

食品、饮料与烟草

—安全危机改变行业投资格局、品牌价值重塑企业核心

投资评级 推荐

投资要点：

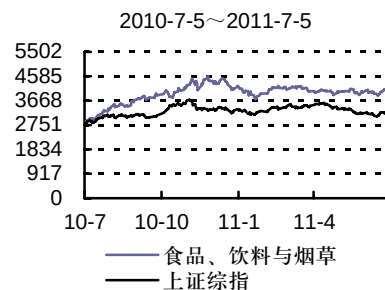
- 2011 年上半年，食品饮料行业围绕的主题就是食品安全，频频出现食品安全事件让整个行业蒙受了巨大损失，对行业未来的发展格局产生了深刻的影响。在食品安全所导致的诚信危机背景下，决定消费者消费意愿必将发生改变，同时城镇化的快速推进以及居民收入的稳步上涨也将改变消费者的消费理念。可以预计，决定消费者未来购买意愿将不再是价格，而是品牌、品质，安全消费将引领食品饮料行业未来的发展格局。
- 通胀是影响中国经济复苏的主导因素，而且通胀将持续贯穿于全年。在通胀背景下，原材料价格以及人工成本上涨已成为企业面临的普遍性问题。由于食品饮料属于消费行业，也是典型的防御性行业，下游需求刚性较强，受通胀影响较小，整个行业仍保持稳定的增速。
- 由于食品饮料行业为传统加工行业，多数属劳动密集型产业，毛利较低。因此，在通胀背景下，如何转嫁原材料、人工成本上涨所形成的生产压力已成为企业保持盈利水平的先决条件。
- 对于食品饮料行业而言，生产成本的刚性上涨已成为不争事实，这就意味着低端产品竞争压力越来越大，企业要实现生产成本的转移以及保持盈利水平，就必须进行产品升级、通过优化产品结构来提高业务的盈利水平。
- 由于食品饮料多为传统消费品，品牌忠诚度较高。因此，要实现生产成本的成功转移、保持盈利水平，企业必须具备下面几个条件：a、具有良好的品质基础，b、具有悠久品牌基础，c、具有强势的营销体系。
- 基于上述观点：我们的投资标的为包括古井贡酒（000596）泸州老窖（000568）、金种子酒（600199）、贵州茅台（600519）、五粮液（000858）、山西汾酒（600809）伊利股份（600887）。

发布时间：2011 年 7 月 5 日

主要数据

行业指数	4194.23
上证指数/深圳成指	2812.82/12441.17
公司家数	180
总市值(百万元)	1772668.12
流通市值(百万元)	1359154.10

52 周行情图



相关研究报告

《国元证券公司研究-泸州老窖（000568）调研简报：品牌价值回归战略稳步推进》，2011-6-30
《国元证券行业研究报告-2011 年春季成都糖酒会会议纪要》，2011-4-13
《国元证券公司研究-贝因美（002570）新股定价分析报告：国内婴幼儿食品行业第一品牌》，

联系方式

研究员：周家杏
执业证书编号：S0020511030015
电 话：021-51097188-1920
电 邮：zhoujiaxing@gyzq.com.cn

联系人：赵喜娟
电 话：(86-21) 51097188-1952
电 邮：zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址：中国安徽省合肥市寿春路 179 号
(230001)

目 录

第 1 部 2011 年一季度行业营业概括.....	3
第 2 部分 重点子行业投资机会分析.....	7
2.1 白酒行业.....	7
2.1.1 我国白酒行业概述.....	7
2.1.2 重点公司投资分析.....	8
2.2 乳业.....	11
2.2.1 我国乳业行业概括.....	11
2.2.2 重点公司投资分析.....	12
第 3 部分 2011 年下半年食品饮料行业投资主题.....	14

