处理能力分析.....	13
图表 16：对主要食品行业未来政策态度预判.....	13
图表 17：主要食品行业安全度综合评价及对应的上市公司.....	13
图表 18：我国液态奶年度产量及增速.....	14
图表 19：伊利股份在 08 年后液态奶毛利率逐步回升，高端化趋势逐步体现.....	15
图表 20：乳品行业出台的主要政策.....	15
图表 21：淘汰的主要乳品企业结构分析.....	15

图表：食品饮料估值表

公司	代码	投资评级	当前股价 2011-5-13	市盈率				市净率				净资产收益率(%)				股息收益率(%)				EV/EBITDA			
				2009	2010	2011E	2012E	2009	2010	2011E	2012E	2009	2010	2011E	2012E	2009	2010	2011E	2012E	2009	2010	2011E	2012E
可选消费类																							
贵州茅台	600519.SH	推荐	187.66	41.1	35.1	25.8	20.6	12.2	9.6	7.7	5.9	29.8	27.5	29.8	28.8	0.6	1.2	1.0	1.3	26.9	22.6	16.6	12.7
五粮液	000858.SZ	推荐	33.04	38.7	28.5	21.7	16.1	8.8	6.9	5.5	4.3	22.7	24.3	25.4	26.8	0.5	0.9	1.2	1.6	23.1	16.7	12.7	9.2
泸州老窖	000568.SZ	推荐	47.14	39.3	29.8	21.9	16.6	15.5	11.9	10.2	8.6	39.4	40.0	46.8	52.0	1.6	2.1	3.2	4.2	34.2	24.2	16.4	12.6
水井坊	600779.SH	审慎推荐	20.53	31.3	22.8	16.2	8.2	6.7	6.2	5.5	4.6	21.5	27.1	34.2	56.3	2.6	3.1	4.3	8.6	18.8	14.4	10.2	5.0
洋河股份	002304.SZ	审慎推荐	114.50	82.2	46.7	29.1	21.4	10.2	7.4	10.3	7.3	12.4	15.9	35.4	34.1	0.0	0.9	1.4	1.9	58.7	30.8	18.3	12.9
山西汾酒	600809.SH	推荐	70.99	86.6	62.2	38.4	23.3	18.6	16.0	12.2	9.4	21.5	25.7	31.9	40.4	0.7	0.7	1.8	3.0	42.6	31.3	20.5	14.3
金种子酒	600199.SH	审慎推荐	17.29	63.2	67.0	32.4	23.1	6.9	12.1	9.0	6.8	10.9	18.0	27.9	29.3	0.0	0.6	1.3	1.8	86.4	45.5	22.4	15.6
顺鑫农业	000860.SZ	无评级	17.56	47.9	21.6	8.4	6.6	3.2	1.7	1.4	1.2	6.7	7.9	17.0	17.7	0.0	0.0	0.0	0.0	39.0	14.3	11.3	7.2
张裕A	000869.SZ	审慎推荐	98.15	45.9	36.1	28.1	22.6	17.0	13.5	10.5	8.4	37.1	37.4	37.2	36.9	1.2	1.4	2.0	2.5	33.0	25.2	19.6	15.5
金枫酒业	600616.SH	审慎推荐	12.45	37.5	41.6	24.1	20.6	5.6	4.9	4.4	3.8	15.0	11.9	18.2	18.6	0.0	1.2	1.6	1.6	24.1	22.8	14.4	12.2
古越龙山	600059.SH	中性	11.35	94.2	59.8	58.6	56.8	5.4	5.2	4.9	4.7	5.7	8.6	8.4	8.3	0.4	0.8	0.9	0.9	52.9	32.0	30.7	28.8
ST皇台	000995.SZ	无评级	17.14	432.5	n.m.	142.6	62.8	13.2	15.6	14.1	9.8	3.0	n.m.	9.9	15.7	0.0	0.0	0.1	1.9	n.m.	118.8	66.7	36.1
可选消费类平均				86.7	41.0	37.3	24.9	10.3	9.3	8.0	6.2	18.8	22.2	26.8	30.4	0.6	1.1	1.6	2.4	40.0	33.2	21.6	15.2
可选消费类平均(剔除古越龙山和ST皇台)				52.4	41.7	25.3	18.4	10.2	9.3	7.8	6.1	20.7	23.1	30.1	33.6	0.7	1.2	1.7	2.6	43.0	26.7	16.8	12.1
低价快消类																							
三全食品	002216.SZ	推荐	35.98	75.8	54.5	39.4	27.8	7.2	6.5	5.8	4.8	9.5	11.9	14.6	17.1	0.6	0.6	0.0	0.0	56.3	44.8	24.0	15.3
承德露露	000848.SZ	审慎推荐	22.10	48.5	29.5	22.2	15.1	10.4	9.1	7.8	6.5	21.5	31.0	35.4	42.9	1.8	2.0	2.7	4.0	26.5	17.4	13.1	8.7
青岛啤酒	600600.SH	审慎推荐	35.00	37.7	31.1	25.7	21.4	5.8	4.9	4.2	3.6	15.2	15.8	16.4	16.8	0.5	0.5	0.6	0.7	19.3	16.1	10.6	8.4
燕京啤酒	000729.SZ	推荐	19.63	37.9	30.9	24.5	20.4	3.2	2.9	2.7	2.4	8.5	9.4	10.9	12.0	0.8	1.0	1.3	1.5	16.5	13.4	11.0	8.6
伊利股份	600887.SH	推荐	37.75	46.6	38.8	29.0	18.7	8.8	7.2	6.0	4.8	18.8	18.4	20.6	25.5	0.0	0.0	0.7	1.1	22.3	23.5	16.1	10.4
光明乳业	600597.SH	回避	9.26	78.8	50.0	58.5	54.0	4.6	4.3	4.1	3.9	5.8	8.6	7.0	7.3	0.0	0.5	0.9	11.7	22.9	16.2	14.8	13.1
ST南字	000716.SZ	无评级	10.38	n.m.	11.4	53.2	22.4	14.0	6.3	5.6	4.5	n.m.	55.1	10.6	20.1	0.0	0.0	0.0	0.0	49.7	54.1	22.2	18.4
低价快消类平均				54.2	35.2	36.1	25.7	7.7	5.9	5.2	4.4	13.2	21.5	16.5	20.2	0.5	0.7	0.9	2.7	30.5	26.5	16.0	11.8
低价快消类平均(剔除光明乳业)				49.3	32.7	32.3	21.0	8.2	6.2	5.3	4.4	14.7	23.6	18.1	22.4	0.6	0.7	0.9	1.2	31.8	28.2	16.1	11.6
A股食品饮料总体平均				75.9	38.7	36.8	25.2	9.3	8.0	7.0	5.5	17.0	21.9	23.0	26.7	0.6	0.9	1.3	2.5	36.3	30.7	19.6	13.9
A股食品饮料总体平均(剔除古越龙山、皇台和光明)				51.4	38.5	27.8	19.3	9.5	8.2	6.9	5.5	18.8	23.3	25.9	29.7	0.6	1.0	1.4	2.1	39.0	27.2	16.6	11.9

资料来源：万德资讯，中金公司研究部

为何聚焦食品安全主题

食品安全事件频发，引发社会与投资界高度关注

2008年9月“三聚氰胺”事件后，引发对中国食品安全的关注。而2011年3月双汇“瘦肉精”、2011年4月上海“染色馒头”，引发社会激烈讨论，投资界对食品安全问题重视程度亦大大提高。

图表1：近年国内食品安全重大事件回顾

食品安全事件	时间	事件概述
三聚氰胺奶粉	2008年9月	有22家奶粉企业69批次产品被国家质检总局检出了含量不同的三聚氰胺，涉案的企业有河北三鹿、广东雅士利、内蒙古伊利、蒙牛集团、青岛圣源、上海熊猫、山西古城、江西光明乳业英雄牌、宝鸡惠氏、多多加乳业、湖南南山等。该事件直接导致三鹿被三元重组，伊利、蒙牛、光明三大乳品巨头当年巨亏
三聚氰胺重现市场	2011年3月	重庆吉喜达食品有限公司一大批用于生产冰糕等食品的原料奶粉三聚氰胺含量超标，涉及该公司及上游厂家的奶粉2.6万吨
瘦肉精猪肉	2011年3月	河南省孟州市等地养猪场采用违禁动物药品“瘦肉精”饲养生猪。瘦肉精是一类动物用药。将瘦肉精添加于饲料中，可以增加动物的瘦肉量。该瘦肉精猪肉流入双汇工厂
染色馒头	2011年4月	上海市浦东区的一些超市染色馒头的生产日期随便更改，食用过多会对人体造成伤害。而后，温州等地也发现类似染色馒头
墨汁粉条	2011年4月	广东中山一工厂用墨汁、果绿颜料给粉条染色，已生产50吨，45吨已流入市场，而该作坊三证
毒豆芽	2011年4月	沈阳、济南、乌鲁木齐等多地曝出可以使人致癌的“毒豆芽”。该豆芽主要经过尿素、恩诺沙星等违法添加剂泡制，长期食用将会致癌。
涂牛肉膏的猪肉	2011年4月	市场上一些熟食店、面馆为牟利而用牛肉膏将猪肉“变”成牛肉。“牛肉膏”牛肉膏有牛肉自然香味，易溶于水，水溶液呈淡黄色
毒生姜	2011年4月	湖北省宜昌市查获两个使用硫磺熏制“毒生姜”的窝点，现场查获“毒生姜”近1000公斤。“毒生姜”使用有毒化工原料硫磺对生姜进行熏制，使正常情况下视觉不够美观的生姜变得娇黄嫩脆
蘸花黄瓜	2011年5月	媒体披露山东等地市面上的黄瓜尽管看似新鲜且带小黄花，但该花是蘸硫酸镁的原因，成份与避孕药类似

资料来源：中金公司研究部

近期食品安全政策频出，或将引领部分子行业竞争格局发生巨变

2011年2月18日，国务院食品安全委员会第三次全体会议上，中共中央政治局常委、国务院副总理、国务院食品安全委员会主任李克强强调“2011年将从八个方面进一步加强食品安全监管”。2011年3月，国务院出台《国务院办公厅关于印发2011年食品安全重点工作安排的通知》，将食品安全的检查领域扩大到更广范围。在政策层面上，食品饮料各子行业未来或将面临更多相关政策细则出台，部分子行业竞争格局或将因此发生重要变化，对投资界可能影响深远。

图表2：近期国家出台的有关食品安全的政策与法规

时间	部门	政策条例	主要内容
2011年4月20日	国务院办公厅	关于严厉打击食品非法添加行为切实加强食品添加剂监管的通知	一、严厉打击食品非法添加行为 二、规范食品添加剂生产使用 三、加强长效机制建设 四、严格落实各方责任
2011年3月15日	国务院办公厅	关于印发2011年食品安全重点工作安排的通知	一、严厉打击食品安全违法违规行为 二、突出抓好重点品种综合治理 三、着力提升企业食品安全管理能力 四、进一步提高食品安全监管水平 五、切实加强食品安全宣传教育
2011年2月21日	卫生部、商务部、质监局等七部门联合公告	关于禁止在面粉生产中添加过氧化苯甲酰、过氧化钙的公告	禁止在面粉生产中添加过氧化苯甲酰、过氧化钙，食品添加剂生产企业不得生产、销售食品添加剂过氧化苯甲酰、过氧化钙
2011年2月9日	质检总局	关于发布企业生产婴幼儿配方乳粉许可条件审查细则（2010版）和企业生产乳制品许可条件审查细则	具体规定生产许可条件审查、检验细则，包括场地、设备、人员、管理制度、生产流程等审查检验
2011年1月20日	卫生部、工商总局、质检总局、食品药品监督管理局	关于切实加强食品调味料和食品添加剂监督管理的紧急通知	一、迅速开展专项检查 二、督促生产企业依法标注标识 三、严格规范经营和使用 四、加快长效机制建设 五、严惩违法违规行为
2010年9月16日	国务院办公厅	关于进一步加强乳品质量安全工作的通知	一、严把生产经营许可关 二、强化检验检测和监测评估 三、完善乳品追溯制度 四、强化婴幼儿配方乳粉监管 五、加大对非法生产经营乳品行为的打击惩处力度 六、严格落实乳品质量安全各方责任
2010年7月13日	国务院办公厅	关于加强地沟油整治和餐厨废弃物管理的意见	一、开展“地沟油”专项整治 二、加强餐厨废弃物管理 三、推进餐厨废弃物资源化利用和无害化处理 四、明确分工、落实责任 五、加强监督检查和宣传教育
2010年1月21日	卫生部、商务部、质监局等七部门联合公告	关于印发《食品安全风险评估管理规定（试行）》的通知	卫生部负责组织食品安全风险评估工作，成立国家食品安全风险评估专家委员会，并及时将食品安全风险评估结果通报国务院有关部门
2009年7月20日	国务院	《中华人民共和国食品安全法实施条例》	根据《中华人民共和国食品安全法》制定的细则，包括各地、各行政监督机构指责、生产经营者规范要求等
2009年2月28日	国家主席令	《中华人民共和国食品安全法》	对食品安全风险监测和评估、食品安全标准、食品生产经营、食品检验、食品进出口、食品安全事故处置、监督管理、法律责任均做了明确规定
2008年10月9日	国务院	《乳品质量安全监督管理条例》	针对奶畜养殖、生鲜乳收购、乳制品生产、乳制品销售、监督检查均有明确规定，并明确法律责任

资料来源：中金公司研究部

食品安全背景下的行业洗牌，龙头企业往往受益更多

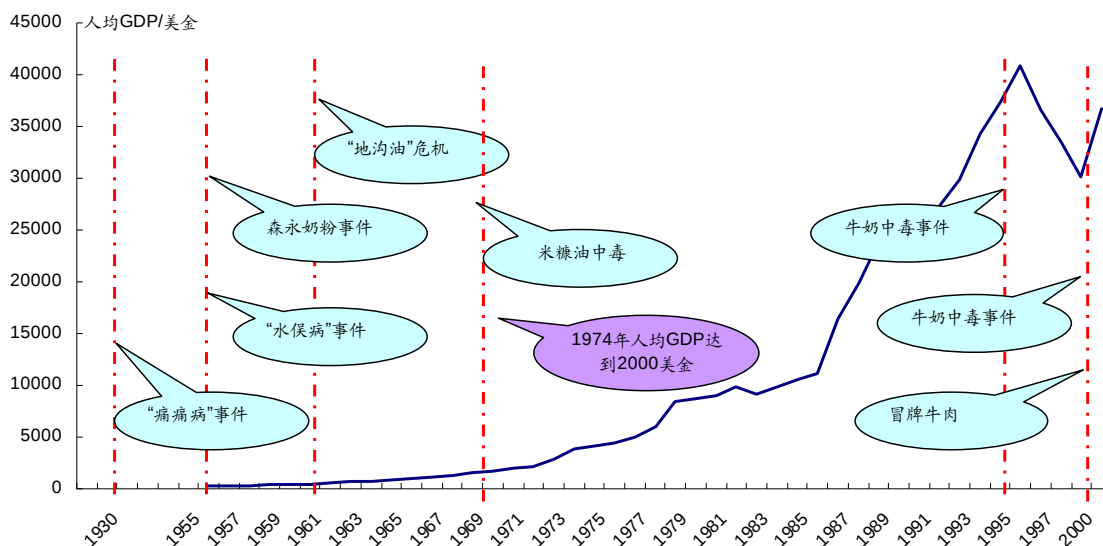
加强食品安全监管是经济持续高速发展后的必然结果

我们对比美国和日本经验，发现食品安全问题，是经济持续高速发展后的必然结果，这与需求增长阶段以及消费升级所带来的消费者对食品安全问题的重视有着密切关系。

► 需求快速增长阶段以及低利润率快消品行业更易滋生食品安全隐患

首先，需求快速增长，部分企业以市场份额为第一诉求。过去十年间，国内主要食品饮料子板块年均销售增速保持在12-40%的高水平。其中，软饮料、速冻食品和液体乳的年均增速分别达到22%、49%和25%。需求快速增长使得行业进入一个“跑马圈地”的竞争阶段，在此过程中部分企业以市场份额为第一要务，忽略食品安全和社会责任问题。例如，1955年日本森永奶粉发现砷含量超标，结果造成12000余名儿童发热、腹泻、肝肿大、皮肤发黑，130名儿童因此死亡。1995年和2000年，日本雪印食品公司也发生过两次牛奶中毒事件，后来雪印食品公司终因“冒牌牛肉”事件而倒闭。雪印公司食品安全问题的爆发与社长吉田升三“想法设法赚取更多利润才是企业第一要义”的理念有着重要关系。

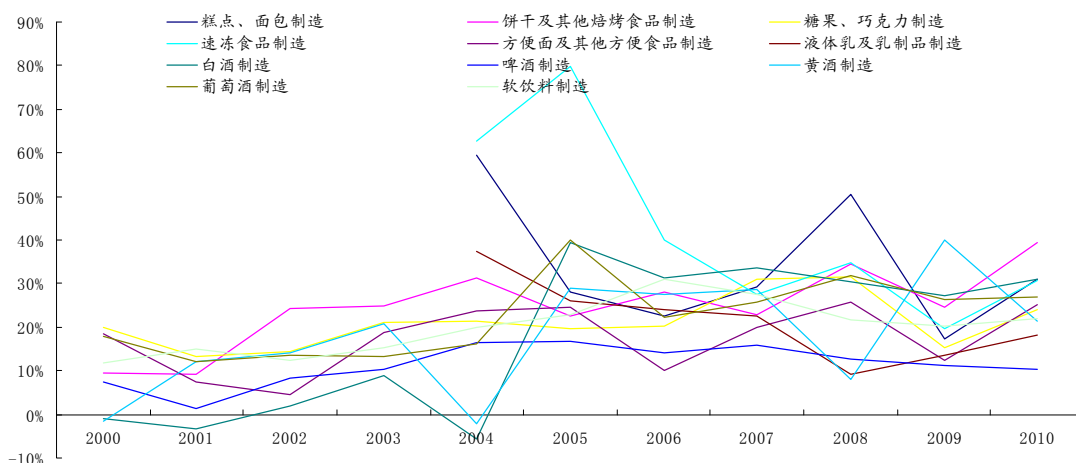
图表3：日本食品安全问题回顾



时间	事件	具体情况
20世纪30年代	“痛痛病”事件	富山县的神通川上游矿山废水排放引起的镉中毒，高浓度的废水污染了水源，用这些水浇灌的稻田种出来的就是“镉米”。
20世纪50年代	“水俣病”事件	水俣镇一家醋酸合成厂使用含汞的物质作为催化剂，随废水排入大海，污染了整个海湾的海洋生物，当地人食用鱼类后中毒。
1955年	森永奶粉事件	日本森永奶粉公司在加工奶粉时使用几经倒手的非食品用原料作为添加剂，其中砷含量较高，造成12000余名儿童发热、腹泻、肝肿大、皮肤发黑，最终130名儿童死亡。在事发20年后，原森永奶粉公司的负责人再次被判3年徒刑，森永公司也再次承担了约3亿日元的责任赔偿。
1968年	米糠油中毒	在日本的九州、四国等地，突发几十万只鸡集体死亡的事件。当年的6月至10月，在九州等地，相继有许多人身患原因不明的皮肤病。原因是九州大牟田市一家粮食加工公司食用油工厂，在生产米糠油时，为了降低成本追求利润，在脱臭过程中使用PCBs液体作导热油，因生产管理不善，使PCBs混进米糠油中。
20世纪60年代	“地沟油”危机	湾商人和日本商人勾结，将日本的“地沟油”搜集提炼后，制成食品出口到台湾。
1995年	牛奶中毒事件	东京近200名儿童在饮用了雪印的脱脂奶粉后上吐下泻不止。
2000年	牛奶中毒事件	雪印食品的牛奶中毒人数高达1.4万人，全国几万家食品超市拒售“雪印乳业公司”大阪工厂生产的低脂牛奶，“雪印乳业公司”的市场占有率，由第一位急剧下滑到第三位。
2000年	冒牌牛肉	雪印食品将牛肉产地由澳大利亚换成了日本，生产日期则提前到10月18日“牛肉检查制度”实施前的9月5日或10月4日，期间正是疯牛病盛行时期。

资料来源：日本统计局，中金公司研究部

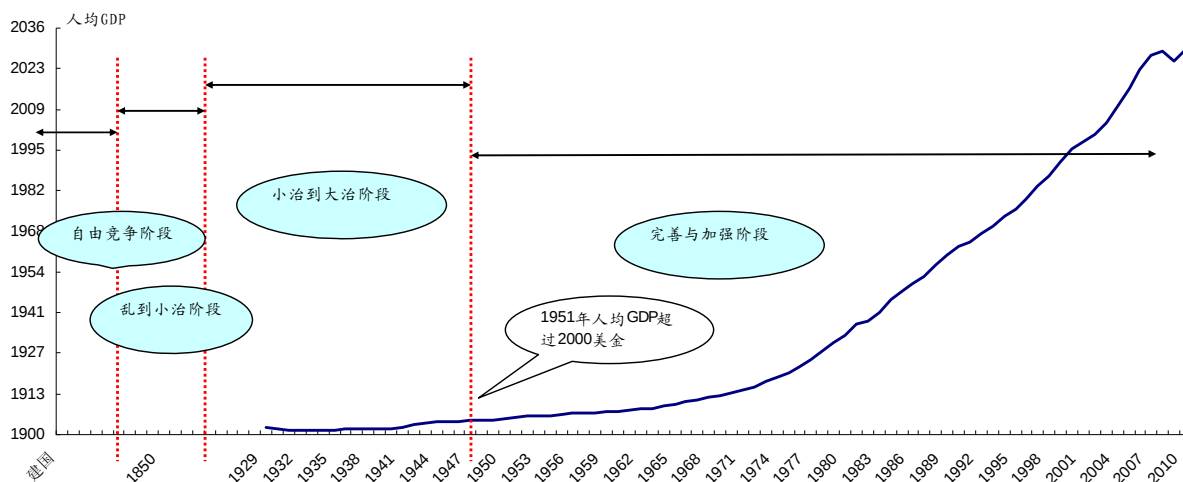
图表4：近十年间中国食品行业持续高速增长



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

其次，企业品质安全管理与国家监管制度未能跟上需求快速增长。在需求快速增长阶段，国家法律和企业内部法规均未能跟上行业迅猛发展。例如，美国食品行业从1900年后曾经历由乱到小治，由小治到大治，并最终走上法制化建设的发展道路（详细过程请见下图）。1905年，美国也曾爆发过一次严重的食品安全危机，当年厄普顿·辛克莱出版了一本名为《丛林》的小说，描述芝加哥屠宰场工人如何进行野蛮操作，及操作间令人作呕的污秽场面，引起美国社会震惊。1906年，国会通过《食品、药品法》和《肉类制品监督法》，引领食品安全逐步走上法制化建设道路。

图表5：美国食品安全监管升级之路



阶段	时间	重要事件
自由竞争阶段	建国到1850年	由州政府负责对食品的生产和销售活动进行监督
乱到小治阶段	1850年到1900年	1905年，厄普顿·辛克莱出版名为《丛林》的小说。描述了芝加哥的屠宰场的工人如何进行野蛮操作及操作间令人作呕的污秽场面，引起美国社会震惊。1906年，国会通过《食品、药品法》和《肉类制品监督法》，美国食品安全监管走上了法制化的道路，极大遏制食品生产经营领域违法行为。
小治到大治阶段	1900年到1950年	1938年，国会制定了《食品、药品和化妆品法》。该法案对食品安全监管体制作了较大的调整，扩大FDA在食品安全监管方面的权力，奠定美国现代食品安全监管体制的基础。
完善与加强阶段	1950年到现在	有关部门加强了对食品安全的监管。

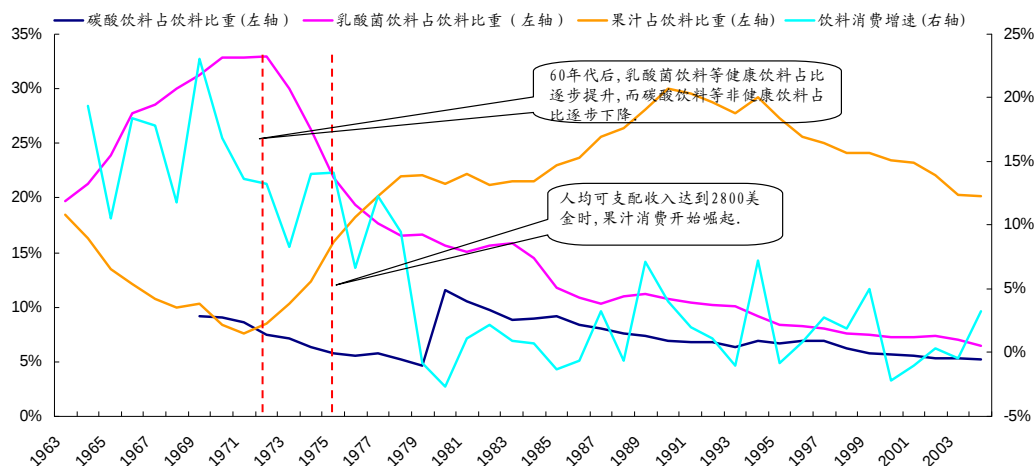
资料来源：CEIC，中金公司研究部

第三，快消品行业较低利润率水平，往往于市场份额争夺过程中上演“劣币驱逐良币”。食品安全问题往往于快消品行业发案率更高，这是因为行业低利润率特征，产品价格与成本控制是企业关注核心。在市场份额为先的竞争环境中，消费者养成比价习惯，小企业以低价低品质竞争市场，逼迫大企业放弃质量底线，出现“劣币驱逐良币”的现象。

► 收入提高、健康安全意识提高、加强食品安全监管已势在必行

在人均年可支配收入迈上 2000 美元台阶后，居民消费升级趋势逐步显现，消费者对安全健康问题的重视程度也在日益提高，健康食品和饮料消费占比逐年提高。例如：1960 年日本收入倍增计划实施以后，以乳酸菌饮料为代表的健康饮料消费占比逐年提高，消费占比由 1963 年 9.8% 升至 1975 年 30%，10 年内的年均复合增长率高达 20.1%。而同期非健康饮料消费占比逐年降低，碳酸饮料消费占比由 1969 年 9.2% 下降至 1973 年 7.2%，年均复合增长率仅为 6.3%，而且此后该产品的消费占比继续逐年下探。当人均年可支配收入迈上 2800 美元台阶时，对于果汁等健康饮料的需求呈现爆发式增长，果汁占饮料消费比重由 1973 年 10.3% 升至 1985 年 23%，年均增速高达 11.8%。目前，我国城镇人均可支配收入已达 2500 美金，所以对食品安全问题高度重视并不足为怪。近期食品安全问题频发，更进一步激发起居民对于健康与安全食品的重视。

图表 6：日本 1960 年后健康饮料占比逐步提升



资料来源：日本统计局，中金公司研究部

政策推动行业洗牌，龙头企业受益更多

► 政策推动洗牌并将惠及行业竞争格局与龙头企业长期发展

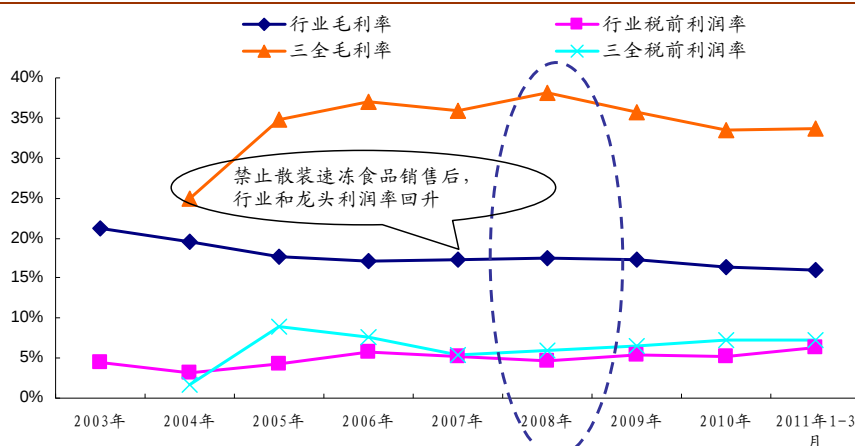
政府加强食品安全监管，其实是在变相提高行业准入门槛，并有助于净化现有行业竞争环境，提升龙头企业市场整合能力与利润率前景。以国内速冻米面食行业为例，2006 年以前行业充斥低价低质竞争，并大量销售散装速冻食品，安全隐患很大，行业平均利润率水平极低，2004 年税前利润率仅为 3.1%。2007 年 6 月 1 日国家正式实施《速冻面米食品行业标准》，规定速冻米面食企业和商家必须停止生产、销售没有包装的散装冷冻米面食品，市场竞争格局因此发生巨变，行业税前利润率也由 2007 年 5.2% 稳步提升至 2011 年一季度 6.3%。龙头企业利润率亦见稳步回升势头，例如三全食品税前利润率已由 2007 年 5.4% 提升至 2011 年一季度 7.3%。

图表 7：中国速冻米面食行业发展历程

发展时期	阶段	时间	特点	市场	销量	毛利率
萌芽期		1992-1998	产品单一，销售渠道单一	省会城市	增速快	较高
	快速成长	1999-2003	低价竞争，厂商数量减少 销售网络快速发展	向二线城市延伸	增长较快	开始下降
成长期	成长调整	2004-2005	加强内部管理，引进先进技术		稳定	继续下降
	稳定成长	2006	新标准的实行 高端市场增长快速	高端市场开始爆发	稳定增长	有所回升

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表8：禁止散装速冻食品销售后，速冻米面食行业和龙头企业利润率均出现回升



注：行业数据采取速冻食品行业数据，含速冻米面食品行业

资料来源：国家统计局，中金公司研究部

► 未来政策取向：继续支持龙头企业发展

我们判断未来政策取向主要有：

（1）扩大重点监管对象范围。未来重点监管对象将从前期乳品和肉制品进一步扩大至“果汁、调味品、葡萄酒、罐头和饮料”等行业。例如酝酿已久的葡萄酒产地管理和产品品质分级工作有望正式启动，参与标准起草的龙头企业必将受益更多。

（2）引入更为有效的竞争与利润分配机制。未来将加大优劣企业区分与奖惩力度，拉开优质和劣质企业利润差距。进一步提高行业准入门槛，从而将有利于龙头企业规范化发展，优质企业将可名正言顺地享受高利润。

图表9：《国务院办公厅关于印发2011年食品安全重点工作安排的通知》详细内容

重点领域	具体政策
食用农产品环节	严禁使用禁用农药。深入排查并坚决打击在饲料原料和产品中添加有毒有害物质及在畜禽饲养、贩运过程中使用“瘦肉精”等违禁药物的行为。取缔未经许可非法经营的生鲜收购站（点），打击收购站之间违规进行生鲜乳交易的行为。
食品生产加工和进出口环节	打击制售假冒伪劣食品和使用非食品原料、回收食品生产加工食品的行为。
食品流通环节	
餐饮服务环节	取缔不具备食品安全基本条件、存在严重食品安全隐患的餐饮店。加强对餐食集中清洗消毒企业的监管。查处餐饮服务单位使用不合格餐具行为，取缔劣质餐具制售“黑窝点”。打击采购和使用病死畜禽及其制品、劣质食用油等行为。
加强乳制品综合治理	严格核准新建和改扩建乳制品工业项目，抓紧完成在建、已建乳制品工业项目（企业）的审核清理工作，防止盲目投资和重复建设。建立全国统一的乳制品生产经营企业信息数据库，健全验证验票查询系统。在婴幼儿配方乳粉和原料乳粉生产企业试点建设电子信息追溯系统。
加强鲜肉和肉制品综合治理	落实生猪定点屠宰制度，实施生猪定点屠宰企业设置规划，强化对生猪定点屠宰企业的监管，监督企业严格执行生猪进厂（场）检查登记、屠宰检疫检验、病害猪无害化处理和从业人员管理制度。加强对盐酸克伦特罗等可作为“瘦肉精”原料的人用药品流通的监管，防止其流入饲料生产企业和畜禽饲养环节。
加强保健食品综合治理	加快制订保健食品监督管理法规，修订保健食品注册管理办法、生产许可管理办法。加快完善保健食品审评审批、功能声称评价、安全风险监测制度，推进保健食品检验检测体系、技术支持体系建设，完善保健食品原料技术和规范。
加强酒类综合治理	治理制售假冒伪劣白酒和葡萄酒类的行为，重点整治非法勾兑和生产假冒他人注册商标酒类的行为，全面清理不符合经营资质的白酒和葡萄酒类销售单位。
监督企业严格落实食品安全管理制度	
鼓励支持食品企业推广应用先进管理制度和技术	
提高食品行业自律水平	健全食品企业诚信不良记录收集、管理、通报制度和行业退出机制。

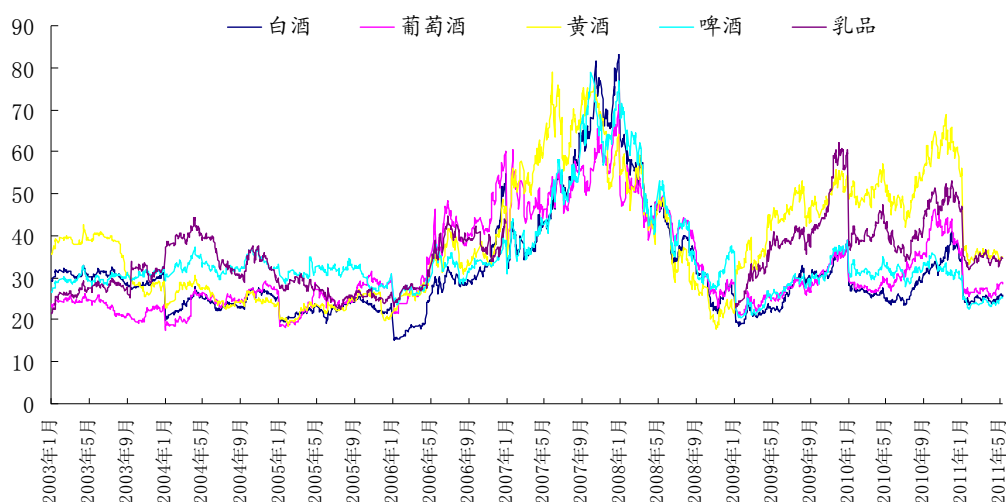
资料来源：新华网，中金公司研究部

龙头企业长期可获长期安全估值溢价

市场对食品板块是否会因质量安全隐患而使估值受压心存担忧，我们的判断是否定的，因为：

- ▶ **企业违规成本大增。**在食品安全监管与奖惩力度双双提高的背景下，企业违规成本与以往相比明显提高，这会在一定程度上遏制企业违规冲动。
- ▶ **大企业理应享受社会责任溢价。**在食品安全监管升级过程中，大企业往往更多承担起了这项改革成本，包括行业整顿与监督成本，短期看似摊薄盈利，但其实质是降低中长期运营风险。以乳品行业为例，三聚氰胺事件过后，优质企业在产品检测、奶源管控等方面投入更多成本，短期盈利虽有影响，但却极大提高了中长期抗风险能力。

图表 10：食品饮料各子行业估值水平



资料来源：万德资讯，中金公司研究部

多项指标，遴选食品安全主题下的投资标的

一看产业链安全度：产业链越短，上游集中度越高，下游公司成本转嫁能力越强，风险越低

上游产业链条越长、越分散，下游公司成本敏感度越高、成本转嫁能力越低的行业风险越高，反之则风险越低。我们看到近期食品安全事件频发的正是象乳品、饮料、速冻米面食品等上游分散，产业链长，下游公司成本转嫁能力相对较弱的快速消费品公司，而像白酒和葡萄酒行业发案率则相对较低。

图表 11：主要食品行业产业链安全度分析

A股主要食品行业	上游行业	上游产业链长度	上游集中度	食品公司对上游的掌控能力	食品公司对成本的敏感度	食品公司成本转嫁能力	产业链安全度打分
乳品	奶牛养殖	长	80%以上的奶牛养殖是农户散养	低	高	低	3
肉类加工	畜禽养殖	长	中小养殖户比例：生猪约60%以上，肉牛约80%以上	低	高	低	3
酒类	粮食	短	非常分散	低	低	高	5
饮料	浓缩果汁、糖、包装材料	短	浓缩果汁、糖的集中度相对较高，包装材料集中度低	低	高	低	4
速冻食品	面粉、肉类	短	非常分散	低	高	低	3

资料来源：中金公司研究部

二看上游原料安全度：如果原料生产关系国计民生，且原料加工用途单一，则下游生产/加工集中度越高，龙头企业风险越低

如果上游行业从业者众多，关系国计民生，且原料加工用途较为单一，那么下游生产/加工集中度越高，龙头企业将不得不担负起悉数收购此等原料，保护上游生产者生计并且维护产地就业与治安稳定的社会责任，所以其获取政策支持力度也会更大，风险相对更小。也就是说，如果这种大企业遇到问题，国家仍会采取相对保护态度，否则将可能引发产业链崩盘与后继社会稳定问题。例如伊利、蒙牛两家乳品企业，目前担负着全国近半数奶源的消化压力，一旦出现问题，就会出现“无人收奶”状况。所以，我们判断未来在政策层面上，国家必将力挺乳品行业龙头企业发展，包括在法律法规和舆论上的双重支持，而其他几个子行业要么因为原料用途过于分散（如以粮食为原料的酿酒工业及速冻米面食行业），要么由于下游生产/加工环节集中度过低（如屠宰与肉类加工业及饮料制造业），其上游重要性相对较弱，发生问题后下游龙头企业风险更大。

图表 12：主要食品行业上游原料安全度分析

A股主要食品行业	上游行业	龙头企业收购占上游比重	是否关系民生	上游原料安全度打分
乳品	奶牛养殖	高	是	5
肉类加工	畜禽养殖	低	是	4
酒类	粮食	低	是	4
饮料	浓缩果汁、糖、包装材料	低	否	3
速冻食品	面粉、肉类	低	否	3

资料来源：中金公司研究部

三看企业规模：集中度较高行业中的龙头企业更为安全

加强食品安全监管的政策逻辑是为了打造“良币驱逐劣币”的良性竞争氛围，在此过程中，各行业龙头企业首当其冲，也是行业竞争环境净化后的最大受益者。因此，龙头企业所处行业集中度越高，该龙头企业受政府重视的程度也就越高。例如三全食品、伊利股份、青岛啤酒和张裕在各自行业内的市场份额相对较高，未来政策倾斜力度也会相对更大。

图表 13：A 股主要食品公司所在行业规模及企业市场份额分析

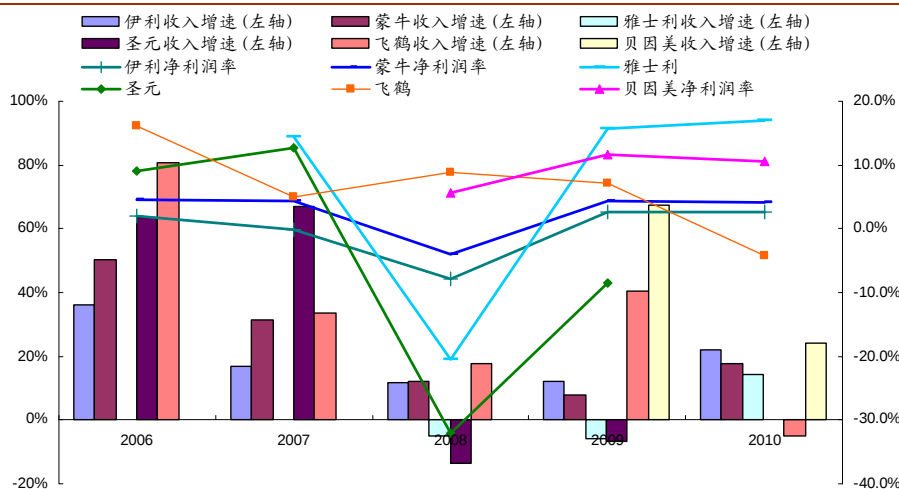
行业	2010 年行业收入(亿元)	2010 年行业收入增速(%)	主要 A 股上市公司	2010 年收入(亿元)	市场份额	龙头企业安全度打分
屠宰及肉类加工	7,710	31.3	双汇发展	367	4.8%	3
速冻食品	90	30.6	三全食品	19	21.4%	5
乳品	1,921	18.3	伊利股份	297	15.4%	5
			光明乳业	96	5.0%	
			三元股份	26	1.3%	
			贝因美	40	2.1%	
白酒	2,738	31.0	贵州茅台	116	4.2%	4
			五粮液	155	5.7%	
			泸州老窖	54	2.0%	
			水井坊	18	0.7%	
			山西汾酒	30	1.1%	
			洋河股份	76	2.8%	
			古井贡酒	19	0.7%	
			金种子酒	14	0.5%	
			酒鬼酒	6	0.2%	
			沱牌曲酒	9	0.3%	
			老白干酒	12	0.4%	
啤酒	1,351	10.3	青岛啤酒	199	14.7%	4
			燕京啤酒	103	7.6%	
			珠江啤酒	31	2.3%	
黄酒	134	21.4	金枫酒业	10	7.3%	4
葡萄酒	339	27.0	古越龙山	11	8.0%	4
含乳及植物蛋白饮料	458	24.0	张裕 A	50	14.7%	4
			承德露露	18	4.0%	3

资料来源：国家统计局，公司年报，中金公司研究部

四看团队安全管理与危机处理能力：龙头企业风险相对更小

当发生食品安全事故时，企业危机处理能力会使最终受损程度迥然不同。例如在 2008 年三聚氰胺事件发生后，几家发现三聚氰胺的奶粉企业由于危机处理能力不同而使得后期发展态势有所差异，能力较强的蒙牛和伊利后期恢复很快。我们认为，快消品行业中的龙头企业无论安全管理还是危机公关能力于各自行业中均相对更强，其抗风险能力明显高于行业中其他企业。

图表 14：三聚氰胺事件发生前后主要奶粉企业收入和利润情况



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 15：主要食品行业龙头的团队安全管理与危机处理能力分析

A股主要食品行业	评价	龙头团队危机管理能力打分
乳品	三聚氰胺事件后，各企业在危机公关都有所重视	5
肉类加工	瘦肉精事件，公司整体危机公关处理较为恰当	5
酒类	龙头企业注重危机公关	5
饮料	食品安全频发，龙头企业注重危机公关	5
速冻食品	食品安全频发，龙头企业注重危机公关	5

资料来源：中金公司研究部

其他指标：已实施整顿的行业风险相对较小、外资占比较高的行业风险相对较小

已实施重点整治的行业，后继再度爆发重大安全事故的风险相对较小，因此像乳业、屠宰与肉类加工业未来相关风险较小。而酒类也是经过了 98 年假酒案后整体行业品质管理水平较高。同时，外资渗透率较高的行业（如饮料行业），因外企质量与安全意识相对较高，发生重大安全事故的风险也会相对较小。

图表 16：对主要食品行业未来政策态度预判

A股主要食品行业	评论	政策态度打分
乳品	三聚氰胺事件后，政府积极政策频出，态度积极。	5
肉类加工	瘦肉精事件，态度积极。	5
酒类	未来重点检查的子行业，态度积极。	5
饮料	行业相对分散，态度相对中性	3
速冻食品	行业相对分散，态度相对中性	3

资料来源：中金公司研究部

总结：龙头企业普遍值得关注，行业首选奢侈品（中高档白酒和葡萄酒）与快消品中的乳业

综合上述分析后我们得到如下选股结论：行业首选奢侈品（中高档白酒和葡萄酒）与快消品中的乳业。奢侈品以品质为先，不计成本（因成本敏感度极低），因而发生产品安全事故的风险极小。而快消品中的乳业成为按上述标准得分最高的子行业。各行业龙头企业普遍值得关注，因为他们最渴望竞争环境因安全整治而得以净化，并且成为‘良币驱逐劣币’过程中的最大受益者。其中，伊利股份又成为最安全快消品行业中的龙头企业代表。

图表 17：主要食品行业安全度综合评价及对应的上市公司

A股主要食品行业	产业链安全度	上游原料安全度	龙头企业规模安全度	龙头企业危机管理能力	政策态度	综合	对应上市公司
乳品	3	5	5	5	5	23	伊利股份
肉类加工	3	4	3	5	5	20	双汇发展
酒类	5	4	4	5	5	23	青岛啤酒、燕京啤酒、张裕、贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、洋河股份、古井贡酒等
饮料	4	3	3	5	3	18	承德露露
速冻食品	3	3	5	5	3	19	三全食品

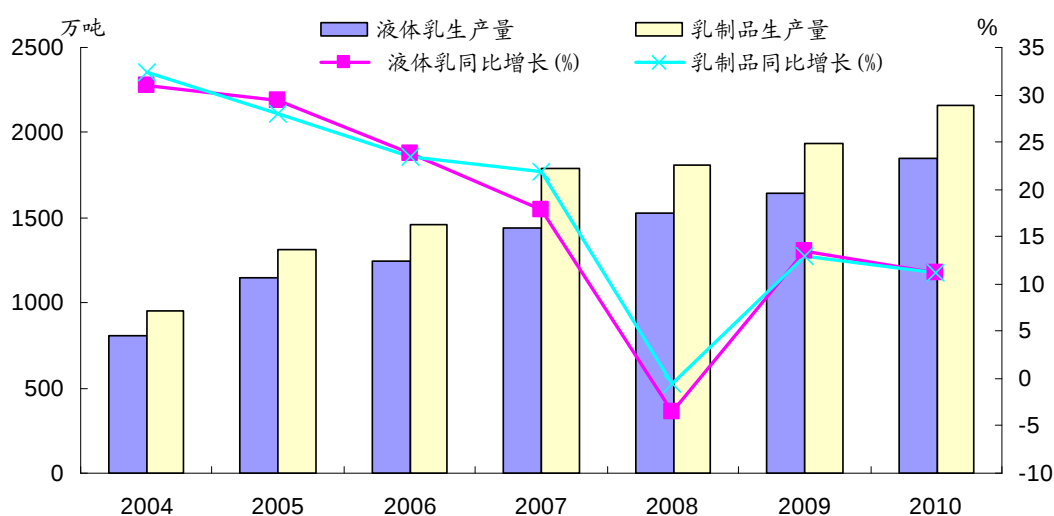
资料来源：中金公司研究部

乳品行业：长期竞争格局改善下的行业新机遇

需求：2011年是乳品行业复苏元年

- **消费者信心重建。**2008年后，国内乳企质量管控力度逐步加强，品质保证在增强。同时，随着众多外资品牌安全问题的爆发（如韩国每日乳业爆发砷含量超标）和日本乳品企业在华建厂（如明治奶粉在苏州建立生产基地），外资产品质量信赖程度将有所下降。消费者对于中国乳品企业信心有望重建。
- **国内高端产品增速超预期。**近两年来无论是在城市还是县乡市场，液态奶高端产品增速始终保持快速增长，体现消费者对于食品安全的重视及消费快速升级趋势。如伊利和蒙牛的高端产品收入均保持年均20%以上快速增长，拥有品质保证的大企业充分享受高端化带来的收入和利润率提升。

图表 18：我国液态奶年度产量及增速



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

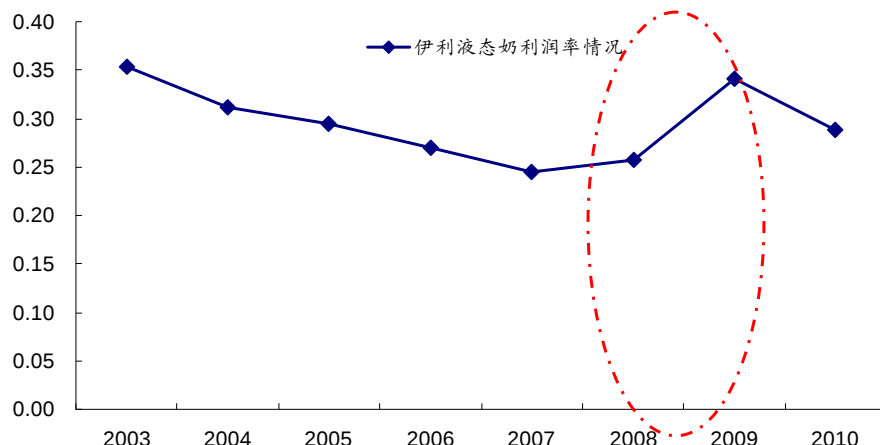
竞争：龙头企业利润率有望持续回升

近期乳品行业政策频出，未来乳品行业，尤其是液态奶市场竞争格局将大幅改善，利润率有望逐年回升，这是因为：

- **行业准入门槛大幅抬高，竞争者骤然减少。**乳制品生产许可证颁发，45%乳品企业遭到淘汰，同时未来贷款受限，将使得淘汰企业面临生存压力，行业竞争者将大幅减少。
- **液态奶成为竞争格局改善最明显的子行业。**在淘汰的533家企业中，仅31家是婴幼儿乳粉企业，占奶粉企业总数的20%；502家是“液态奶及其他非婴幼儿配方奶粉的乳制品企业”，占行业企业总数的48.6%。我们在前文中已提到，速冻米面食行业在取消散装速冻食品销售后，迎来行业竞争格局改善与龙头企业利润率回升，我们看到速冻食品行业税前利润率由2007年5.2%提升至2011年一季度6.3%。所以，我们有理由相信未来液态奶竞争格局改善，利润率提升趋势将最为明显。
- **高端产品带动行业消费结构快速提升。**消费者对于食品安全的重视，使得具有运作高端产品能力的龙头企业享受高端产品快速增长带来的利润率逐步提升，未来龙头企业将呈现“高端产品要利润，低端产品要市场份额”的态势。

我们相信以上发展趋势将在未来液态奶行业中逐步得到兑现，伊利和蒙牛两大乳品企业的液态奶利润率水平有望逐年回升。

图表 19：伊利股份在 08 年后液态奶毛利率逐步回升，高端化趋势逐步体现



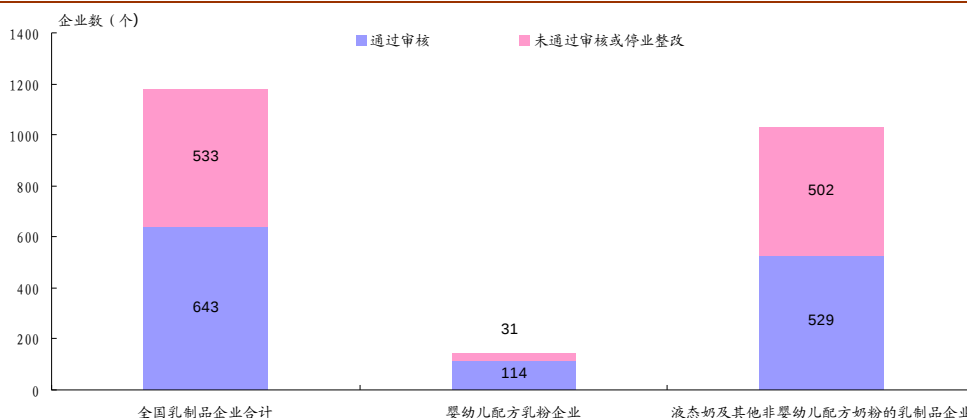
资料来源：公司年报，中金公司研究部

图表 20：乳品行业出台的主要政策

颁布时间	政策名称	具体内容
2011年4月	《关于农村合作金融机构乳业贷款风险提示的通知》	银监会于4月中旬以“急件”的方式下发该通知，因截至3月31日，全国1176家乳制品企业中，有643家企业通过生产许可重新审核，107家企业停产整改，426家企业未通过审核。银行对这些企业贷款风险凸现，各地农合机构的风险摸底和资产保全工作立刻展开。
2010年11月	《企业生产婴幼儿配方乳粉许可条件审查细则（2010版）》 《企业生产乳制品许可条件审查细则（2010版）》（2010年第119号）	现行所有获得乳制品及婴幼儿配方乳粉生产许可的企业必须于2010年年底重新提出生产许可申请，2011年3月底之前未重新获得生产许可的将被停产
2010年	《婴幼儿奶粉行业新国标》	与国际标准接轨，是以国际食品法典委员会（CAC）的标准及《中国居民膳食营养素参考摄入量》为依据修订的
2009年	《乳制品产业政策（2009年修订版）》	对乳制品生产企业的奶源建设、企业资质、行业准入门槛以及未来发展格局作出详细和严格的规定，大幅提高了行业门槛

资料来源：新华网，中金公司研究部

图表 21：淘汰的主要乳品企业结构分析



资料来源：国家质检总局，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/或机构投资者提供。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/或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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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