

年度策略报告/ 行业深度报告

优于大势

上次评级： 优于大势

2013 年食品饮料行业投资策略

——大众刚需防御性品种

报告摘要：

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→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。

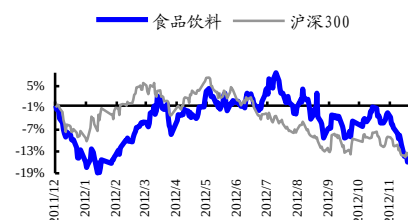
子行业运行态势：1、酿酒板块：近期酿酒板块事件众多，聚焦消费者，投资者眼球，塑化剂事件导致白酒类公司估值进一步加速下滑，但决定酿酒板块投资的关键性因素有很多：需求，产品，成本，都决定着公司利润，子行业整体评级“同步大势”，但当白酒类公司估值充分调整到位时，仍具相对投资价值，毕竟横向比较各子行业白酒类业绩仍旧最高。2、乳制品板块：人均消费量与很多发达国家差距较大，有较大提升空间，消费者出于对食品安全方面的考虑，使得有品牌影响力的公司将能更好的转嫁成本，集中度进一步提升，虽然乳制品行业也是一个容易发生食品安全问题的子行业，但长期不改其优质的投资价值，行业整体评级“优于大势”。3、肉制品行业：成本下降是关键，食品安全方面也需要注意，静待消费者信心恢复。刚需环境下，我们短期相对看好，但行业整体评级“同步大势”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。

投资逻辑：寻找业绩较有保障，估值较低；当前消费环境下，大众刚需品种较稳妥；估值调整充分到位，从而显出相对投资价值；业绩反转迹象类公司；具有较远离食品安全雷区可能的公司。

投资建议：食品饮料行业子行业比较多，在居民收入整体水平仍在上升，我们看好需求刚性，成本下降，具大众消费特点，虽可能没业绩爆发，但却能稳定增长型公司，且能在食品安全问题频发的背景下，能尽量避开的防御性公司。重点推荐标的：好想你，三全食品，承德露露，燕京啤酒，伊利股份，双汇发展。

风险因素：酿酒板块：2012 年行业估值较高；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

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-14.90%	-10.67%	-20.61%
相对收益	-10.42%	-7.42%	-5.46%

重点公司	投资评级
沱牌舍得	谨慎推荐 (下调)
酒鬼酒	中性 (下调)
汤臣倍健	谨慎推荐 (下调)
三全食品	谨慎推荐 (维持)
伊利股份	谨慎推荐 (维持)
双汇发展	谨慎推荐 (上调)
安琪酵母	中性 (维持)
贝因美	谨慎推荐 (上调)

相关报告

证券分析师：朱承亮

执业证书编号：S0550511110003

(021)20361133 zhucl@nescn

目 录

1. 概要.....	3
2. 食品饮料行业概述.....	4
3. 食品饮料行业近 10 年及 2012 年初至今食品行业回顾.....	5
3.1. 食品饮料行业近 10 年来的市场回报率非常可观.....	5
3.2. 2012 年初至今食品饮料行业各子行业走势概览.....	5
3.3. 食品饮料行业估值水平.....	7
4. 2012 年各子行业运行现状及 2013 年投资策略.....	8
4.1. 白酒—景气度下降，需求开始下滑，安全事件加速行业估值下行.....	8
4.2. 啤酒—行业业绩较没亮点，但估值尚属安全.....	10
4.3. 葡萄酒—进口冲击仍旧加剧，长期仍然看好，洗牌提高行业质量.....	12
4.4. 乳制品—大众行业，做大做强.....	14
4.5. 肉制品—集中度上升，开始注意产品结构改变带来的利润.....	16
5. 2013 年食品饮料行业投资策略.....	18
5.1. 子行业投资评级.....	18
5.2. 2013 年食品饮料行业投资逻辑.....	19
5.2.1. 从业绩，估值上寻找标的.....	19
5.2.2. 国内消费疲软，看好刚需大众消费类公司.....	20
5.2.3. 白酒行业景气度下行预期增强，但估值下滑严重，今后有业绩保障类公司.....	21
5.2.4. 当前业绩尚不佳，但有业绩反转预期类公司.....	22
5.2.5. 离食品安全雷区较远的公司类.....	22
6. 我们关注的重点公司.....	23
6.1. 好想你（002582）.....	23
6.2. 三全食品（002216）.....	24
6.3. 燕京啤酒（000729）.....	25
6.4. 承德露露（000848）.....	26
7. 重点公司业绩预测.....	27
8. 风险提示.....	27
8.1. 酿酒板块：2013 年行业估值较高.....	27
8.2. 大众消费品：原材料成本下降速度低于预期.....	27
8.3. 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.....	27

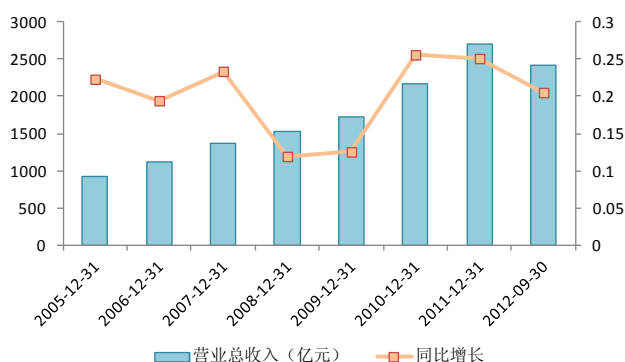
1. 概要

- **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→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：近期酿酒板块事件众多，聚焦消费者，投资者眼球，塑化剂事件导致白酒类公司估值进一步加速下滑，但决定酿酒板块投资的关键性因素有很多：需求，产品，成本，都决定着公司利润，子行业整体评级“同步大势”，但当白酒类公司估值充分调整到位时，仍具相对投资价值，毕竟横向比较各子行业白酒类业绩仍旧最高。2、乳制品板块：人均消费量与很多发达国家差距较大，有较大提升空间，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，集中度进一步提升，虽然乳制品行业也是一个容易发生食品安全问题的子行业，但长期不改其优质的投资价值，行业整体评级“优于大势”。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。刚需环境下，我们短期相对看好，但行业整体评级“同步大势”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运而生，未来行业中的大量黑马很可能就出现在这个板块中。行业整体评级“优于大势”。
- **投资逻辑：**寻找业绩较有保障，估值较低；当前消费环境下，大众刚需品种较稳妥；估值调整充分到位，从而显出相对投资价值；业绩反转迹象类公司；具有较远离食品安全雷区可能的公司。
- **投资建议：**食品饮料行业子行业比较多，在居民收入整体水平仍在上升，我们看好需求刚性，成本下降，具大众消费特点，虽可能没业绩爆发，但却能稳定增长型公司，且能在食品安全问题频发的背景下，能尽量避开的防御性公司。
- **重点推荐标的：**好想你，三全食品，承德露露，燕京啤酒，伊利股份，双汇发展。
- **风险因素：**酿酒板块：2012 年行业估值较高；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

2. 食品饮料行业概述

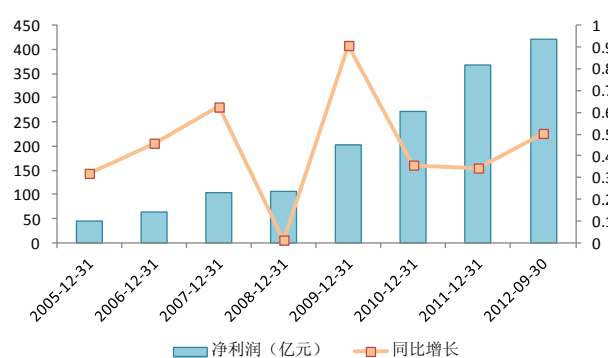
食品饮料行业(申万一级)共有 62 家 A 股上市公司(截至 2012.11.28),总市值 9198.62 亿元(第 9 位),占 A 股总市值(230577.3 亿)的 3.99%,流通市值 7378.56 亿元(第 6 位),占 A 股流通市值(154298.5 亿)的 4.78%。2012 年前三季度全行业上市公司的营业收入总和为 2415.95 亿元(第 16 位),净利润总额为 421.10 亿元(第 8 位),全行业的销售毛利率(整体法)为 45.81%(第 1 位),净利率(整体法)为 17.70%(第 2 位),净资产收益率(算术平均)为 10.9%(第 3 位)。

图 1: 食品饮料行业营业收入



数据来源: 东北证券

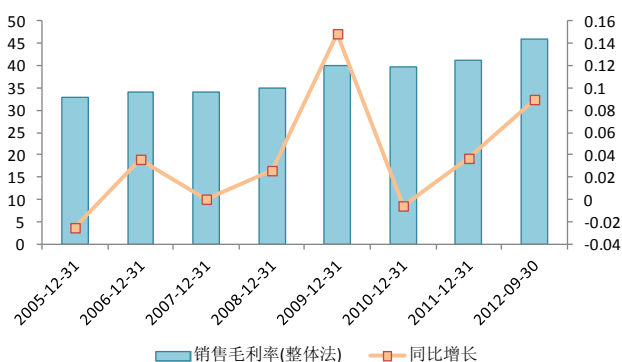
图 2: 食品饮料行业净利润



数据来源: 东北证券

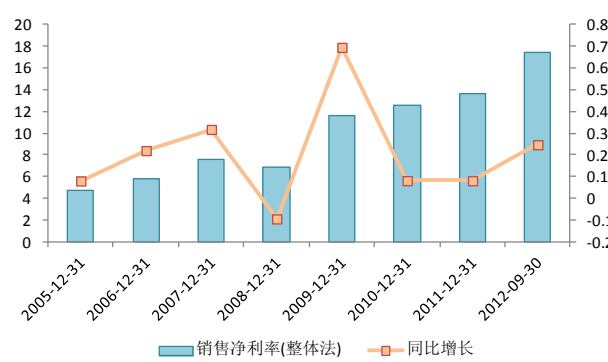
今年前三季度食品饮料行业基本尚在高位运行,毛利率,净利率继续走高,达到了惊人的 45.81%和 17.70%,2012 年前三季度行业营业总收入同比增长 20.5%,净利润同比增长 50.33%,完成累计净利润已超越去年全年,达到了全年 114.72%水平,行业净利率水平的继续稳中有升,显示食品饮料行业很强的盈利能力。