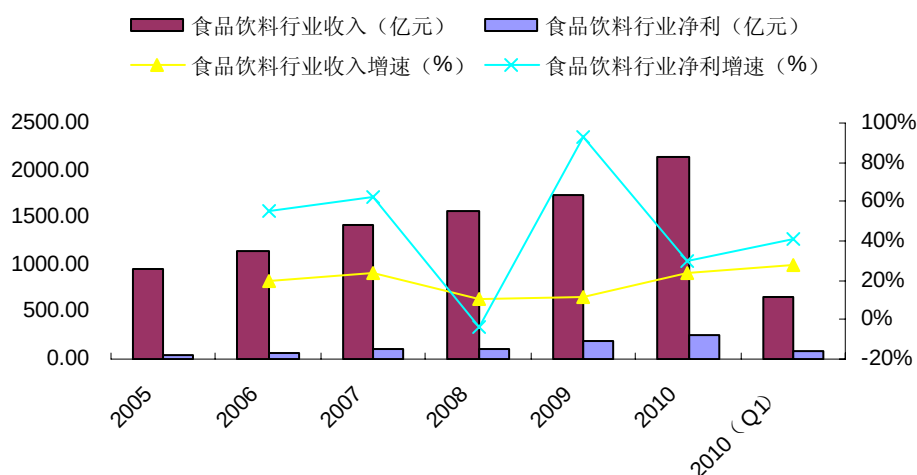
图表目录

图 1: 食品饮料行业收入、净利润变化情况.....	3
图 2: 2011 年一季度食品饮料行业收入构成.....	5
图 3: 2011 年一季度食品饮料行业净利润构成.....	6
图 4: 我国白酒产量增长情况.....	7
图 5: 我国白酒行业收入、利润增长情况	7
图 7: 我国乳制品、液体乳增长情况.....	12
表 1: 食品饮料各子行业收入增速统计.....	4
表 2: 食品饮料各子行业净利润增速统计	4
表 3 食品饮料重点子行业收入占比情况	5
表 4 食品饮料重点子行业净利润占比情况	6
表 5: 我国肉类消费统计.....	12
表 6: 重点公司盈利预测情况.....	14

第 1 部分 2011 年一季度行业经营概括

2010 年一季度，食品饮料行业（按照申万一级行业分类），实现营业总收入 652.57 亿元，同比增长 27.84%，营业总成本 527.76 亿元，同比增长 24.87%，行业毛利率为 19.13%，同比增加 2 个百分点；食品饮料行业三项费用率为 19.46%，同比减少 0.63 个百分点。食品饮料行业实现归属于母公司所有者净利润 93.75 亿元，同比增长 41.47%。可以看出，虽然通胀是影响今年经济发展的主要因素，至使原材料成本、人力成本不断增加，但整个食品饮料行业盈利能力并未受到影响，充分显示出行业抗通胀属性。从 2011 年一季度行业的经营情况来看，虽然成本上升压力较大，但行业的收入增速高于成本增速，从而化解了成本压力，规模效益充分体现，同时反映出消费品刚性需求旺盛。另一方面，在行业成本未来将呈现出刚性增长的前提下，各个企业无疑将加强企业内部管理，提高企业的运行效率，今年一季度三项费用率下降也验证了企业未来将加强内部管理，进一步提高整体盈利能力。值得注意的是，在成本增加的基础上，2011 年一季度行业毛利率却提升了近 2 个百分点，反映出食品饮料行业内延伸式增长已成为行业发展必要性，产品升级已成为行业未来增长的主要因素。总体来说，我们认为，随着居民收入水平的不断提高、居民消费意识的不断改变以及城镇化稳步推进，未来中国食品饮料行业仍将保持稳定增长，同时消费驱动的产品升级将成为未来几年食品饮料行业发展主脉络。

图 1：食品饮料行业收入、净利变化情况



资料来源：WIND、国元证券研究中心

细分子板块来看，营业收入方面，2010 年一季度，食品加工板块实现营业收入 126.05 亿元，同比增长 8.75%，食品加工收入占食品饮料行业比例为 19.32%；食品制造板块实现营业收入 158.32 亿元，同比增长 27.77%，食品制造板块收入占食品饮料行业比例为 24.26%；饮料制造板块实现营业收入 368.20 亿元，同比增长 36.04%，饮料制造板块收入占食品饮料行业比例为 56.42%。

表 1：食品饮料各子行业收入增速统计

年份	2006	2007	2008	2009	2010	2011(Q1)
食品加工	21.89%	45.27%	16.50%	9.08%	26.72%	8.75%
肉制品	20.05%	41.89%	19.19%	8.35%	29.51%	6.50%
制糖	27.64%	6.32%	-2.21%	0.42%	6.94%	-5.01%
食品综合	25.78%	138.07%	19.67%	17.77%	26.58%	25.20%
食品制造	25.72%	20.83%	8.33%	18.49%	20.28%	27.77%
调味发酵品	31.32%	30.30%	7.42%	27.41%	15.64%	33.77%
乳品	24.94%	19.43%	8.47%	17.07%	21.08%	26.88%
饮料制造	16.95%	17.25%	8.52%	9.90%	23.28%	36.04%
白酒	22.11%	22.59%	13.92%	27.51%	35.67%	49.01%
啤酒	19.63%	13.97%	10.45%	9.31%	7.82%	21.03%
其他酒类	11.50%	6.83%	-11.32%	-51.44%	16.22%	22.25%
软饮料	17.24%	17.68%	-4.25%	-8.19%	43.83%	14.66%
葡萄酒	-16.37%	30.68%	16.30%	10.63%	19.67%	32.66%

资料来源：WIND、国元证券研究中心

净利润方面，2011 年一季度，食品加工板块净利润 5.35 亿元，同比增长 10.35%，食品加工净利润占食品饮料行业比例为 5.71%；食品制造板块实现净利润 3.85 亿元，同比增长 15.66%，食品制造板块净利润占食品饮料行业比例为 4.11%；饮料制造板块实现净利润 84.55 亿元，同比增长 45.58%，饮料制造板块净利润占食品饮料行业比例为 90.19%。

