

乳制品行业现霸气，白酒机会在估值

——食品饮料行业月报

报告摘要：

市场表现：年初至今，食品饮料板块由于白酒子板块的拖累以及市场预期热点并不在此板块上，在跌幅版上名列前茅，年初至今涨幅为-3.17%，是所有一级行业中唯一两个下跌的行业，其中子行业白酒下跌幅度最大，为-13.22%。本月(2.1-2.28)食品饮料板块有所反弹，涨幅为 2.72%，同期沪深300 为-1.83%。

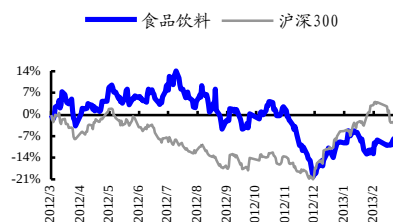
白酒行业继续下跌，成为食品饮料板块子行业中唯一下跌的子行业，政策面上三公，反腐，军队禁酒影响在继续，行业自身发展规律也在景气高位，市场担忧在持续。但低端三线白酒由于前期下跌较多，有些反弹。当前市场茅台一批价已经在 1100 左右，而五粮液在 680 附近，继续下行空间有，但不大，从估值上讲，一线白酒在 10 倍左右 PE 附近安全边际已经很高，茅台 12 倍，五粮液 10 倍几乎就已经是很好的右侧介入机会。从政策和行业本身角度来讲，三线白酒是对冲结果的产物，行业自身发展规律与政策的对冲，由于 11，12 年的高增长，高基数，13 年继续保持很高的增长速度会很难，但从政策角度出发，低端白酒受影响又是最少，甚至还有微量收益，所以三线白酒是个对冲的产物。具体最终结果还得看政策执行的力度。

而去年底我们十分看好的乳制品行业，(见 12 月 28 日发布的贝因美深度报告)从年初至今短短时间涨幅已经超过 40%，虽然我们仍然继续看好乳制品行业，认为乳制品仍旧是长牛的黄金行业，但中短期仍旧有调整的风险，而长期非常看好，是所有食品饮料子行业中最看好的子行业。

投资建议：整体食品饮料行业当前显示出很好的防御性，当市场并不很乐观时，建议重点关注，行业内当前白酒行业机会在于 2 点，一是估值，低估值下出现投资机会，二是业绩与市场预期差，出现预期差则出现相应机会。继续看好乳制品，以及一些业绩增速稳定有保障的小品类龙头公司。

风险提示：宏观经济低于预期，消费受阻，食品安全类。

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	1.75%	5.91%	-9.30%
相对收益	4.47%	-18.82%	-10.65%

重点公司

投资评级

相关报告

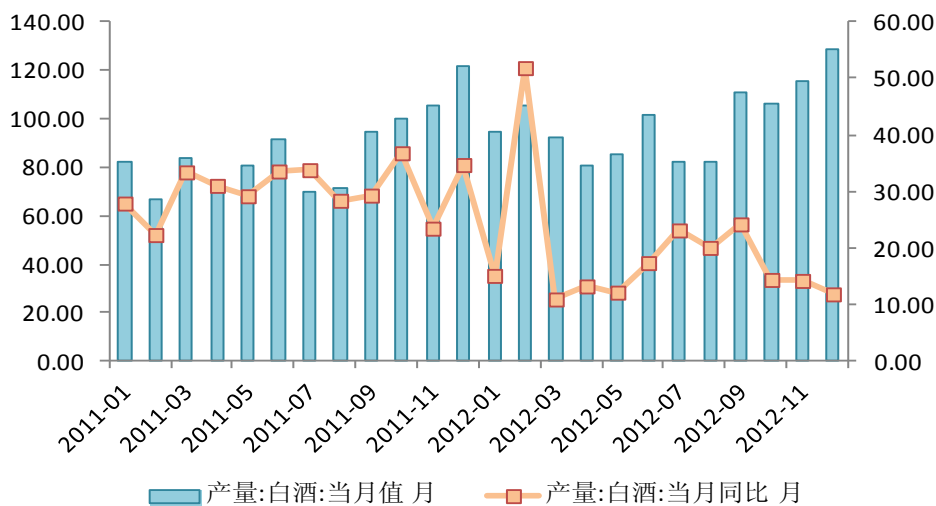
证券分析师：朱承亮

执业证书编号：S0550511110003

(021)20361133 zhuc@nesc.cn

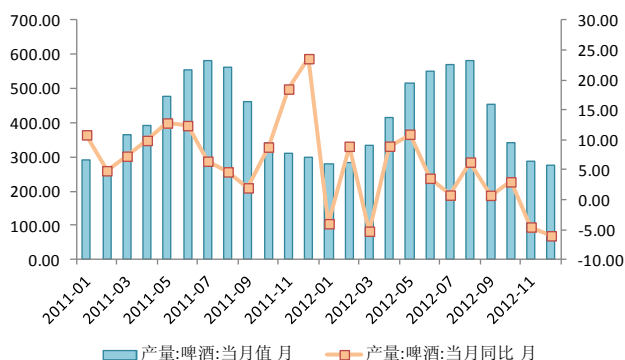
1. 量部分

图 1: 白酒当月产量及同比



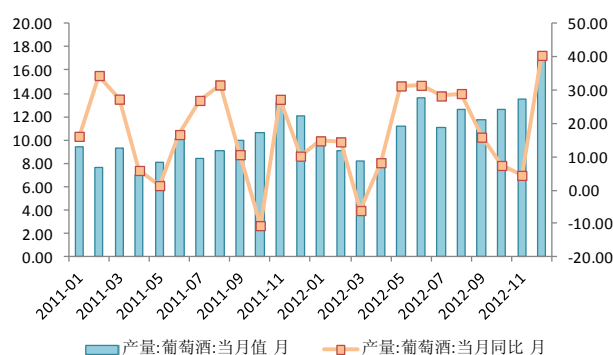
数据来源：东北证券，Wind

图 2: 啤酒当月产量及同比



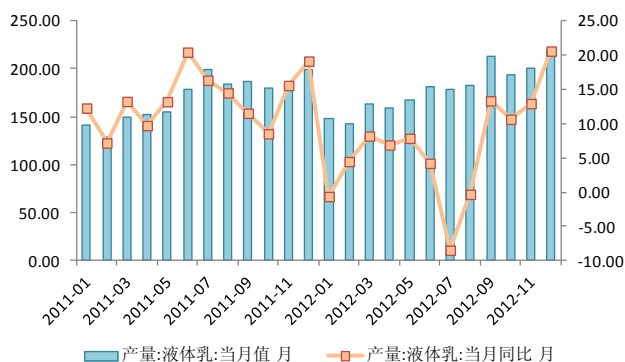
数据来源：东北证券

图 3: 葡萄酒当月产量及同比



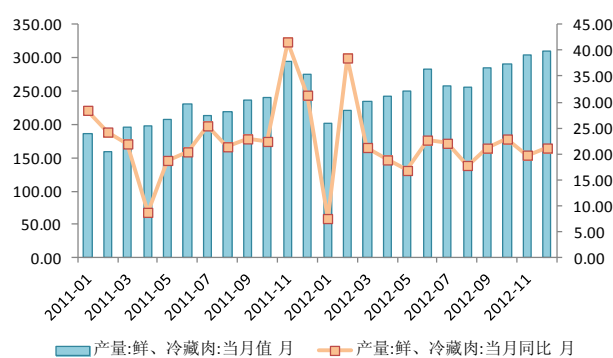
数据来源：东北证券

图 4: 乳制品当月产量及同比



数据来源：东北证券

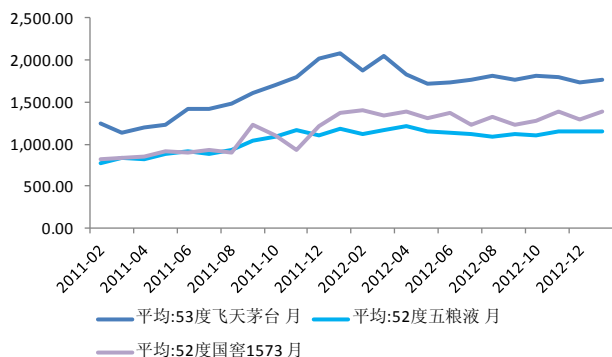
图 5: 肉类当月产量及同比



数据来源：东北证券

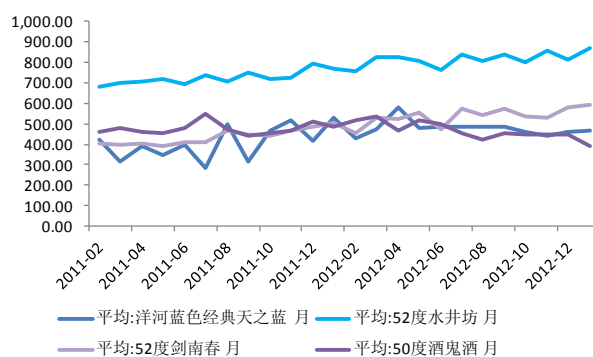
2. 价格部分

图 6: 高端白酒市场价



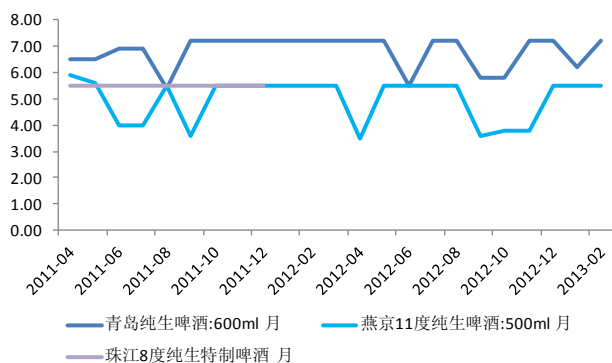
数据来源: 东北证券

图 7: 中高端白酒市场价



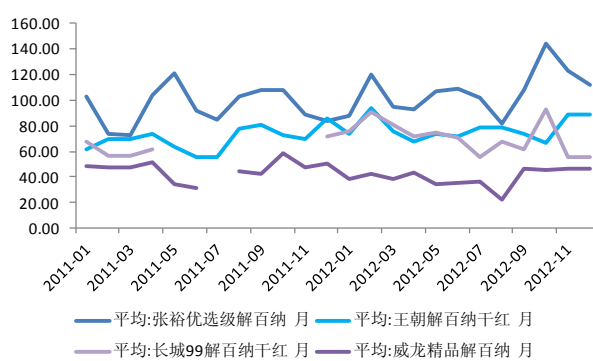
数据来源: 东北证券

图 8: 啤酒市场价



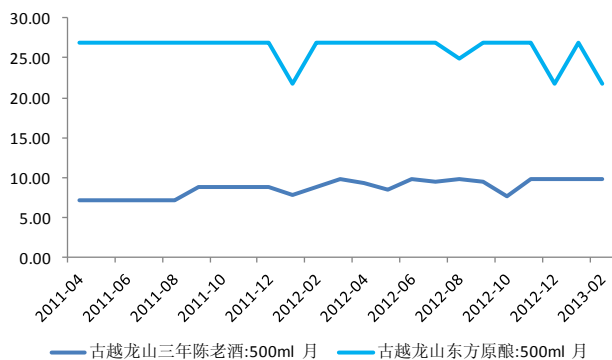
数据来源: 东北证券

图 9: 主流葡萄酒市场价



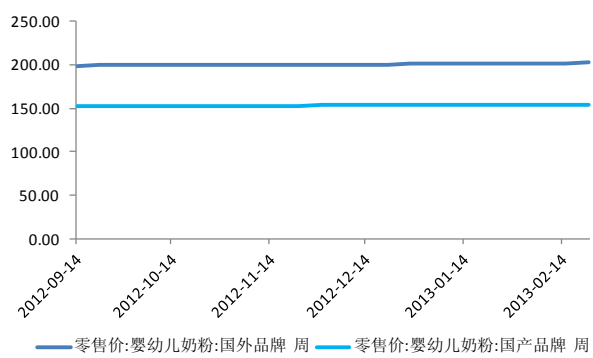
数据来源: 东北证券

图 10: 黄酒价格



数据来源: 东北证券

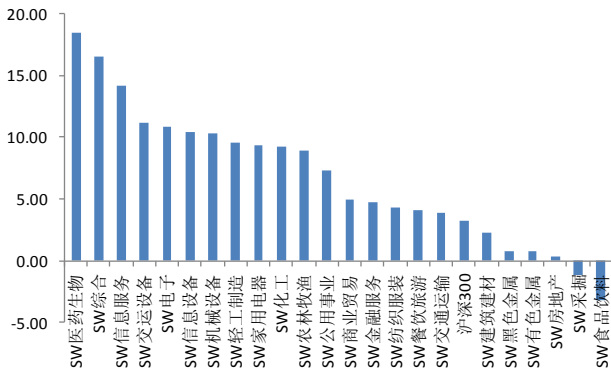
图 11: 奶粉市场价格



数据来源: 东北证券

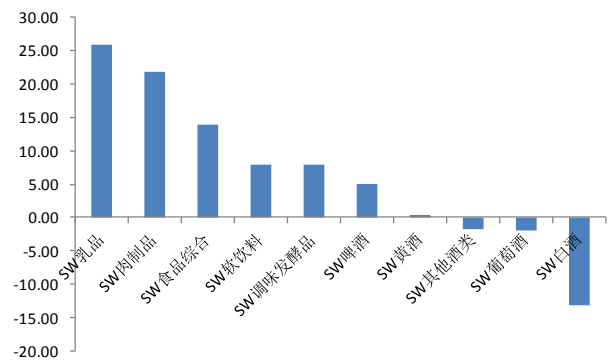
3. 行业市场表现

图 12: 各板块表现 (年初至 2.28)



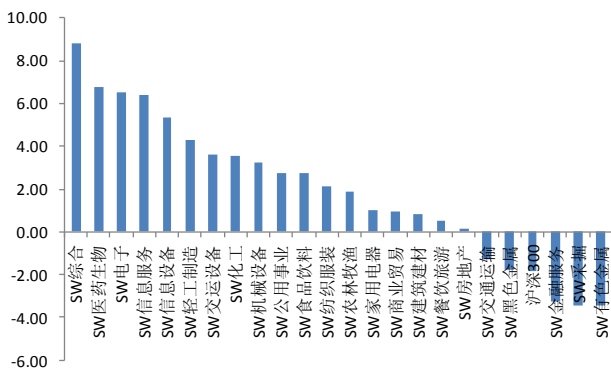
数据来源: 东北证券

图 13: 各子板块表现 (年初至 2.28)



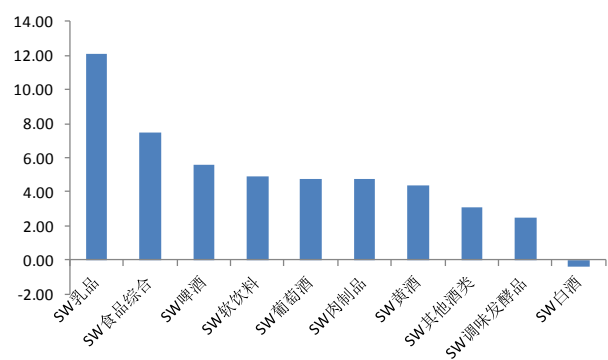
数据来源: 东北证券

图 14: 各板块表现 (月初至 2.28)



数据来源: 东北证券

图 15: 各子板块表现 (月初至 2.28)



数据来源: 东北证券

4. 公司市场表现

表 1: 年初至 2.28 公司表现

公司	涨幅前十 (%)	备注	公司	跌幅前十	备注
恒顺醋业	55.3231		西藏发展	-8.6626	
贝因美	42.1649		三元股份	-8.9259	
中炬高新	34.7826	我们年底前推荐	水井坊	-9.2927	
光明乳业	31.0275	的贝因美 (深度	泸州老窖	-10.3107	正如我们预计的
南方食品	30.5328	报告) 涨幅位列	酒鬼酒	-11.3415	那样, 白酒几乎
得利斯	27.6730	第二, 如重点推	沱牌舍得	-11.4891	呈现倾斜式下
皇氏乳业	27.6414	荐的乳制品行业	山西汾酒	-11.8579	跌。
三全食品	25.4451	基本都在前十。	五粮液	-13.4254	
伊利股份	25.4322		洋河股份	-15.6046	
双汇发展	23.4888		贵州茅台	-16.2760	

数据来源：东北证券

表 2：月初至 2.28 公司表现

公司	涨幅前十(%)	备注	公司	跌幅前十	备注
光明乳业	28.8000	乳制品 2 月份仍旧强势，但是需要指出的是，乳制品虽然是长牛黄金行业，但是短期大涨仍有调整风险。	莲花味精	-1.8750	
恒顺醋业	28.1869		加加食品	-2.0706	
南方食品	21.9139		贵州茅台	-2.1800	
皇氏乳业	18.8867		易食股份	-2.8986	
洽洽食品	17.3199		沱牌舍得	-3.0787	
贝因美	16.0444		梅花集团	-3.1250	
黑牛食品	14.1869		深深宝 A	-3.4118	
金种子酒	14.0861		五粮液	-4.1569	
上海梅林	13.7931		西藏发展	-7.1097	
中炬高新	13.5531		双塔食品	-7.7640	

数据来源：东北证券

5. 公司市场表现

5.1. 香港执行最严“限奶令” 内地婴儿面临“断”港奶

香港，长期以来是内地年轻家长们热衷于“淘宝”的进口奶粉集散地，可是，从今天起，自由贸易港的大门将对大陆“拖粉军”关闭了。香港《2013 年进出口(一般)(修订)规例》22 日刊登宪报，建议规定除非获特区政府工业贸易署发出许可证，否则禁止从香港输出供 36 个月以下婴幼儿食用包括奶粉或豆奶粉的配方粉，规例 27 日交立法会，3 月 1 日生效。

这场在大陆父母与香港父母之间发生的跨境抢奶与护奶大战由来已久，近半年来，可以携带出境的香港奶粉数量不断收窄，从原来的一箱箱托运，变成马上就要实行的“一次两罐”。

5.2. 光明鲜奶合格率仅为 70.42% 近三成鲜奶不合格上黑榜

近日，宁波市药监局向社会通报了 2012 年下半年宁波市乳制品抽检结果，抽检的 201 批次的鲜奶合格率仅为 68.66%，但未具体通报不合格企业名单。巧合的是，此前，宁波某论坛上亦出现了一份盖有宁波市食品安全委员会公章的《关于 2012 年宁波市乳制品评价性抽检结果的通报》，显示鲜奶合格率同样为 68.66%，其中，光明鲜奶的合格率仅为 70.42%，近三成鲜奶不合格的原因主要为 β -内酰胺酶阳性以及大肠菌群超标。

根据该论坛网友提供的不合格鲜奶汇总表，浙江省杭江牛奶公司乳品厂生产的光明优倍高品质鲜牛奶(500ml/盒)存在大肠菌群超标，该厂生产的光明鲜牛奶(200ml/盒) β -内酰胺酶阳性，而上海乳品四厂有限公司生产的“光明”鲜牛奶(220ml/瓶，家庭订购)，则两项指标均不合格。

5.3. “马肉丑闻”波及欧洲 16 国 元凶已锁定欧民众“很受伤”

在刚刚过去的一个星期，欧洲人谈论最多的就是‘马肉丑闻’。经过几番发酵，法国相关部门最终将风波的元凶锁定为法国西南部的一家肉类加工公司。而分析认为，水落石出恐怕也很难安慰‘很受伤’的欧洲民众。

法国消费者事务部长伯努瓦-阿蒙日前公布了产品监督机构竞争、消费者事务与反欺诈总局下设反欺诈办公室的一项调查结果，把‘马肉风波’的大部分责任归咎于法国西南部卡斯泰尔诺达里一家名为斯潘盖罗的肉类加工公司。

阿蒙说，不少企业需要为‘马肉风波’负责任，但这家法国肉类加工公司责任最大。调查结果显示，斯潘盖罗公司在 6 个月内把 750 吨马肉贴上牛肉标签出售，其中 500 吨出售给一家名为可米吉尔的法国公司。可米吉尔公司在卢森堡的工厂用这批马肉生产了 450 万份速冻肉食品，出售给 16 个欧洲国家的 28 家企业。

5.4. 新西兰全面检测结果显示乳制品不含双氰胺

据了解，新西兰与乳制品行业的协作对主要乳制品企业的约 2000 份样本进行了检测。检测特别针对去年新西兰春季期间，从全国不到 5% 的使用了双氰胺的牧场采集的牛奶生产的乳制品。当局表示，如之前预期，在很多企业已经进入供应链的乳制品中发现了微量双氰胺。但没有食品安全风险，即所有检出的含量远远低于欧盟的双氰胺日摄入量。

备受中国消费者关注的新西兰乳制品双氰胺风波上周末又传来最新消息，据新西兰负责食品安全的初级产业部发布的全面检测结果，去年 11 月中以后从新西兰牧场采集的牛奶不含任何双氰胺，而此前所有检出的含量远远低于欧盟的双氰胺日摄入量。

5.5. 白酒营销：年终压“祸”的游戏

年终总是白酒销售最旺盛的时节。每到白酒企业年终盘点时，各白酒企业的工作重点都从淡季做市场围绕铺货率、生动化、价格体系、客情等基础指标考核转向旺季做销量销售额、回款额、应收账款等指标开始进行考核，于是围绕销售额销售部开始发出一道一道的考核指令，考核指标也层出不穷，然而最让销售人员和经销商头疼的指标是年终的回款额，毕竟一年的辛苦全指望年底，如果回款情况不好对于销售人员来说年终奖金泡汤不说，弄不好一年下来功劳苦劳全都是零，能否保住来年的职位都很难说。对于经销商来说完不成任务不要说年终奖励了，合同上年度返利都拿不到，还要扣保证金，搞不好厂家很有可能过河拆桥，自己辛辛苦苦打下的江山将要改朝换代。因而针对年终的回款销售人员和经销商也是绞尽脑汁，使出浑身解数，来实现年终的回款任务和争取更多的超额奖励。由于能力不相同，市场情况不同，方法各不相同。于是破坏性压货和虚假压货花样百出。

5.6. 白酒工业用不锈钢薄壁容器及管道的安全性控制

经过 10 多年的快速发展，普瑞特公司已经成为中国最大最先进的不锈钢薄壁容器及各类成品罐制造企业，产品涵盖了食品、医药、造纸、压力容器等领域，行业领先，技术先进，并负责起草、制订了国家《食品工业用不锈钢薄壁容器》行业标准，产品已在茅台、郎酒、洋河、景芝、金六福、酒鬼酒、稻花香、枝江等众多著名文章来源华夏酒报白酒企业应用，制造各类贮罐、勾兑罐、调配罐等 53000 多台。作为一个长期为酿酒、饮料、乳制品和农产品深加工等食品相关行业服务的机械制造企业，公司深知不锈钢容器与食品介质直接接触，其卫生安全与食品安全密切相关，因此在国内率先推出了食品级不锈钢薄壁容器，在促进行业发展的同时，受到客户的广泛好评。

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