

食品饮料行业 2012 年策略

----- 成本下降是主线，小品种或将超预期

食品饮料行业

投资要点：

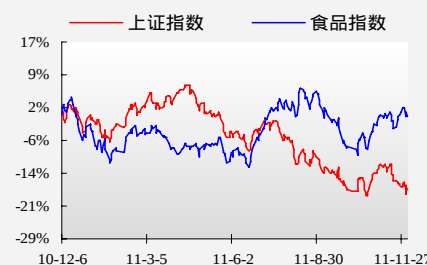
- 客观环境：随着居民生活水平的提高，城镇化进程的不断进行，居民在食品饮料行业中的支出也越来越多，从以前的要求吃饱→到后来要求吃的味道好→在到现在吃的要营养要安全，要求在一步一步的提高，这给有品牌，有品质保障的大公司在行业整合中带来了很大的优势。
- 子行业运行态势：今年以来食品饮料板块无疑成为所有板块中走势最为抢眼的板块。1、酿酒板块：需求稳定增长，提价是否持续是主线，能否量价齐升是盈利继续超预期的基础，我们的判断，中高端白酒>超高端白酒>中低端白酒。2、乳制品板块：需求稳定且有加速态势，成本能否下降是关键，我们的判断，无论短期还是长期，乳制品行业都是非常值得投资的。3、肉制品行业：成本下降是关键，食品安全方面也需要注意，静待消费者信心恢复。4、小品种食品加工：居民收入的增长，对消费品种和品质都提出了更高的要求，而诸多的小品种加工就应需而生，未来行业中的大量黑马很可能就出现在这个板块中。
- 估值走势：当前食品饮料板块 PE 估值水平处于历史中值附近，但从相对于沪深 300 的相对 PE 上看，有一定风险，但低估值的板块仍然具有一定的安全边际，如白酒，啤酒，葡萄酒，乳制品，和一些小品种的加工类板块。
- 投资逻辑：寻找业绩较有保障，估值较低，有较大安全边际的上市公司；在 CPI 高点回落，成本下降预期增强的基础上，我们看好以大宗品为原料的上市公司；小品种休闲类食品加工企业应需而生，我们十分看好里面的一些有成长性的公司。
- 投资建议：食品饮料行业子行业比较多，在居民收入水平上升，CPI 高点回落，成本预期增强的基础上，我们看好需求上升，消费升级，提价能力强，成本下降，具有一定品牌影响力，且能在食品安全问题频发的背景下，能有效避开的上市公司。
- 重点推荐标的：伊利股份，安琪酵母，好想你，洽洽食品。

优于大势

维持评级

发布时间：2011 年 12 月 6 日

走势图



子行业	评级
酿酒类	优于大势
乳制品	优于大势
肉类	优于大势
小品种加工	优于大势

重要公司	评级
贵州茅台	推荐
伊利股份	推荐
安琪酵母	推荐
好想你	推荐
洋河股份	推荐
青岛啤酒	推荐

分析师：朱承亮

执业证书编号：S0550511110003

TEL: (8621)6336 7000-275

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhucl@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

正文目录

概要.....	4
一、食品饮料行业概述.....	5
二、食品饮料行业近 10 年及 2011 年初至今食品行业回顾.....	6
1、食品饮料行业近 10 年来的市场回报率非常高.....	6
2、2011 年初至今食品饮料行业各子行业走势概览.....	6
3、食品饮料行业估值水平.....	7
三、2011 年各子行业运行现状及投资策略.....	9
1、白酒行业—中高端白酒>超高端>中低端.....	9
2、啤酒—成长确定，成本下降，估值安全.....	11
3、葡萄酒—外狼入侵不得小觑，固守阵地，长期看好.....	13
4、乳制品—王者行业，做精做强.....	14
5、肉制品—集中度上升，成本下降，带来利润的上升.....	16
四、2012 年食品饮料行业投资策略.....	17
1、子行业投资评级.....	17
2、2012 年食品饮料行业投资逻辑.....	18
2.1、寻找业绩较有保障，估值较低，有较大安全边际.....	18
2.2、CPI 高点回落，成本下降预期增强，看好以大宗品为原料的公司.....	20
2.3 小品种休闲类食品加工企业.....	20
五、我们关注的重点公司.....	21
1 伊利股份（600887）.....	21
2 安琪酵母（600298）.....	21
3 洽洽食品（002557）.....	22
4 好想你（002582）.....	23
六、重点公司业绩预测.....	23
七、风险提示.....	24
1 酿酒板块：2012 年行业利润增速低于预期。.....	24
2 大众消费品：原材料成本下降速度低于预期。.....	24
3 食品安全：由于食品安全方面的问题，导致的突发性事件影响行业发展。.....	24

图目录

图 1、食品饮料行业营业收入.....	5
图 2、食品饮料行业净利润.....	5
图 3、食品饮料行业毛利率.....	5
图 4、食品饮料行业净资产收益率.....	5
图 5、近 10 年期食品饮料行业二级市场走势.....	6
图 6、近 10 年期各板块涨跌幅（2001.11-2011.11）.....	6
图 7、各行业（年初至今）涨跌幅.....	6
图 8、主要酒精类子行业（年初至今）走势.....	7
图 9、乳制品子行业（年初至今）走势.....	7
图 10、肉制品子行业（年初至今）走势.....	7
图 11、食品综合类（年初至今）走势.....	7
图 12、食品饮料近十年的 PE 和 PB.....	8

图 13、食品饮料近十年的 PE 和 PB 相对于沪深 300	8
图 14、食品饮料行业横向估值比较 PE	8
图 15、食品饮料行业横向估值比较 PB	8
图 16、食品饮料行业投资逻辑图	9
图 17、全国白酒产量及同比增速	9
图 18、全国主要白酒分布	9
图 19、城镇居民可支配收入	11
图 20、城镇化率	11
图 21、全球主要国家啤酒 CR3 集中度	11
图 22、国内 CR3 集中度逐年上升	11
图 23、全国啤酒的产量及同比增速	12
图 24、啤酒营业收入和利润	12
图 25、啤酒的生产成本构成	12
图 26、进口大麦平均价格（单位：美元/吨）	12
图 27、葡萄酒行业近几年产量及同比增长	13
图 28、葡萄酒行业营业收入及同比	13
图 29、葡萄酒行业净利润	13
图 30、葡萄酒行业毛利率与净利率	13
图 31、中国葡萄酒人均消费量	14
图 32、葡萄酒进口数量和单价	14
图 33、液体乳产量及同比增长	15
图 34、含乳饮料和蛋白饮料营业收入	15
图 35、含乳饮料和蛋白饮料利润水平	15
图 36、含乳饮料和蛋白饮料毛利率水平	15
图 37、原奶和液态奶价格走势	16
图 38、含乳饮料和蛋白饮料毛利率水平	16
图 39、近 3 年鲜，冷藏肉产量	16
图 40、屠宰及肉类主营业务收入	16
图 41、屠宰及肉类营业利润	17
图 42、屠宰及肉类加工毛利率水平	17
图 43、全国猪肉均价和猪粮比	17
图 44、屠宰及肉类加工毛利率水平	17
图 45、子行业营业总收入（同比增长率）	19
图 46、子行业营业利润（同比增长率）	19
图 47、食品饮料行业子行业近 10 年期 PE 极值与现值比较	19
图 48、食品饮料子行业 PE 现值与 PE 现值与历史中值的比较	19
图 49、枣类市场集中度较低	20
图 50、坚果炒货企业集中度低	20

表目录

表 1、白酒的几种香型	10
表 2、我们白酒的三个档次划分以及各自特点	10
表 3、我们白酒的三个档次划分以及各自特点	13
表 4、不同收入层的乳品消费量	15
表 5、重点公司业绩预测	23

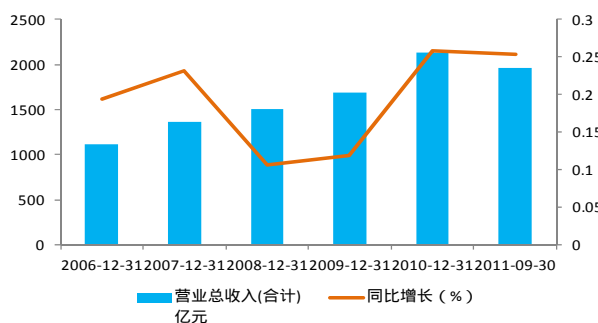
概要

- **客观环境**：随着居民生活水平的提高，城镇化进程的不断进行，居民在食品饮料行业中的支出也越来越多，从以前的要求吃饱→到后来要求吃的味道好→在到现在吃的要营养要安全，要求在一步一步的提高，这给有品牌，有品质保障的大公司在行业整合中带来了很大的优势。
- **子行业运行态势**：1、酿酒板块：需求稳定增长，提价是否持续是主线，能否量价齐升是盈利继续超预期的基础，我们的判断，中高端白酒>超高端白酒>中低端白酒。2、乳制品板块：需求稳定且有加速态势，成本能否下降是关键，我们的判断，无论短期还是长期，目前均可超配乳制品行业。3、肉制品行业：成本下降是关键，食品安全方面也需要注意，静待消费者信心恢复。4、小品种食品加工：居民收入的增长，对消费品种和品质都提出了更高的要求，而诸多的品种加工就应需而生，未来行业中的大量黑马很可能就出现在这个板块中。
- **估值走势**：当前食品饮料板块 PE 估值水平处于历史中值附近，但从相对于沪深 300 的相对 PE 上看，有一定风险，但低估值的板块仍然具有一定的安全边际，如白酒，啤酒，葡萄酒，乳制品，和一些小品种的加工类板块。
- **投资逻辑**：寻找业绩较有保障，估值较低，有较大安全边际的上市公司；在 CPI 高点回落，成本下降预期增强的基础上，我们看好以大宗品为原料的上市公司；小品种休闲类食品加工企业应需而生，我们十分看好里面的一些有成长性的公司。
- **投资建议**：食品饮料行业子行业比较多，在居民收入水平上升，CPI 高点回落，成本预期增强的基础上，我们看好需求上升，消费升级，提价能力强，成本下降，具有一定品牌影响力，且能在食品安全问题频发的背景下，能有效避开的上市公司。
- **重点推荐标的**：伊利股份，安琪酵母，好想你，洽洽食品。
- **风险因素**：白酒：2012 年行业利润增速低于预期；大众消费品：原材料成本下降速度低于预期。食品安全：由于食品安全方面的问题，导致的突发性事件影响行业发展。