表 2：食品饮料各子行业净利润增速统计

年份	2006	2007	2008	2009	2010	2011(Q1)
食品加工	274.17%	25.75%	-11.31%	62.46%	29.45%	10.35%
肉制品	44.83%	23.59%	19.17%	28.00%	16.51%	11.20%
制糖	-251.48%	-36.55%	-214.88%	-212.47%	-81.79%	-2.69%
食品综合	820.25%	184.89%	22.36%	7.47%	123.10%	14.54%
食品制造	16.44%	-57.31%	-751.29%	-188.29%	22.19%	15.66%
调味发酵品	39.65%	-88.71%	-663.30%	-706.46%	-11.61%	-6.18%
乳品	10.93%	-47.92%	-757.01%	-159.48%	41.35%	27.80%
饮料制造	46.98%	86.92%	22.22%	46.63%	30.32%	45.58%
白酒	78.50%	78.61%	34.72%	38.28%	31.85%	49.03%
啤酒	31.23%	26.07%	7.03%	44.63%	29.01%	32.92%
其他酒类	-3.06%	43.01%	-74.26%	319.80%	34.38%	-31.08%
软饮料	29.55%	49.15%	-9.30%	38.00%	-14.40%	0.84%
葡萄酒	726.76%	-204.55%	-12.93%	192.95%	32.67%	70.96%

资料来源：WIND、国元证券研究中心

细分行业来看，2011 年一季度，白酒、乳制品、啤酒和肉制品行业收入分别位于食品饮料大行业前四位，占比分别为 32.16%、20.98%、14.60%和 13.75%。动态的去，

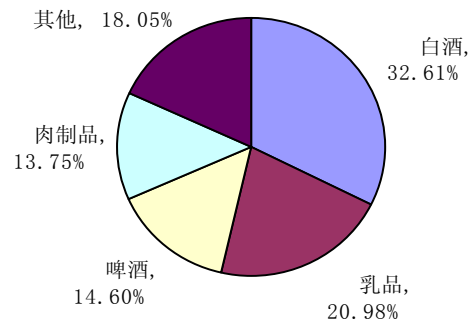
2005-2010 的五年间，肉制品子行业的收入占食品饮料大行业的比例从 14.13%增长到 2010 年的 17.84%，增加了 3.71 个百分点；肉制品子行业的收入占食品饮料大行业的比例一直维持在 20%左右，变化幅度不大；啤酒子行业的收入占食品饮料大行业的比例出现了下降，从 2005 年的 22.90%下降到 18.01%，下降了 4.89 个百分点；白酒子行业的收入占食品饮料大行业的比例从 2005 年的 18.52%增加到 2010 年的 24.21%，增长了 5.69 个百分点，显示出强劲的成长性。

表 3：食品饮料重点子行业收入占比情况

行业	2005	2006	2007	2008	2009	2010
肉制品	14.13%	14.14%	16.22%	17.53%	16.99%	17.84%
乳品	21.16%	22.03%	21.28%	20.93%	21.92%	21.52%
白酒	18.52%	18.84%	18.68%	19.29%	22.00%	24.21%
啤酒	22.90%	22.82%	21.04%	21.07%	20.60%	18.01%

资料来源：WIND、国元证券研究中心

图 2：2011 年一季度食品饮料行业收入构成



资料来源：WIND、国元证券研究中心

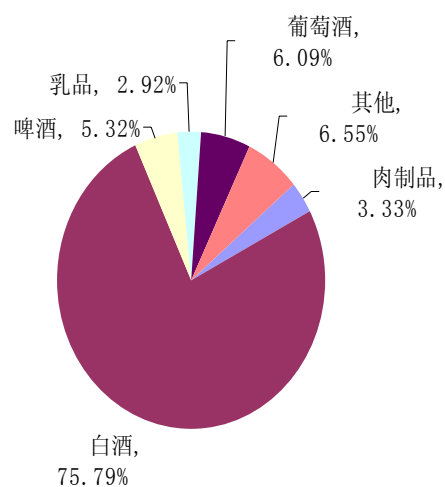
从各个子行业盈利能力来看，2011 年一季度，白酒、葡萄酒、啤酒、肉制品、乳制品行业实现的净利润位于食品饮料大行业前五位，占比分别为 75.79%、6.09%、5.32%、3.33% 和 2.92%。动态的去看，2005-2010 的五年间，白酒子行业的净利润占食品饮料大行业的比例从 48.79%增长到 2010 年的 62.36%，增加了 13.57 个百分点；葡萄酒子行业的净利润占食品饮料大行业的比例从 2005 年的-1.22%增长到 2010 年的 5.85%；啤酒、肉制品、乳制品子行业的净利润占比均呈现出下降趋势。