图 3: 食品饮料行业毛利率



数据来源: 东北证券

图 4: 食品饮料行业净利率



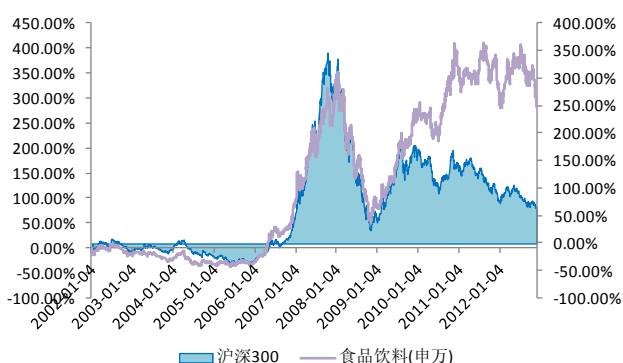
数据来源: 东北证券

3. 食品饮料行业近 10 年及 2012 年初至今食品行业回顾

3.1. 食品饮料行业近 10 年来的市场回报率非常可观

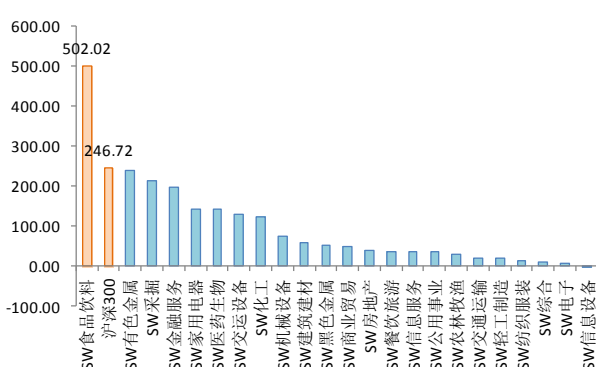
食品饮料行业是个长牛型行业，近 10 年来收益率非常高，在二级市场上远远跑赢沪深 300（价格指数百分比），且在以申万一级行业分类中，食品饮料行业涨幅（总市值加权平均）为各板块之首，远远跑赢位于第二位的采掘以及其他行业，显示出投资者对于食品饮料行业的偏爱。

图 5: 近 10 年期食品饮料行业二级市场走势



数据来源：东北证券

图 6: 近 10 年期各板块涨跌幅 (2002.1.1-2012.11.28)

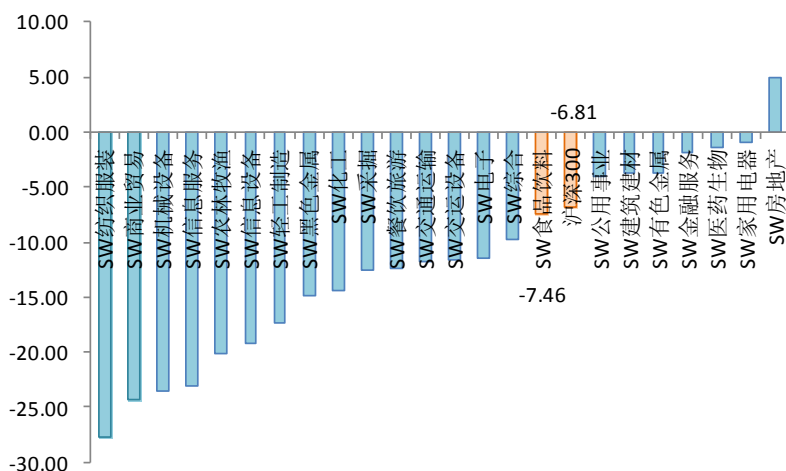


数据来源：东北证券

3.2. 2012 年初至今食品饮料行业各子行业走势概览

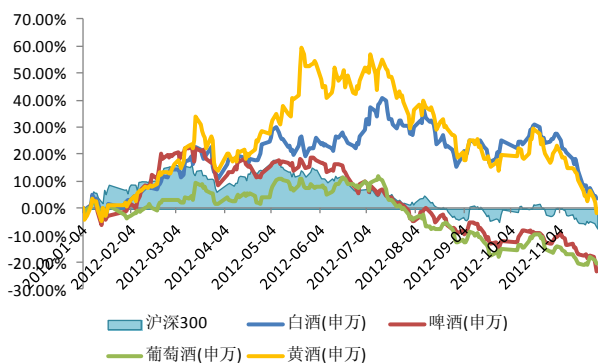
食品饮料行业子行业很多，以其产品为标准大类主要可以分为：白酒，啤酒，葡萄酒，黄酒，乳制品，其他非酒精类软饮料（剔除乳制品）肉制品和其他食品加工类。

图 7: 各行业（年初至 2012.11.28）涨跌幅



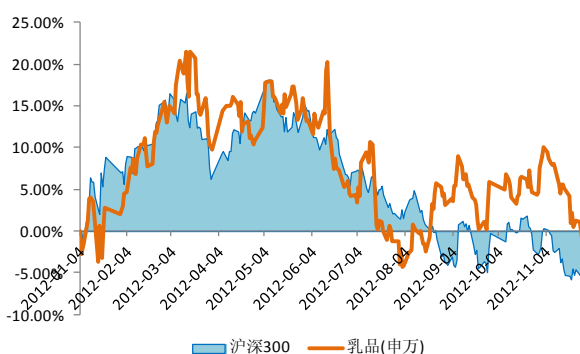
数据来源：东北证券，Wind

图 8: 主要酒精类子行业 (至 2012.11.28) 走势



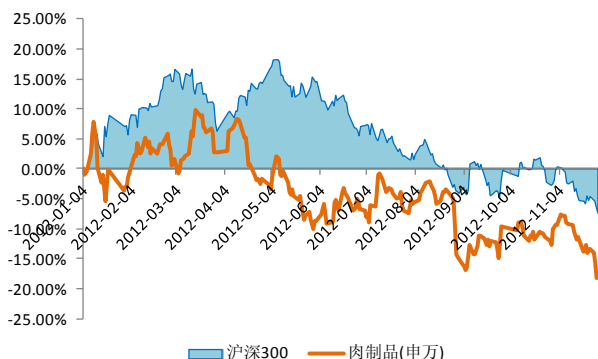
数据来源: 东北证券

图 9: 乳制品子行业 (至 2012.11.28) 走势



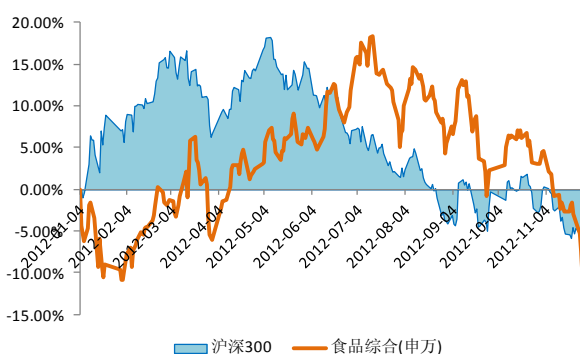
数据来源: 东北证券

图 10: 肉制品子行业 (至 2012.11.28) 走势



数据来源: 东北证券

图 11: 食品综合类 (至 2012.11.28) 走势



数据来源: 东北证券

从涨跌幅图可以看出, 今年初至今 (2012.11.28) 各板块中, 食品饮料行业跑赢大部分行业, 为-7.46%, 排在各个行业中的第八位, 同期的沪深 300 涨幅为-6.81%, 虽然跑输了沪深 300, 但其实是由于受累于白酒塑化剂事件的影响。

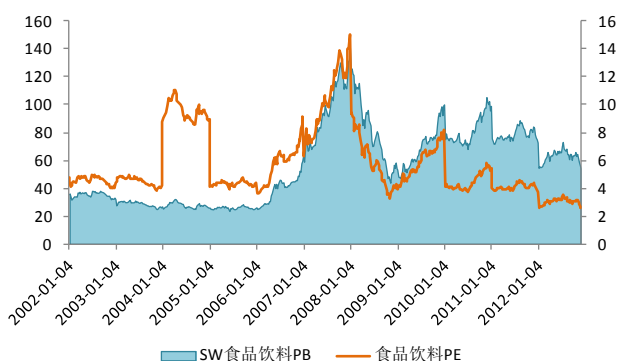
从分项子行业可以看出, 食品饮料各子行业年初至今走势分化十分明显, 其中酒精类子行业中的黄酒和白酒表现超越沪深 300, 黄酒子行业在今年 5 月份时开始走出一波很强劲的行市, 白酒则由于近期的塑化剂事件加上对白酒行业整体性的担忧, 行业整体估值开始下行; 乳制品行业也跑赢沪深 300; 肉制品板块表现较为萎靡, 全年基本一直跑输沪深 300, 取得了一个负收益; 食品综合类板块前期较为弱势, 在年中 6 月份开始转强, 但近期又迅速回落, 基本走平沪深 300。

3.3. 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。目前整个食品饮料行业的 PE 为 26.19 倍，PB 为 5.43 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。

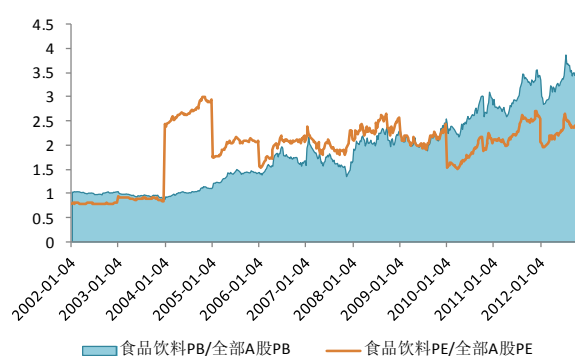
从相对溢价估值水平看出，食品饮料行业尚属历史高位区域，PE 食品饮料/PE 沪深 300 达到 2.20 倍，PB 食品饮料/PB 沪深 300 达到 3.23 倍，从相对溢价估值角度来讲具有一定的风险。

图 12: 食品饮料近十年的 PE 和 PB



数据来源：东北证券

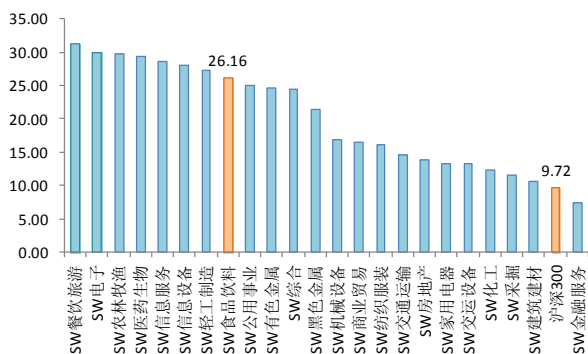
图 13: 食品饮料近十年的 PE 和 PB 相对值



数据来源：东北证券

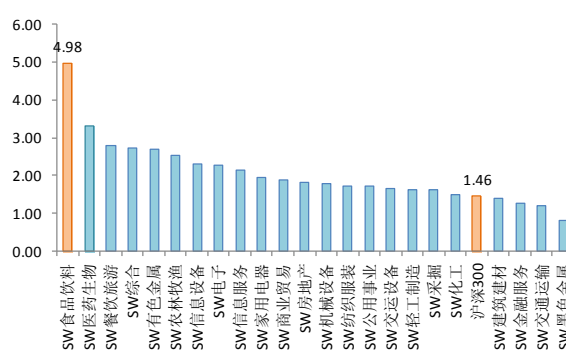
食品饮料行业目前 PE 水平在各个行业中排在第 8 位，为 26.16 倍，PB 水平在各个行业中排在第一位，达到了 4.98 倍，而当前的沪深 300PE、PB 水平分别为 9.72 与 1.46 倍，PE 排位的上升是由于投资者对食品饮料行业相对防御性的偏好，但从 PB 角度上考虑则有点偏高，显示出一定的风险。

图 14: 食品饮料行业横向估值比较 PE



数据来源：东北证券

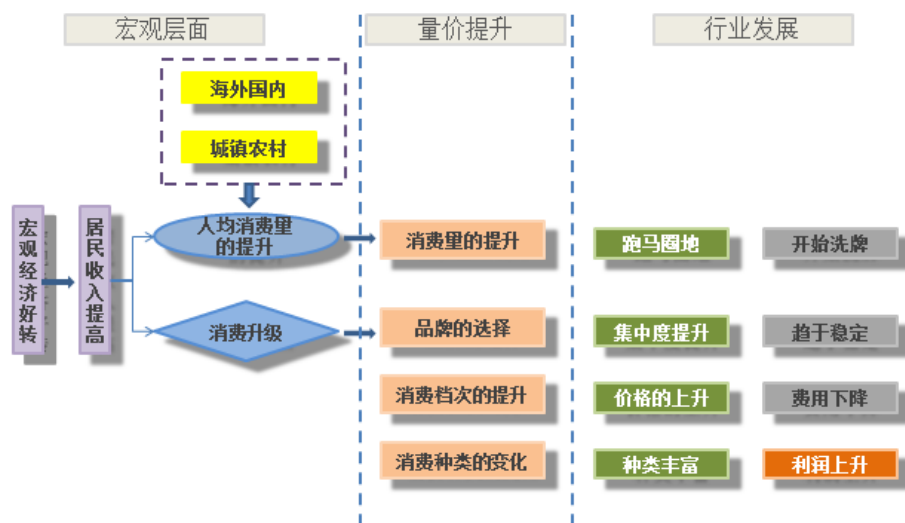
图 15: 食品饮料行业横向估值比较 PB



数据来源：东北证券

4. 2012 年各子行业运行现状及 2013 年投资策略

图 16: 食品饮料行业投资逻辑图

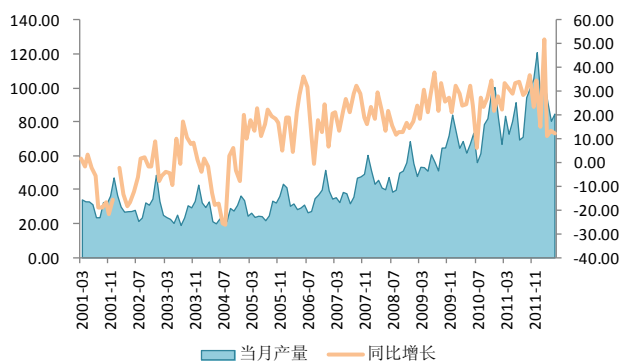


数据来源：东北证券

4.1. 白酒—景气度下降，需求开始下滑，安全事件加速行业估值下行

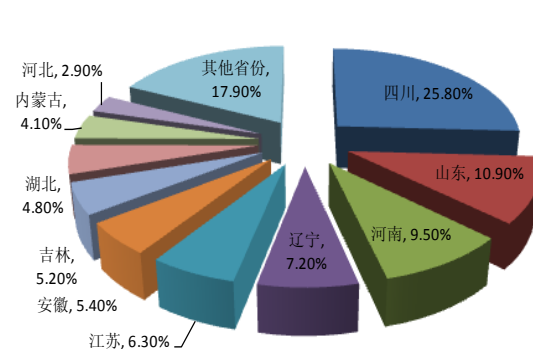
白酒行业无愧是近几年食品饮料子行业中甚至是整个 A 股市场表现最为抢眼的板块之一，无论是去年年报发布时靓丽的业绩，还是今年前三季度业绩的大幅增长，像我们去年年终策略报告所预计的一样，二三线白酒的异军突起，同时也带动了整个行业毛利率净利率的继续提升，而二级市场也在前三季度适时的配合给予股价以及估值的认可，表现几乎完美。

图 17: 全国白酒产量及同比增速



数据来源：东北证券

图 18: 全国主要白酒分布



数据来源：东北证券

但居安思危，白酒行业繁荣的背景下，也存在不小的隐患，当前白酒消费需求已经开始萎缩，而超高端白酒的政务消费把控开始严格，各大地区性强势酒企也开始大张旗鼓的全国性扩张，未来一场全国范围内的洗牌在所难免，酒企业绩将会出现分

化；届时，有强势品牌，强势渠道，或者两者结合比较好的企业将更容易胜出。近期关于白酒的各种信息频繁步入公众视野，申奢，申国，奖状归属，塑化剂等等，各种关于白酒的信息充斥着报纸，二级市场白酒行业公司股价也迎来一轮不小的调整，而酒鬼酒塑化剂事件又雪上加霜，当日整个白酒行业跌幅就超过 5%。

而白酒如今白酒宣传也日新月异，从原来的从香型区分，到现在的口感等等，香型的区分也在逐渐被淡化。

表 1: 白酒的几种传统香型

	酒类典型代表	特点
酱香型	贵州茅台，四川郎酒，湖南武陵	所谓酱香，就是有一股类似豆类发酵时发出的一种酱香味。
浓香型	泸州老窖、五粮液、剑南春、全兴大曲、沱牌大曲、古井贡酒	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，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。
米香型	桂林三花酒，全州湘山酒、惠峰酒	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产品定位也比较明确。从产品上分，可以为三个档次：超高端，中高端和中低端；从酒企本身来分，可以分为一线白酒，二线白酒，三线白酒等。

表 2: 白酒档次的划分

	主要代表企业	主要消费人群	发展特点	发展趋势
超高端	茅台，五粮液，老窖	政务，高级商务，馈赠	品牌忠诚度	量缓慢增，价涨
中高端	洋河，郎酒，汾酒，剑南春	一般商务，高级个人消费	品牌影响力和营销网络	量增，价涨，增速变慢
中低端	伊力特，老白干	一般个人消费	主要做区域性，规模不大	增速较稳

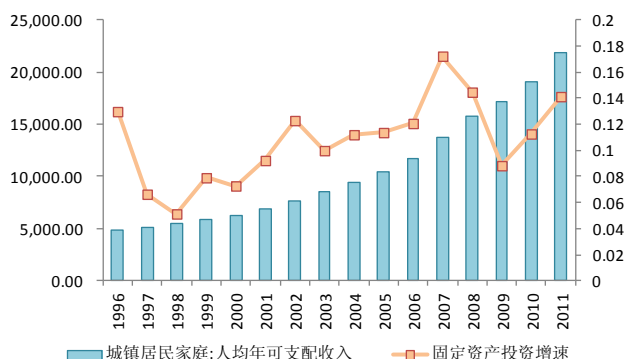
数据来源：东北证券

长期来看，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，固定资产投资有很大的正相关性，而商务和个人消费同居民收入以及城镇化进程以及人口结构有关。而当今固定资产投资增速开始下行，未来白酒的高端消费还是存在较大可能也将迎来一轮阶段性低谷。

有别于大众的认识：我们认为，白酒在如今一片欣欣向荣的状态下，也应保持一种冷静，横向比较食品饮料各子行业，无疑今年白酒业绩仍将是非常抢眼的，但终端需求近一段时期已有疲软，固定资产投资增速也在下降以及各地方性酒企的全国性扩张战略，直接导致了某些地区的短兵相接，种种迹象表明白酒企业业绩将出现分

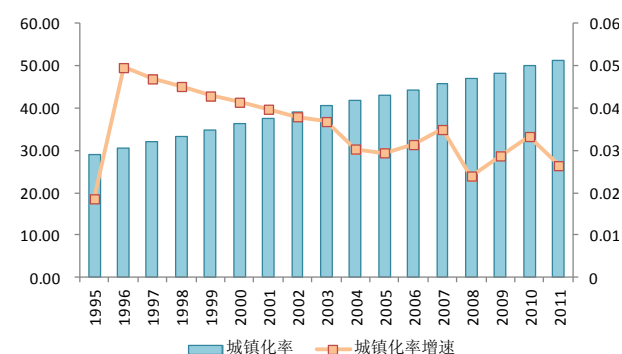
化，我们建议在白酒行业中，短期超配营销强势酒企，长期看好品牌强势企业。

图 19: 城镇居民可支配收入和固定资产投资增速



数据来源: 东北证券

图 20: 城镇化率

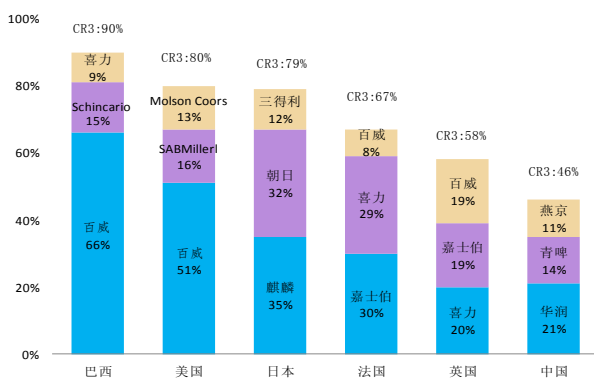


数据来源: 东北证券

4.2. 啤酒—行业业绩较没亮点，但估值尚属安全

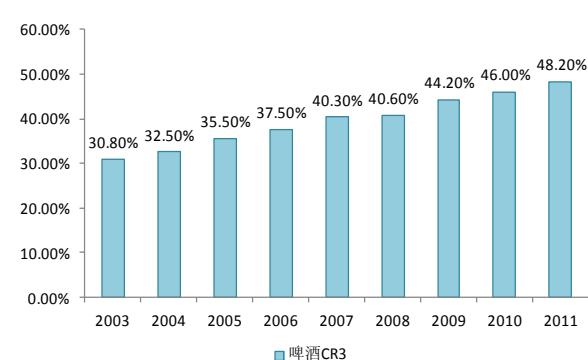
啤酒行业需求增长稳定，近几年行业整合动作较大，行业集中度进一步提高，三大集团啤酒销量所占市场份额已上升至 48%，且 12 年行业集中度进一步提升。