一、食品饮料行业概述

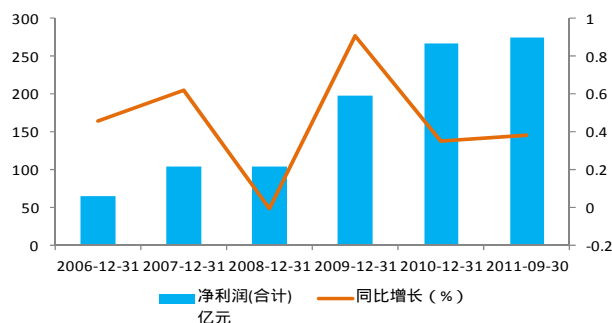
食品饮料行业共有 56 家 A 股上市公司（截至 2011.11.25），总市值 10673.6 亿元，占 A 股总市值（235688.3 亿）的 4.5%，流通市值 8454.8 亿元，占 A 股流通市值（178383.5 亿）的 4.7%。2011 年前三季度全部上市公司的营业收入总和为 1964.1 亿元，净利润总额为 363.5 亿元，全行业的销售毛利率为 42.02%，净利率为 14%，净资产收益率为 10.04%。

图 1、食品饮料行业营业收入



资料来源：Wind，东北证券

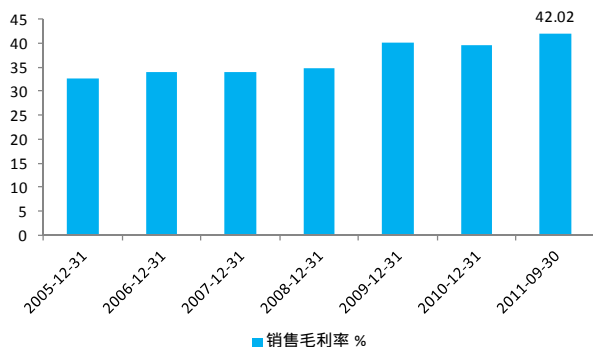
图 2、食品饮料行业净利润



资料来源：Wind，东北证券

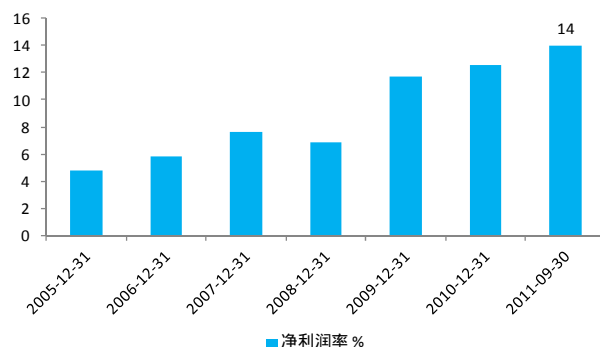
今年食品饮料行业景气度继续高位，净利率继续走高，达到了 14%，前三季度营业总收入同比增长 25%，净利润同比增长 38%，且净利润累计前三季度已超过去年全年，行业净利率水平也基本已经恢复到经济危机前水平。

图 3、食品饮料行业毛利率



资料来源：Wind，东北证券

图 4、食品饮料行业净资产收益率



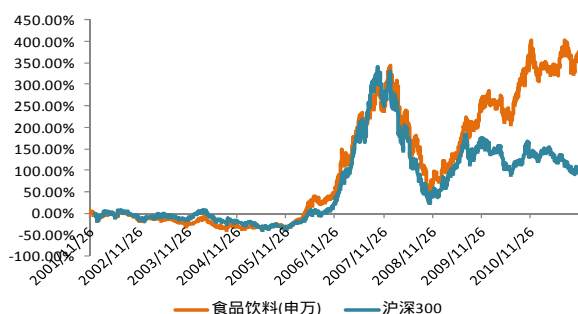
资料来源：Wind，东北证券

二、食品饮料行业近 10 年及 2011 年初至今食品行业回顾

1、食品饮料行业近 10 年来的市场回报率非常高

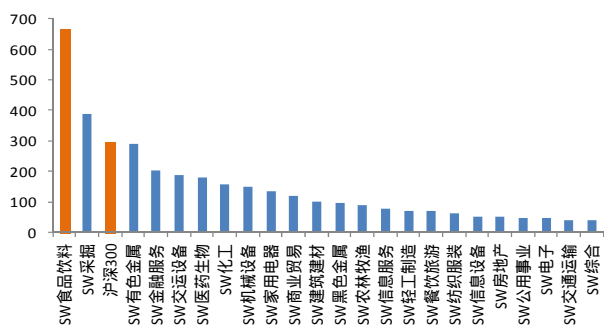
食品饮料行业近 10 年来收益率非常高，在二级市场上远远跑赢沪深 300（价格指数百分比），且在以申万一级行业分类中，食品饮料行业涨幅（总市值加权平均）为各板块之首，远远跑赢位于第二位的采掘以及其他行业，显示出投资者对于食品饮料行业的偏爱。

图 5、近 10 年期食品饮料行业二级市场走势



资料来源：Wind，东北证券

图 6、近 10 年期各板块涨跌幅（2001.11-2011.11）

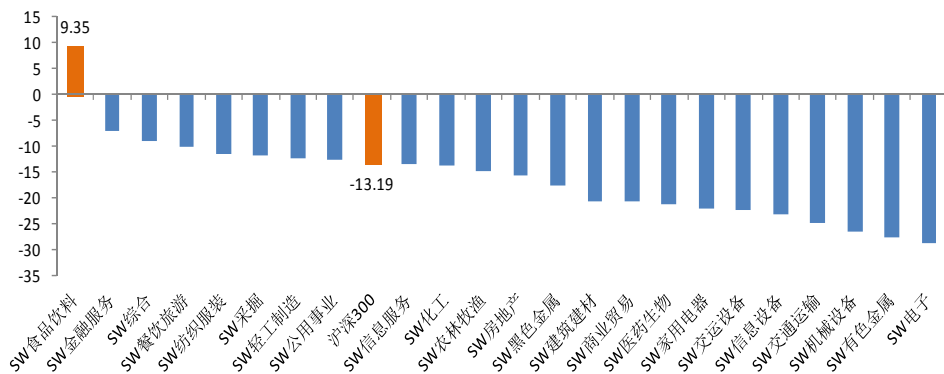


资料来源：Wind，东北证券

2、2011 年初至今食品饮料行业各子行业走势概览

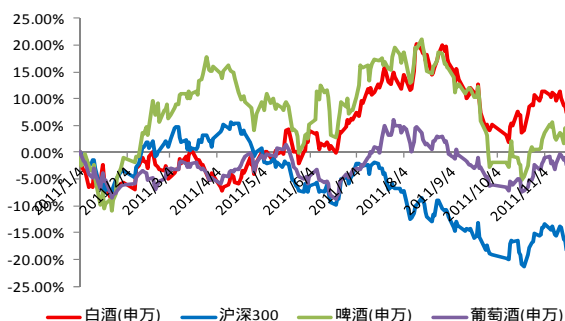
食品饮料行业子行业很多，以其产品为标准大类主要可以分为：白酒，啤酒，葡萄酒，黄酒，乳制品，其他非酒精类软饮料（剔除乳制品）肉制品和其他食品加工类。