表 4：食品饮料重点子行业净利润占比情况

行业	2005	2006	2007	2008	2009	2010
肉制品	9.24%	8.60%	6.53%	8.05%	5.34%	4.80%
乳品	11.72%	8.36%	2.67%	-18.18%	5.60%	6.11%
白酒	48.79%	55.97%	61.41%	85.62%	61.26%	62.36%
啤酒	22.26%	18.77%	14.54%	16.10%	12.05%	12.00%
葡萄酒	-1.22%	-6.51%	4.18%	3.77%	5.71%	5.85%

资料来源：WIND、国元证券研究中心

图 3：2011 年一季度食品饮料行业净利润构成



资料来源：WIND、国元证券研究中心

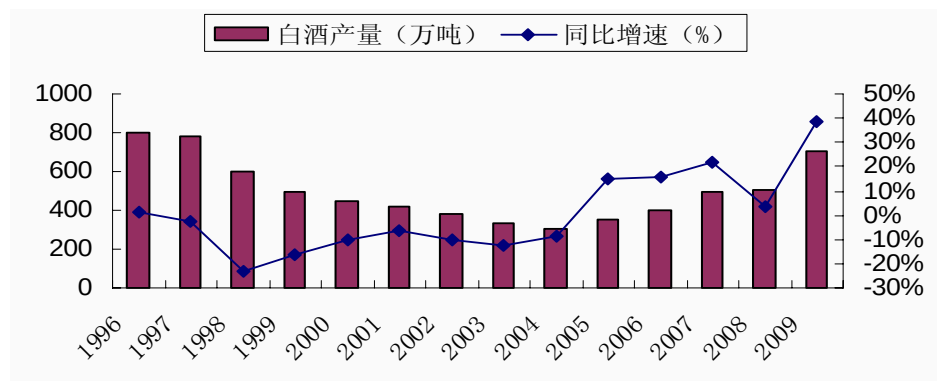
第 2 部分 重点子行业投资逻辑分析

2.1 白酒行业

2.1.1 我国白酒行业概述

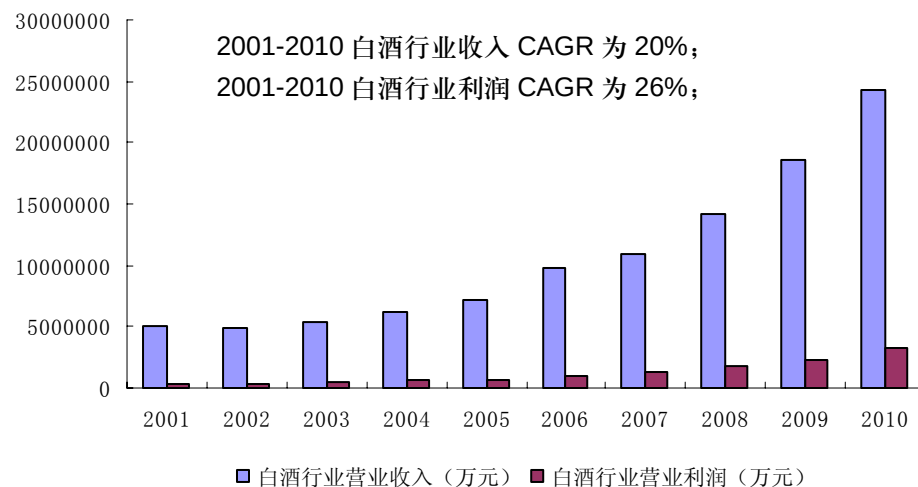
新中国建立之初，我国白酒产量仅为10.8 万吨；到“文革”后的1978 年，我国白酒产量已达143.74 万吨，比建国之初增长近15倍。随着我国改革开放政策的实施，社会主义市场经济逐步取代了计划经济，白酒行业得到迅速发展，1996年我国白酒产量达到了历史峰值801.3 万吨，比建国之初增长近80倍。但是随着国家宏观政策以及产业政策的影响和其他替代产品的发展，1996年后的白酒产量出现了萎缩。2004年降到了近期的最低点303万吨，比1996年的历史峰值下降了62%；最近几年白酒行业有了回暖的迹象，白酒年产量连续增长，直至2007年，产量已达493万吨。

图 4：我国白酒产量增长情况



资料来源：wind、国元证券研究中心

图 5：我国白酒行业收入、利润增长情况



资料来源：wind、国元证券研究中心。

结合过去的产量数据，我们对中国白酒未来产量的判断如下：我们认为，中国经济未来

几年保持快速增长是推动白酒消费量增加的根本原因。另一方面，区域经济的快速发展给地产酒和区域强势品牌快速发展奠定了扎实的基础，产品升级在区域市场应该成为一种主流。基于上述，我们认为，中国未来几年白酒总产量仍将保持稳定增长，其中中高档白酒的增长较快（迎合了现代消费需求），低档白酒增长较慢。