图 21: 全球主要国家啤酒 CR3 集中度



数据来源: 东北证券

图 22: 国内 CR3 集中度逐年上升



数据来源: 东北证券

表 3: 国际前三家啤酒公司市场占有率

	前 3 家啤酒公司	市场占有率
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%

英国

Heineken N.V.、Molson Coors Brewing Company、Anheuser-Busch InBev

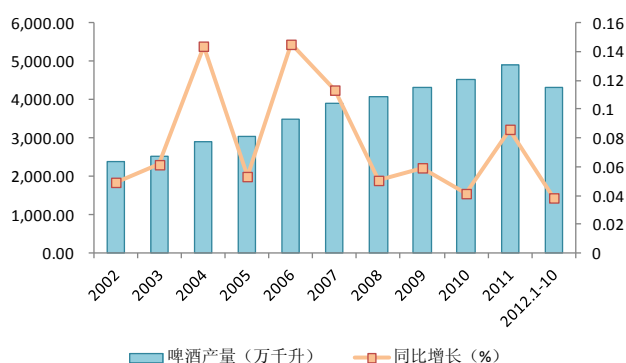
58.2%

数据来源：东北证券

供给增速稳定：产量方面，从 08 年开始啤酒行业增速放缓，经过了 3 年的蛰伏，11 年开始又有了超过 10% 量上的增长，我们有别于大众的判断：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。

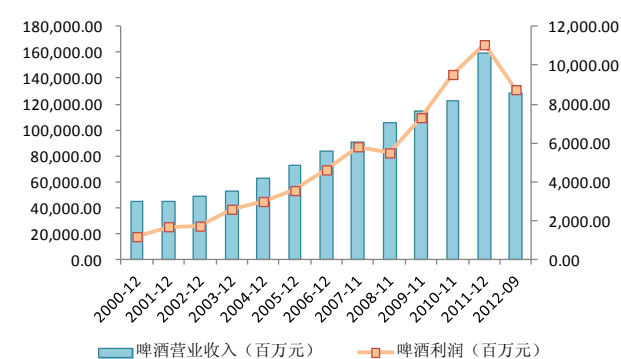
需求：2011 年中国市场啤酒人均消费量已升至 37 公升，但与发达国家相比仍有提升空间，邻国韩国（39 公升）与日本（48 公升）甚至一些发展中国家墨西哥（58 升）与巴西（54 升）也仍然高于我们，因此我国啤酒人均消费量仍有提升空间。

图 23：全国啤酒的产量及同比增速



数据来源：东北证券

图 24：啤酒营业收入和利润

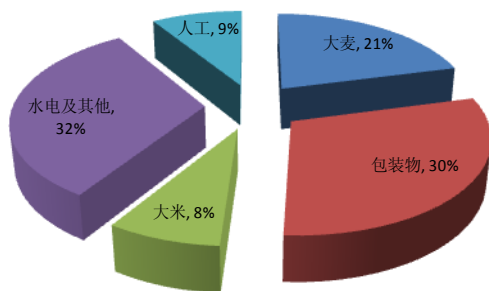


数据来源：东北证券

成本下行明确：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，产量较大，且澳麦价格已较前期高点跌去了 20% 左右，现在价格在 300 美元/吨左右。明年预计仍有较当前价格有不少下行空间。

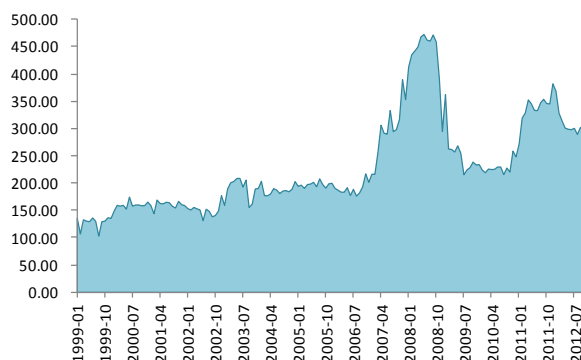
虽然行业毛利率继续下行，但净利润率却保持逐年上升，期间费用率逐年降低，也是集中度进一步提升的结果。且近几年啤酒产品结构开始优化，有向高端品类平移，届时也将推高行业的整体毛利率水平。

图 25: 啤酒的生产成本构成



数据来源：东北证券

图 26: 进口大麦平均价格（单位：美元/吨）



数据来源：东北证券

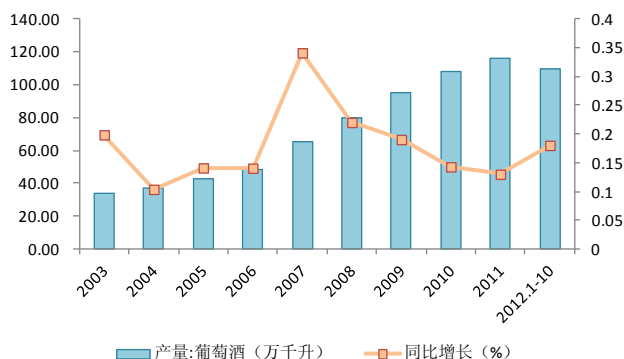
产品价格：当前我国啤酒盈利能力和很多其他国家相比仍然很低，消费总量已经占世界总消费量的 18%，但对世界啤酒利润贡献只有 2.6%，显示出了我国吨酒价格远远低于其他国家的吨酒价格。未来价格上涨是必然趋势，同时也会伴随着盈利的增长。

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，内生性增长明确；当前啤酒成本有望继续下行，啤酒仍是一个不错的投资行业。

4.3. 葡萄酒—进口冲击仍旧加剧，长期仍然看好，洗牌提高行业质量

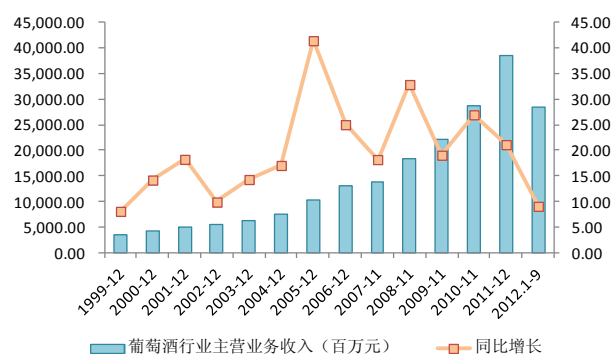
供给：中国葡萄酒行业近年来发展迅速，营业收入增速都保持在 20%以上，利润增速亦伴随发展，2012 年 1-10 月份实现产量 109.30 万千升，同比增长 18.04%。1-9 月份实现营业收入 284.93 亿元，同比增长 9.07%，利润总额 33.92 亿元，同比增长 4.04%，可以看出近几年还是有受到进口葡萄酒不少冲击的。

图 27: 葡萄酒行业近几年产量及同比增长



数据来源: 东北证券

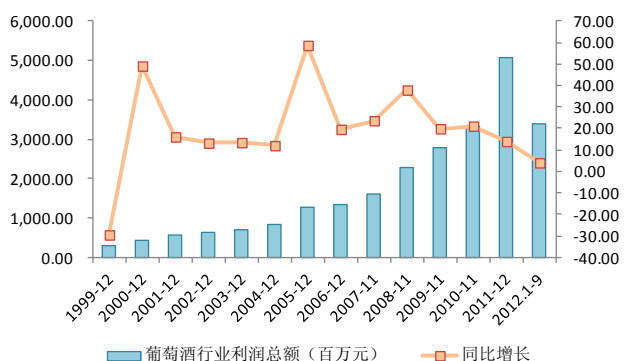
图 28: 葡萄酒行业营业收入及同比



数据来源: 东北证券

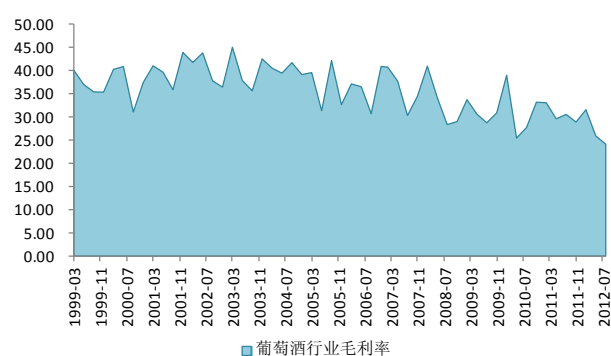
需求: 2011 年中国葡萄酒的人均消费量为 0.9L, 与世界平均水平 (4.8L) 相差近 5 倍, 而我们邻国日本人均消费也达到 2 升, 从这个角度上, 我国葡萄酒市场还有很大的潜力。

图 29: 葡萄酒行业净利润



数据来源: 东北证券

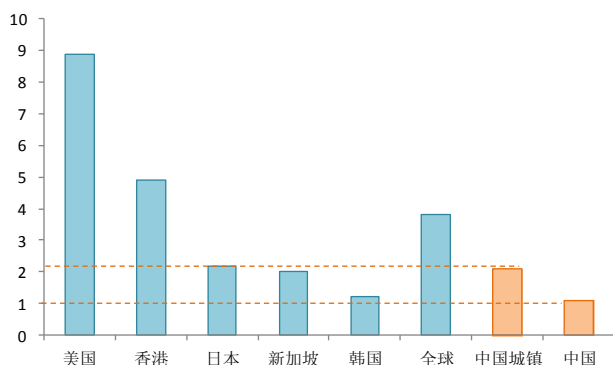
图 30: 葡萄酒行业毛利率



数据来源: 东北证券

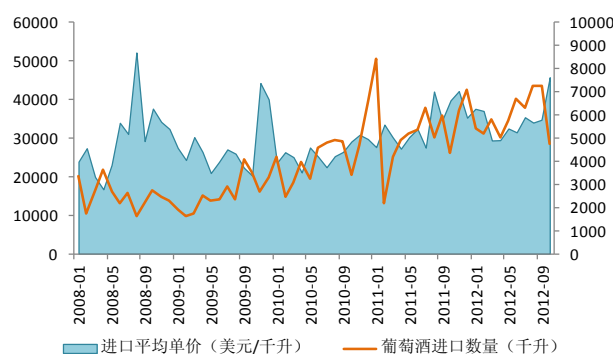
有别于大众的观点: 不得不提的一点是, 近几年进口葡萄酒的冲击还是非常剧烈, 在我国葡萄酒行业产品升级未完成前, 进口葡萄酒的份额将继续增大。但同时由于整个市场需求增长的迅速, 如城市化进程的继续进行, 新生代消费人群的不断壮大, 葡萄酒价格的上涨, 使得近期内国产葡萄酒的绝对空间仍旧很大, 并不会因为进口葡萄酒的冲击而导致国产葡萄酒利润的下降, 正是所谓的共同发展。

图 31: 中国葡萄酒人均消费量



数据来源: 东北证券

图 32: 葡萄酒进口数量和单价



数据来源: 东北证券

4.4. 乳制品—大众行业，做大做强

供给：近几年中国乳制品行业发展迅速，在 02—07 年经过了一个快速发展期后经历一个为期 2 年的平稳发展，10 年后，行业又开始发展壮大，到 2011 年，乳制品产量已经达到 2387.49 万吨，同比增长 13.99%；2012.1—10 月，我国乳制品产量为 2041.96 万吨，同比增长 5.64%，还是保持一个较为高速的发展态势。

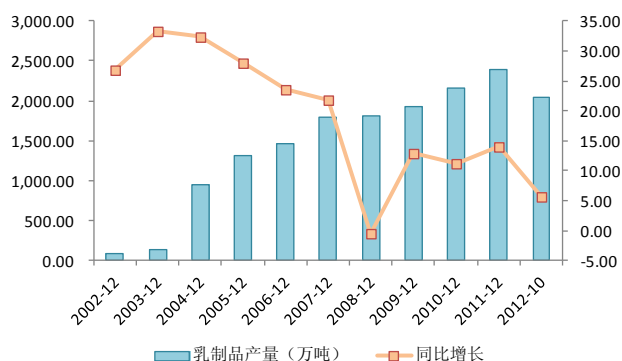
需求：目前我国消费乳制品的人群约为 3-4 亿，也就是乳制品消费的主力人群，但需求还远远未仅限于此，首先是此类消费人群的人均消费量还很低，约为世界平均水平的 1/4 左右，在人均消费量上，还有很大的提升空间，其次我国还有 9 亿左右未有消费乳制品习惯的人群，培养这部分人群食用乳制品将又是一块更大的提升空间。

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

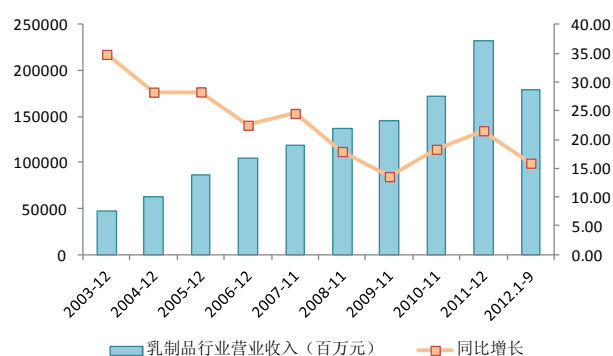
数据来源: 东北证券

图 33: 液体乳产量及同比增长



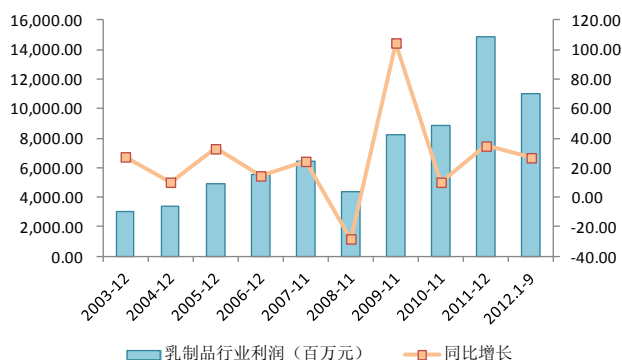
数据来源: 东北证券

图 34: 乳制品营业收入及同比增长



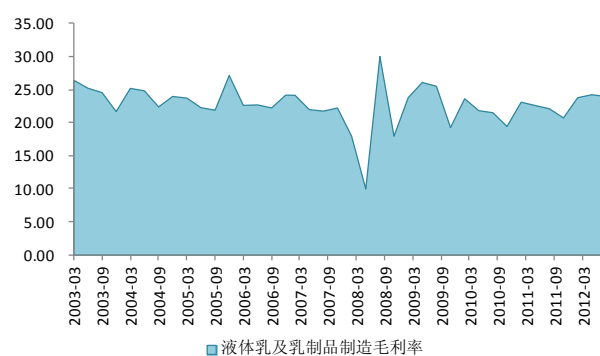
数据来源: 东北证券

图 35: 乳制品利润总额及同比增长



数据来源: 东北证券

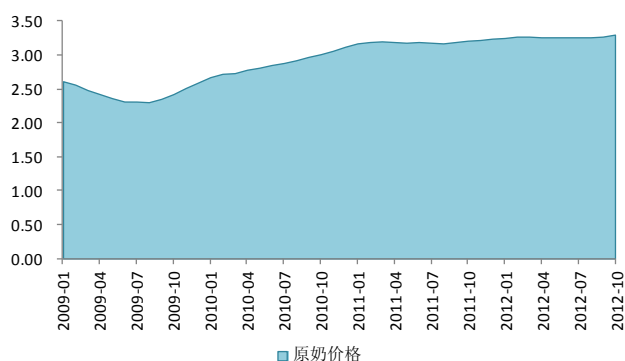
图 36: 乳制品毛利率水平



数据来源: 东北证券

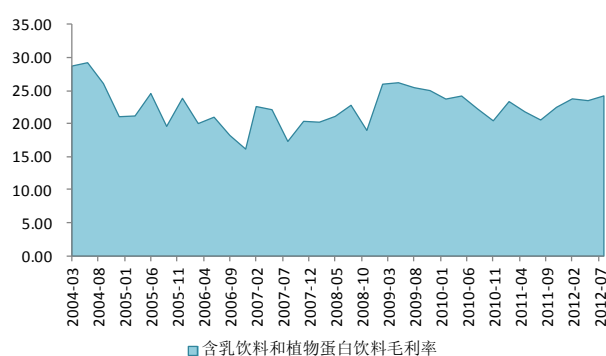
成本: 在乳制品行业成本中, 原奶的价格与之息息相关, 而目前生鲜乳价格尚在高位运行, 截止到 10 月, 生鲜乳价格维持在 3.25—3.30 元/公斤, 我们预计, 生鲜乳价格未来还是维持一个高位, 但同比大幅上涨概率已经不大; 一方面是由饲料成本, 人工人本等各项养殖成本上涨, 使得生鲜乳价格大幅下降是不可能的, 另一方面, 我国奶牛 12 年存栏量增长较为迅速, 使得供应面不断改善, 所以大幅提高可能性也很小, 整体判断是生鲜乳价格维持高位震荡。

图 37: 生鲜乳价格走势



数据来源: 东北证券

图 38: 含乳饮料和蛋白饮料毛利率水平



数据来源: 东北证券

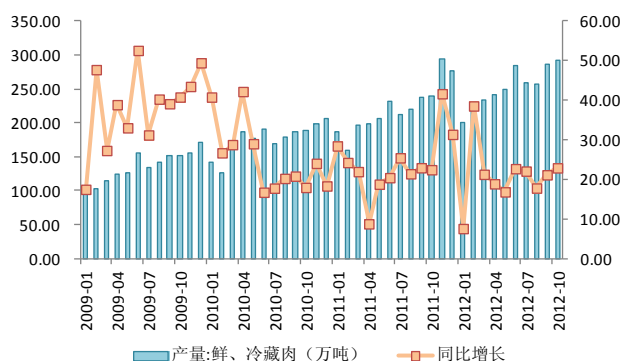
有别于大众的认识: 近几年乳制品行业为了应对成本上涨带来的压力, 一直也在走提价路线, 消费者出于对食品安全方面的考虑, 使得有品牌影响力的公司将能更好的转嫁成本, 行业规则也促使行业重新洗牌, 集中度进一步提升, 且有利于行业的发展, 而功能性差异化乳制品将是乳制品行业发展的趋势, 其发展速度将会大大超过行业平均水平。虽然乳制品行业也是一个容易发生食品安全问题的子行业, 但长期不改其优质的投资价值。

4.5. 肉制品—集中度上升, 开始注意产品结构改变带来的利润

产量: 近几年我国鲜、冷藏肉产量大幅增长, 2012 年 1-10 月产量为 2509.28 万吨, 同比增长 21.24%。2012 年 1-9 月份屠宰及肉制品行业收入同比增长 17.97%, 利润同比增长 23.43%。已连续 7 年收入保持 20%以上的快速增长。

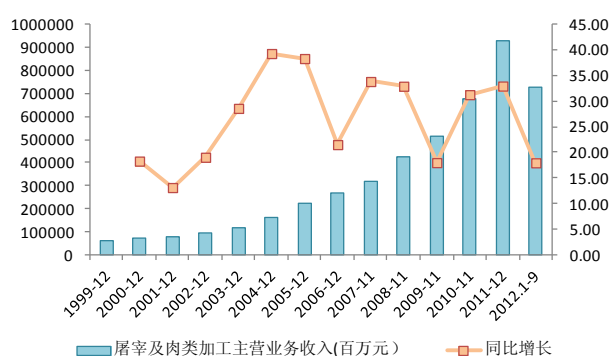
需求: 居民收入提高, 生活质量改善, 肉制品的消费升级明显, 食用偏好逐步向冷鲜肉倾斜, 同时伴随着食品安全的问题近几年越受重视, 居民对品牌肉制品消费偏好不断增强, 有利于行业集中度的提升, 使龙头公司充分受益行业成长升级所带来的超额利润, 我们仍看好肉制品行业的高速增长。

图 39: 鲜、冷藏肉当月产量及同比



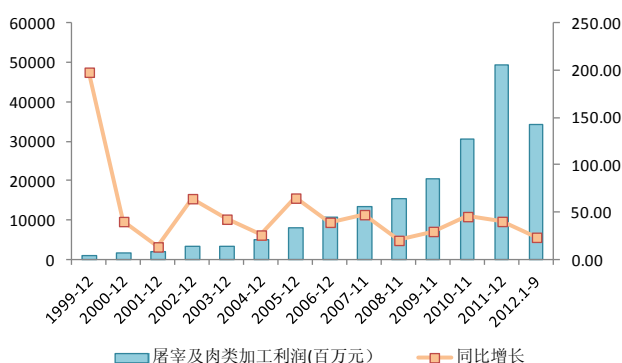
数据来源: 东北证券

图 40: 屠宰及肉类主营业务收入



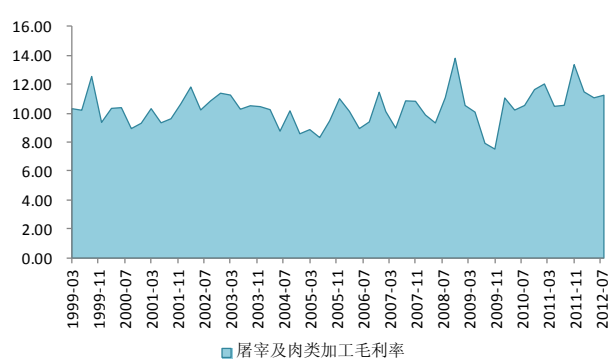
数据来源: 东北证券

图 41: 屠宰及肉类营业利润



数据来源: 东北证券

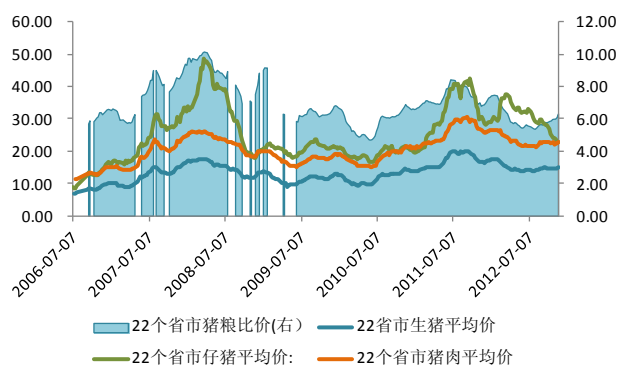
图 42: 屠宰及肉类加工毛利率水平



数据来源: 东北证券

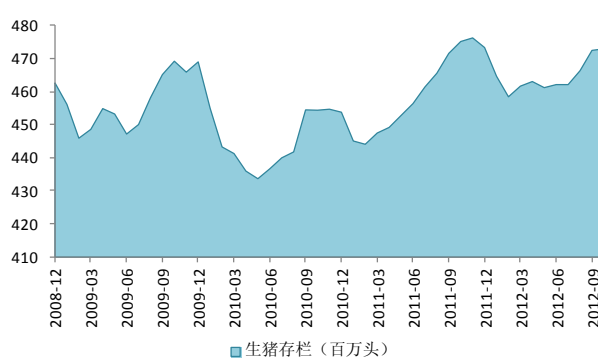
原料: 成本压力下行, 且尚能持续。猪价在去年 7-8 月份开始回落, 截止 2012 年 11 月 23 日, 22 省市生猪平均价格为 14.92 元/KG, 较去年高点 (19.80 元/KG) 下降幅度达到 24.6%, 很大程度上缓减了企业成本方面的压力。

图 43: 全国猪肉平均价和猪粮比



数据来源: 东北证券

图 44: 全国生猪存栏量



数据来源: 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。

5. 2013 年食品饮料行业投资策略

5.1. 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 2012 年初至今来看，食品饮料行业表现都非常抢眼。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，产品，成本，都决定着公司利润，子行业整体评级“同步大势”。

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；近几年乳制品行业为了应对成本上涨带来的压力，一直也在走提价路线，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，且有利于行业的发展，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。虽然乳制品行业也是一个容易发生食品安全问题的子行业，但长期不改其优质的投资价值。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“同步大势”。

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”。

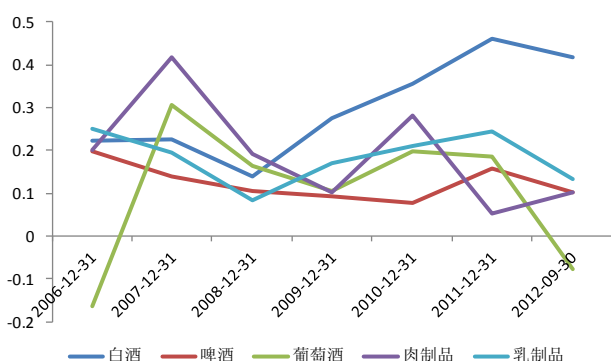
5.2. 2013 年食品饮料行业投资逻辑

5.2.1. 从业绩，估值上寻找标的

去年来看，从营业收入上来讲，行业显示营收增速最快的子行业无疑为白酒行业，其排序为白酒>乳制品>葡萄酒>啤酒>肉制品；从净利润上来讲，利润增速最快的为乳制品行业，其排序为乳制品>白酒>葡萄酒>啤酒>肉制品。

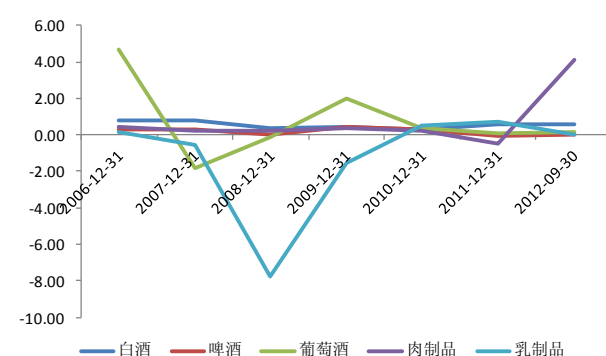
今年前三季度来看，从营业收入上来讲，行业显示营收增速最快的子行业仍为白酒行业，其排序为白酒>乳制品>啤酒>肉制品>葡萄酒，其中乳制品营收仍然比较稳定，排到了第二位。从净利润上来讲，利润增速最快的为乳制品行业，其排序为肉制品>白酒>葡萄酒>乳制品>啤酒。

图 45: 子行业营业总收入 (同比增长率)



数据来源：东北证券

图 46: 子行业净利润 (同比增长率)



数据来源：东北证券

表 5: 各子行业营业收入和利润增速

	营业收入增速					行业净利润增速				
	白酒	啤酒	葡萄酒	肉制品	乳制品	白酒	啤酒	葡萄酒	肉制品	乳制品
2006	0.22	0.20	-0.16	0.20	0.25	0.77	0.31	4.66	0.42	0.14
2007	0.23	0.14	0.31	0.42	0.19	0.77	0.28	-1.83	0.21	-0.53
2008	0.14	0.10	0.16	0.19	0.08	0.35	0.04	-0.15	0.20	-7.77
2009	0.28	0.09	0.11	0.08	0.17	0.40	0.42	1.98	0.37	-1.56
2010	0.36	0.08	0.20	0.28	0.21	0.32	0.26	0.36	0.25	0.50
2011	0.46	0.16	0.19	0.05	0.25	0.60	-0.03	0.05	-0.48	0.70

2012.1-9	0.42	0.10	-0.08	0.10	0.13	0.60	-0.01	0.17	4.09	0.00
----------	------	------	-------	------	------	------	-------	------	------	------

数据来源：东北证券

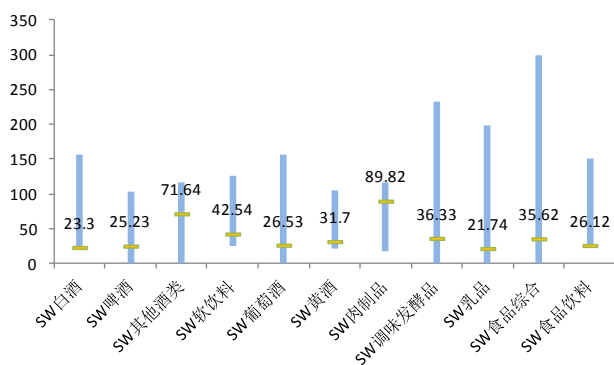
表 6: 行业上市公司前 3 季度业绩增速

业绩增速	业绩增速	业绩增速	业绩增速	业绩增速
*ST 广厦 6039.33	山西汾酒 75.73	泸州老窖 47.12	重庆啤酒 10.19	维维股份 -13.20
通葡股份 937.22	洋河股份 65.58	青青稞酒 45.18	莫高股份 6.81	金枫酒业 -20.18
恒顺醋业 489.17	汤臣倍健 63.78	易食股份 44.88	古越龙山 5.11	梅花集团 -20.99
酒鬼酒 433.29	五粮液 61.92	加加食品 41.35	中炬高新 4.53	黑牛食品 -22.30
兰州黄河 424.46	贵州茅台 58.62	光明乳业 38.52	燕京啤酒 2.83	西藏发展 -25.40
双汇发展 189.93	涪陵榨菜 56.26	克明面业 35.37	三全食品 1.47	珠江啤酒 -28.95
沱牌舍得 170.26	伊力特 51.27	上海梅林 33.33	青岛啤酒 1.11	啤酒花 -35.07
深深宝 A 170.21	古井贡酒 51.25	腾新食品 30.76	伊利股份 -3.66	金字火腿 -35.61
莲花味精 136.50	金种子酒 50.76	煌上煌 30.13	三元股份 -6.09	皇氏乳业 -43.56
南方食品 110.07	双塔食品 50.44	佳隆股份 14.77	张裕 A -7.99	中葡股份 -152.81
老白干酒 98.90	洽洽食品 49.00	承德露露 13.86	好想你 -9.53	惠泉啤酒 -172.77
百润股份 76.85	水井坊 48.98	贝因美 12.92	得利斯 -12.53	星湖科技 -186.75

数据来源：东北证券

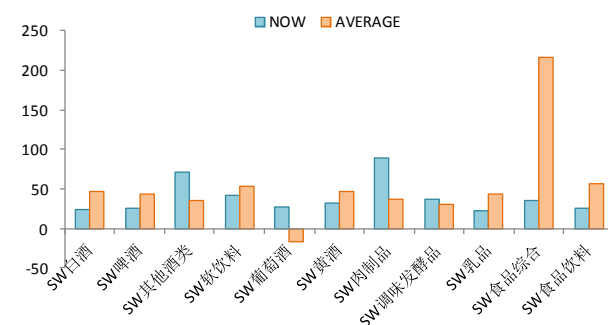
由此项逻辑结合估值我们可以得出的标的物为：通葡股份，恒顺醋业，兰州黄河，双汇发展，沱牌舍得，老白干酒，百润股份等。

图 47: 近 10 年期 PE 极值与现值比较



数据来源：东北证券

图 48: 近 10 年期 PE 极值与现值比较



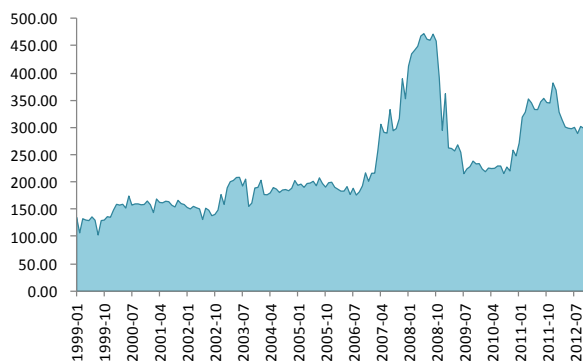
数据来源：东北证券

5.2.2. 国内消费疲软，看好刚需大众消费类公司

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，又往往受到政府限价，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。

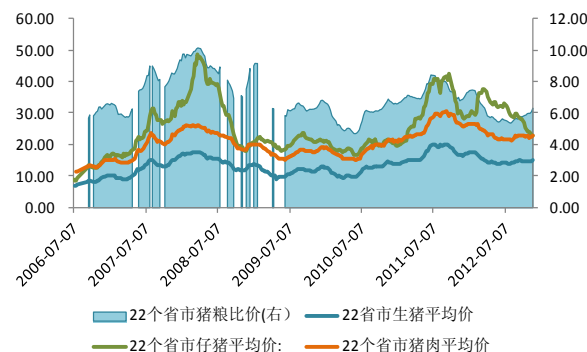
现今成本继续下行预期加强，我们看好以大宗品为原材料的上市公司，如肉制品的上游，啤酒的上游大麦。

图 49: 进口大麦价格开始下行



数据来源：东北证券

图 50: 生猪价格开始下行



数据来源：东北证券

由此项逻辑我们可以得出的标的物为：双汇发展，青岛啤酒，燕京啤酒，三全食品，得利斯等。

5.2.3. 白酒行业景气度下行预期增强，但估值下滑严重，今后有业绩保障类公司

白酒子行业自去年以来，无疑是整个食品饮料板块中业绩增长最为迅速的子行业，去年年报常常有超过 100% 的增长，而去年年度策略报告的投资组合中三只白酒也有两只超过了 100%（酒鬼酒<塑化剂事件，黑天鹅>，沱牌舍得，山西汾酒），且这两只二级市场也给予了积极的配合，最高上涨幅度都在 100% 以上，说明了市场对于高业绩增长类型公司的认可和偏好。但由我们今年年中策略报告中也指出，白酒行业开始存在不小风险，非理性亢奋繁荣背后其实波涛暗涌，SW 白酒指数在今年 7 月 12 日到达最高值，紧接着就开始缓慢梯度下行，和我们对白酒行业的判断惊人一致（当然过程中仍有不少三线白酒创出新高，但不改投资者对行业景气下滑的担忧），而二级市场真正开始觉悟是在 10.19 日左右，这波调整正式确立了投资者对白酒行业担忧的一致预期。有别于大众的认识：行业景气下行，增速下降基本上可以确立，但当公司估值调整到位时，仍然具有投资价值，横向比较业绩增速仍旧很高，建议投资者可适度关注。

由此项逻辑我们可以得出的标的物为：山西汾酒，贵州茅台，五粮液，老白干，沱牌舍得，洋河股份等。

5.2.4. 当前业绩尚不佳，但有业绩反转预期类公司

业绩反转型公司往往具备很好的投资价值，常常也能获得较大的超额收益，但当前的不佳的业绩又往往导致欠佳的走势，但这往往就是很好的投资机会，且风险并不大，建议左侧交易者参与。业绩反转分为刚开始反转和即将开始反转两种类型，开始反转需注意反转的原因与持续性，即将开始反转需判断反转的时点以及原因，而这又往往决定了投资的最佳时机。

由此项逻辑我们可以得出的标的物为：好想你，三全食品，贝因美，得利斯等。

5.2.5. 离食品安全雷区较远的公司类

近几年的食品安全问题越来越受到消费者的重视，而当年的乳制品行业的三鹿“三聚氰胺”事件把安全问题推到了顶峰。乳制品，肉制品行业一直是食品安全黑天鹅事件的重灾区域，这和产品品性当然也有关，但也反映了国内企业对质量问题的把关仍旧不严，因此安全事件频发，投资者也无故“躺着中枪”，近期的白酒塑化剂事件，又将酿酒行业的各种质量门推到了风口浪尖上，不论是早些时间的黄酒 EC 事件，葡萄酒的农药残留，而消费者也对此类黑天鹅事件反应更加成熟理性。在食品饮料行业中并无绝对的无雷区域，从专业角度来讲，排雷顺序应遵循：有了不该有的（无中生有）→多了不能多的（添加过量）→本身就有但不好（类似于烟）→本身尚可但容易与其他类物质反应的。就像当年的衣食住行中的食，首先是吃的饱→吃的味道好→吃的食材好→吃的健康，安全→吃个感觉，面子（精神层面）。我们消费者这几年生活水平提高较快，在饮食上，基本上已经达到要求吃的健康，安全，甚至已经在吃的（精神层面）阶段上了，但食品制造类企业食品安全问题基本上现在还属于初级阶段，有了不该有的（无中生有），多了不该多的（添加过量）阶段。而一旦发生，很多时候又是整个行业性的通病。此处，我们例举曾发生公开报道过安全问题的子行业，乳制品，肉制品，酿酒行业。

我们推荐公司的逻辑，投资者若无专业背景的情况下，很难避免踏雷，现在总结的经验是可以关注更细分子行业中有责任感的龙头公司，而不是一二级的子行业龙头，更细分，有时意味着更专业化，有时也意味着较高的毛利率，主观和客观上不需要为了竞争而添加具有可能造成安全事件的动机。

6. 我们关注的重点公司

6.1. 好想你（002582）

投资要点：

营销模式确有实质性改革，以前是供给小于需求，11 年时进入了买方市场，由生产主导到销售型转变，全国成立了大区，并对大区经理进行每个月的考评。每个月评选省外前 10，绩效排行榜，省内前十，店面及经理。连续倒数第一要剔除，且激励机制到位。

原材料这块，一改去年新疆枣子欠收颓势，不仅今年新疆枣子质量不错，而且价格也有所下降，去年收枣价格也从均价 36 到了 30 块附近，下降近 17%，尤其是枣子质量尚好，对持续粘附旧客户和开发新客户都有不少拉力。

新品开发得力，同时幸福情产品于今年 10 月 10 号左右开始进入商超，产品定位为休闲型食品，客户人群目前锁定为年轻的白领，分为有核和无核两种，终端价格在 38—39 元/260g。目前的试点城市为上海，湖北，郑州，北京。截止当前，共有进大超市 50—60 家左右，欧尚，易买得，家乐福和华联都已上架。

今后将继续扩大直营店的比例，加盟店也是重要组成部分，省外毛利率在 40—50% 左右，部分产品是全国统一价，今后扩大直营店比例后，也有利于价格的统一，目前终端门店在 2100 家左右，今后计划在 18 个月内投资 1 亿自建 267 家以完成布局。

销售地域方面，如今是全国范围中，河南占了 1/2，而省内市场郑州又占了 1/2，也就是说仅仅郑州市场，公司的销售量就有 1/4 左右，说明一个城市如果开发得当，所拥有的需求量将是非常惊人的。同时公司在电商方面也有发展，在天猫和 1 号店都有所涉猎。

饮料新品这块当前发展也还不错，广告费用方面，公司有所加大投入，往年代言人是杨子（家有儿女—小雪）今年还在考虑中，3 季度此块费用有所上升，但先期投入对 4 季度旺季的来临有好处。

盈利预测：

我们预计公司 2012—2014 年 EPS 为：0.77 元，0.98 元和 1.25 元。我们给予“推荐”评级。

风险提示：进商超经营情况低于预期，新品推广不顺利。

财务摘要（百万元）	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	657	785	920	1150	1437
(+/-)%	61.01%	19.44%	17.23%	25.00%	24.96%
归属母公司净利润	94	113	114	145	184
(+/-)%	82.82%	19.53%	0.90%	27.98%	26.93%
每股收益（元）	1.71	1.52	0.77	0.98	1.25
市盈率	26.77	22.39	22.19	17.34	13.66
市净率	9.03	2.11	1.82	1.65	1.47
净资产收益率(%)	33.74%	9.41%	8.21%	9.51%	10.77%
股息收益率(%)	—	0.58%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本（百万股）	55	74	148	148	148

6.2. 三全食品（002216）

投资要点：

公司当前郑州的 15 万吨新增产能也已投入使用，加上郑州原有的 21.66 万吨，现有产能共 36.66 万吨，预计新增的 15 万吨第一年的产能（以 2012.10—2013.10 计）利用率达至为 60—70%之间，因此我们得出郑州总产能在 30.66—32.16 万吨，算上成都的 5 万吨，共计自有产能 36 万吨左右，算上外协产能（以去年 2 万吨计）共有产能 38 万吨，新增有效产能比例为 45%（ $15 \times 0.65 / 21.66$ ）左右，我们判断原有渠道消化其新增产能部分有一定压力，公司表现还是具有一定信心。目前天津方面建产也较为顺利，预计 2013 年 4-5 月份可以投产，太仓方面要比天津方面晚 3 个月左右，即 2013 年 7-8 月份左右开始投产。广州方面继续暂时搁置。到 2013 年年底，公司共计设计产能 57.66 万吨。

公司在金葡菌事件发生后，当前消费者基本已经淡忘，销量影响已经很小，但是经济消费环境不好，因此整体消费上升并不十分明显，公司当前新品储备较为丰富，水饺主打 6 种新品，汤圆主打 2 种新品，产品定位比状元系列更高，为私厨系列，主打北上广深一线城市，锁定高端目标人群。同时餐饮事业部发展比较顺利，经销商合作模式上继续探索，当前直营和经销商占比为 4: 6，结果较原来有所变化，且是趋势。火锅料理发展尚可，全国性，同时也在做批发市场，当前市场占有率为 27%，基本持平（湾仔略有上升，龙凤，思念下滑较为严重，和我们年初判断非常一致）。

业绩上，我们认为公司四季度业绩会有所回升，环比（四季度是旺季）同比（新增产能发挥作用）都有所增长，但全年增长不大，业绩主要看明年，且明年 1 季度可能就有所惊喜。

盈利预测：

我们预计 2012—2014 年 EPS 为 0.70 元, 1.18 元, 1.59 元。13 年合理价格为 23.6-29.5 元，我们给予“谨慎推荐”评级。

风险提示：原有渠道是否能有效消化新增产能，经济下滑影响消费。

财务摘要（百万元）	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1923	2626	2832	4101	4921
(+/-)%	33.15%	36.55%	7.82%	44.81%	20.00%
归属母公司净利润	123	138	140	236	321
(+/-)%	39.07%	11.63%	1.82%	68.43%	35.66%
每股收益（元）	0.66	0.69	0.70	1.18	1.59
市盈率	34.95	31.31	30.75	18.26	13.46
市净率	4.16	2.69	2.47	2.18	1.87
净资产收益率（%）	11.92%	8.59%	8.04%	11.93%	13.93%
股息收益率（%）	0.53%	0.32%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本（百万股）	187	201	201	201	201

6.3. 燕京啤酒（000729）

投资要点：

行业未来发展趋势：从目前行业竞争格局来看，一线品牌和二线品牌的差距将不断加大，集中度也会加快提升。大企业和小企业差距将来会很大，都会有各自的强势区域，且竞争对手较难打破，市场会处于一个平衡的状态。

公司经营情况：燕京的核心市场在北京（市场占有率 85%）、内蒙（75%）、广西（85%），广西市场税前利润 5 个亿左右，北京市场税前利润 5 个亿左右（总部的推广费用都在北京市场核算）。下一步要重点培养中西部市场，包括云南、四川、新疆、贵州等地。

关于放弃金威收购的解释：报价高，远远超过 50 个亿，虽然金威对于燕京在广东市场的布局比较重要，但是不能得不偿失。未来符合战略的收购还会积极去做。

此次增发情况：主要投向近几年新进入的发展比较快的市场，比如四川、新疆、昆明。这三个市场都是发展很快且产能不足的市场，因此是重点项目。此外广东是发展速度最快的市场，内蒙占有率 75%，湖南衡阳占有率 80% 以上，都是重点要站稳的市场，新建项目都是集中在这几个。

关于提价和成本大麦上升：过去燕京啤酒提价都是隔一年一提，一般不会每年都提，但每次幅度都在 10% 以上。今年上半年价格提高了接近 10%，但是是通过结构调整或者部分地区提价实现的。进口大麦占比 60%。今年下半年大麦价格还会上涨，但是动力不足，且燕京 6 月份已经采购了 10 万吨大麦作为储备，因此明年采购压力不会太大。

对于进军饮料行业的考虑：目前只发展九龙斋，九龙斋这个产品很好，是纯熬制的，推出第一年非常受欢迎，但大面积铺开仍有难度。今年是第三年，还是不能操之过急，现在九龙斋不能盈利，未来稳步推进，主要精力还是放在啤酒上。

盈利预测：

我们预计公司 12 年—14 年 EPS 为 0.36 元，0.42 元和 0.49 元。给予公司 13-18 倍 PE，公司的合理股价 4.68 元—6.48 元。我们给予公司“谨慎推荐”评级。

风险提示：大麦价格继续大幅提高，行业整合低于预期。

财务摘要（百万元）	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	10298	12137	13760	15981	17996
(+/-)%	8.52%	17.85%	13.37%	16.14%	12.61%
归属母公司净利润	770	817	904	1066	1231
(+/-)%	22.69%	6.15%	10.66%	17.83%	15.51%
每股收益（元）	0.64	0.68	0.36	0.42	0.49
市盈率	16.61	15.65	14.14	12.00	10.39
市净率	1.56	1.46	1.22	1.11	1.00
净资产收益率（%）	9.42%	9.34%	8.66%	9.26%	9.66%
股息收益率（%）	1.05%	1.56%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本（百万股）	1210	1210	2523	2523	2523

6.4. 承德露露 (000848)

投资要点:

公司基本情况: 公司以生产露露系列天然饮料为主业, 近几年又开发出核桃露, 花生露等植物蛋白类饮品, 同时也有向其他类型饮料进军的趋势。

公司目前的 2 大瓶颈: 产能瓶颈和原材料供应瓶颈。

公司目前的产能: 公司目前拥有 28-29 万吨产能, 淡旺季明显, 旺季 (冬季) 供不应求, 而淡季又有闲置产能。产能主要分布在郑州、承德、廊坊、北京等地。郑州产能 6 万吨今年 10 月份能投产, 2-3 年内原有渠道能消化这新增产能, 每年消化 2 万吨左右。

原材料: 原材料杏仁价格波动对杏仁露影响不大, 杏仁占比 25% 左右, 马口铁占比 38% 左右, 人工和能源占比 37% 左右。原材料价格上涨, 公司可通过提价来实现转移。且公司近几年也均有提价行为。但是不得不指出的是, 野生杏仁近几年采摘量越来越少, 今后公司可能只有提高收购价格才能满足产能需求。因此原材料的供应瓶颈主要出在供应上, 而非价格。

公司销售区域: 公司产品除了在季节上有明显的淡旺季之外, 在销售区域上也有明显的区分, 销售的强势区域在北方, 北京, 天津河北等地。在南方区域收入则较少。

公司股东情况: 2010 年时, 万向实现对董事会的控制, 成为了第一大股东。而 2013 年管理层将要换届, 但过程较为稳定。行业情况: 植物蛋白饮料这几年发展还是比较迅速的, 同时也符合当代人的健康消费的理念。在饮料中的比重近几年也在不断加大。

盈利预测:

我们预计公司 12—14 年 EPS 为: 0.65 元, 0.77 元和 0.88 元。给予公司 12 年 25—30 倍 PE, 其合理价格区间为 16.25—19.5 元。给予公司“谨慎推荐”评级。

风险提示: 13 年换届时出现的领导层对公司发展思路的不统一以及近几年饮料市场新品的不断出新, 会对传统强势饮料品种进行部分量的替代。

财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1816	1937	2192	2567	2923
(+/-)%	36.71%	6.65%	13.15%	17.11%	13.87%
归属母公司净利润	178	193	238	280	319
(+/-)%	28.68%	8.38%	22.90%	17.89%	13.97%
每股收益 (元)	0.59	0.53	0.65	0.77	0.88
市盈率	36.98	34.12	27.77	23.55	20.66
市净率	8.84	8.71	6.63	5.18	4.14
净资产收益率 (%)	23.91%	25.54%	23.89%	21.97%	20.03%
股息收益率 (%)	2.33%	3.54%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	304	365	365	365	365

7. 重点公司业绩预测

表 10: 重点公司业绩预测 (截至 2012.6.15)

证券 代码	证券简称	总市值 (亿元)	收盘价 (6.15)	12EPS (元)	13EPS (元)	14EPS (元)	12PE (TTM)	PB	评级
000799	酒鬼酒	101.44	31.22	1.87	2.52	3.27	17.95	5.54	中性
002582	好想你	20.75	14.06	0.77	0.98	1.25	19.75	1.67	推荐
002216	三全食品	40.03	19.91	0.70	1.18	1.59	28.77	2.39	谨慎推荐
000848	承德露露	48.58	12.10	0.65	0.77	0.88	22.74	6.56	谨慎推荐
000729	燕京啤酒	126.63	5.02	0.36	0.42	0.49	15.09	1.27	谨慎推荐
600559	老白干酒	44.17	31.55	1.02	1.49	2.03	33.25	7.50	谨慎推荐
002570	贝因美	76.60	17.98	1.16	1.41	1.68	16.24	2.40	谨慎推荐
002515	金字火腿	16.31	11.38	0.28	0.34	0.44	45.48	1.96	推荐
002330	得利斯	22.01	8.77	0.21	0.29	0.38	54.09	1.71	推荐
000858	五粮液	1031.36	27.17	2.43	3.12	3.93	11.28	3.56	谨慎推荐
600809	山西汾酒	320.88	37.06	1.55	2.24	2.96	24.38	9.26	推荐
002568	百润股份	19.63	12.27	0.49	0.67	0.88	27.25	3.17	推荐
600059	古越龙山	66.98	10.55	0.32	0.40	0.52	37.89	2.84	谨慎推荐
000895	双汇发展	605.16	55.00	2.80	3.60	4.53	25.37	5.66	谨慎推荐
600597	光明乳业	106.46	8.69	0.26	0.34	0.44	35.53	2.70	谨慎推荐

数据来源: 东北证券

8. 风险提示

8.1. 酿酒板块: 2013 年行业估值较高

8.2. 大众消费品: 原材料成本下降速度低于预期

8.3. 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

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中所涉及的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	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%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-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。
行业 投资 评级 说明	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。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760