图 7、各行业（年初至今）涨跌幅



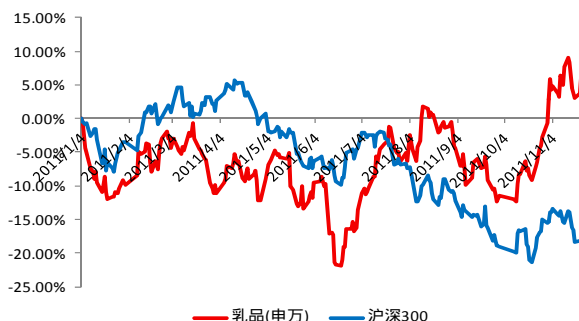
数据来源：东北证券

图 8、主要酒精类子行业（年初至今）走势



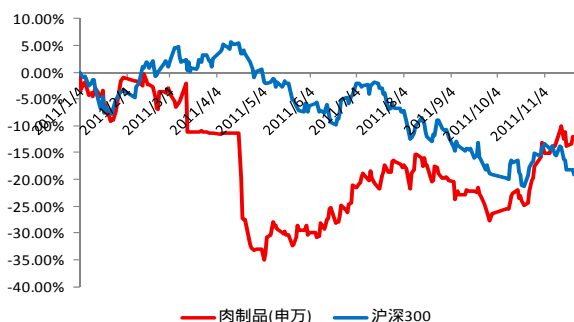
资料来源：Wind，东北证券

图 9、乳制品子行业（年初至今）走势



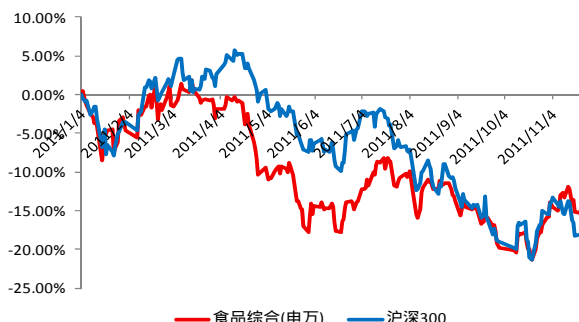
资料来源：Wind，东北证券

图 10、肉制品子行业（年初至今）走势



资料来源：Wind，东北证券

图 11、食品综合类（年初至今）走势



资料来源：Wind，东北证券

从涨跌幅图可以看出，今年初至今（2011.11.25）各板块中，只有食品饮料行业是取得正收益的，为 9.35%，排在各个行业中的第一位，而同期的沪深 300 跌幅为 -13.19%，可以看出食品饮料行业的防御性。

从其余四个图可以看出，食品饮料各子行业年初至今走势分化十分明显，其中酒精类子行业中的白酒和啤酒表现较为强劲，取得绝对正收益，葡萄酒行业亦跑赢沪深 300。乳制品行业在上半年跑输沪深 300 后，在六月中旬开始强劲反弹，最后取得一个不错的收益；肉制品板块在上半年跑输沪深 300 后平稳反弹，近期勉强与沪深 300 持平，食品综合类板块与沪深 300 走势基本持平。

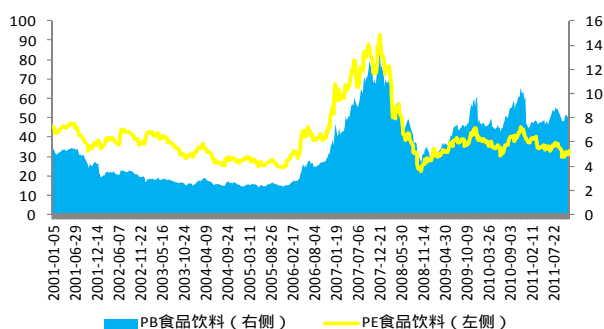
3、食品饮料行业估值水平

从下图可以看出，食品饮料行业历史 PE 估值水平最高触及 92 倍，最低触及 22 倍，对应的 PB 则分别为 13 倍和 4.3 倍。目前整个化工行业的 PE 为 32.8 倍，PB 为 8.4 倍，目前

PE 为历史 PE 均值底部区域,显示出较大的安全边际,但目前 PB 为历史 PB 均值偏上区域,从这角度看具有一定的风险性。

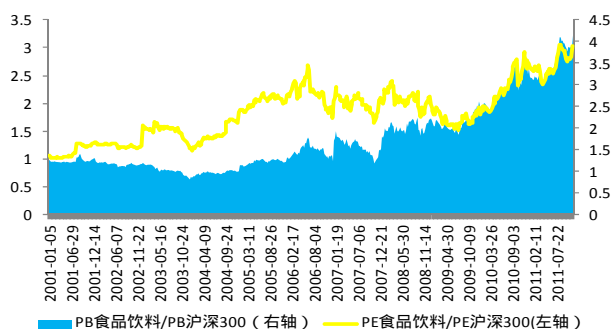
从相对溢价估值水平看出,食品饮料行业目前均达到历史高点,PE 食品饮料/PE 沪深 300 达到 3.02 倍, PB 食品饮料/PB 沪深 300 达到 4.17 倍,均已经达到历史最高位置附近,从相对溢价估值角度来讲具有一定的风险。

图 12、食品饮料近十年的 PE 和 PB



资料来源: Wind, 东北证券

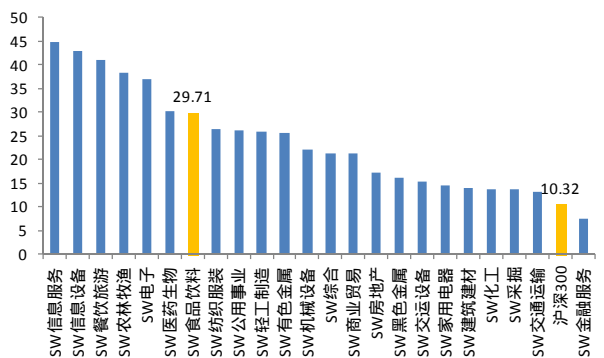
图 13、食品饮料近十年的 PE 和 PB 相对于沪深 300



资料来源: Wind, 东北证券

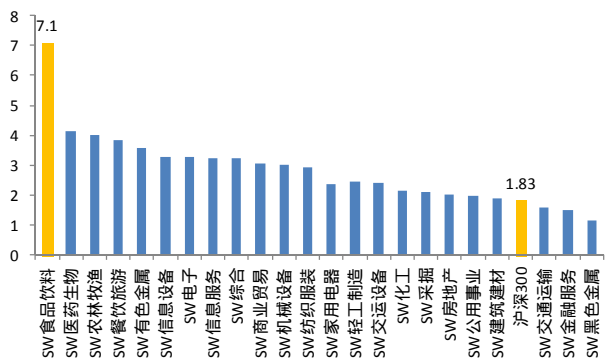
从各行业估值水平来看,食品饮料行业目前 PE 水平在各个行业中排在第 7 位,为 29.71, PB 水平在各个行业中排在第一位,达到了 7.1 倍,而当前的沪深 300PE, PB 水平分别为 10.32 与 1.83 倍,从 PE 角度看尚属合理, PB 角度上考虑则有点偏高,显示出一定的风险,但这也与当前市场投资偏好消费类行业有关。

图 14、食品饮料行业横向估值比较 PE



资料来源: Wind, 东北证券

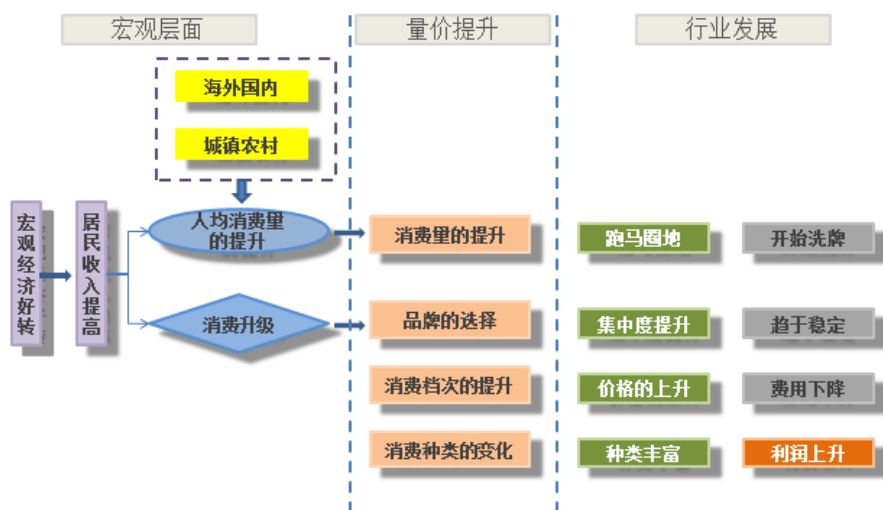
图 15、食品饮料行业横向估值比较 PB



资料来源: Wind, 东北证券

三、2011 年各子行业运行现状及投资策略

图 16、食品饮料行业投资逻辑图

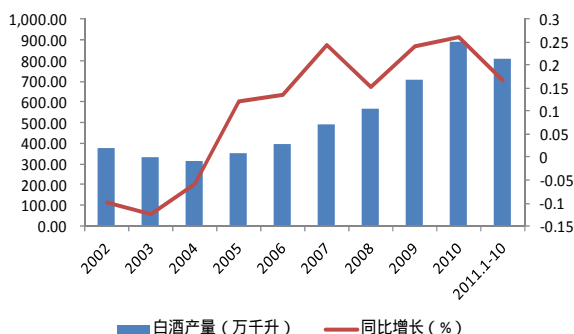


数据来源：东北证券

1、白酒行业—中高端白酒>超高端>中低端

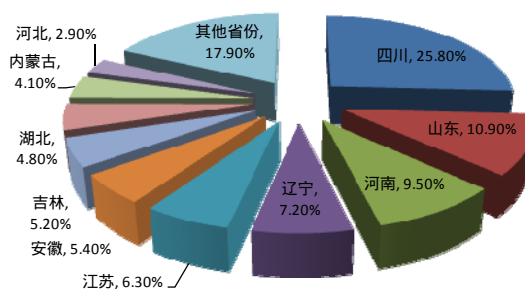
白酒是世界六大蒸馏酒之一，历史文化都非常之悠久，但区域性强，分布不均衡，行业集中度较低。有别于大众的判断：在短时间内改变这样的格局又是很困难的，由于地方保护主义，口味，文化积淀，甚至酒厂本身工艺所导致的地域局限和产能瓶颈等原因决定了只能是个别强势品牌才具备这样的潜力可以全国性扩张。