由于白酒业属于传统行业，与我国悠久的历史文化有关，每一种高端品牌的白酒除了具有优越的品质，都具有厚重的历史文化积淀，因此知名品牌一般也都是老品牌，有深厚的群众基础，这是仅靠技术和资金是无法实现的。同时这些位于第一集团的企业具有经多年积累的渠道、品牌、生产能力、资金等全方位的优势，因此后来者是很难突破这些优势的。

我们认为，目前白酒品牌已形成明显阶层，其中一线品牌以茅台、五粮液、剑兰春、泸州老窖，水井坊为主；二线品牌以汾酒、酒鬼、西凤、洋河、口子窖、古井贡、迎驾等为主；其他均为各地地产酒，数量繁多。我们认为，未来中国白酒品牌之间的层次将更加明确。未来捍卫品牌地位，一线白酒通过提高价格来拉升产品品牌价值，巩固品牌地位，这是二线品牌无法达到的。另一方面，由于一线品牌的提价为二线品牌留下了价格空间，各二线品牌借此提高产品价格（不是直接提价，而是通过产品升级，以升级产品为提价载体，提高产品价格）。

对于一线白酒来说，我们认为，未来几年企业仍将采取“控量保价”策略，执行的是“物以稀为贵”战略。因此，我们认为，未来一线白酒企业（茅台、五粮液）的利润主要通过提高产品价格体现，产量的增长对利润的贡献有限。同时，由于一线白酒主要在政务和商务领域消化，市场的刚性需求较强，需求段对价格不敏感，这都为一线白酒提价奠定了基础。

而对于二线白酒来说，我们认为，未来的突破口在于产品升级。由于二线白酒产品同质化现象严重，企业间竞争主要集中在价格方面，产品竞争激烈，利润水平较低。而消费升级进一步增加了对中高端白酒的需求，这就为企业实施产品升级提供了基础。另一方面，提高产品价格、走差异化路线（避免产品同质化）等都是建了在产品升级的基础上，因此，我们认为，未来几年二线白酒的突破口在于产品升级以及由产品升级所带来的区域开拓。

基于上述，我们看好具有绝对品牌优势的一线白酒企业贵州茅台和五粮液、泸州老窖；看好处于快速成长期、营销优势明显的二线白酒企业山西汾酒、古井贡酒和金种子酒。

2.1.2 重点公司投资分析

1、贵州茅台

- ◆ 我们看好中国白酒产业，作为超高端白酒企业中基本面优质的企业，我们看好公司长期发展；
- ◆ 未来业绩增长主要源于产品价格和量增，而目前公司出厂价和终端零售价仍具有较

大的提升空间；

- ◆ 2011 年年初公司成功提价、产能步入释放期；
- ◆ 预计 2011-2013 年 EPS 为 7.31 元、9.52 元、13.10 元。考虑到公司良好的基本面和持续的增长性,我们认为 2011 年公司合理估值为 35 倍,对应目标价格区间为 256 元,较当今价格(2010 年 6 月 30 日收盘价)仍有 21%空间。因此,给予公司“推荐”投资评级。

2、五粮液

- ◆ 关联交易的解决带来业绩提升和估值溢价提高；
- ◆ 52 度五粮液量价齐升推动公司业绩稳步增长；
- ◆ 永福酱酒明后年发力,提升公司盈利能力；
- ◆ 市值考核指标年内执行
- ◆ 预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 1.52 元、1.85 元。考虑到公司于集团关联交易已解决,公司内部治理不断完善以及公司的高成长性,我们认为,公司应具有一定的估值溢价。给予 2011 年合理估值区间为 30-35 倍,对应合理估值区间为 45.6-53.2 元,我们取中间价 49.4 元作为未来一年目标价,较当前股价(39.27 元)仍有 26% 的空间,因此,给予公司“推荐”投资评级。

3、山西汾酒

- ◆ 营销体系改革是公司快速发展的最大推动力。公司实行由总经销商制转变为区域经销商制,销售渠道下沉到地级市和县级市,深度营销,加强了对渠道和终端的掌控;2010 年,公司成立了 7 个独立省区(河南、北京、广东、山东、内蒙、陕西等)深耕重点市场,逐步将营销细化,同时,公司大幅扩建销售队伍。公司目前拥有 300 多人的销售队伍,短期计划扩大到 500 人,长期机会扩大到 1000-2000 人,为渠道下沉作充分准备;
- ◆ 在二线白酒企业中,从品牌历史沉积、品牌的知名度以及产品质量水平来看,公司最有可能实现区域突破,最终成为全国性白酒企业;
- ◆ 产品升级成必然趋势;
- ◆ 集团资产注入预期
- ◆ 预计 2010-2013 年 EPS 分别为 2.08 元、2.97、4.15 元。随着公司销售体系改革不断深入,必然带动省内、省外市场销量快速增长。同时,公司中高端产品升级将显著提升公司盈利能力。因此,我们认为公司正处于成长期,同时主力品牌青花瓷未来几年维持量价齐升格局将维持,因此我们公司可以给予公司高估值。给予公司“推荐”投资评级。

