



证券研究报告·行业动态

从成本变动到盈利弹性

核心观点：

我们尝试从原料成本波动寻找投资方式

原材料价格与股价表现三部曲：**第一步曲，原材料成本上涨初期，股价相对较弱；第二步曲，原材料成本继续上涨，股价开始回升；第三步曲，原材料成本下降，股价走牛。**目前农产品价格有回落趋势，食品饮料走势已连续强于大盘，我们可能正在处于第二阶段的尾部，是最好的建仓期，因为在第三阶段将迎来收获的金秋。

啤酒板块：青岛啤酒价格弹性，燕京次之

青岛啤酒价格提升 1%，毛利润增长 2.3%；大麦及包装原材料成本下降 1%，毛利润增长 1.3%。收入敏感系数）成本敏感系数，通过提价可以较好的抵御成本压力。

软饮料板块：承德露露弹性最好

露露价格提升 1%，毛利润增长 2.9%；杏仁、马口铁主要原材料成本下降 1%，毛利润增长 1.8%。

乳制品板块：伊利弹性最好

伊利价格提升 1%，毛利润增长 2.3%；原奶价格下降 1%，毛利润增加 1.5%。

调味品板块：梅花集团弹性最好，安琪酵母次之

梅花集团价格提升 1%，毛利润增长 2.4%；玉米及能源价格下降 1%，毛利润提升 1.5%。

其他食品板块：保龄宝弹性最好

保龄宝价格提升 1%，毛利润提升 4%；玉米价格下降 1%，毛利润增长 2.7%。

重点上市公司推荐：青啤、露露、伊利、安琪

我们从敏感系数的角度来考虑产品价格变动及原材料价格变动对上市公司毛利的影响，将两者相除得到的倍数进行排序，并结合指标的变动情况，我们最看好的公司依次为**青岛啤酒、承德露露、伊利股份和安琪酵母**，这些公司的共同特点是公司的行业地位都很高，定价能力较强，且原材料的成本压力都在减弱。

食品饮料

维持评级

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

联系人：

李宁

liningbj@csc.com.cn

010-85156328

张萍

zhangpingbj@csc.com.cn

010-85156382

发布日期：2011 年 5 月 13 日

市场表现



相关研究报告

- | | |
|----------|---|
| 11.05.09 | 食品饮料 1 季度业绩综述：迎来阶段性建仓时机 |
| 11.05.09 | 食品饮料行业市场周报总 13 期（5 月第 1 周）：吸引力不断增强，建仓时机或已到来 |
| 11.05.03 | 食品饮料行业市场周报第 12 期（4 月第 4 周）：坚定推荐二线白酒 |



目 录

一、食品饮料业原材料成本的历史变动情况.....	3
1、原料成本与股价表现的三步曲.....	3
2、成本结构.....	4
二、饮料制造行业敏感性分析.....	5
1、大麦价格继续上涨，但增速明显放缓.....	5
2、以青啤为例进行毛利敏感性分析.....	5
2.1 青岛啤酒吨酒价格提升 1%，毛利上升 2.3	5
2.2 青岛啤酒成本下降 1%，毛利上升 1.3	6
3、主要饮料制造公司敏感性分析——露露弹性最大，抵抗成本上涨压力最强.....	7
三、食品制造行业敏感性分析.....	8
1、乳制品行业敏感性分析.....	8
1.1 原奶价格升势减弱.....	8
1.2 乳制品行业敏感性分析——伊利弹性最大.....	8
2、调味品行业敏感性分析.....	9
2.1 玉米价格维持高位，豆粕已开始下滑.....	9
2.2 糖蜜成本压力减小.....	10
2.3 煤炭价格维持高位.....	10
2.4 调味品行业敏感性分析——梅花集团弹性最大.....	11
3、其他食品行业敏感性分析.....	12
3.1 猪肉价格上涨压力将得到缓解.....	12
3.2 小麦、白糖价格有所走弱.....	13
3.3 其他食品制造行业毛利敏感型分析——保龄宝弹性最大.....	13
四、重点上市公司推荐：看好青啤、露露、伊利、安琪.....	15
风险提示.....	15



图 表

图 1: 成本变动与股价表现的三部曲	3
图 2: 大麦价格走势	5
图 3: 大麦价格增长趋势	5
图 4: 产品价格变动对饮料上市公司毛利影响.....	7
图 5: 主要原材料价格变动对啤酒上市公司毛利影响.....	7
图 6: 原奶价格走势	8
图 7: 产品价格变动对乳制品上市公司毛利影响.....	9
图 8: 原奶价格变动对乳制品上市公司毛利影响.....	9
图 9: 玉米、豆粕价格走势	9
图 10: 白糖及糖蜜价格走势	10
图 11: 煤炭价格走势	10
图 12: 产品价格变动对调味品上市公司毛利影响.....	11
图 13: 主要原料价格变动对调味品上市公司毛利影响.....	11
图 14: 猪价走势	12
图 15: 产品价格变动对其他食品上市公司毛利影响.....	14
图 16: 主要原料价格变动对其他食品上市公司毛利影响.....	14
表 1: 受原材料影响较大的公司成本结构	4
表 2: 青岛啤酒吨酒价格变动毛利率变动分析.....	5
表 3: 青岛啤酒主要成本变动对毛利润变动分析.....	6
表 4: 青岛啤酒主要成本变动对净利润及 EPS 变动分析.....	6
表 5: 饮料制造行业主要公司的敏感性分析.....	7
表 6: 燕京啤酒主要成本变动对净利润及 EPS 变动分析.....	7
表 7: 承德露露主要成本变动对净利润及 EPS 变动分析.....	7
表 8: 乳制品行业敏感性分析	8
表 9: 伊利股份成本变动对净利润及 EPS 变动分析.....	9
表 10: 调味品行业敏感性分析	11
表 11: 安琪酵母成本变动对净利润及 EPS 变动分析.....	12
表 12: 其他食品制造敏感性分析	14
表 13: 三全食品变动对净利润及 EPS 变动分析.....	14
表 14: 价格及原材料对毛利敏感系数排序情况.....	15