图 17、全国白酒产量及同比增速



资料来源：东北证券

图 18、全国主要白酒分布



资料来源：东北证券

表 1、白酒的几种香型

香型	酒类典型代表	特点
酱香型	贵州茅台，四川郎酒、湖南武陵酒	所谓酱香，就是有一股类似豆类发酵时发出的一种酱香味。这种酒的特征是：酱香突出，幽雅细腻，酒体丰富醇厚，回味悠长，香而不艳，低而不淡。
浓香型	泸州老窖、五粮液、剑南春、全兴大曲、沱牌大曲、洋河大曲、古井贡酒、	它们的主要特征是：窖香浓郁，绵甜甘冽，香味协调，尾净余长。它以己酸乙酯为主体香。
清香型	山西汾酒，河南宝丰酒、武汉黄鹤楼酒	这种香型的酒以乙酸乙酯和乳酸乙酯两者的结合为主体香。它的主要特征是：清香醇正，诸味协调，醇甜柔和，余味爽净，甘润爽口，具有传统的老白干风格。
米香型	桂林三花酒，全州湘山酒、惠峰酒	以清，甜、爽、净见长，其主要特征是：蜜香清雅，入口柔绵，落口爽冽，回味怡畅。如果闻香的话，有点象黄酒酿与乳酸乙酯混和组成的蜜香。
兼香型	湖北白云边酒、黑龙江中国玉泉酒	兼有以上几种特征

数据来源：东北证券

我国白酒企业目前分化和定位也比较明确，分为三个档次：超高端，中高端和中低端区域性酒企。

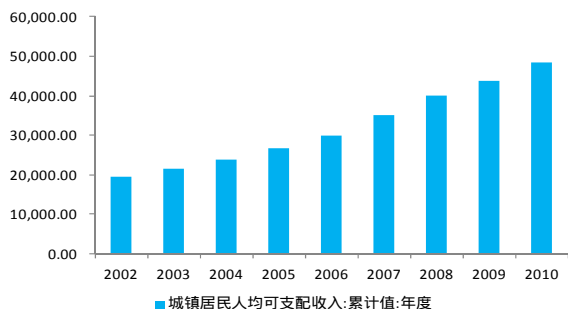
表 2、我们白酒的三个档次划分以及各自特点

	主要企业代表	消费主要人群	发展特点	未来几年内发展趋势
超高端	贵州茅台，五粮液，泸州老窖	政务，高级商务，馈赠	品牌忠诚度	量缓慢增，价涨，平稳增长
中高端	洋河，郎酒，山西汾酒，古井贡酒，酒鬼酒	一般商务，高级个人消费	相当的品牌影响力和全国性的营销网络	量增，价涨，快速增长
中低端或区域性	伊力特，老白干，金种子	一般个人消费	主要做区域性，规模不大	分化，突破瓶颈则快速增长，未能突破则增长缓慢

数据来源：东北证券

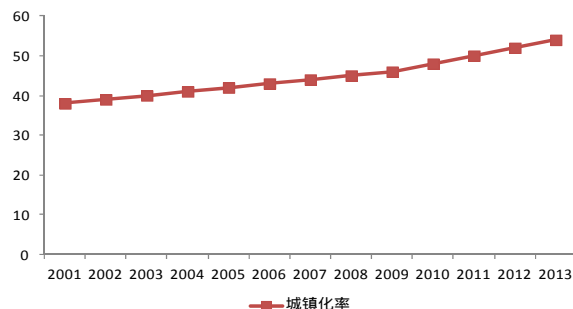
白酒虽然不是生活必需品，但却也和居民生活息息相关，主要分为政务消费，商务消费和个人消费三大类。政务消费主要集中在中高档白酒，其需求量和财政收入有很大的正相关性，而商务和个人消费同居民收入以及城镇化进程有关。有别于大众的认识：我们认为，中高端的白酒发展更为迅速，在超级高端白酒主要依靠提价获得业绩的基础上，中高端白酒的量和全国性销售网络的铺开则更显示出量价齐升的态势，在价的方面，中高端白酒在提价上亦不遗余力，追赶超高端白酒的态势亦非常明显，中低端则发展不甚明朗，亦会出现分化态势。我们建议超配中高端白酒，标配超高端，低配中低端白酒。

图 19、城镇居民可支配收入



资料来源：东北证券

图 20、城镇化率



资料来源：东北证券

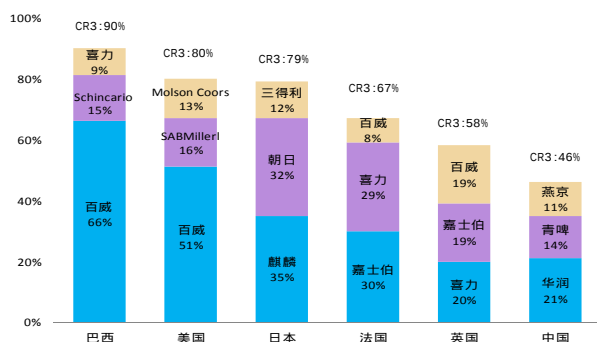
2、啤酒—成长确定，成本下降，估值安全

啤酒行业需求增长稳定，近几年行业整合动作较大，行业集中度进一步提高，三大集团啤酒销量所占市场份额已上升至 46%。

供给：产量方面，从 08 年开始啤酒行业增速放缓，有别于大众的判断：今后几年内增速不高，但需求增长比较明确，预计未来 5 年内啤酒行业销量的增速在 7% 左右。

需求：2010 年中国市场啤酒人均消费量已升至 35 公升，但与发达国家相比还有不少差距，邻国韩国（39 公升）与日本（48 公升）甚至一些发展中国家墨西哥（58 升）与巴西（54 升）也仍然高于我们，因此我国啤酒人均消费量仍然有较大的提升空间。

图 21、全球主要国家啤酒 CR3 集中度



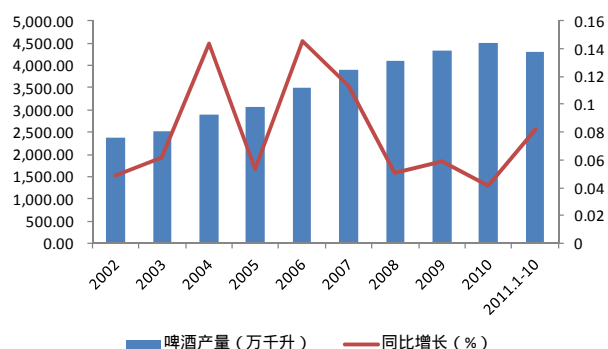
资料来源：Euromonitor，东北证券

图 22、国内 CR3 集中度逐年上升



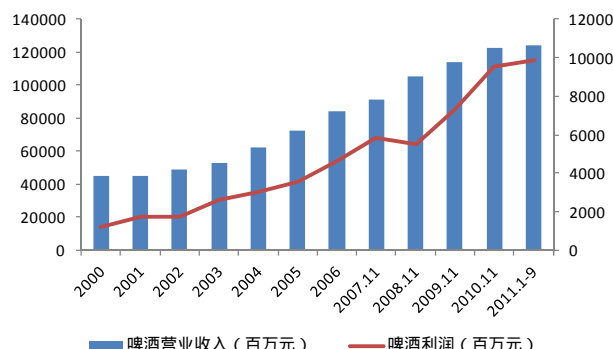
资料来源：东北证券

图 23、全国啤酒的产量及同比增速



资料来源：Wind，东北证券

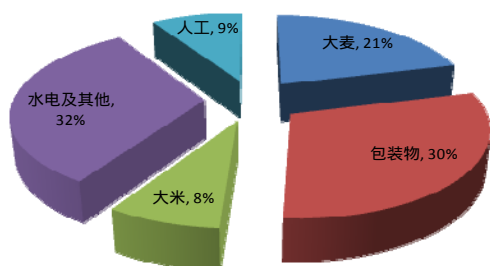
图 24、啤酒营业收入和利润



资料来源：Wind，东北证券

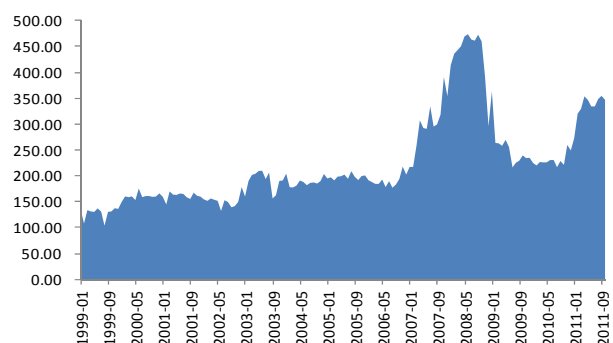
成本：在啤酒的成本构成中，大头水电，包装物尚属比较平稳，一般认为大麦对啤酒的成本影响较大，而中国大麦主要进口自澳大利亚、法国、加拿大、阿根廷，其中又以澳大利亚为主，今年澳麦生长期间总体气候对生长有利，12年产量较大，澳麦价格明年下降的概率较大，加上当前通胀压力减小的大环境下，啤酒成本有望下降。

图 25、啤酒的生产成本构成



资料来源：Wind，东北证券

图 26、进口大麦平均价格（单位：美元/吨）



资料来源：Wind，东北证券

产品价格：当前我国啤酒盈利能力和很多其他国家相比仍然很低，消费总量已经占世界总消费量的18%，但对世界啤酒利润贡献只有2.6%，显示出了我国啤酒价格远远低于其他国家的吨酒价格。

有别于大众的观点：随着我国居民收入水平的提高，啤酒行业整合的进一步加强，集中度的进一步提升，使得国内的啤酒价格有望突破现行价格瓶颈，走上一个快速提价的阶段，类似与现阶段白酒的提价，而相对于啤酒本身价格基数是如此之低，其提价显示出利润的贡献将会是非常的巨大，啤酒行业利润的增长也集中于价格的上涨而非短时量的提升。

表 3、我们白酒的三个档次划分以及各自特点

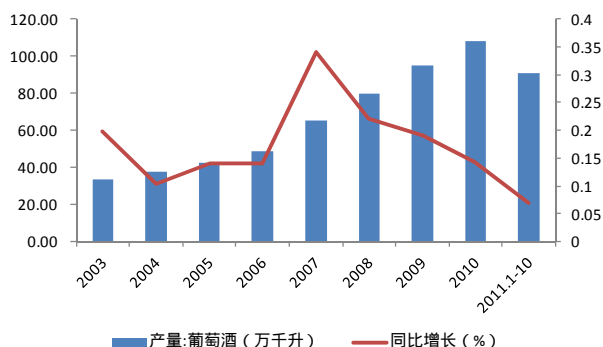
前 3 家啤酒公司		市场总占有率
全球	Anheuser-Busch InBev、SABMiller、Heineken N.V.	45.0%
墨西哥	Grupo Modelo S.A.B.de C.V.、FEMSA、Anheuser-Busch InBev	95.9%
南非	SABMiller、Molson Coors Brewing Company、Brandhouse	95.2%
韩国	Hite Brewery、Oriental Brewery、Anheuser-Busch InBev	94.7%
日本	Kirin Brewery Holdings Company,Limited、Asahi Breweries,Ltd.、Suntory Limited	79.6%
法国	Carlsberg A/S、Heineken N.V.、Anheuser-Busch InBev	85.3%
美国	Anheuser-Busch InBev、SABMiller、Molson Coors Brewing Company	80.1%
捷克	SABMiller、Anheuser-Busch InBev、Heineken N.V.	76.5%
英国	Heineken N.V.、Molson Coors Brewing Company、Anheuser-Busch InBev	58.2%

数据来源：东北证券

3、葡萄酒—外狼入侵不得小觑，固守阵地，长期看好

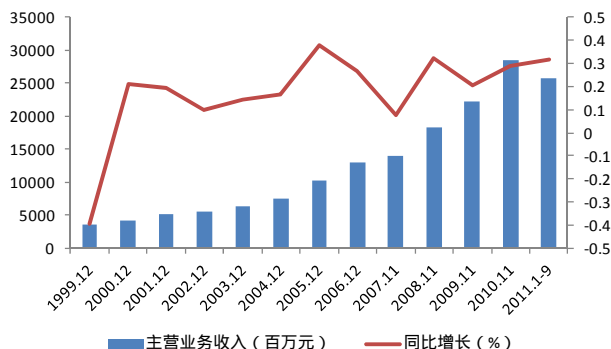
供给：中国葡萄酒行业近年来发展迅速，营业收入增速都保持在 20%以上，利润增速亦伴随发展，2011 年 1-10 月份实现产量 90.97 万千升，同比增长 0.07%。1-9 月份实现营业收入 257.67 亿元,同比增长 31.4%,利润总额 32.79 亿元，同比增长 42%，可以看出今年以来收入与利润总额都实现了明显的提升。

图 27、葡萄酒行业近几年产量及同比增长



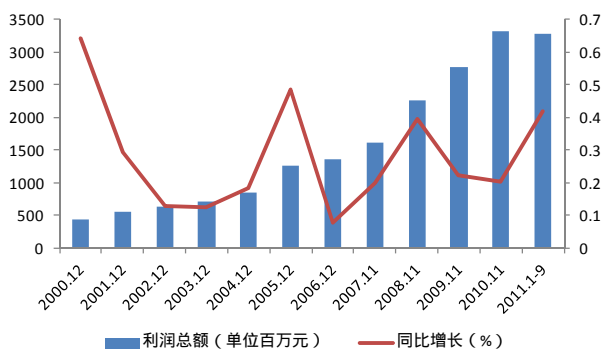
资料来源：Wind，东北证券

图 28、葡萄酒行业营业收入及同比



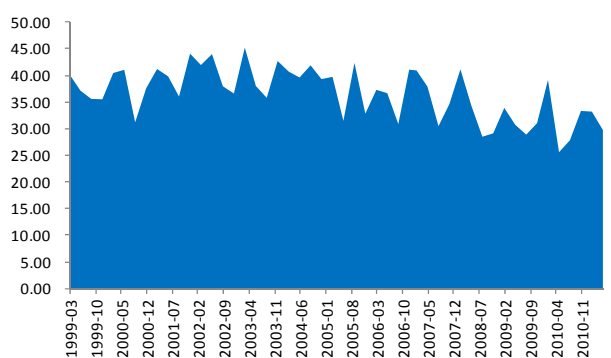
资料来源：Wind，东北证券

图 29、葡萄酒行业净利润



资料来源：Wind，东北证券

图 30、葡萄酒行业毛利率与净利率

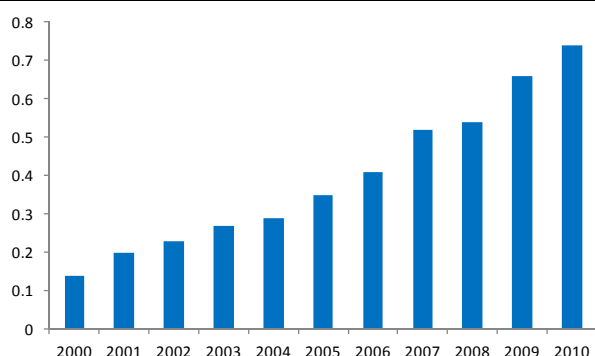


资料来源：Wind，东北证券

需求：2010 年中国葡萄酒的人均消费量为 0.74L，与世界平均水平（4.6L）相差近 6 倍，而我们邻国日本人均消费也达到 9 升，从这个角度上，我国葡萄酒市场还有很大的潜力。

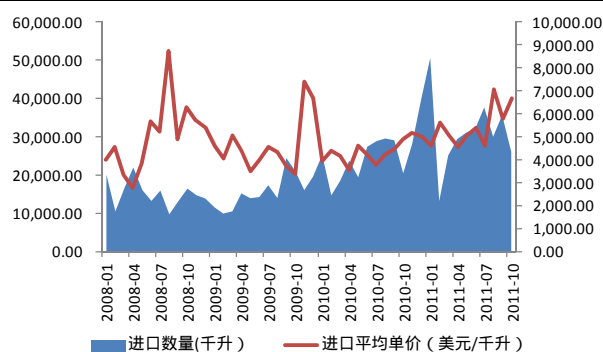
有别于大众的观点：不得不提的一点是，需求增长的空间一部分被进口葡萄酒所占据，随着关税的下调，进口葡萄酒集散中心的建设，以及进口葡萄酒品牌强大的影响力，近几年进口葡萄酒同比增长明显，在我国葡萄酒行业产品升级未完成前，进口葡萄酒的份额将继续增大。但同时由于整个市场需求增长的迅速，使得近期内国产葡萄酒的绝对空间仍旧很大，并不会因为进口葡萄酒的冲击而导致国产葡萄酒利润的下降，正是所谓的共同发展。

图 31、中国葡萄酒人均消费量



资料来源：Wind，东北证券

图 32、葡萄酒进口数量和单价



资料来源：Wind，东北证券

4、乳制品—王者行业，做精做强

供给：近几年中国乳制品行业发展迅速，在 2002—2006 年经过了一个快速发展期后经历一个为期 3 年的平稳发展，08 年后，行业又开始发展壮大，到 2010 年，液体乳产量已经达到 1832 万吨，同比增长 12%；2011 年 1—10 月，我国液体乳产量为 1678 万吨，同比增长 11%，又逐渐恢复到原来较高速的发展态势。

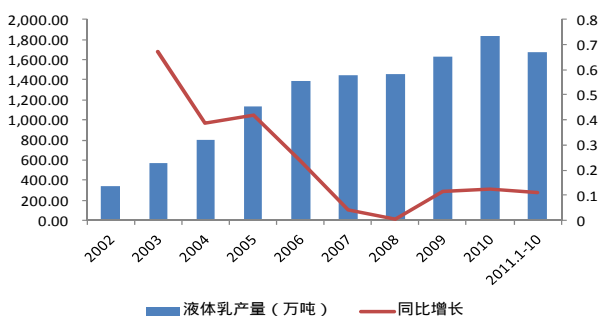
需求：目前我国消费乳制品的人群约为 3-4 亿，也就是乳制品消费的主力人群，但需求还远远未仅限于此，首先是此类消费人群的人均消费量还很低，约为世界平均水平的 1/4 左右，在人均消费量上，还有很大的提升空间，其次我国还有 9 亿左右未有消费乳制品习惯的人群，培养这部分人群食用乳制品将又是一块更大的提升空间。