4、泸州老窖

- ◆ 产品升级为业绩增长奠定基础。我们认为,未来 2-3 年,国窖 1573 仍将坚持稳步提价策略,这是公司业绩的主要贡献点。同时,中国品味后续跟进,将进一步提升国窖 1573 整体盈利能力。另一方面,凭借着一流的品质基础以及全国知名品牌基础,泸州老窖特曲未来 2-3 年将从现有的点市场逐渐形成区域市场,而泸州老窖特曲升

级产品（百年、年份、经典以及窖龄酒）的强势推出，完善了泸州老窖特曲产品线，增加了公司整体盈利水平。因此，我们认为，公司未来的业绩增长有充分保障。

- ◆ 股权激励成功实施为业绩增长提供了内在动力。公司于 2010 年 2 月向包括董事长谢明在内的 11 名高管以及其他 132 名骨干员工一次性授予 1344 万份股票期权，行权价格不低于 12.78 元/股，占公司当前股本的 0.96%。我们认为，股权激励的成功实施进一步提高了公司骨干员工工作积极性，为公司未来几年业绩稳步增长提供了内在动力。
- ◆ 盈利预测与投资建议：预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.98 元、2.48 元和 2.89 元，目前股价（44.92 元/股）对应 2011-2013 年动态 PE 分别为 23x、18x 和 16x。由于国窖 1573 未来价格让价稳步提升、老窖特曲产品结构进一步优化将推动业绩稳步增长。因此，公司未来业绩增长有充分保障。从估值角度，我们认为，2011 年公司合理估值水平为 30x，对应未来 6 各月的目标价为 59.4 元，较当前股价具有 32%空间，因此给予公司“推荐”投资评级。

5、古井贡酒

- ◆ 发力中高端，推动业绩快速增长。2009 年之前，由于公司产品低端化严重，导致公司业绩增长缓慢，严重影响了公司未来的发展。因此公司提出“回顾白酒，回归高档”的战略规划。同时于 2009 年将亳州古井大酒店有限责任公司，亳州派瑞特包装制品有限公司，安徽瑞福祥食品有限公司，安徽老八大酒业有限公司 4 家非白酒主营或业绩持续较差的公司置出股份公司。另一方面，公司积极调整产品结构，减少低档的亏损的产品，推出高档酒古井年份原浆系列，大幅提升了公司盈利能力。
- ◆ 深耕省内市场。公司目前的重点市场为安徽、江苏、山东和河南（2009 年四市场营业收入占比为 72%）。在安徽市场公司市场占有率约为 10%，位列于省内第三。从公司层面来看，未来公司仍将集中精力发展安徽市场，通过细分安徽市场（分为 19 个市场），实施渠道下沉，落实“店店通，路路通和人人通”的“三通”工程。同时加大了安徽市场的广告投放力度。目前在安徽地区公司主推产品的网点覆盖率已达到 97%以上。从需求角度来看，我们认为区域经济所推动的消费升级是推动公司业绩快速增长的根本原因。据统计近年来安徽省 GDP 复合增速接近 20%，推动了政务消费和商务消费活跃，而公司“古井年份原浆系列”产品定位于中高端，且产品所有浓厚的历史渊源的产品诉求和高质量的产品品质，完全迎合了消费需求。我们认为，随着国家皖江城市带转移战略工程的实施，安徽区域经济仍将保持快速增长，为公司在安徽市场保持快速增长提供了源动力。另一方面，省外市场的重点突破为公司长远发展奠定了基础。
- ◆ 盈利预测与投资评级：预计 2011-2013 年 EPS 分别为 2.44 元、3.60 元和 5.10 元，我们认为公司 2011 年合理估值为 40 倍，对应目标价位 98 元，较当前股价（2010 年 6 月 30 日收盘价）具有 24%，给予公司“推荐”投资评级。

6、金种子酒

- ◆ 强大的网络优势为公司开拓省内外市场一大利器。公司拥有 148 家经销商和 6,000 名人员做终端，这就保证了公司网络的深度覆盖，为做好县乡市场作了充分的人员

保障。由于公司主打产品价格位于 50-100 元，目标市场定位于县乡市场。我们认为，白酒县乡市场的开发难度较大，要求渠道运作必须精细化、渠道维护必须持续化、人性化。这就要求企业在营销人员的配置上跟的上（公司具有 6000 个终端配置员工，指导和协助经销商进行市场开发）。另一方面，对于县乡市场而言，大品牌外加强大的资金支持是取得成功的关键因素（这是地产酒无法满足的条件）。这也是公司能够在县乡市场取得控制地位的主要原因。

