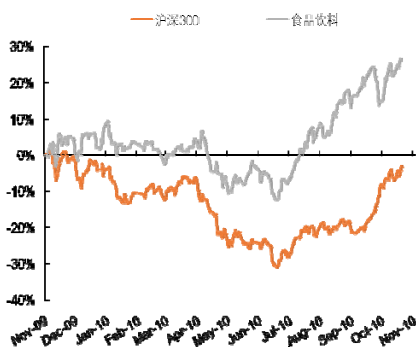


食品饮料行业2011年度投资策略

超配格局不改，维持“强烈推荐”

强烈推荐 (维持)

行情走势图



相关研究报告

《食品饮料行业策略月报(2010年11月): 白马踩节奏, 黑马挖个股》, 2010年11月1日
 《食品饮料行业月报(2010年10月)- 牛市, 食品饮料股价无忧》, 2010年10月7日
 《食品饮料2010年中报小结- 上半年业绩喜人, 九月投资三思路》, 2010年8月31日
 《食品饮料行业季报(2010Q3)- 遥望均贫富, 近忧成本升》, 2010年7月8日

研究员

文献 CFA 食品饮料高级研究员
 S1060209040123
 0755-22627143
 wenxian001@pingan.com.cn
丁芸洁 联络人
 S1060110040054
 0755-22625697
 dingyunjie640@pingan.com

- **2011年食品饮料超配格局不会变。**理由：消费升级加消费垄断推动的行业利润率上升过程仍未结束；需求中长期持续增长预期明确；估值合理，我们预计重点跟踪食品饮料公司2011年净利润同比增长24%，以11月18日收盘价计算，整体PE仅25.7倍，估值有吸引力。维持对行业强烈推荐的评级。
- **高端白酒：进可攻，退可守。**我们预计 2011 年行业营收、净利增长 21%和 30%，2011 年 25 倍 PE 估值便宜。首推贵州茅台，关注泸州老窖。
- **非高端白酒：成长性仍有吸引力，但需精选个股。**我们预计行业净利增速能达到 40%，但靠 PE 上升获得回报已难，且需根据企业发展阶段选择投资策略。酒鬼有适当投机的机会；汾酒持续成长性佳，仍是战略性增仓品种；投资者仍可享受古井贡和洋河净利高速增长，但需紧密跟踪其业务发展何时出现转折点；对沱牌、老白干，则建议投资者深入挖掘信息，等待改革的惊喜一刻。
- **葡萄酒：张裕回调就是买入良机。**公司品牌和营销优势仍将保持，是分享中国葡萄酒行业持续快速成长的最好标的。
- **啤酒：逢低吸纳。**行业集中度近几年正快速提升，利润率仍有翻倍空间，长期来看龙头公司当前估值便宜，青岛和燕京建议逢低吸纳。
- **黄酒：关注古越龙山产品升级的效果。**如消费者接受效果好，行业投资价值将倍增。
- **肉制品：行业正经历传统产业的现代化，行业天然具有高集中度属性，双汇仍是最好的投资标的。**
- **乳制品：2011 年仍会面临原奶价格上升带来的成本压力，但规模效应和集中度提高有利于推动利润率逐步提升。**

股票名称	股票代码	股票价格 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)			评级
		11月18日	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	
双汇发展	000895	49.48	1.50	1.83	2.19	32.9	27.0	22.6	强烈推荐
山西汾酒	600809	75.04	0.82	1.25	1.85	91.5	60.3	40.6	强烈推荐
张裕 A	000869	105.90	2.14	2.60	3.26	49.5	40.7	32.5	强烈推荐
张裕 B	200869	84.62	2.14	2.60	3.26	39.6	32.5	25.9	
贵州茅台	600519	169.49	4.57	5.75	7.21	37.1	29.5	23.5	强烈推荐
五粮液	000858	36.01	0.85	1.20	1.54	42.1	29.9	23.3	推荐
泸州老窖	000568	41.60	1.20	1.45	1.65	34.7	28.7	25.3	推荐
青岛啤酒	600600	34.87	0.93	1.20	1.44	37.6	29.0	24.2	推荐
燕京啤酒	000729	19.08	0.52	0.60	0.68	36.8	31.6	28.0	中性
伊利股份	600887	39.74	0.81	0.94	1.13	49.0	42.4	35.3	推荐
均值						45.1	35.2	28.1	

正文目录

一、2011 年食品饮料超配格局不变	3
二、子行业投资看点各有不同	3
1. 高端白酒——进可攻、退可守的好品种	3
2. 非高端白酒——成长性仍有吸引力，但需精选个股	4
3. 葡萄酒——张裕回调就是买入良机	7
4. 啤酒——长期估值便宜，建议逢低吸纳	8
5. 黄酒——行业活力在增强	9
6. 肉制品——双汇仍是最佳投资标的	11
7. 乳制品——短期成本压力仍大，中期利润率提升可期	13

一、2011 年食品饮料超配格局不变

2011 年食品饮料超配格局不会变。展望 2011 年，我们认为食品饮料行业超配的总体思路不会变。主要理由包括：消费升级加消费垄断推动的行业利润率上升过程仍未结束；经济转型背景下需求中长期持续增长预期明确；估值合理，我们预计跟踪重点食品饮料公司 2011 年净利润同比增长 24%，以 11 月 17 日收盘价计算的整体 PE 仅为 25.5 倍，估值有吸力。我们维持对行业强烈推荐的评级。

子行业方面：2011 年，我们认为估值便宜加上净利增速预期稳定，高端白酒进可攻，退可守；非高端白酒整体净利增速仍能达到 40%，但靠 PE 上升获得回报已难，且需根据企业发展阶段选择投资策略；葡萄酒行业中张裕仍是最佳投资标的，回调就是买入良机；啤酒行业集中度近几年正快速提升，利润率仍有翻倍空间，长期来看龙头公司当前估值便宜，建议逢低吸纳；黄酒行业建议关注古越龙山产品升级的效果，如消费者接受效果好，行业投资价值将倍增；肉制品行业正经历传统产业的现代化，行业天然具有高集中度属性，双汇仍是最好的投资标的；乳制品 2011 年仍会面临原奶价格上升带来的成本压力，但规模效应和集中度提高有利于推动利润率逐步提升。

二、子行业投资看点各有不同

1. 高端白酒——进可攻、退可守的好品种

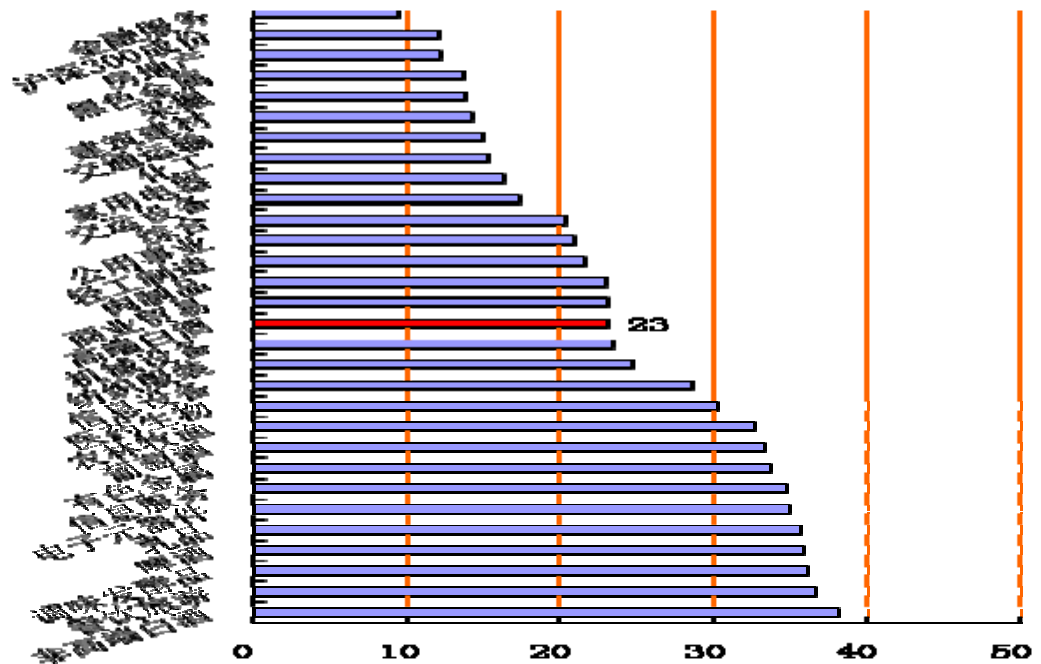
预计量价齐升推动 2011 年行业营收和净利分别增长 21%和 30%。人均收入上升和 CPI 上涨背景下，我们合理预期高端白酒均价上升 10%，总体销量增长 10%，三因素可共同推动高档白酒行业营收 2011 年增长约 21%。按毛利率 85%、营业税金比率 13%、销售和管理费用率 10%、所得税率 25%、销售净利率 45%估算，净利增速能达到 30%。

预计茅台和五粮液出货量增速略低于行业，其他企业增长有空间。当前，我们将零售价 500 元以上白酒定性为高端白酒，主要供给者是茅台、五粮液、泸州老窖和水井坊，汾酒、洋河、郎酒、剑南春、沱牌、酒鬼等也有提供部分供给。这些企业中，我们估计，茅台、五粮液 2010 年销量分别约为 11000 和 12000 吨，泸州老窖 1573 约 3000 吨，水井坊接近 2000 吨，其余几家企业多在 1500 吨以下。高端白酒的市场容量增速有限，故茅台和五粮液两巨头的出货量对行业生态影响较大。考虑要维持价格坚挺和消费者口味的多元化，我们认为 2011 年，茅台和五粮液的出货量增速更可能略低于行业，其他企业有更快速增长的机会。其中，我们看好汾酒“青花瓷”、洋河“梦之蓝”的增长，“1573 中国品味”也值得重点跟踪。

2011 年 25 倍 PE 进可攻，退可守。若市场稳定，至 2011 年底当年 PE 可升至约 30 倍，20%回报率可期；若市场继续高歌猛进，估计届时 PE 可能进一步抬高；若市场转向，高端白酒净利年均 20%持续增长前景足以支持 25 倍 PE。从估值角度，高端白酒可谓进可攻退可守。

图表 1 WIND预计高端白酒2011年PE处于市场中游

单位：倍



备注：高端白酒包括茅台、五粮液、泸州老窖和水井坊；PE取WIND2011年预测值。股价取2010年11月18日。

资料来源：平安证券研究所、Wind

茅台仍是我们的首选，泸州老窖有调整加速迹象，也许是 2011 年的看点。2010 年前三季度，茅台业绩连续低于预期，影响了股价，但实际业务发展良好，出厂价与市场零售价差进一步拉大，我们看好其 2011 年净利增速，管理层调控业绩的压力也在明显增大；**五粮液仍有管理层动机做支撑**；老窖在三季报释放了积极信号，且根据我们的了解，总经理张良主抓营销后，推动了产品结构和组织模式的创新，这些举措可能带动公司 2011 年业务发展超预期。

图表 2 2011年25倍PE进可攻退可守

A 股简称	投资评级	股价（元）	市值 ¥ bn	每股收益			市盈率			净利增速 11E - 12E	PEG 10PE
		11/18		10E	11E	12E	10E	11E	12E		
贵州茅台	强烈推荐	169.49	160	5.75	7.21	8.58	29.5	23.5	19.8	22.1%	1.3
五粮液	推荐	36.01	137	1.20	1.54	1.81	29.9	23.3	19.9	22.7%	1.3
泸州老窖	推荐	41.60	58	1.45	1.65	1.96	28.7	25.3	21.2	16.4%	1.8
水井坊	-	23.25	11	0.79	0.88	1.07	29.4	26.4	21.7	16.5%	1.8
均值							29.4	24.6	20.6	19.4%	1.5

备注：高端白酒包括茅台、五粮液、泸州老窖和水井坊；PE取TTM。股价取值时间为2010年11月18日。

资料来源：平安证券研究所、Wind

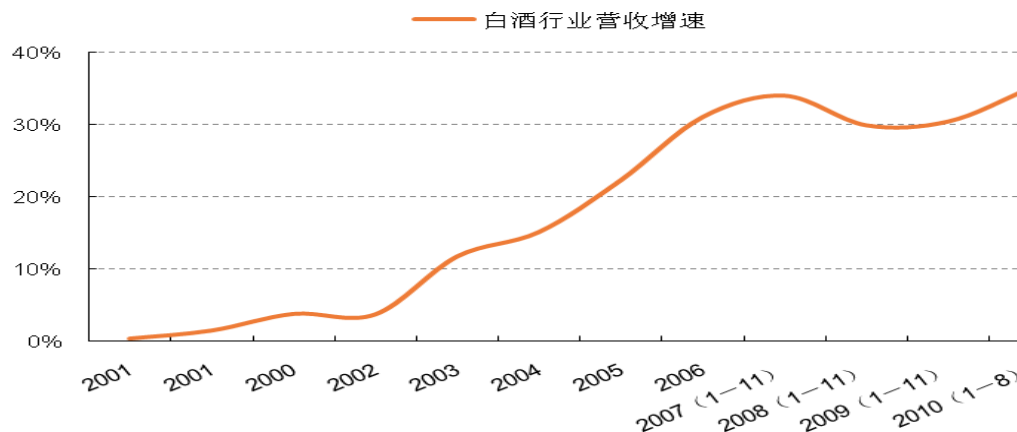
2. 非高端白酒——成长性仍有吸引力，但需精选个股

预计 2011 年行业收入增速仍能达到 30%。尽管统计公布的产量增速在 30%附近，但业内人士普遍认为，近几年白酒行业约 30%的营收增长主要靠产品均价上升，这又分为两个方面，一是整体白酒

价格在上升，二是销售的白酒中高价格产品占比在上升。在 CPI 高企和消费升级趋势下，结合行业调研，我们认为，2011 年白酒行业仍可能延续 30% 的营收增速。

集中度提高加大个股机会。均价上升带来两方面影响，一是产品价格上升后品牌效应更突出；二是价格上升提高了白酒企业操作的空间。在这个过程中，具备品牌优势，且顺应行业趋势做出变革的企业获得了更高的市场份额，起作用的因素包括：品牌基础、销售模式和组织模式创新、产品是否贴近需求、产业链利润结构。受益于行业增长加集中度提升，非高端白酒成为寻找快速增长黑马的好地方。

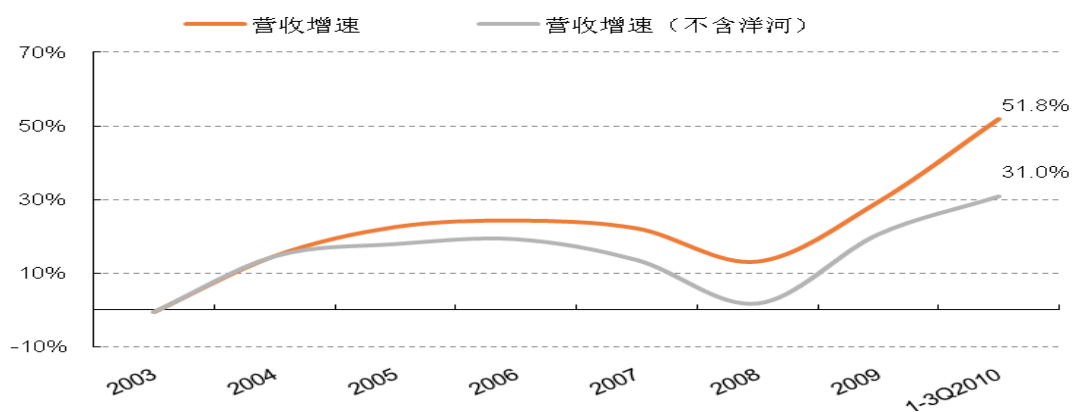
图表 3 白酒行业过去几年营收增速保持在 30% 的水平



备注：规模以上企业营收增速。

资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 4 上市非高端白酒企业营收增速在加快



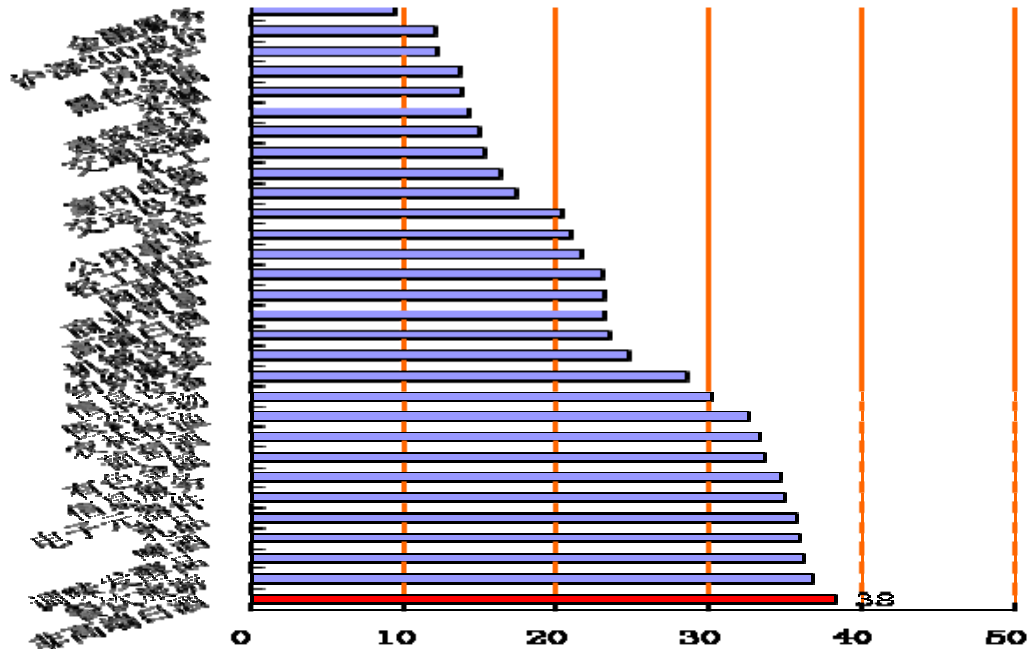
备注：非高端白酒包括洋河、汾酒、古井、伊力特、沱牌、酒鬼、老白干和金种子。

资料来源：平安证券研究所、Wind

高 PE 投资逻辑 2011 年仍可能延续，但 PE 增长空间有限。2009 和 2010 年前 3 季度，8 家非高端白酒上市公司净利增速分别达到 62% 和 66%，剔除洋河后，其余七家公司净利增速仍分别达到 52% 和 60%。净利高增长支持了 PE 持续走高，EPS 和 PE 一同上涨也在 2009 和 2010 年造就了不少牛股。展望 2011，非高端白酒预测 PE 为 38 倍，领先于市场上其他行业。我们认为，受益于非高端白酒行业增长和行业集中度提升，非高端白酒企业净利高增长仍会延续，故此高 PE 格局应能得到维

持，股价上升则主要受 EPS 增长推动。当然，由于 PE 已较高，非高端白酒继续从 PE 上升中受益的可能性较小。

图表 5 非高端白酒2011年PE达38倍，领先市场



备注：非高端白酒包括洋河、汾酒、古井、伊力特、沱牌、酒鬼、老白干和金种子；PE取WIND2011年预测值，股价取2010年11月18日。

资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 6 2011—2012年EPS年均增约40%

A 股简称	投资评级	股价（元）	市值 ¥ bn	每股收益			市盈率			净利增速 11E – 12E	PEG 10PE
		11/18		10E	11E	12E	10E	11E	12E		
山西汾酒	强烈推荐	75.04	32.5	1.25	1.85	2.63	60.3	40.6	28.6	45.2%	1.3
洋河股份	-	231.00	104.0	4.65	6.90	9.02	49.7	33.5	25.6	39.3%	1.3
沱牌曲酒	-	19.99	6.7	0.21	0.30	0.42	96.3	67.4	47.8	41.9%	2.3
伊力特	-	16.13	7.1	0.33	0.53	0.61	49.1	30.4	26.3	36.6%	1.3
古井贡酒	-	77.67	18.3	1.13	1.72	2.36	68.9	45.2	32.9	44.6%	1.5
古井贡 B	-	39.15	9.0	1.13	1.72	2.36	34.7	22.8	16.6	44.6%	0.8
酒鬼酒	-	20.05	6.1	0.31	0.36	0.51	64.6	55.6	39.6	27.8%	2.3
老白干酒	-	39.87	5.6								
金种子酒	-	14.68	7.7								
均值							60.5	42.2	31.1	40.0%	1.6

资料来源：平安证券研究所、Wind

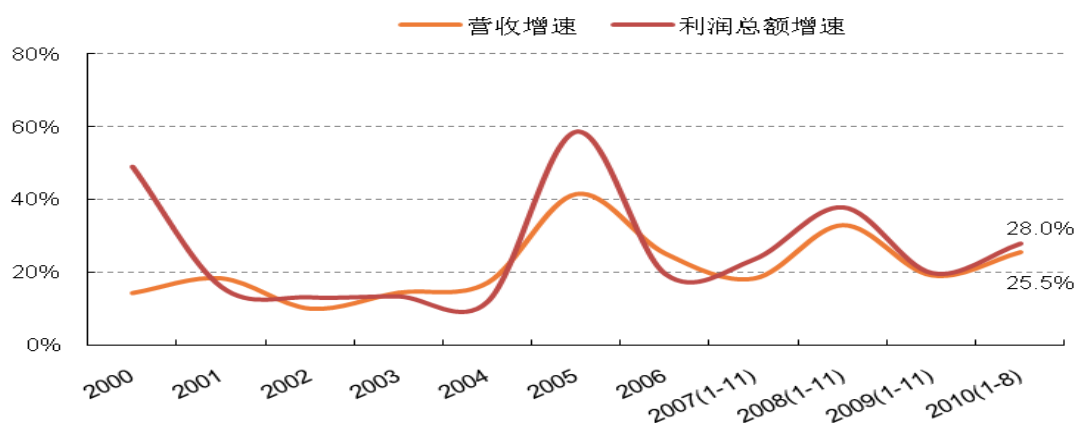
成长性仍有吸引力，根据企业阶段选择投资策略。2011 和 2012 年上市非高端白酒企业净利年均增速预计为 40%左右，吸引力明显。我们认为，根据企业所处发展阶段，投资者可选择不同投资策略。对发展初期的酒鬼酒，我们认为可紧密跟踪，并适度投机；对发展早期的山西汾酒，我们认为其持续成长性佳，仍是战略性增仓品种；对于发展阶段更成熟的古井贡和洋河，我们认为投资者在享受

净利高速成长的同时，需紧密跟踪其业务发展何时出现转折点；对沱牌、老白干这类等待变革的企业，则建议投资者深入挖掘信息，等待那惊喜一刻。

3. 葡萄酒——张裕回调就是买入良机

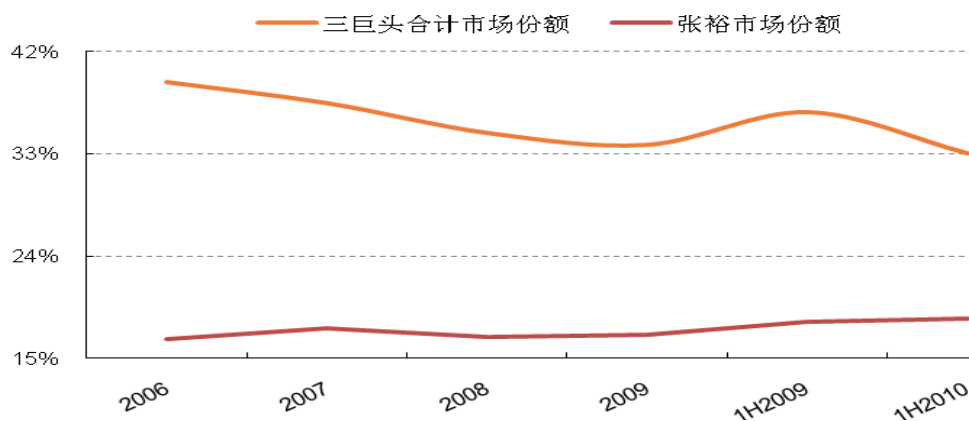
量价齐升有望推动行业增速超过 20%。2004 年至今，葡萄酒行业年增速保持在 20% 以上，其中均价上涨贡献的年均增速估计在 5% - 10% 之间，如长城和王朝 2006 - 2009 年价格年均涨幅分别为 8.8% 和 4.9%。消费升级和 CPI 上涨背景下，我们预计 2011 年葡萄酒全行业增速仍能达到 20% 以上。展望更长远，人均消费量上升和消费升级足以推动中国葡萄酒行业在 5 - 10 年内年均增长 20%。

图表 7 规模以上葡萄酒企业营收增速保持在 20% 以上



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 8 张裕市场份额一直稳中有升



备注：除 2006 年以外，行业数据均根据规模以上工业企业统计数据估计。其中，2007 - 2009 年度数据是用当年 1 - 11 月数据乘 1.11 年化，2009H1 和 2010H1 是用 1 - 5 月数据乘以 1.15 年化。

资料来源：平安证券研究所、Wind

张裕市场份额稳定，回调就是买入良机。以销售金额估算，张裕、长城和王朝三巨头的市场份额约为 33%，近几年有明显下降。主要是进口葡萄酒大增加剧了行业竞争，以进口量加产量估算，2010

年前 8 个月进口葡萄酒份额约占 23%。三巨头中，长城和王朝份额出现下滑，但张裕凭借品牌优势和先进的营销管理模式，份额持续小幅上升。我们认为，张裕品牌和营销优势仍将保持，是分享中国葡萄酒行业持续快速成长的最好标的。对长期投资者来说，股价若出现回调就是买入良机。

图表 9 张裕2011年PE33倍

A 股简称	投资评级	股价（元）	市值 ¥ bn	每股收益			市盈率			净利增速	PEG
		11/18		10E	11E	12E	10E	11E	12E	11E - 12E	10PE
张裕 A	强烈推荐	105.90	55.8	2.60	3.26	4.02	40.7	32.5	26.3	24.3%	1.7
张裕 B	强烈推荐	84.62	43.8	2.60	3.26	4.02	32.5	25.9	21.1	24.3%	1.3
莫高股份	—	12.37	4.0	0.19	0.36	0.00	63.8	34.8			-0.6
通葡股份	—	14.06	2.0								
*ST 中葡	—	9.22	7.5	0.03	0.18	0.18	305.3	51.9	51.9	142.6%	2.1
均值							110.6	36.3	33.1	22.8%	1.1

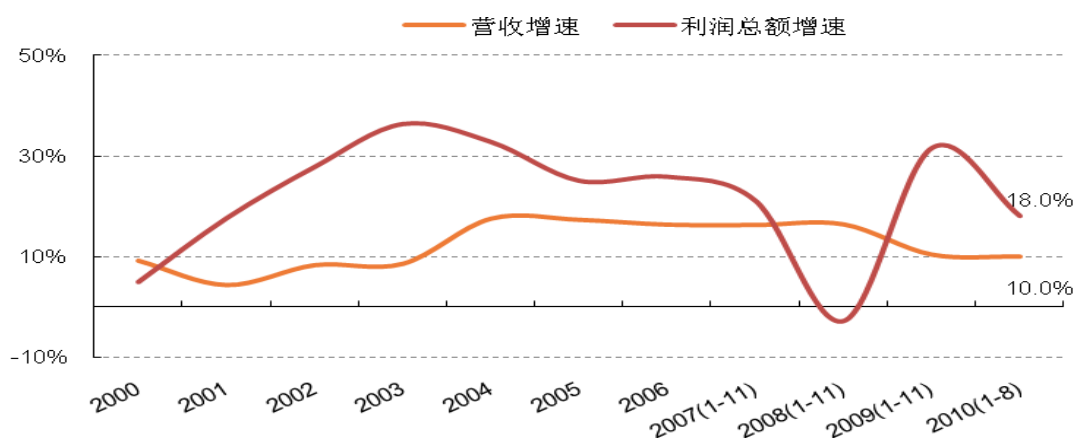
资料来源：平安证券研究所、Wind

4. 啤酒——长期估值便宜，建议逢低吸纳

预计 2011 年行业营收增速约 10%。中国人均年啤酒消费量已超过 32 升，行业发展进入相对稳定阶段。2010 年 1-9 月，全国啤酒销量仅增长 7%，同时受益于产品结构改善和物价上涨，啤酒均价增长了约 3%，量价共同推动营收增长约 10%。我们预计，2011 年行业营收增速仍可维持这一水平。

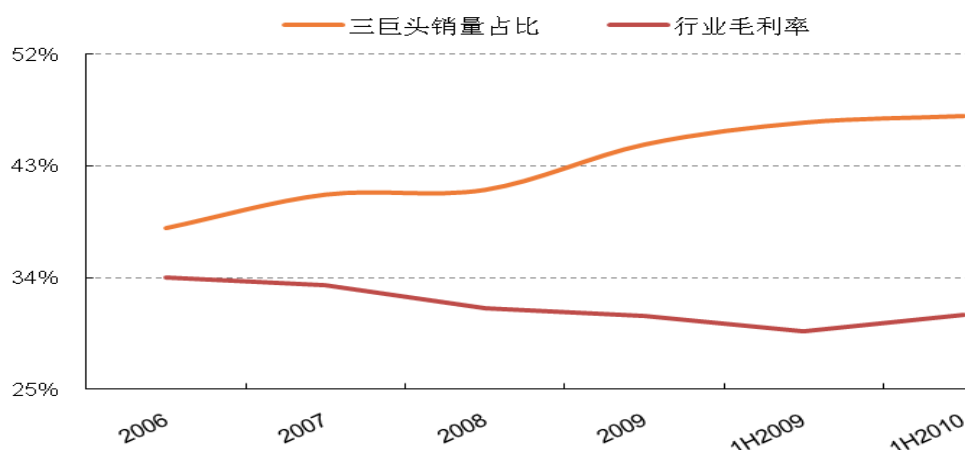
行业集中度提升助推利润率上升。集中度提升是啤酒行业最近几年最大亮点，2006-2010 年上半年，华润、青岛和燕京前三大巨头合计销量占比从 38%上升到了 47%。因此，尽管同期啤酒行业毛利率持续小幅下滑，但行业集中度提升仍使得行业竞争环境明显改善。除 2008 年大麦飙升导致利润下滑外，2001 年至今，啤酒行业利润增速一直高于营收，且多数年份在 30%左右。我们预计，2011 年啤酒行业集中度将继续提升，行业利润增速仍将超过营收，可能达到 20%。

图表 10 规模以上啤酒企业利润增速持续高于营收



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 11 行业集中度提高抵消了毛利率下降的负面影响



资料来源：平安证券研究所、Wind

利润率提升空间仍大，长期估值便宜，建议逢低吸纳。2009 年，世界第一大啤酒生产商 AB – INBEV 税前利润占营收比率为 21%，青岛啤酒该指标为 9.6%，中国啤酒行业该指标仅为 6.4%。随着行业集中度提高和消费升级带动产品结构改善，我们认为中国啤酒行业利润率仍有翻倍空间，当然这需要时间。长期来看，我们认为青岛啤酒 2011 年 24 倍 PE 和燕京啤酒 28 倍 PE 较便宜，长期价值明显。短期来看，本轮物价上涨推动的成本上升可能影响 2011 年盈利增速，但会促进行业洗牌速度再次加快，利好长远。建议投资者逢低吸纳，长线持有。

图表 12 青岛2011年24倍PE长期来看很便宜

A 股简称	投资评级	股价（元）	市值 ¥ bn	每股收益			市盈率			净利增速	PEG 10PE
		11/18		10E	11E	12E	10E	11E	12E	11E – 12E	
青岛啤酒	推荐	34.87	47.1	1.20	1.44	1.64	29.0	24.2	21.3	16.6%	1.7
燕京啤酒	中性	19.08	23.1	0.60	0.68	0.77	31.6	28.0	24.8	12.8%	2.5
惠泉啤酒	—	11.95	3.0	0.36	0.44	0.44	32.9	26.9	26.9	10.5%	3.1
重庆啤酒	—	69.97	33.9	0.51	0.45	0.45	138.4	155.5	155.5	-5.6%	-24.5
兰州黄河	—	12.41	2.3	0.60	0.25	0.25	20.8	49.8	49.8	-35.4%	-0.6
啤酒花	—	8.86	3.3	0.00	0.16	0.16		56.0	56.0		
均值							50.5	56.7	55.7	-0.2%	0.0

资料来源：平安证券研究所、Wind

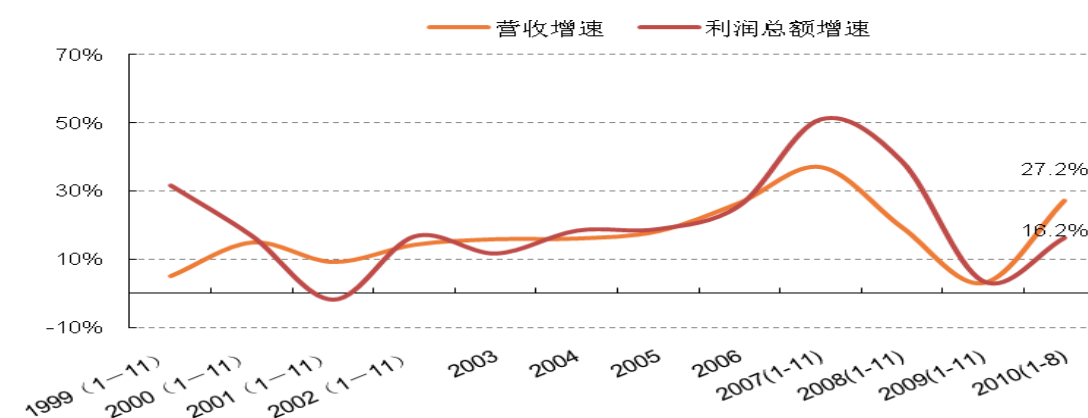
5. 黄酒——行业活力在增强

预计 2011 年黄酒行业收入增速在 20%左右。从 2000 年至今，除 2001 年和 2009 年外，黄酒行业营收增速均在 10%以上，从 2006 年开始增速升至 20%以上。除去销量上个位数的增长，其余由均价上升贡献。

巨头市场份额出现波动，竞争格局正在变化。黄酒行业总体上竞争格局稳定，但近年也有一些变化。如金枫酒业、古越龙山近年都在通过收购实现扩张，传统区域浙、江、沪以外也有部分企业开始谋

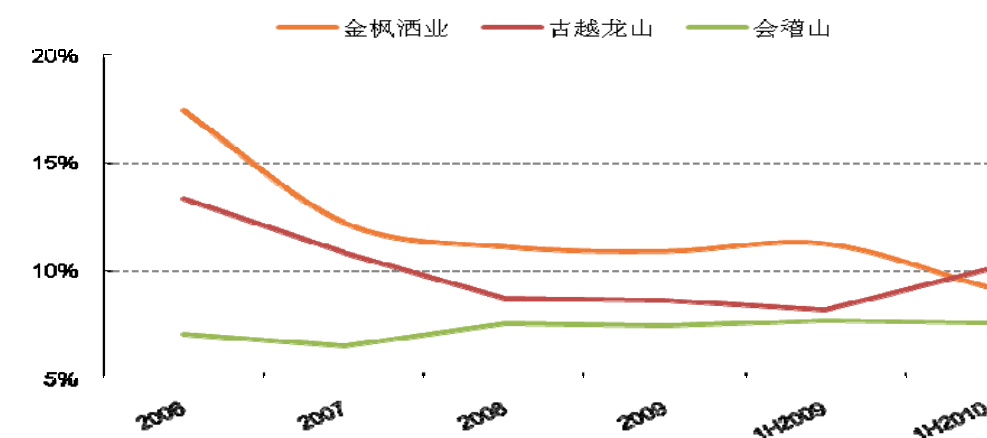
求发展。我们认为，整个黄酒板块的活力在增加。

图表 13 2010年黄酒行业营收增速达到27%



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 14 三巨头市场份额总体有所下降，此消彼涨



备注：金枫酒业是包括了其合并的“和酒”，古越龙山2010年上半年包含了女儿红。

资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 15 黄酒2011年PE为29倍

A 股简称	投资评级	股价（元）	市值 ¥ bn	每股收益			市盈率			净利增速	PEG
		11/18		10E	11E	12E	10E	11E	12E	11E – 12E	10PE
金枫酒业	—	13.75	6.0	0.38	0.48	0.56	35.9	28.9	24.8	20.4%	1.8
古越龙山	—	14.66	9.3	0.21	0.29	0.35	69.8	50.6	41.4	29.9%	2.3
均值							52.9	39.7	33.1	25.1%	2.0

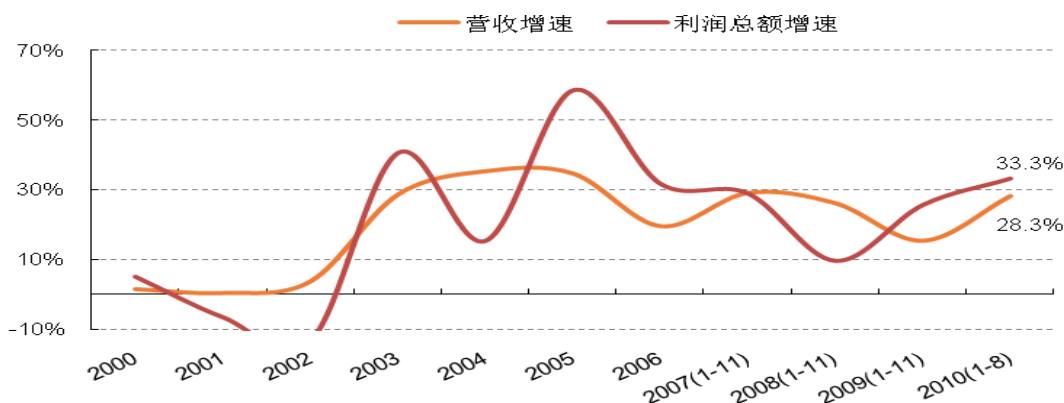
资料来源：平安证券研究所、Wind

关注传统巨头产品升级能否成功。古越龙山正持续提升产品均价，希望从消费升级中分得更大的蛋糕。从逻辑上看，品牌满足消费者需要，并拉动消费者支付更大的费用是成立的，只是需要观察传统的黄酒升级能否真正被广大消费者接受及程度。如果升级效果真的好，则黄酒行业存货重估值及未来成长性均会有重大变化，行业价值将有翻倍的空间。建议关注古越龙山。

6. 肉制品——双汇仍是最佳投资标的

预计 2011 年行业营收增速仍能达到 20%–30%。2010 年 1–8 月，中国规模以上肉制品企业营收增速达到 28.3%，从 2003 年开始行业增速多数年份在 30% 左右。粗略估算，截止 2009 年，规模以上工业企业加工肉类的产量仅约占国内消费肉类总量的 26%，同时，国家政策正在积极引导行业提高集中度，加速传统产业的现代化过程。如政府 2009 年底颁布了《全国生猪屠宰行业发展规划纲要（2010–2015）》，计划于 2013 年大规模淘汰全国 30% 手工及半机械化等落后的生猪屠宰场，2015 年更扩大至 50%。此外，通过行业整合规模的扩大，中国肉食品市场未来将有系统地大幅提升冷鲜肉及小包装猪肉产品的销售比例，于 2013 年县以上城区猪肉小包装销售比例将由目前的 10% 升至 15%，冷鲜肉市场份额由目前的 10% 提升至 20%，至 2015 年上述比例更分别达到 20% 及 30%。受上述因素推动，我们预计 2011 年肉制品行业仍能实现 20–30% 的增长。

图表 16 肉制品及副产品加工业营收年均增速约 30%



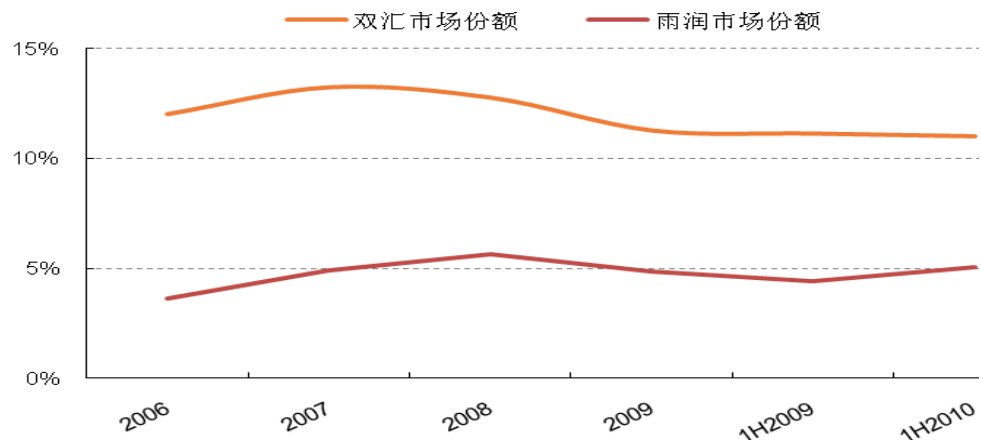
资料来源：平安证券研究所、Wind

巨头份额相对稳定，与行业同步增长应无忧。生猪可分解为多种原料，对应产品种类多，故肉制品行业需要庞大的规模和网络来达成原料利用效率最大化，这是一个规模效应明显的行业。国内高、低温肉制品行业龙头双汇和雨润最早建立规模和渠道优势，它们的市场份额一直相对稳定。我们认为，随着规模增长，两家行业巨头优势会越来越突出，其与行业同步增长应无忧，且未来很可能通过提高行业集中度获得更高增速。

猪肉价格上涨幅度应有限。肉价上升已带动生猪存栏明显回升，尤其是母猪存栏上升速度使我们相信，至少未来半年猪肉价格上涨幅度应有限。

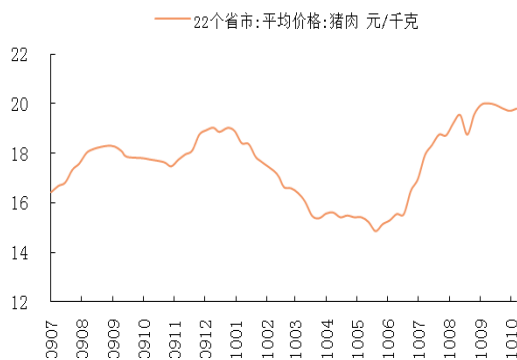
双汇仍是最佳投资标的，静待复牌大涨。双汇在肉制品加工行业竞争力突出，尤其是高温肉制品的品牌、渠道均遥遥领先于同行，我们看好其长期持续增长能力，其是分享中国肉制品行业集中度提高的最佳标的。

图表 17 双汇和雨润市场份额相对稳定



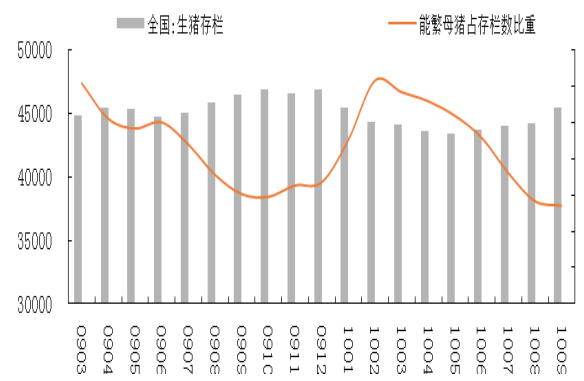
资料来源: 平安证券研究所、Wind

图表 18 10月生猪价格涨势趋缓 单位: 元/千克



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表 19 生猪存栏自6月开始回升 单位: 万头



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表 20 双汇2011年PE仅23倍

A 股简称	投资评级	股价 (元)	市值 ¥ bn	每股收益			市盈率			净利增速	PEG
		11/18		10E	11E	12E	10E	11E	12E	11E - 12E	10PE
双汇发展	强烈推荐	49.48	30.0	1.83	2.19	2.67	27.0	22.6	18.5	20.8%	1.3
得利斯	-	17.86	4.5	0.26	0.54	0.80	67.8	33.0	22.4	74.1%	0.9
高金食品	-	10.41	1.7	0.08	0.15		137.7	71.7			-1.4
均值							77.5	42.4	20.5	47.4%	1.1

资料来源: 平安证券研究所、Wind

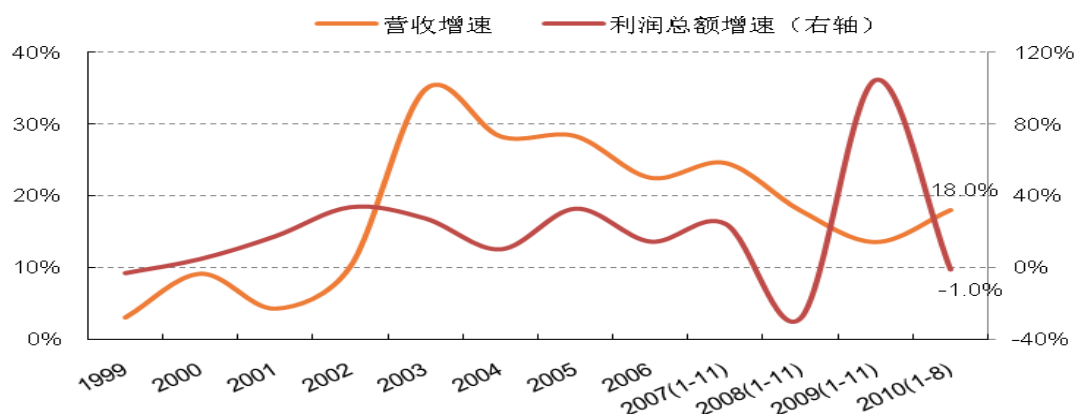
7. 乳制品——短期成本压力仍大，中期利润率提升可期

2008 年至今，乳品行业营收增速在 10%–20% 之间，其中产量的增长约为 10%，其余由均价上升贡献，均价上升又主要由产品升级和直接提价推动。2011 年，我们预计产量增速仍在 10% 左右，再加上直接提价和产品结构升级带动均价上升，全行业营收增速估计能达到 15%–20%。

三巨头份额总体稳定，接近 40%，从中期来看，行业利润率有提升空间。

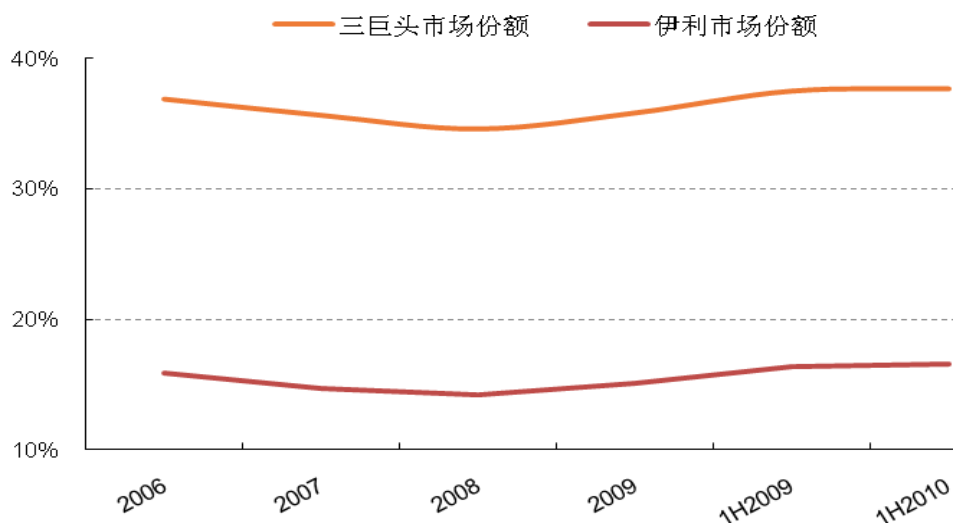
原奶价格持续上升仍将对 2011 年成本形成压力。考虑上游成母牛存栏恢复速度问题，我们认为 2011 年原奶价格仍将延续升势，并继续对乳品企业成本形成压力。乳品企业会否通过涨价来转嫁，取决于几家寡头的博弈。

图表 21 最近三年乳制品营收年增速介于 10%–20%



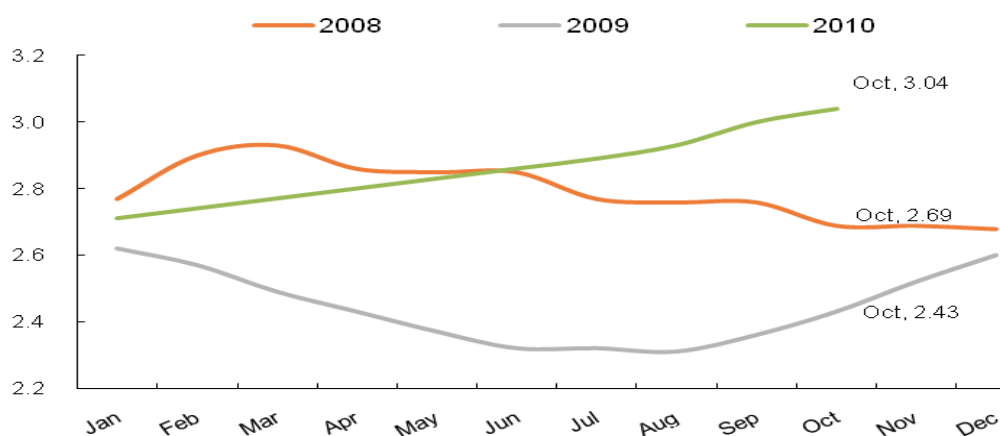
资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 22 三巨头市场份额总体稳定



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 23 10主产省区原奶均价10月继续上升



资料来源：平安证券研究所、Wind

中期利润率提升仍是 2011 年看点。短期原奶价格持续上升将挤压毛利率，但行业集中度进一步提升和规模效应显现可能推动行业利润率逐步提升，这仍是 2011 年吸引投资者的看点。但看得更长远，我们认为行业利润更可能往上游养殖行业转移。

图表 24 伊利2011年PE为35倍

A 股简称	投资评级	股价（元）	市值 ¥ bn	每股收益			市盈率			净利增速	PEG
		11/18		10E	11E	12E	10E	11E	12E	11E – 12E	10PE
伊利股份	推荐	39.74	31.8	0.94	1.13	1.41	42.4	35.3	28.2	22.6%	1.9
光明乳业	-	9.38	9.8	0.18	0.22	0.29	51.5	42.1	32.3	26.3%	2.0
三元股份	-	7.79	6.9	0.00	0.13			59.1			
皇氏乳业	-	42.97	4.6	0.60	0.96	1.29	71.6	44.8	33.4	46.4%	1.5
均值							55.2	45.3	31.3	31.7%	1.8

资料来源：平安证券研究所、Wind

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257