表 4、不同收入层的乳品消费量

	城镇居民家庭平均每人全年乳制品购买量 (kg/人)								农村居民每人奶及制品消费量 (kg/人)
	城镇平均	最低收入(10%)	低收入(10%)	中等偏下(20%)	中等收入(20%)	中等偏上(20%)	高收入(10%)	最高收入(10%)	
2002	21.9	8.06	12.73	17.69	22.19	27.01	31.81	34.97	1.19
2003	25.63	9.87	15.88	22.08	26.39	31.5	35.7	37.66	1.71
2004	25.76	10.92	17.58	22.85	26.53	31.3	34.94	38.08	1.98
2005	25.31	11.04	17.15	21.93	26.52	31.25	35.49	37.35	2.86
2006	26.04	12.43	18.3	23.15	27.43	31.35	34.7	37.34	3.15
2007	25.32	13.66	18.8	22.28	27.22	29.71	32.82	34.99	3.52
2008	23.29	12.12	16.33	20.31	24.46	28.33	31.28	33.54	3.429
2009	22.63	11.9	16.26	19.46	24.26	27.52	30.11	33	3.6

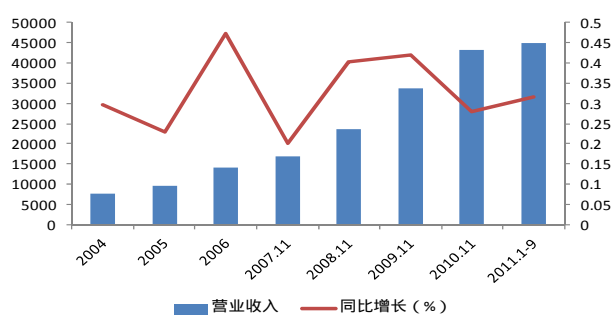
数据来源：东北证券

图 33、液体乳产量及同比增长



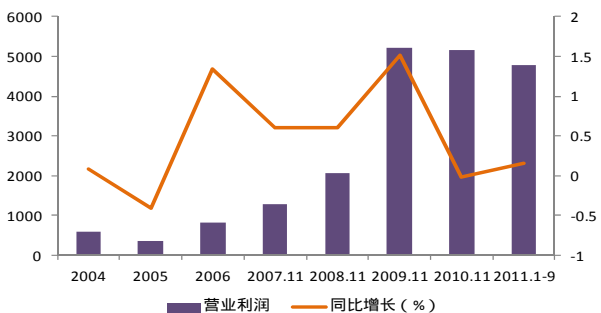
资料来源：Wind，东北证券

图 34、含乳饮料和蛋白饮料营业收入



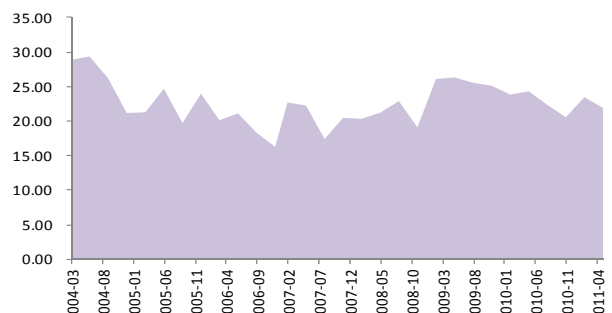
资料来源：Wind，东北证券

图 35、含乳饮料和蛋白饮料利润水平



资料来源：Wind，东北证券

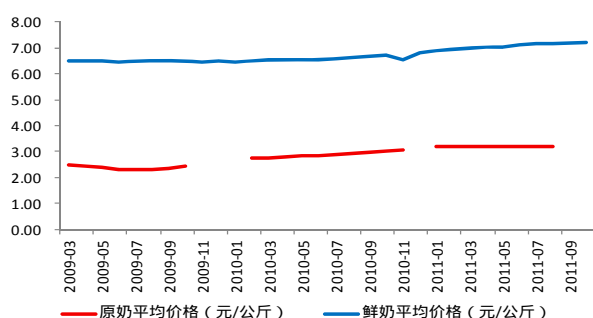
图 36、含乳饮料和蛋白饮料毛利率水平



资料来源：Wind，东北证券

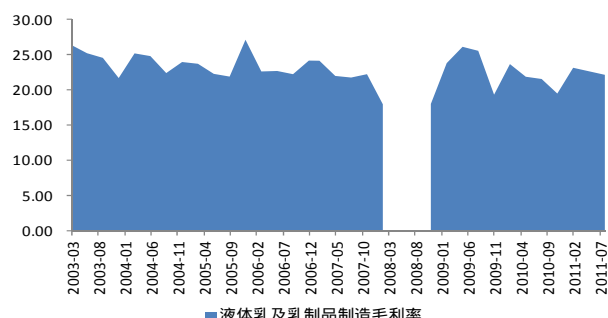
成本：在乳制品行业成本中，原奶的价格与之息息相关，而目前原奶的价格尚在高位运行，一方面是由饲料成本上升引起的，另一方面三聚氰胺时间后的供需矛盾也导致了结构性短缺。当前国内牧场规模继续在扩建，而下游生产制造企业数量在继续减少，因此 2012 年原奶价格下行还是存有机会。

图 37、原奶和液态奶价格走势



资料来源：Wind，东北证券

图 38、含乳饮料和蛋白饮料毛利率水平



资料来源：Wind，东北证券

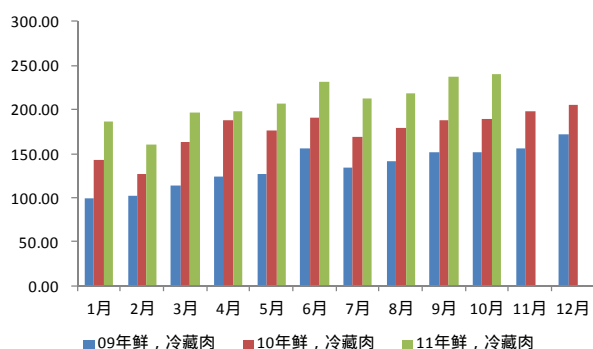
有别于大众的认识：近几年乳制品行业为了应对成本上涨带来的压力，一直在走提价路线，消费者出于对食品安全方面的考虑，使得有品牌影响力的公司将能更好的转嫁成本，行业规则也促使行业重新洗牌，集中度进一步提升，有利于行业的发展，而功能性差异化乳制品将是乳制品行业发展的趋势，其发展速度将会大大超过行业平均水平。

5、肉制品—集中度上升，成本下降，带来利润的上升

产量：近几年我国鲜、冷藏肉产量大幅增长，2011 年 1-10 月产量为 2080.86 万吨，同比增长 22.3%。2010 年 1-9 月份屠宰及肉制品行业收入同比增长 36%，利润同比增长 41%。已连续 7 年收入保持 18%以上的快速增长。

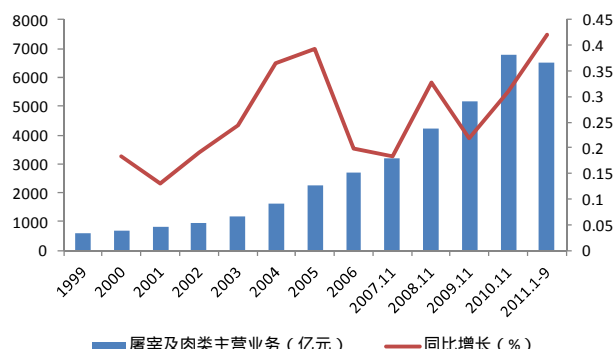
需求：居民收入提高，生活质量改善，肉制品的消费升级明显，食用偏好逐步向冷鲜肉倾斜，同时伴随着食品安全的问题近几年越受重视，居民对品牌肉制品消费偏好不断增强，有利于行业集中度的提升，使龙头公司充分受益行业成长升级所带来的超额利润，我们仍看好肉制品行业的高速增长。

图 39、近 3 年鲜，冷藏肉产量



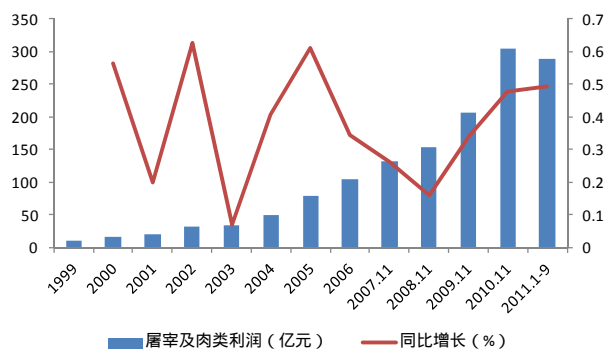
资料来源：Wind，东北证券

图 40、屠宰及肉类主营业务收入



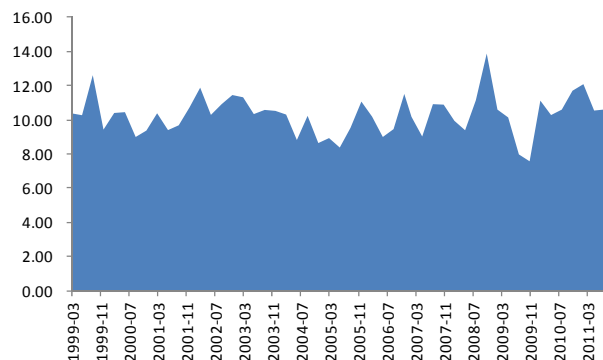
资料来源：Wind，东北证券

图 41、屠宰及肉类营业利润



资料来源：Wind，东北证券

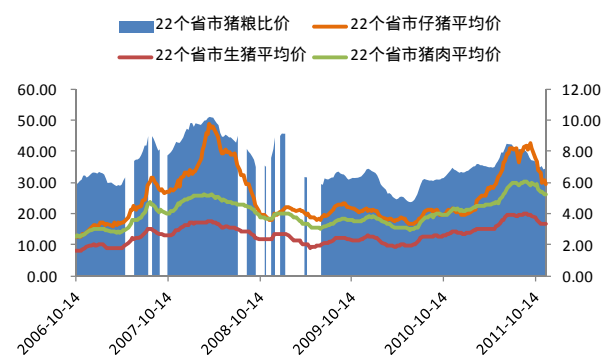
图 42、屠宰及肉类加工毛利率水平



资料来源：Wind，东北证券

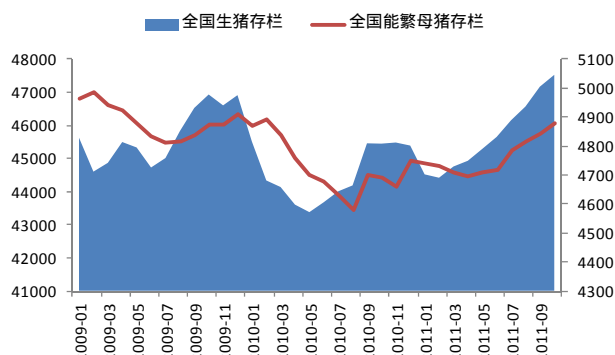
原料：随着 CPI 的回落，成本压力下行预期增强。猪价在今年 7-8 月份开始回落，截止 2011 年 11 月 25 日，22 省市生猪平均价格为 16.56 元/KG，较前期有所下降，预计还能继续下降一段时间。

图 43、全国猪肉平均价和猪粮比



资料来源：Wind，东北证券

图 44、屠宰及肉类加工毛利率水平



资料来源：Wind，东北证券

我们的认识：近几年我国肉制品需求增长很快，随着通胀预期的回落，成本下降，加上人均收入水平的提高，而肉制品又具有一定的刚性需求，依赖其品牌、规模、资金的优势，通过建立贴近消费市场的加工基地，实现全国布局，因此长期还是看好有质量和安全保证的肉制品加工企业。

四、2012 年食品饮料行业投资策略

1、子行业投资评级

食品饮料行业虽然很少在某一小段时间内有非常抢眼的表现，但只要拉开一段时间来看，就会发现其实行业收益率非常高，无论从十年为周期来看，还是以即将过去的 2011 年初

至今看来，食品饮料行业都无愧为消费之王者。行业又不同于一般消费行业，我们给予整体行业“优于大势”评级。

酿酒板块：决定酿酒板块投资的关键性因素有很多，需求的上升，产品的提价，成本的下降，都决定着公司利润的上升。在白酒，啤酒，葡萄酒中，黄酒几大类中，结合行业发展情况与二级市场估值，我们依次看好：啤酒>葡萄酒>白酒>黄酒，子行业整体评级“优于大势”。

乳制品板块：消费乳制品的人群中，人均消费量与很多发达国家差距较大，有较大提升空间，并且尚有许多目前没有消费，但未来却能形成消费习惯的潜在人群，这也是不可忽视的潜在利润增长点，未来乳制品成本尚有下降亦很有可能，这对乳制品公司也是非常有利的，子行业整体评级“优于大势”。

肉制品板块：近几年我国肉制品需求增长很快，随着通胀预期的回落，成本下降，加上人均收入水平的提高，而肉制品又具有一定的刚性需求，依赖其品牌、规模、资金优势，通过跨地域自建、收购方式，建立贴近消费市场的加工基地，实现外延式扩张，因此长期还是看好有质量和安全保证的肉制品加工企业，子行业整体评级“优于大势”。

其他小品种日常生活食品加工板块：近年来居民生活水平不断提升，对消费品种和质量安全性都不断地提出更高的要求，也促使催生了一大批优秀的小品中消费型企业。行业基本处于自由竞争阶段，但在细分领域中又各自有其优秀的龙头企业占山为王，未来行业中各细分龙头公司发展空间巨大，但谁能从八路诸侯中脱颖而出，还需行业发展的天时，宏观经济的地利和公司自己战略布局发展思路方面人为三者相结合，而此类行业中往往只需一两种强势品种做好，就可以脱颖而出，一骑绝尘，子行业整体评级“优于大势”。

2、2012 年食品饮料行业投资逻辑

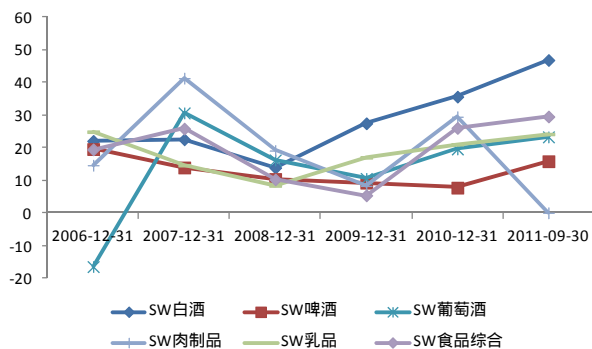
2.1、寻找业绩较有保障，估值较低，有较大安全边际

结合行业基本情况和各子行业估值来看，白酒，乳制品，葡萄酒营收，利润均增长比较明确，啤酒行业经历过一个低潮期后，开始有所反弹，估值上看，白酒，啤酒，乳制品均为 30 倍以下，显示出较高的安全边际。

而从均值来看，低于历史中值从程度排序依次为：乳制品，白酒，葡萄酒，显示出较好的投资机会。

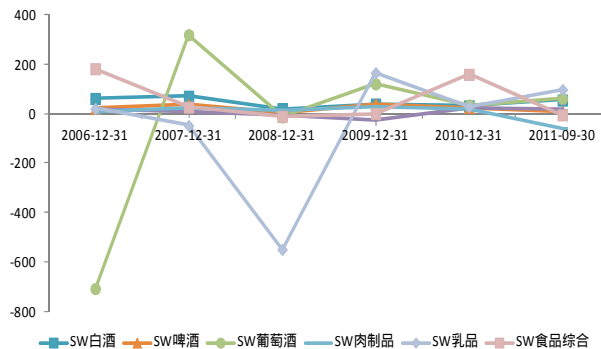
相关上市公司：伊利股份，贝因美，贵州茅台，洋河股份，古井贡酒，张裕 A。

图 45、子行业营业总收入（同比增长率）



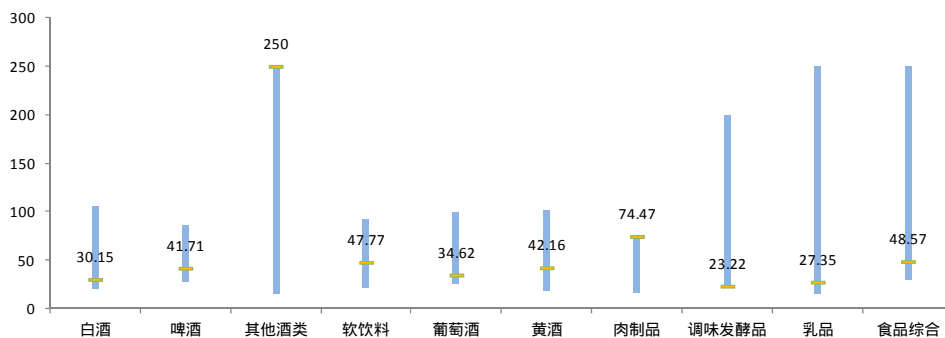
资料来源：Wind，东北证券

图 46、子行业营业利润（同比增长率）



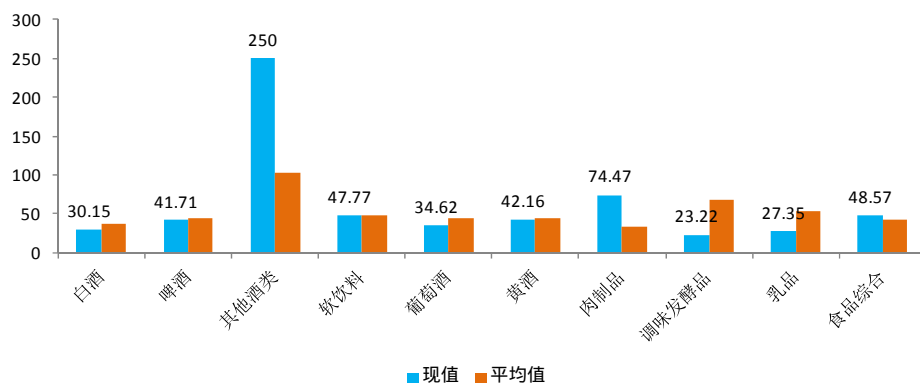
资料来源：Wind，东北证券

图 47、食品饮料行业子行业近 10 年期 PE 极值与现值比较



数据来源：东北证券

图 48、食品饮料子行业 PE 现值与 PE 现值与历史中值的比较



数据来源：东北证券

2.2、CPI 高点回落，成本下降预期增强，看好以大宗品为原料的公司

行业角度，快消食品竞争激烈，不具有不断提价优势；政策角度，快消食品多与民生联系紧密，在高通胀期往往受到政府限价，两者共同造成了快消食品行业的成本不能完全转嫁给消费者，因而行业对通货膨胀敏感度较高。

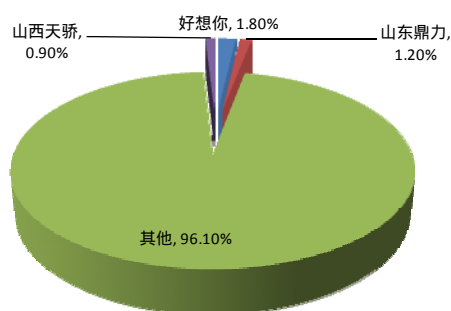
现今 CPI 高点回落，成本预期加强，我们看好以大宗品为原材料的上市公司，如乳制品的原奶，肉制品的上游，啤酒的上游大麦

相关上市公司：伊利股份，贝因美，双汇发展，青岛啤酒，燕京啤酒。

2.3 小品种休闲类食品加工企业

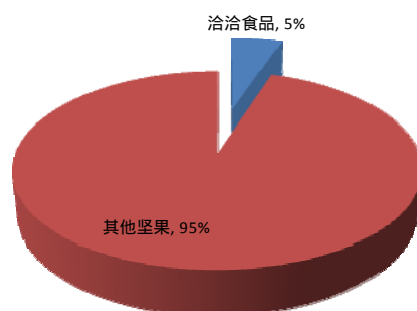
随着居民生活水平的提高，新兴快速消费小品种类食品加工企业将受益，且这类小品种行业的市场集中度都很小，很多甚至是作坊式工厂，上市公司由于其成本，资金，品牌，营销等等小公司无法比拟的优势，抢占同类公司的份额就能获得较快的销量增长。可以迅速提高在市场的占有率，选择的标的是休闲食品及速冻食品行业。

图 49、枣类市场集中度较低



资料来源：Wind，东北证券

图 50、坚果炒货企业集中度低



资料来源：Wind，东北证券

好想你的枣类业务、洽洽食品的瓜子业务为我国传统食品，有广大的消费基础，未来这类产品主要靠差异化取得市场份额，深加工、品牌，营销都将成为行业中胜负的关键，行业集中度提升导致利润率继续上升，量价齐升是优势公司近几年发展主旋律。

相关上市公司：好想你，洽洽食品，双塔食品，安琪酵母。

五、我们关注的重点公司

1 伊利股份（600887）

投资要点：

近几年中国乳制品行业发展迅速，08年后，行业又开始发展壮大，到2010年，液体乳产量已经达到1832万吨，同比增长12%。目前我国消费乳制品的人群约为3-4亿，也就是乳制品消费的主力人群，但需求还远远未仅限于此，首先是此类消费人群的人均消费量还很低，约为世界平均水平的1/4左右，在人均消费量上，还有很大的提升空间，其次我国还有9亿左右未有消费乳制品习惯的人群，培养这部分人群食用乳制品将又是一块更大的提升空间。

公司情况：1 伊利在液态奶业务上紧追蒙牛；在冷饮业务上保持领先优势；在奶粉业务上巩固低端份额，适时推出高端新品挑战外资品牌。2 大力推进奶源基地建设，提高对全国特别是农村的渠道覆盖和渗透能力，充分满足消费者对牛奶安全、便利、知名和绿色营养的新需求，增强奶源控制能力，优化产品结构，完善生产、运输、销售区域的布局，不断扩大领先优势。

盈利预测：

我们预计伊利2011-2013年每股收益分别为1.18元、1.43元、1.86元，年复合增长率为26%。2011-2013年对应的市盈率分别为19.46倍、16.06倍、12.34倍。无论从短期盈利估值还是长期成长上看，公司都具备投资价值，给予“推荐”评级。

2 安琪酵母（600298）

投资要点：

今年公司效益低于预期的原因：主要由于很多客观原因集中爆发，经济下滑，公司产品的内销和出口都受到了影响；糖蜜价格高企，今年采购均价为1200元/吨，成本压力较大；人民币升值；中东和北非政局不稳，影响公司国外生产基地的建设和产品的出口；“塑化剂”事件，公司产品被误认为是食品添加剂从而被迫进行安全检查，期间产品销售受到极大影响。

明年将会是公司业绩爆发的一年：糖蜜为公司主要的成本，占了约 40% 左右，明年糖蜜价格有望大幅度下降，首先是糖蜜供给增加，2011/12 年榨季全球糖蜜总产量预计将创历史新高纪录 6100 万吨。其次是糖蜜下游需求走弱，糖蜜有 40% 用于酒精生产，20% 用于酵母生产，今年下半年南方木薯大丰收，价格持续走弱，很多酒精生产企业用木薯替代糖蜜，减少了糖蜜需求，第三，国际和国内糖蜜价格倒挂，随着今年榨季的开始，现在国际糖蜜价格已经跌到 80 美元/吨（折合为人民币 510 元/吨左右），且目前国内糖蜜库存比较高，届时明年国内糖蜜均价有可能降至 700 元/吨，甚至更低。

盈利预测：

公司是行业的龙头企业，基于对公司成本压力的大幅趋缓，产能进入释放期，酵母抽提物和保健品进入高速增长期以及出口增速的预期回升，我们认为公司 2012 年将迎来业绩爆发，11-13 年 EPS 分别为 1.09 元、1.78 元、2.56 元，年复合增长率为 53.3%，2011-2013 年对应的市盈率分别为 27.71 倍、16.97 倍、11.80 倍。公司历史的平均估值都在 30 倍以上，谨慎给予公司 12 年 30 倍 PE，对应目标价 53.4 元，与当前价位相比提升空间约 76.8%，给予“推荐”评级。

3 洽洽食品（002557）

投资要点：

葵花籽未来收入和毛利率可保持一个稳定的增长态势，预计未来的 2-5 年内，毛利率可保持在 30% 左右，公司也已用超募资金建设上游原料基地，保证原料的质量，供应和取得成本优势。

渠道方面，预计全年县乡渠道可贡献收入 4 亿元，同比增长 100%，明年县乡渠道收入有望继续增加，可占公司收入 30%，今年经销商数量也已经增加到 1800 家左右，预计明年仍可增长 20% 以上。

非油炸薯片是公司从 2010 年下半年开始推广，技术储备已经有第二代，第三代薯片产品，明年将陆续推广，尤其是 40% 以上的高毛利率产品将于明年 2 月份大规模推广。

盈利预测：

我们预计洽洽食品 2011-2013 年每股收益分别为 0.74 元、1.23 元、1.56 元，年复合增长率为 45.19%。2011-2013 年对应的市盈率分别为 36.48 倍、21.95 倍、17.31 倍，谨慎给予公司 12 年 30 倍 PE，对应目标价 36.9 元，与当前价位相比提升空间约 36%，给予“推荐”评级。

4 好想你 (002582)

投资要点：

红枣陆续上市，公司自九月开始采购红枣，2012 年原枣供给充足，预计 2012 年成本至少下降 25-30%。根据我们渠道调查，全国各个市场的门店在十一月起陆续销售红枣以迎接旺季，销售情况反应很好。

公司 2011 年的开店速度较以往下降，我们预计全年开近 600 家店，总店数达 2400 家左右。随着产品性价比的提高以及经销商扶植政策的推动，公司 2012 年开始开店速度将有望加快。我们预计公司 2012/13 年新开店分别为 1000/1200 家，且会加快直营店的管理建设。

盈利预测：

我们预计好想你 2011-2013 年每股收益分别为 1.91 元、2.84 元、4.01 元，年复合增长率为 44.90%。2011-2013 年对应的市盈率分别为 30.16 倍、20.28 倍、14.36 倍，谨慎给予公司 12 年 30 倍 PE，对应目标价 85.2 元，与当前价位相比提升空间约 48%，给予“推荐”评级。

六、重点公司业绩预测

表 5、重点公司业绩预测

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	收盘价 (11.25)	11EPS (元)	12EPS (元)	13EPS (元)	11PE (TTM)	PB	评级
600519.SH	贵州茅台	2179.97	209.98	7.72	10.77	14.08	29.28	9.75	买入
000858.SZ	五粮液	1445.12	38.07	1.67	2.29	2.95	24.84	6.52	增持
002304.SZ	洋河股份	1321.47	146.83	4.38	6.75	9.49	36.86	14.95	增持
000596.SZ	古井贡酒	214.84	96.33	2.47	3.97	5.64	46.52	9.46	买入
600809.SH	山西汾酒	315.17	72.80	2.01	2.94	4.12	47.39	12.59	买入
000869.SZ	张裕 A	543.93	118.58	3.67	4.73	5.88	34.61	14.09	增持

600600.SH	青岛啤酒	247.05	35.50	1.33	1.65	2.04	28.89	4.36	增持
000729.SZ	燕京啤酒	193.64	16.00	0.74	0.92	1.10	22.98	2.06	增持
000895.SZ	双汇发展	470.86	77.70	1.50	3.27	4.32	76.79	14.18	增持
600887.SH	伊利股份	367.05	22.96	1.18	1.43	1.86	22.32	6.29	买入
002582.SZ	好想你	42.51	57.60	1.91	2.84	4.01	42.42	3.65	买入
002557.SZ	洽洽食品	70.20	27.00	0.74	1.23	1.56	37.82	2.91	买入
600298.SH	安琪酵母	99.55	30.20	1.09	1.78	2.56	30.49	4.45	强烈买入

数据来源：东北证券

七、风险提示

- 1 酿酒板块：2012 年行业利润增速低于预期。
- 2 大众消费品：原材料成本下降速度低于预期。
- 3 食品安全：由于食品安全方面的问题，导致的突发性事件影响行业发展。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。