- ◆ 成功模式和经验省外复制支撑公司高增长。每个企业战略定位决定了企业的发力点，而企业的发力点的不同导致各个公司优势不同。公司的主打产品（祥和、柔和种子酒）价格位于 50-100 元，定位于县乡市场。公司目前对省内县乡市场基本实现全覆盖，通过近几年的经营，公司对目标市场的已有深刻了解，积累了一整套开发县乡市场的成功模式和经验。而这一套县乡市场开拓的成功模式和经验为公司成功开发省外市场奠定了基础，从而支撑了公司未来 2-3 年业绩高增长。
- ◆ 盈利预测与投资建议：预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.31 元、0.55 元和 0.82 元，目前股价（17.50 元/股）对应 2010-2012 年 PE 分别为 56x、32x 和 21x。考虑到省外市场开拓的稳步推进以及高端品牌培养的后续成熟为公司未来两年保持高增长奠定了基础，因此我们认为，2011 年公司合理估值水平为 40-45x，对应目标价格区间为 22-24.75 元，我们取中间价 23.38 元作为未来 12 个月的目标价，给予公司“推荐”投资评级。

2.2 乳业

2.2.1 我国乳业行业概述

改革开放以来，我国奶类产量从 1985 年的 289 万吨增长到 2008 年的 3781.5 万吨，增长 13 倍，年均增长 12%。其中，牛奶产量从 1980 年的 119 万吨增长到 2008 年的 3555.8 万吨，产量增长 30 倍，年均增长 23%。与同期肉类产量以及粮食产量相比，我国奶类产量的增长速度远高于粮食产量增速和肉类产量增幅。

我国奶类产量增长可以分为两个阶段，第一个阶段为 2000 年以前，我国奶类总产量从 1985 年的 289.4 万吨增长到 2000 年的 919.1 万吨，年均增速为 8%；第二个阶段为 2000 年以后我国乳业进入一个快速发展期，总产量从 2000 年的 919.1 万吨增长到 2008 年的 3781.5 万吨，年均增速为 16%。从奶类消费结构来看，我国奶类消费中牛奶的比重从 1985 年的 86%提高到 2008 年度的 94%，奶类生产结构日趋集中。

综合上述，我们认为，随着原料奶未来价格不断上升，人力成本持续攀升，企业成本压力较大，这将进一步加速乳业整合，有力有具有规模优势的龙头企业快速发展。因此，我们比较看好伊利股份未来的发展。

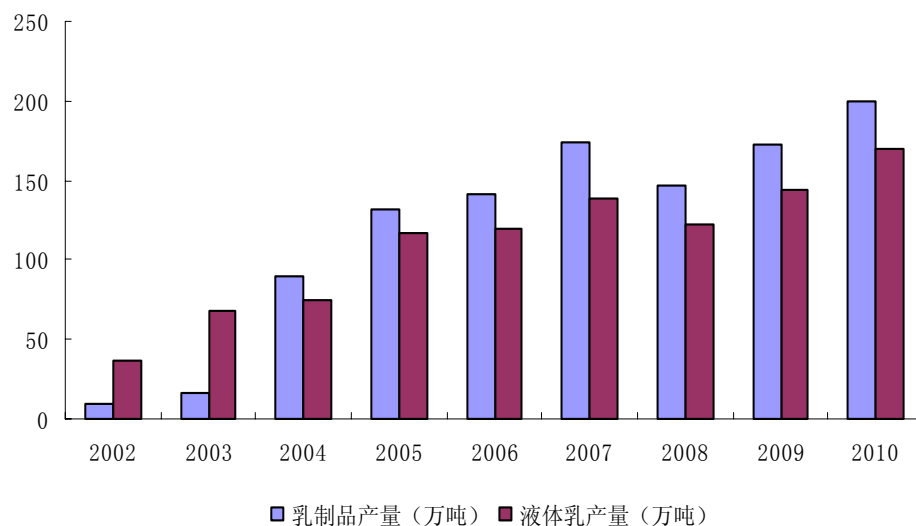
表 5：1998-2008 年我国粮食、肉类和奶类产量对比

单位：万吨

年份	粮食	肉类	奶类	牛奶
1998	51229.5	5723.8	745.4	662.9
1999	50838.6	5723.8	806.9	717.6
2000	46217.5	6013.9	919.1	827.4
2001	45263.7	6105.8	1122.9	1025.5
2002	45705.8	6234.3	1400.4	1299.8
2003	43069.5	6443.3	1848.6	1746.3
2004	46946.9	6608.7	2368.4	2260.6
2005	48402.2	6938.9	2864.8	2753.4
2006	49804.2	7089	3302.5	3193.4
2007	50160.3	6865.7	3633.4	3525.2
2008	52870.9	7278.7	3781.5	2555.8