一、食品饮料业原材料成本的历史变动情况

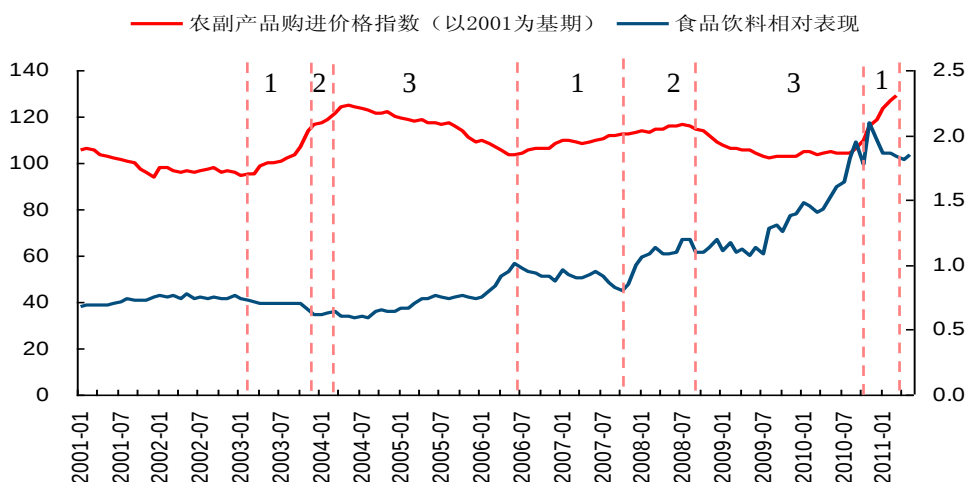
1、原料成本与股价表现的三部曲

食品饮料板块中除白酒，上市公司大多为快速消费品，可以通过提价和产品升级来转嫁原材料成本上涨的压力。但是由于成本的上涨一般都是由上游开始传导的，在终端价格上涨以前，中游企业需要首先自行消化成本压力，而终端价格往往具有粘性，即涨价后往往不会再降价，这样在原材料成本压力回落以后，企业的利润空间将会加大。这样，从逻辑上我们可以划分出原材料成本变动的三部曲：

第一步曲，原材料成本上涨初期，股价相对较弱。由于终端产品还没有涨价，企业盈利空间被压缩，食品饮料板块相对走势较弱。**第二部曲，原材料成本继续上涨，股价开始回升。**这时终端价格已经开始提价，企业应对成本上涨的措施开始奏效，盈利能力开始恢复，食品饮料股价走势开始走强；**第三部曲，原材料成本下降，股价走牛。**这时企业盈利加速提高，相对大盘食品饮料走出一波强势上涨行情。

从图 1 中我们看到，在历史数据中我们清晰地捕捉到了这种原材料变动和股价相对表现之间的美妙韵律。

图 1:成本变动与股价表现的三部曲



资料来源：中信建投证券研发部、wind

在目前的时点上，食品饮料业的主要原材料主要还以上涨态势为主，但是我们应当注意到，近期受美元升值的影响，对流动性减弱的预期已经使得大宗商品及原油价格受到了较大的打击，国内的主要原材料虽然仍受需求支持，但我们认为上升动力已经减弱，未来企业成本压力将减小，甚至有些品种已经开始出现下降。

2010 年 10 月份以后，食品饮料行业进入了第一阶段，这时候原材料的上涨压缩了企业盈利，随着企业应对成本上涨的措施开始奏效，企业盈利将开始回升。在最近的三周中，食品饮料已经连续走势强于大盘，这意味着我们可能正在向第二阶段迈进。当然这仍然需要进一步的数据确认，但机会已经临近，第二阶段是最好的建仓期，因为在第三阶段将迎来收获的金秋。

2、成本结构

食品饮料业（除白酒企业外）大部分公司为资本密集型产业，人工成本占比不大，影响公司毛利率的主要为原材料成本，原材料成本变动对行业盈利情况产生重要影响。

表 1:受原材料影响较大的公司成本结构

		主要原材料成本占比	备注
啤酒	青岛啤酒	原材料占比 75%，其中包装物占比 50%； 麦芽占比 12%	能源占比 6%，直接人工 4%，制造费用 16%
	燕京啤酒	原材料占比 80%，其中包装物占比 40%； 麦芽占比 30%	能源占比 6%，直接人工 5%
软饮料	承德露露	苦杏仁占比 15% 马口铁占比 65%	
	伊利股份	材料成本>90%，其中原奶约 63%、包装 材料约 27%	
乳制品	光明乳业	材料成本>90%，其中原奶约 63%、包装 材料约 25%	液态奶：原材料约 90%、直接人工 1%、制造费用 8%；奶粉 及其他：原材料 91%、直接人工 1%、制造费用 7%
	皇氏乳业	材料费用约 88%，其中原奶约 59%	直接人工 2%、制造费用 11%
调味品	贝因美	原材料占比>90%	
	安琪酵母	糖蜜 40%-45%、能源约 10%、辅料 8%-10%	人工约 5%
	梅花集团	玉米约 50%、能源约 13%	其他材料约 7%、制造费用 7%、人工 4%
	星湖科技	玉米约 39%、能源约 10%	调味品和饲料业务参照梅花集团
其他食品	三全食品	原材料成本 70%-80%	主要原材料为肉类、面粉、糯米粉、芝麻、蔬菜、花生
	恒顺醋业	原材料成本约占 86%	主要原材料为糯米、大米、麸皮、豆粕、蔬菜等
	黑牛食品	原材料成本约 58%	原材料主要为大豆、白糖、面粉等
	量子高科	白砂糖 51%-58%	
	保龄宝	玉米>65%	

资料来源：中信建投证券研发部

从表 1 可以看出，影响啤酒板块生产成本主要是包装物和麦芽；影响乳制品板块生产成本的主要是原奶和包装成本，原奶成本占比超过 60%，而包装材料成本则在 20%左右；影响发酵制品板块生产成本的主要是农副产品和能源，前者占比在 50%左右，或者在 10%上下；影响其他食品制造的主要是农副产品，占比大都在 50%以上，其中三全食品的原材料成本占比还超过了 70%。

二、饮料制造行业敏感性分析

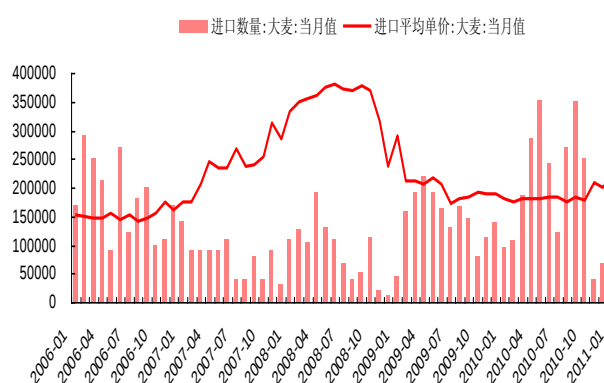
由于白酒、葡萄酒都是毛利率很高，大部分企业基本达到 60%以上，其承受成本上升的压力不太明显，因此我们这里仅对主要的啤酒以及软饮料上市公司进行分析。

1、大麦价格继续上涨，但增速明显放缓

大部分啤酒公司是每年 9 月份进行集中采购，也就是说今年上半年的成本基本上是由去年 9 月大麦的价格决定，从图 1 我们看出，进口大麦是从 10 年 10 月开始上涨的，去年 9 月进口大麦价格基本与 09 年一致，因此 11 年上半年单就啤酒大麦上涨并不对啤酒公司造成太大的成本压力。

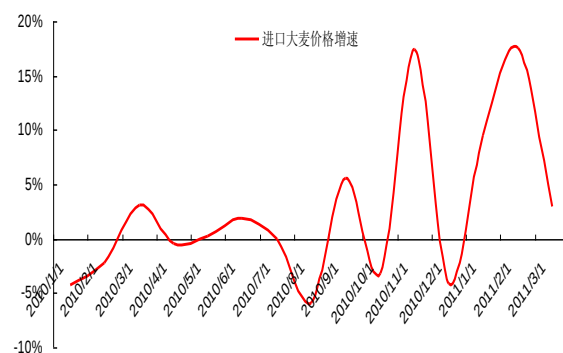
但如果下半年啤酒大麦价格继续上涨，就会使公司大麦成本大幅度攀高。但我们也可以看到目前进口大麦价格已经达到 330 美元/吨，较年初以来涨幅达 20%，且 3 月份增速明显放缓，较 2 月份环比增长 3%，增速下降了 15 个百分点。考虑到，进口大麦上涨动力已经不足以及龙头啤酒公司 1 季度已经对产品进行了提价，我们判断啤酒企业有可能迎来一个毛利的上升期。

图 2：大麦价格走势



资料来源：中信建投证券研发部、wind

图 3：大麦价格增长趋势



资料来源：中信建投证券研发部、wind

2、以青啤为例进行毛利敏感性分析

2.1 青岛啤酒吨酒价格提升 1%，毛利上升 2.3

我们以青岛啤酒为例，根据公司公布的 2010 年年报数据为基础，测算了产成品价格及原材料价格变动对公司毛利影响的敏感系数。具体分析如下：

从下表中，在假设成本不变的情况下，我们计算出吨酒价格上升 1%，会提高青岛啤酒毛利润 2.3 的百分点。

表 2：青岛啤酒吨酒价格变动毛利率变动分析

变动幅度	-30.0%	-20.0%	-10.0%	0.0%	10.0%	20.0%	30.0%
吨酒价格	2162	2471	2780	3089	3398	3707	4016



假设销量不变	635 万千升						
主营业务收入	13731	15692	17654	19615	21577	23538	25500
毛利	2780	4741	6703	8664	10626	12587	14549
毛利变动幅度	-67.9%	-45.3%	-22.6%	0.0%	22.6%	45.3%	67.9%
毛利对价格变动敏感系数	2.3%						
毛利率	20.2%	30.2%	38.0%	44.2%	49.2%	53.5%	57.1%

资料来源：中信建投证券研发部

2.2 青岛啤酒成本下降 1%，毛利上升 1.3

由于麦芽和包装物占啤酒成本的 70%，仅考虑这两项，在假设销量不变的情况下，我们可以计算出包装物和麦芽构成的成本变动 1%，将造成公司毛利润下降 1.3%。

表 3：青岛啤酒主要成本变动对毛利润变动分析

麦芽价格变动幅度	权重：20%	-30.0%	-20.0%	-10.0%	0.0%	10.0%	20.0%	30.0%
包装物变动幅度	权重：50%	-15.0%	-10.0%	-5.0%	0.0%	5.0%	10.0%	15.0%
成本变动幅度		-13.5%	-9.0%	-4.5%	0.0%	4.5%	9.0%	13.5%
总成本		8445	9763	10728	11234	11740	12245	12751
假设吨酒价格不变		3089 元/千升						
毛利		11453	10135	9170	8664	8158	7653	7147
毛利变动幅度		32.2%	17.0%	5.8%	0.0%	-5.8%	-11.7%	-17.5%
毛利对成本变动敏感系数		-1.3%						
毛利率		58.4%	51.7%	46.7%	44.2%	41.6%	39.0%	36.4%

资料来源：中信建投证券研发部

在分析中，我们知道当价格弹性大于成本弹性时，通过提价转嫁成本的能力最强。由于青岛啤酒毛利润对价格的敏感系数是成本的两倍，因此当原材料价格上升时，公司无论选择提价还是变化包装都有利于提升毛利率。本年初，青岛啤酒已对部分产品已经进行提价，总体涨幅大约 10%，即使成本上涨达到 20%，也可以较好的稳守目前的盈利水平，可以说青岛啤酒有较强的抵御成本上涨的压力。

接着，我们进一步考虑当成本下降导致毛利率增加 2%、5%或 8%，其他（费用率等）固定不变情况下，对利润、EPS 的贡献情况。

表 4：青岛啤酒主要成本变动对净利润及 EPS 变动分析

波动	基准（2010 年报）	+2%	+5%	+8%
毛利率	44%	46%	49%	52%
收入(亿元)		199		
毛利(亿元)	88	92	98	103
三费+营业税及附加(亿元)		67		
利润总额(亿元)	21	25	31	37
所得税(亿元)	5	6	8	9
归属母公司净利润(亿元)	15	18	22	27
增幅		19%	46%	75%

EPS(元)	1.12	1.33	1.64	1.96
--------	------	------	------	------

资料来源：中信建投证券研发部

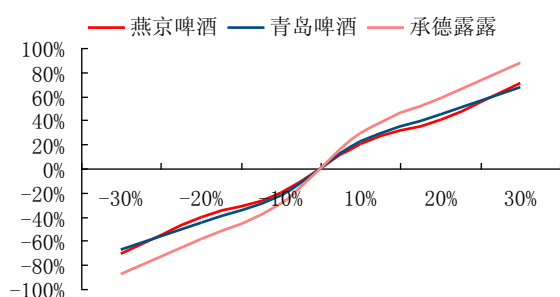
3、主要饮料制造公司敏感性分析——露露弹性最大，抵抗成本上涨压力最强

表 5：饮料制造行业主要公司的敏感性分析

变动幅度		-30%	-20%	-10%	10%	20%	30%	敏感系数
燕京啤酒	产品价格变动对毛利影响	-72.6%	-40.4%	-20.2%	20.2%	40.4%	72.6%	2.0
	麦芽价格变动对毛利影响	17.0%	11.4%	5.7%	-5.7%	-11.4%	-17.0%	-0.6
	包装物价格变动对毛利影响	25.5%	17.0%	8.5%	-8.5%	-17.0%	-25.5%	-0.9
承德露露	产品价格变动对毛利影响	-87.6%	-58.4%	-29.2%	29.2%	58.4%	87.6%	2.9
	杏仁价格变动对毛利影响	17.3%	11.5%	5.8%	-5.8%	-11.5%	-17.3%	-0.6
	马口铁价格变动对毛利影响	34.6%	23.0%	11.5%	-11.5%	-23.0%	-34.6%	-1.2

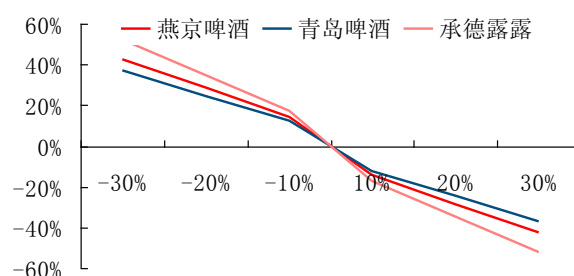
资料来源：中信建投证券研发部

图 4:产品价格变动对饮料上市公司毛利影响



资料来源：中信建投证券研发部

图 5:主要原材料价格变动对啤酒上市公司毛利影响



资料来源：中信建投证券研发部

饮料制造行业中承德露露的价格弹性最大同时成本弹性较小，抵抗成本压力风险最小。其次是青岛啤酒、燕京啤酒。

表 6：燕京啤酒主要成本变动对净利润及 EPS 变动分析

波动	基准（2010 年报）	+2%	+5%	+8%
毛利率	41%	43%	46%	49%
收入(亿元)		103		
毛利润(亿元)	42	44	47	50
三费+营业税及附加(亿元)		31		
利润总额(亿元)	11	13	16	19
所得税(亿元)	2	3.2	3.4	4
归属母公司净利润(亿元)	7.6	9	11	13
增幅		20%	45%	71%
EPS（元）	0.63	0.75	0.93	1.11

资料来源：中信建投证券研发部

表 7：承德露露主要成本变动对净利润及 EPS 变动分析



波动	基准（2010 年报）	+2%	+5%	+8%
毛利率	%	43%	46%	49%
收入(亿元)		18		
毛利润(亿元)	6	7	7	8
三费+营业税及附加(亿元)		4		
利润总额(亿元)	2	3.2	3.8	4
所得税(亿元)	0.5	0.6	0.7	0.8
归属母公司净利润(亿元)	1.8	2.1	2.5	2.9
增幅		15%	38%	60%
EPS(元)	0.59	0.69	0.83	0.97

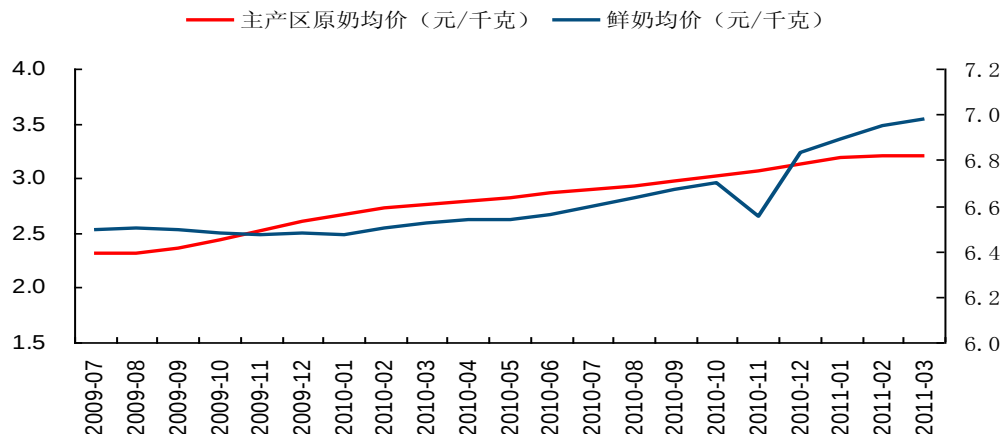
资料来源：中信建投证券研发部

三、食品制造行业敏感性分析

1、乳制品行业敏感性分析

1.1 原奶价格升势减弱

图 6:原奶价格走势



资料来源：中信建投证券研发部、wind

原奶价格的上涨幅度在 1 季度已经趋缓，未来大涨的可能性不大，甚至有下降的可能性，而乳品加工企业通过提价和产品升级则能进一步化解成本压力，甚至带来毛利率的上升。

1.2 乳制品行业敏感性分析——伊利弹性最大

表 8：乳制品行业敏感性分析

	变动幅度	-30%	-20%	-10%	10%	20%	30%	敏感系数
伊利股份	产品价格变动对毛利影响	-68%	-46%	-23%	23%	46%	68%	2.28
	原奶价格变动对毛利影响	44%	29%	15%	-15%	-29%	-44%	-1.45

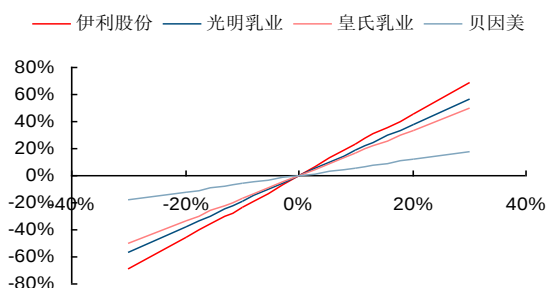


光明乳业	产品价格变动对毛利影响	-56%	-38%	-19%	19%	38%	56%	1.88
	原奶价格变动对毛利影响	36%	24%	12%	-12%	-24%	-36%	-1.2
皇氏乳业	产品价格变动对毛利影响	-50%	-33%	-17%	17%	33%	50%	1.67
	原奶价格变动对毛利影响	30%	20%	10%	-10%	-20%	-30%	-0.99
贝因美	产品价格变动对毛利影响	-18%	-12%	-6%	6%	12%	18%	0.59
	原奶价格变动对毛利影响	11%	8%	4%	-4%	-8%	-11%	-0.38

资料来源：中信建投证券研发部

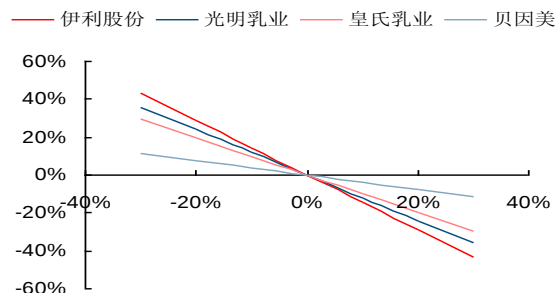
乳制品行业中伊利股份的弹性最大，受产品价变动和原奶价格变动的影响最大，产品平均价格每提高 10%，就会带来 23% 的毛利上升，而原奶价格每下降 10%，则会使毛利上升 15%。

图 7: 产品价格变动对乳制品上市公司毛利影响



资料来源：中信建投证券研发部

图 8: 原奶价格变动对乳制品上市公司毛利影响



资料来源：中信建投证券研发部

表 9: 伊利股份成本变动对净利润及 EPS 变动分析

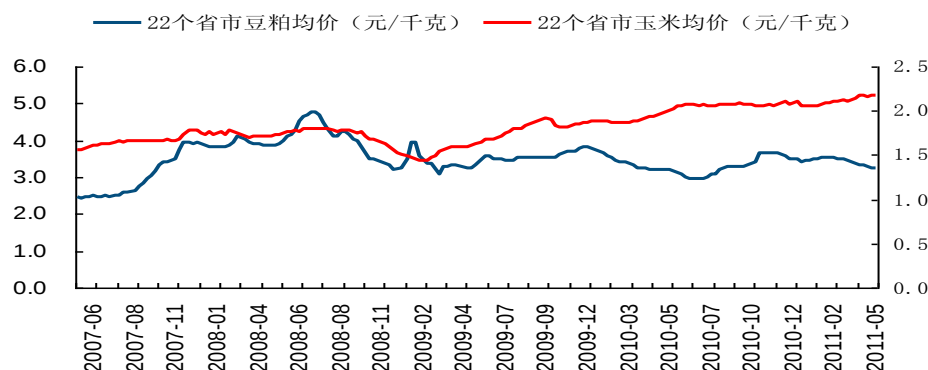
波动	基准 (2010 年报)	+2%	+5%	+8%
毛利率	30%	32%	35%	38%
收入		297		
毛利润	89	95	104	113
三费+营业税及附加		80		
利润总额	9	14	23	32
所得税	1	1	2	2
归属母公司净利润	8	13	22	30
增幅		71%	178%	285%
EPS	0.97	1.66	2.70	3.73

资料来源：中信建投证券研发部

2、调味品行业敏感性分析

2.1 玉米价格维持高位，豆粕已开始下滑

图 9: 玉米、豆粕价格走势

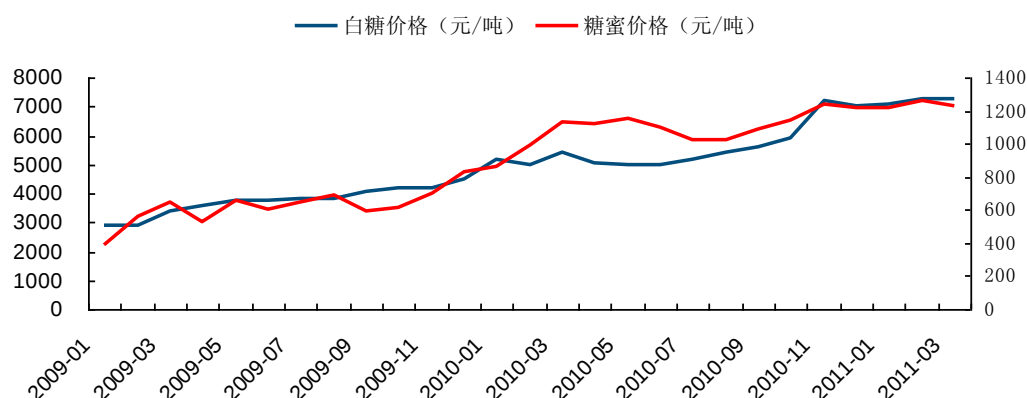


资料来源：中信建投证券研发部、wind

玉米受下游玉米深加工产业旺盛需求的影响，价格依然比较坚挺，但是经历了 09、10 年两年较大幅度的上涨以后，玉米价格已处历史高位，对燃料乙醇补贴力度的减弱也有可能抑制下游需求，因此玉米价格大幅上升的可能性已经不大。豆粕则受国际大豆价格下跌的影响已经开始走弱。

2.2 糖蜜成本压力减小

图 10：白糖及糖蜜价格走势

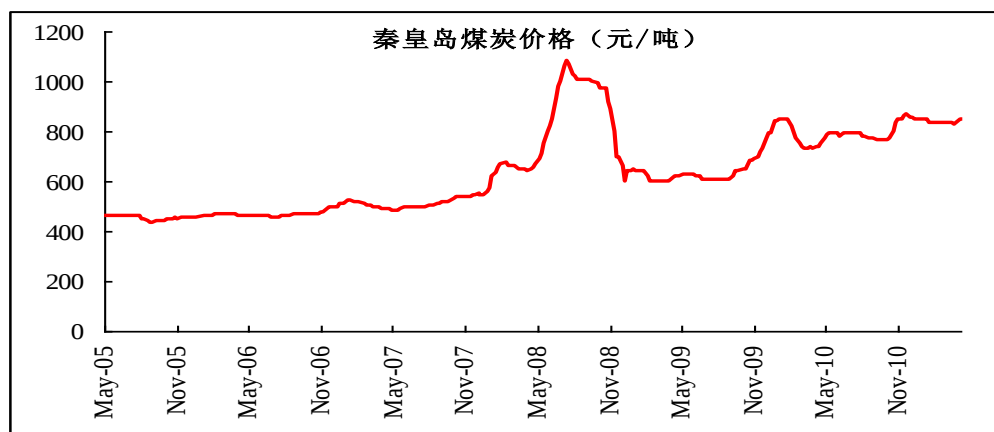


资料来源：中信建投证券研发部、wind

虽然 1 季度糖蜜价格仍然在高位徘徊，但是环比上并没有表现出大幅抬升的迹象，国际白糖价格的下降则有可能缓解国内的供需缺口，白糖和糖蜜未来大幅上涨的可能性也很小。

2.3 煤炭价格维持高位

图 11:煤炭价格走势



资料来源：中信建投证券研发部、wind

煤炭价格依然在高位徘徊，根据我们煤炭行业的研究观点，流动性紧缩的减弱预期以及下游需求的支撑可能仍然给煤炭价格带来压力。

2.4 调味品行业敏感性分析——梅花集团弹性最大

表 10：调味品行业敏感性分析

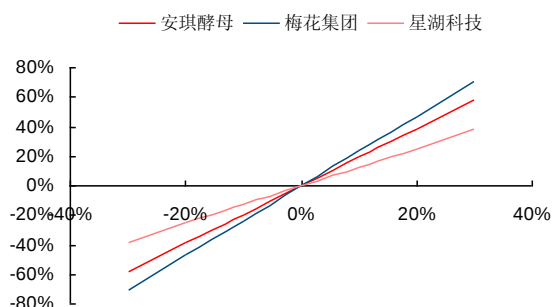
变动幅度		-30%	-20%	-10%	10%	20%	30%	敏感系数
安琪酵母	产品价格变动对毛利影响	-58%	-39%	-19%	19%	39%	58%	1.94
	糖蜜价格变动对毛利影响	25%	17%	8%	-8%	-17%	-25%	-0.83
	能源价格变动对毛利影响	6%	4%	2%	-2%	-4%	-6%	-0.2
梅花集团	产品价格变动对毛利影响	-71%	-47%	-24%	24%	47%	71%	2.36
	玉米价格变动对毛利影响	36%	24%	12%	-12%	-24%	-36%	-1.19
	能源价格变动对毛利影响	9%	6%	3%	-3%	-6%	-9%	-0.31
星湖科技	产品价格变动对毛利影响	-38%	-25%	-13%	13%	25%	38%	1.27
	玉米价格变动对毛利影响	15%	10%	5%	-5%	-10%	-15%	-0.5
	能源价格变动对毛利影响	4%	3%	1%	-1%	-3%	-4%	-0.13

资料来源：中信建投证券研发部

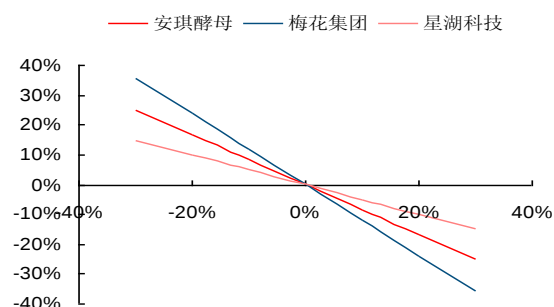
在调味品上市公司中弹性最大的是梅花集团，产品价格每上升 10%，会带来毛利上升 24%，而玉米价格每下降 10%，会带来毛利上升 12%。此外安琪酵母的弹性也较大。

图 12:产品价格变动对调味品上市公司毛利影响

图 13:主要原料价格变动对调味品上市公司毛利影响



资料来源：中信建投证券研发部



资料来源：中信建投证券研发部

表 11：安琪酵母成本变动对净利润及 EPS 变动分析

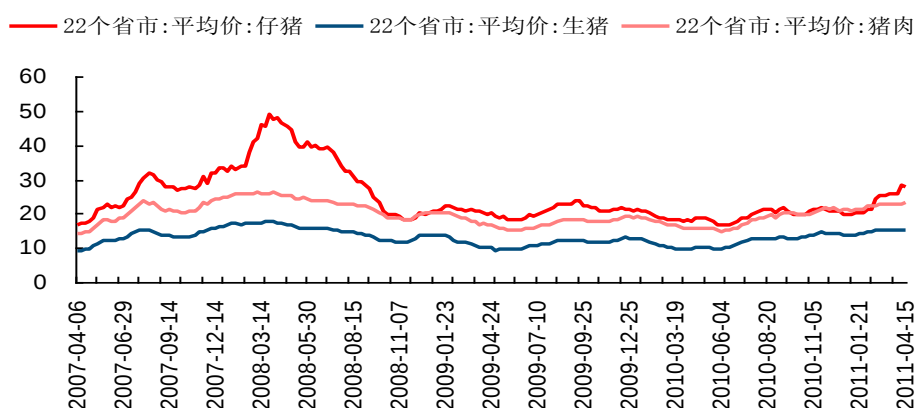
波动	基准（2010 年报）	+2%	+5%	+8%
毛利率	34%	36%	39%	42%
收入		21		
毛利润	7.1	7.5	8.1	8.8
三费+营业税及附加		3.2		
利润总额	3.9	4.3	5.0	5.6
所得税	0.3	0.3	0.3	0.4
归属母公司净利润	3.2	3.5	4.1	4.7
增幅		12%	31%	50%
EPS	0.98	1.10	1.28	1.47

资料来源：中信建投证券研发部

3、其他食品行业敏感性分析

3.1 猪肉价格上涨压力将得到缓解

图 14:猪价走势



资料来源：中信建投证券研发部、wind

今年以来猪肉价格一直维持较强走势，淡季也未见明显下跌，特别是仔猪价格上涨较为明显，反映近期农

户补栏热情较高，这让当生猪出栏后，猪肉价格上涨的压力将得到缓解。

3.2 小麦、白糖价格有所走弱

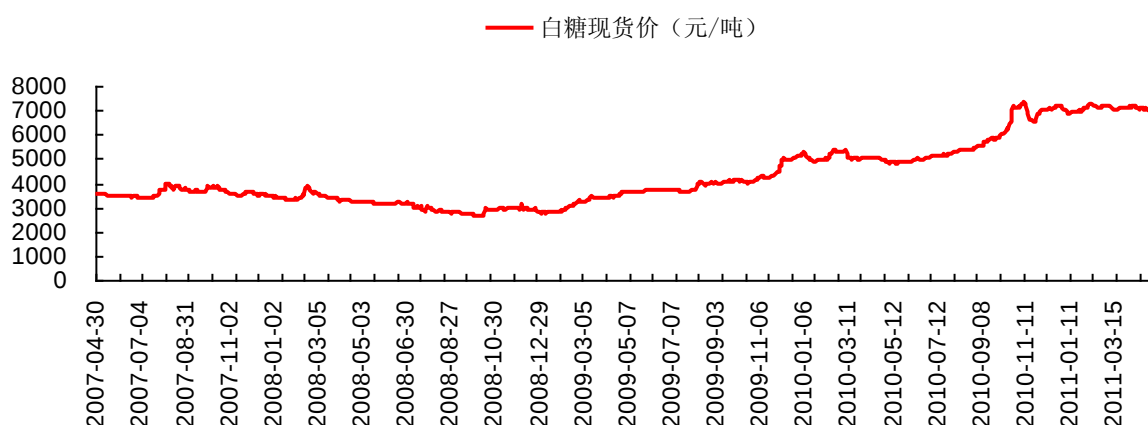
图 14: 优质强筋小麦期货价格走势



资料来源：郑州商品交易所

小麦价格 2009 年以来成震荡上升趋势，进入 2011 年以来小麦价格压力有所缓解，目前对于干旱天气的担忧有减弱趋势，而国际大宗商品的下跌也利于小麦价格保持平稳，虽然我们认为下游面粉行业的需求支撑仍比较明显，但至少小麦价格不会大幅上涨的可能性是很大的。

图 15: 优质强筋小麦期货价格走势



资料来源：昆明商品中心

白糖价格在 2008 年下半年以来经历了一轮比较明显的上涨，主要是国内产能缺口比较严峻，而国际主要糖产区也受自然灾害影响有所减产。目前国内白糖供应依然紧张，但国际糖价已开始回落，印度、巴西在未来两年丰产的可能性也很大，应此我们认为未来白糖价格压力将大大缓解。

3.3 其他食品制造行业毛利敏感型分析——保龄宝弹性最大



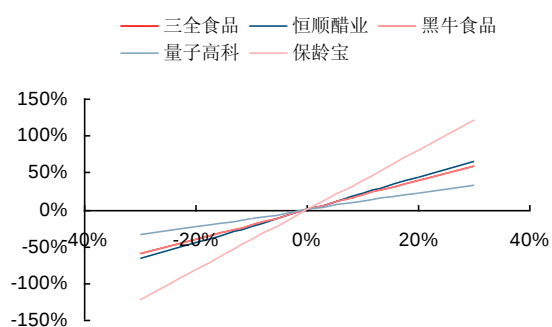
表 12: 其他食品制造敏感性分析

	变动幅度	-30%	-20%	-10%	10%	20%	30%	敏感系数
三全食品	产品价格变动对毛利影响	-59%	-39%	-20%	20%	39%	59%	1.97
	原料价格变动对毛利影响	45%	30%	15%	-15%	-30%	-45%	-1.49
恒顺醋业	产品价格变动对毛利影响	-66%	-44%	-22%	22%	44%	66%	2.2
	原料价格变动对毛利影响	57%	38%	19%	-19%	-38%	-57%	-1.91
黑牛食品	产品价格变动对毛利影响	-60%	-40%	-20%	20%	40%	60%	2
	原料价格变动对毛利影响	35%	23%	12%	-12%	-23%	-35%	-1.17
量子高科	产品价格变动对毛利影响	-34%	-23%	-11%	11%	23%	34%	1.14
	白糖价格变动对毛利影响	19%	13%	6%	-6%	-13%	-19%	-0.63
保龄宝	产品价格变动对毛利影响	-122%	-81%	-41%	41%	81%	122%	4.07
	玉米价格变动对毛利影响	80%	53%	27%	-27%	-53%	-80%	-2.67

资料来源: 中信建投证券研发部

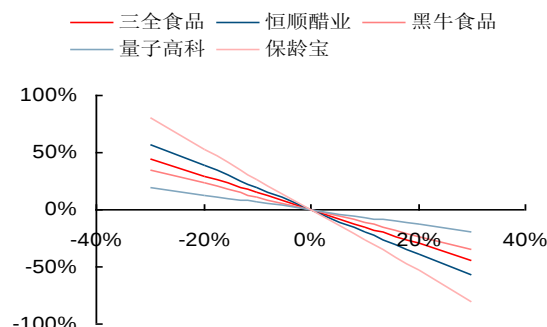
在其他食品制造上市公司中, 弹性最大的是保龄宝, 产品价格每上升 10%, 会带来毛利上升 41%, 而玉米价格每下降 10%, 则会使毛利上升 27%。

图 15: 产品价格变动对其他食品上市公司毛利影响



资料来源: 中信建投证券研发部

图 16: 主要原料价格变动对其他食品上市公司毛利影响



资料来源: 中信建投证券研发部

表 13: 三全食品变动对净利润及 EPS 变动分析

波动	基准 (2010 年报)	+2%	+5%	+8%
毛利率	33%	35%	38%	41%
收入		19		
毛利润	6.4	6.8	7.4	8.0
三费+营业税及附加		5.0		
利润总额	1.4	1.8	2.4	3.0
所得税	0.1	0.1	0.2	0.2
归属母公司净利润	1.3	1.7	2.2	2.8
增幅		27%	68%	108%
EPS	0.98	1.25	1.64	2.04

资料来源: 中信建投证券研发部



四、重点上市公司推荐：看好青啤、露露、伊利、安琪

我们从敏感系数的角度来考虑产品价格变动及原材料价格变动对上市公司毛利的影响，并将两者相除得到的倍数进行排序，可以看到，在我们观测的食品饮料业上市公司中，倍数排首位的是星湖科技，说明在仅考虑主要原材料的情况下，当产品价格上涨和成本同比例下降时，盈利空间最大。

表 14:价格及原材料对毛利敏感系数排序情况

价格敏感系数		成本敏感系数		倍数
星湖科技	1.27	星湖科技	-0.5	2.5
安琪酵母	1.94	安琪酵母	-0.83	2.3
梅花集团	2.36	梅花集团	-1.19	2.0
量子高科	1.14	量子高科	-0.63	1.8
青岛啤酒	2.3	青岛啤酒	-1.3	1.8
黑牛食品	2	黑牛食品	-1.17	1.7
皇氏乳业	1.67	皇氏乳业	-0.99	1.7
承德露露	2.9	承德露露	-1.8	1.6
伊利股份	2.28	伊利股份	-1.45	1.6
光明乳业	1.88	光明乳业	-1.2	1.6
贝因美	0.59	贝因美	-0.38	1.6
保龄宝	4.07	保龄宝	-2.67	1.5
燕京啤酒	2	燕京啤酒	-1.5	1.3
三全食品	1.97	三全食品	-1.49	1.3
恒顺醋业	2.2	恒顺醋业	-1.91	1.2

资料来源: 中信建投证券研发部

但是投资逻辑的选择并不能只考虑敏感系数，还要考虑产品价格和原材料价格的变动是否会朝着有利于企业经营的方向发展，否则敏感系数则成了反向指标。比如我们认为星湖科技主要产品呈味核苷酸的价格未来将有下降趋势。

风险提示

由于食品饮料行业是一个劳动力密集行业，未来劳动力成本上升是不可忽视的影响因素。

综合考虑这些因素，我们最看好的公司依次为**青岛啤酒、承德露露、伊利股份和安琪酵母**，这些公司的共同特点是公司的行业地位都很高，定价能力较强，且原材料的成本压力都在减弱。



分析师介绍

郑绮：食品饮料行业首席分析师,北京大学法学院法学学士、硕士。5年投资银行工作经验,11年证券研究经验,曾在2006年、2010年《新财富》最佳分析师评选中入围,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：经济学博士,曾在罗林斯大学商学院及哥伦比亚大学商学院进修。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。2010年入围《新财富》食品饮料行业最佳分析师。

研究服务

董事总经理 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

陈杨 010-85156401 chenyangbj@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

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@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

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

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



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。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本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，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时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任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。