资料来源：国元证券研究中心

图 6：我国乳制品、液体乳增长情况



资料来源：wind、国元证券研究中心。

2.2.2 重点公司投资分析

1、伊利股份

- ◆ 行业稳步增长。随着人们生活水平的不断提高，作为快速消费品之一的乳制品已成为生活必需品，多年保持稳定增长（一般乳制品消费量年增长幅度8-10%）。在行业保持稳定增长的背景下，我们认为龙头企业的增长确定性较大。
- ◆ 成本上升成必然之趋，规模优势至关重要。在乳业发展过程中，原料成本（主要为原奶）和人力成本逐年上升已成为不争事实。因此，企业在面临成本上升的过程中往往采用提价、调整产品结构等方式去消化成本。但我们认为，在生产成本基本趋同的情况下，产品规模所带来的规模效应对成本稀释最为重要，而伊利作为国内龙

头企业，产品具有绝对的规模优势，在成本控制上处于领先地位。同时，公司具有全产品线（液态奶、奶粉和冷饮）优势，有利于公司通过产业链转嫁成本压力。

- ◆ 品牌优势明显。随着居民食品安全意识的不断提高，安全、健康、营养的食品为广大消费者认可。而消费这对食品好坏的识别往往是通过品牌认知度加以区别。三聚氰胺事件后，消费者对乳制品的品牌忠诚度进一步提高，对大品牌的依赖性进一步加强。因此，长期来看，乳制品的品牌消费将成为必然趋势，届时龙头企业（伊利股份、蒙牛乳业）的市场占有率将进一步提高。另一方面，行业经营环境的不断恶化为公司产业整合提供了机会，因此在产业集中度不断加大的过程中，龙头企业受益显著。
- ◆ 产能扩张推动公司业绩稳步增长。三聚氰胺事件后，国内乳业进行了重新洗牌，三鹿腾出巨大奶粉和液态奶市场空间为其他企业提供了进入机会。而公司以此为契机，于2009年7月-2010年5月再次大规模固定资产投资（天津滨海新区年产4.5万吨奶粉项目、呼市土左旗伊利乳都科技园项目、京津塘地区日产200吨酸奶和奶酪、山东临朐日产900吨UHT奶和140吨冷饮、杜尔波特年产4.5万吨配方奶粉项目。合计投资总额202871万元）。因此，可以看出，产能规模的扩大为公司未来几年的发展提供了保障。
- ◆ 盈利预测与投资评级：预计2011-2013年EPS分别为0.79元、1.02元和1.35元。考虑到产业整合给公司带来的机会、公司新产品的开拓能力以及强大的奶源供给能力，我们认为公司未来业绩确定性较强。我们认为，2011年公司合理估值为30倍，对应未来6个月的目标价为24元，较当前（2011年6月30收盘价）股价具有45%的空间，给予公司“推荐”投资评级。

第 3 部分 2011 年下半年行业投资策略

对于 2011 年下半年食品饮料行业投资策略，我们的观点如下：1、通胀是影响中国经济复苏的主导因素，而且通胀将持续贯穿于全年。在通胀背景下，原材料价格以及人工成本上涨已成为企业面临的普遍性问题。由于食品饮料属于消费行业，也是典型的防御性行业，下游需求刚性较强，受通胀影响较小，整个行业仍保持稳定的增速；2、由于食品饮料行业为传统加工行业，多数属劳动密集型产业，毛利较低。因此，在通胀背景下，如何转嫁原材料、人工成本上涨所形成的生产压力已成为企业保持盈利水平的先决条件；3、对于食品饮料行业而言，生产成本的刚性上涨已成为不争事实，这就意味着低端产品竞争压力越来越大，企业要实现生产成本的转移以及保持盈利水平，就必须进行产品升级、通过优化产品结构来提高业务的盈利水平；4、由于食品饮料多为传统消费品，品牌忠诚度较高。因此，要实现生产成本的成功转移、保持盈利水平，企业必须具备下面几个条件：a、具有良好的品质基础，b、具有悠久品牌基础，c、具有强势的营销体系。

基于上述观点：我们的投资标的为包括古井贡酒（000596）泸州老窖（000568）、金种子酒（600199）、贵州茅台（600519）、五粮液（000858）、山西汾酒（600809）伊利股份（600887）。

表 6：重点公司盈利预测情况

股票名称	收盘价	总市值 (亿元)	EPS (元)			投资评级
	11-06-30		11	12	13	
古井贡酒	79.48	186.79	2.44	3.60	5.10	推荐
泸州老窖	45.12	629.08	1.98	2.48	2.89	推荐
金种子酒	16.74	93.04	0.55	0.82	1.30	推荐
贵州茅台	212.63	2006.80	7.31	9.52	13.10	推荐
五粮液	35.72	1355.92	1.52	1.85	2.38	推荐
山西汾酒	70.05	303.26	2.08	2.97	4.15	推荐
伊利股份	16.65	266.17	0.79	1.02	1.35	推荐

资料来源：wind、国元证券研究中心，收盘价为 2011 年 06 月 30 日价格

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

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或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn