

继续关注白酒股，重点配置大众品

研究结论

● 我们对食品饮料行业保持“看好”。2011 年前三季度行业运行良好，上市公司整体经营业绩优异，主业增长是净利润增量的主要来源。2011 年 1-5 月，食品饮料规模以上企业经营数据表现良好，除部分行业，销售收入增速都有不同程度提升，但由于成本压力加大，啤酒板块、软饮料制造板块、速冻食品板块、罐头制造板块和制糖业板块的毛利率出现不同程度下降。2011 年前三季度，食品饮料行业全部上市公司实现收入和净利润 2105 亿元和 283 亿元，同比分别增长 25.32% 和 40.52%，毛利率上升 1.94 个百分点，净利率和 ROE 同比上升 1.45 和 1.13 个百分点。历年数据表明，主业增长、盈利能力提升和费用控制是净利润增量的主要贡献者，从 2011 年前三季度的净利润增长分解数据看，主业增长是净利润增量的主要推动力，这符合我们之前的判断，而盈利能力提升和费用控制对前三季度的净利润贡献明显增加。我们预计 2011 全年的净利润构成不会出现格局性变化，但随着通胀水平的预期性下降，预计四季度和明年盈利能力提升对食品加工和制造板块的净利润贡献比例会上升。所以从投资角度，我们建议在相关公司可重点关注。

● 重点细分行业分析，三季度基金继续重仓增持食品饮料公司。白酒行业优质公司具备长期投资价值，前三季度，13 家白酒上市公司合计的收入和净利润同比增长 47% 和 54%，虽然第三季度增速略有下降，但增速仍然可观。啤酒行业竞争加剧，费用支出预期仍会提高，前三季度啤酒上市公司净利润增速低于收入增速，主要原因是成本提高导致的毛利率下滑，我们预计啤酒行业的销量和利润增速将处于相对较低的水平，明年成本压力有望逐步缓解。休闲食品公司的成本下降将是最大的看点之一，相关公司业绩将受益于毛利率的上升。乳品行业逐步复苏，同时，从“跑马圈地”低利润抢份额的时代进入到追求盈利水平的阶段。两大因素加速这一进程：一是行业竞争格局改善，年初的全国乳品企业审查清理和生产许可证重审，市场份额清空 10% 左右，极大缓解了终端价格战及对奶源争夺局面；二是市场集中度进一步提高，三家龙头乳企的地位进一步稳固，蒙牛舍激进求利润，伊利品牌建设规模效应显现，费用率的下降转换为利润率的提高，光明追求产品差异化，减少与蒙牛、伊利做直面竞争。

● 投资建议：继续关注白酒股，重点配置大众品。四季度，我们建议继续关注白酒股的情况下（推荐泸州老窖（买入）、五粮液（买入）、贵州茅台（增持）、古井贡酒（买入）、金种子酒（买入）、水井坊（增持）；建议关注洋河股份（未评级）、山西汾酒（未评级）），将投资重点更多地转向大众消费品行业，特别是受益于成本下降的行业值得重点关注。我们推荐洽洽食品（买入）、光明乳业（增持）、伊利股份（增持），建议关注双汇发展（未评级）、得利斯（未评级）和好想（未评级）。

● 风险因素：宏观经济增长低于预期；政策影响；食品安全事件的发生。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

李淑花

lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208110154

施剑刚

shijiangang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210020003

徐卫

xuwei1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210080004

联系人

陈徐姗

chenxushan@orientsec.com.cn

郝烁

haoshuo@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡（维持）

国家/地区

中国/A 股

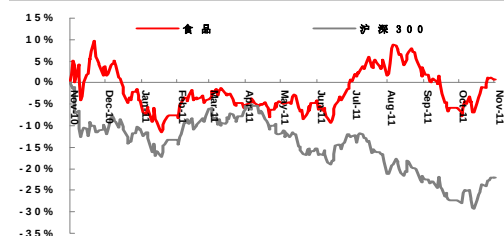
行业

食品饮料

报告发布日期

2011 年 11 月 10 日

行业表现



评价周期

1 个月

3 个月

12 个月

绝对表现 (%)

7.01

-0.8

0.74

相对表现 (%)

1.01

1.26

23.63

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	2010	2011E	2012E	2013E	评级
泸州老窖	1.58	2.08	2.83	3.52	买入
五粮液	1.16	1.69	2.34	2.85	买入
古井贡酒	1.34	2.44	3.85	5.40	买入
金种子酒	0.30	0.68	1.02	1.45	买入
青岛啤酒	1.13	1.33	1.59	1.90	买入
洽洽食品	1.01	0.79	1.03	1.41	买入
贵州茅台	5.35	7.48	9.77	12.52	增持
水井坊	0.48	0.65	0.82	0.95	增持
伊利股份	0.97	1.12	1.34	1.60	增持
光明乳业	0.19	0.23	0.32	0.49	增持
金枫酒业	0.30	0.37	0.41	0.48	增持

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

目 录

一、数据分析：行业发展良好	4
规模以上企业：行业高景气运行	4
A 股上市公司：白酒业绩表现依然最好	5
上市公司净利润增长构成分析	6
二、重点细分行业分析	8
白酒行业：具备长期投资价值	8
啤酒行业：销量增速放缓，成本略降	10
休闲食品行业：成本下降为看点	12
乳制品行业：行业复苏，盈利提升	13
三、基金重仓股分析：三季度继续增持，集中度提高	16
四、投资策略：继续关注白酒股，重点配置大众品	19
附件：细分行业产量和经营指标	21

图表目录

图 1：2011 年前三季度行业各板块净利润增长构成分解.....	7
图 2：行业历年各板块净利润增长构成分解.....	7
图 3：五粮液和茅台的终端价淡季仍保持高位.....	9
图 4：国窖 1573 的终端价稳步上涨，水井坊终端价在三季度末也有所抬高.....	9
图 5：截止 9 月，白酒主销价同比增长 48%（代表白酒整体消费升级趋势）.....	10
图 6：近 30 天全国气温距平实况图（2011.10.8-2011.11.6）.....	11
图 7：啤酒产量及增速（2010.1-2011.9）.....	11
图 8：啤酒大麦成本略有回落.....	12
图 9：土豆价格下跌 30%-50%左右缓解洽洽食品薯片成本.....	12
图 10：新疆红枣降价或延续未来数年，好想你收益明显.....	13
图 11：2008-2011 年 10 月原奶收购价格变化.....	13
图 12：前三大乳企市场集中度变化.....	14
图 13：伊利 2011 年销售费用率情况.....	14
图 14：国内主要高端乳品销售情况.....	15
图 15：城镇居民人均收入与纯奶、酸奶的消费趋势情况.....	16
图 16：行业跟沪深 300PE 比值.....	19
图 17：食品饮料行业和白酒板块历年 PE 和未来两年 PE 的情况.....	19
图 18：白酒 1-9 月产量增速为 29.20%、1-7 月收入 and 利润总额增速分别为 36.85%和 45.13%.....	21
图 19：黄酒 1-7 月收入 and 利润总额增速分别为 12.87%和 47.81%.....	21
图 20：啤酒 1-9 月产量增速为 8.55%、1-7 月收入 and 利润总额增速分别为 21.57%和 24.53%.....	21
图 21：葡萄酒 1-9 月产量增速为 17.93%、1-7 月收入 and 利润总额增速为 26.92%和 36.13%.....	22
图 22：乳制品 1-9 月产量增速为 13.20%、1-7 月收入 and 利润总额增速为 21.34%和 34.01%.....	22
图 23：鲜、冷藏肉和冻肉月度产量.....	22
图 24：畜禽屠宰和肉制品行业经营指标.....	23
表 1：2011 年 1-5 月食品行业各细分行业主要经营指标（规模以上企业统计）.....	4
表 2：主要细分行业历年 1-5 月财务指标比较（规模以上企业统计）.....	4
表 3：食品行业上市公司 2011 年三季报业绩汇总.....	5
表 4：食品行业上市公司主要细分板块和行业的年报及三季报的数据比较.....	6
表 5：白酒上市公司上半年和第三季度的收入、净利润增速.....	8
表 6：基金重仓持有食品行业上市公司情况分析.....	17
表 7：重点公司盈利预测和评级.....	20

一、数据分析：行业发展良好

规模以上企业：行业高景气运行

2011 年 1-5 月，食品饮料规模以上企业经营数据表现良好，除部分行业，销售收入增速都有不同程度提升，但由于成本压力加大，啤酒行业、软饮料制造板块、速冻食品板块、罐头制造板块等板块的毛利率出现不同程度下降。

表 1：2011 年 1-5 月食品行业各细分行业主要经营指标（规模以上企业统计）

细分行业	销售收入 增速	10 年同期	利润总额 增速	10 年同期	毛利率	10 年同期	税前利润 率	10 年同期
饮料制造	33.01% ↑	26.18%	38.97% ↑	25.17%	26.86% ↑	26.60%	9.91% ↑	9.28%
白酒行业	36.38% ↓	41.96%	38.92% ↓	45.18%	34.82% ↑	32.13%	15.23% ↑	14.48%
黄酒行业	16.67% ↓	22.16%	45.81% ↑	18.69%	43.56% ↑	34.40%	10.79% ↑	8.65%
啤酒行业	22.74% ↑	8.24%	47.82% ↑	19.06%	30.03% ↓	30.98%	6.05% ↑	4.98%
葡萄酒行业	29.01% ↑	22.49%	35.29% ↑	22.72%	31.06% ↑	30.95%	13.78% ↑	12.56%
软饮料制造	35.08% ↑	18.29%	34.44% ↑	-5.90%	21.40% ↓	23.30%	7.20% ↓	7.23%
食品制造	33.27% ↑	29.11%	37.35% ↑	19.74%	20.69% ↑	20.25%	6.83% ↑	6.36%
液体乳及乳制品	21.34% ↑	17.71%	45.06% ↑	-10.37%	22.78% ↑	22.47%	5.67% ↑	4.62%
速冻食品	25.75% ↓	30.82%	20.91% ↓	55.31%	15.26% ↓	16.21%	6.19% ↑	4.77%
罐头制造	31.54% ↓	33.87%	28.22% ↑	-1.11%	13.78% ↓	15.12%	3.95% ↓	3.99%
调味品、发酵制品	30.47% ↓	31.41%	34.66% ↑	14.02%	16.73% ↑	16.74%	6.88% ↑	6.23%
食品加工	33.79% ↑	30.53%	41.41% ↓	44.62%	11.60% ↑	11.40%	4.79% ↑	4.52%
制糖业	43.47% ↑	24.19%	61.04% ↓	1459.60%	23.61% ↓	24.18%	14.86% ↑	13.36%
畜禽屠宰	33.60% ↑	32.53%	52.81% ↑	55.82%	10.60% ↓	10.20%	4.21% ↑	3.57%
肉制品及副产品加工	28.25% ↓	30.66%	7.86% ↓	43.73%	11.76% ↑	10.97%	4.83% ↓	5.29%

资料来源：东方证券研究所

表 2：主要细分行业历年 1-5 月财务指标比较（规模以上企业统计）

	白酒	啤酒	黄酒	葡萄酒	乳制品	制糖	肉制品
销售收入增长率							
2011 年 1-5 月	36.38 ↓	22.74 ↑	16.67 ↓	29.01 ↑	21.34 ↑	43.47 ↑	28.25 ↓
2010 年 1-5 月	41.96	8.24	22.16	22.49	17.71	24.19	30.66
2009 年 1-5 月	21.95	9.57	4.61	7.02	4.87	-8.03	10.86
2008 年 1-5 月	33.20	14.18	28.26	36.23	30.48	21.47	36.26
2007 年 1-5 月	30.60	20.33	36.53	18.99	22.45	8.15	28.59
2006 年 1-5 月	24.72	17.65	21.88	29.50	26.60	44.92	19.39
2005 年 1-5 月	22.09	12.16	16.63	29.79	31.66	2.96	40.92

利润总额增长率							
2011 年 1-5 月	38.92 ↓	47.82 ↑	45.81 ↑	35.29 ↑	45.06 ↑	61.04 ↓	7.86 ↓
2010 年 1-5 月	45.18	19.06	18.69	22.72	-10.37	1,459.60	43.73
2009 年 1-5 月	9.22	10.79	-10.37	1.06	17.55	-120.89	24.55
2008 年 1-5 月	63.02	-4.21	47.82	32.77	21.37	-40.79	24.12
2007 年 1-5 月	35.23	41.94	54.15	37.28	25.35	-32.10	30.14
2006 年 1-5 月	30.39	18.84	5.72	5.76	24.23	207.17	34.00
2005 年 1-5 月	22.09	12.16	16.63	29.79	31.66	2.96	40.92
毛利率							
2011 年 1-5 月	34.82% ↑	30.03% ↓	30.34% ↑	31.06% ↑	22.78% ↑	23.61% ↓	11.76% ↑
2010 年 1-5 月	32.13%	30.98%	25.59%	30.95%	22.47%	24.18%	10.97%
2009 年 1-5 月	35.50%	29.68%	27.64%	31.98%	25.25%	11.01%	11.13%
2008 年 1-5 月	36.12%	29.88%	28.68%	37.49%	-33.70%	15.50%	9.86%
2007 年 1-5 月	36.16%	33.39%	28.89%	39.29%	22.77%	20.76%	9.99%
2006 年 1-5 月	35.81%	33.50%	30.35%	37.69%	22.42%	27.13%	10.81%
2005 年 1-5 月	37.60%	34.08%	32.45%	37.42%	23.29%	20.00%	9.16%

资料来源：东方证券研究所

A 股上市公司：白酒业绩表现依然最好

2011 年前三季度，食品饮料行业全部上市公司实现收入和净利润 2105 亿元和 283 亿元，同比分别增长 25.32%和 40.52%，毛利率上升 1.94 个百分点，达到 40.57%，净利率和 ROE 同比上升 1.45 和 1.13 个百分点。

就食品饮料各个细分行业而言，白酒、葡萄酒和乳制品行业净利润增长较快，其中白酒各项指标的综合表现最佳，且今年三季度业绩加速增长，基本符合我们前期的判断。

表 3：食品行业上市公司 2011 年三季报业绩汇总

亿元	3Q2010	3Q2011	增幅
营业收入	1680	2105	25.32%
利润总额	263	374	42.26%
净利润	202	283	40.52%
毛利率	38.63%	40.57% ↑	
所得税/利润总额	23.24%	24.18% ↑	
净利率	12.00%	13.45% ↑	
净资产收益率	15.46%	16.59% ↑	

资料来源：东方证券研究所

表 4：食品行业上市公司主要细分板块和行业的年报及三季报的数据比较

亿元	营业收入	营业收入 增长率	净利润	净利润 增长率	毛利率	毛利率变动	实际税率	净利润率
2011 年三季度数据								
食品饮料行业	2105.00	25.33%	283.00	40.52%	40.57%	1.94%	24.18%	13.45%
饮料制造	1071.91	30.23%	241.38	42.67%	57.69%	2.08%	25.22%	22.52%
白酒行业	563.45	46.88%	191.39	54.39%	70.64%	0.57%	25.34%	33.97%
啤酒行业	371.25	15.91%	31.06	2.98%	42.33%	-0.63%	24.43%	8.37%
黄酒行业	16.04	19.03%	2.17	20.89%	45.97%	0.22%	22.31%	13.51%
葡萄酒行业	51.39	23.36%	12.59	65.23%	70.82%	4.11%	25.56%	24.49%
食品加工制造	832.92	19.54%	28.35	12.41%	21.39%	0.04%	16.57%	3.40%
肉制品	277.42	0.13%	4.10	-59.08%	7.54%	-1.75%	18.65%	1.48%
乳品	439.27	24.21%	19.65	112.26%	33.19%	0.18%	14.64%	4.47%

资料来源：东方证券研究所

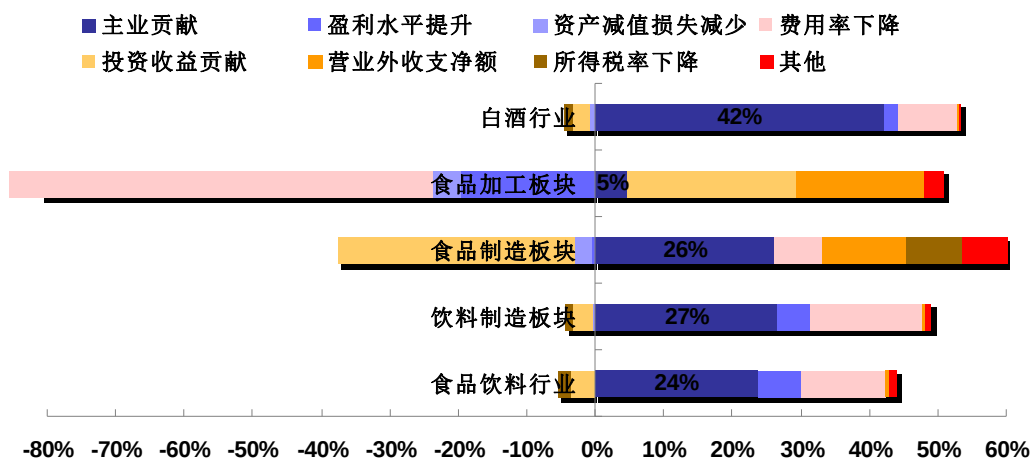
上市公司净利润增长构成分析

为了更好的了解行业发展，我们对上市公司经营数据进行了深度分析，特别是归属母公司所有者净利润的构成进行了分解，由此，我们能够更好地知道行业业绩增长的来源。

历年数据表明，主业增长、盈利能力提升和费用控制是利润增量的主要贡献者，从 2011 年前三季度的净利润增长分解数据看，主业增长是净利润增量的主要推动力，这符合我们之前的判断，而盈利能力提升和费用控制对前三季度的净利润贡献明显增加。

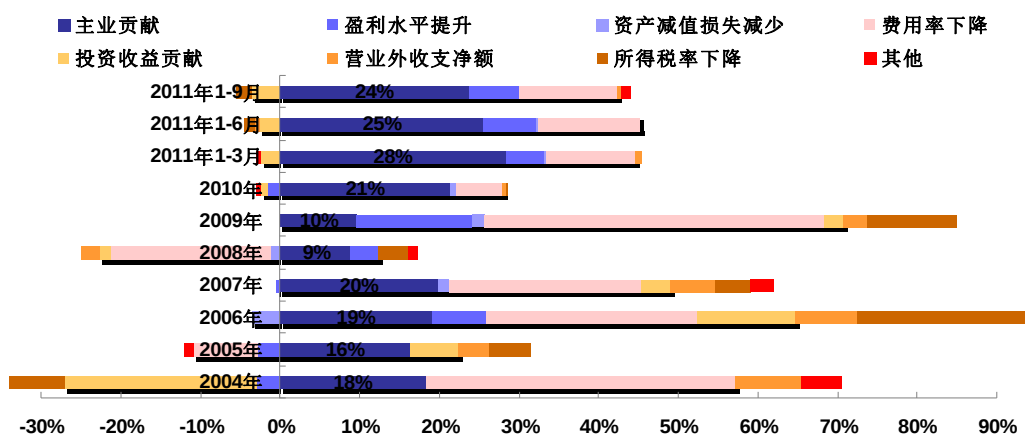
我们预计 2011 全年的净利润构成不会出现格局性变化，但随着通胀水平的预期性下降，上游成本回落，预计四季度和明年盈利能力提升对食品加工和制造板块的净利润贡献比例会上升。所以从投资角度，我们建议相关公司可重点关注。

图 1：2011 年前三季度行业各板块净利润增长构成分解



资料来源：公司定期报告；东方证券研究所

图 2：行业历年各板块净利润增长构成分解



资料来源：公司定期报告；东方证券研究所

二、重点细分行业分析

白酒行业：具备长期投资价值

今年 1-7 月，白酒规模以上企业实现收入和利润总额同比增长 37%和 45%，1-3 季度，所有白酒上市公司实现的合计收入和净利润同比增长分别为 47%和 54%，白酒行业保持了高速增长的态势。其中第三季度合计的收入和净利润同比分别增长 41%和 46%，增速较上半年略有放缓，其中伊力特和山西汾酒的收入和净利润同比均出现下降。

从前三季度净利润增长的贡献来源看，主要是收入的快速增长，其后是费用率下降和盈利能力的进一步提升。我们认为费用率下降主要来自于相关公司收入快速增长带来的规模效应，盈利能力提升主要来自于年初大部分公司的提价以及消费升级带来的产品销售结构进一步优化。我们认为四季度主要关注收入的增速变化。

我们跟踪分析白酒公司主要从五个方面展开：

一是基本面、二是估值、三是宏观环境、四是机构持仓比重、五是利好利空因素。

目前基本面预期尚属良好，但也有一定的预期变化，主要是市场对宏观经济预期不明确带来的影响（2008 年的情形告诉我们宏观经济会直接影响公司基本面），我们认为，2012 年宏观经济如果出现较为悲观的情况，白酒行业的茅台和五粮液业绩会相对比较稳定（即使考虑存在业绩增速下调可能），原因在于这两家公司的量、价两因素可预测性较强。

估值处于低位，特别是参考 2012 年的 PE 水平，一线白酒和二线白酒的估值均处于历史较低区间。目前的估值水平对中长线投资具有很好的参考价值。

机构持仓仍然比较高，这成为四季度影响白酒股表现的重要因素。

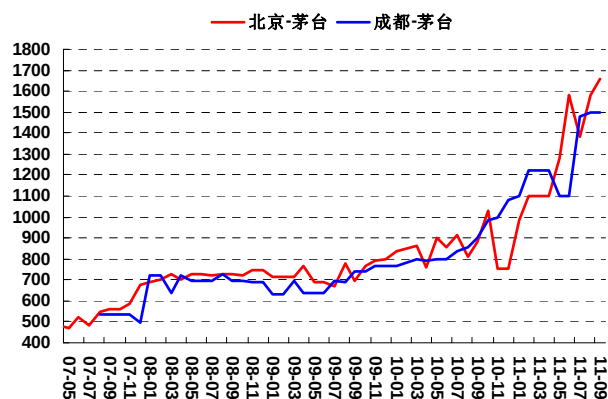
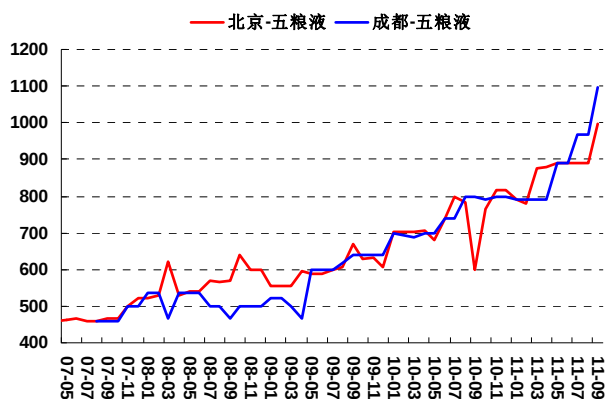
利空利好因素：短期难见利好刺激。前期的利空方面：一是发改委的再次约谈，使得旺季提价预期很难实现，但我们在前期的点评报告中已经指出，该因素的影响主要是短期和心理层面。如果 CPI 如预期般下降，明年该提价的还是会提价；二是央视在 2012 年限制白酒广告条数，这将加剧白酒行业竞争，直接影响就是增加广告费支出，对二线区域白酒影响更大，对一线龙头公司的影响在于短期内增加费用，长期有利于提高市场份额。

表 5：白酒上市公司上半年和第三季度的收入、净利润增速

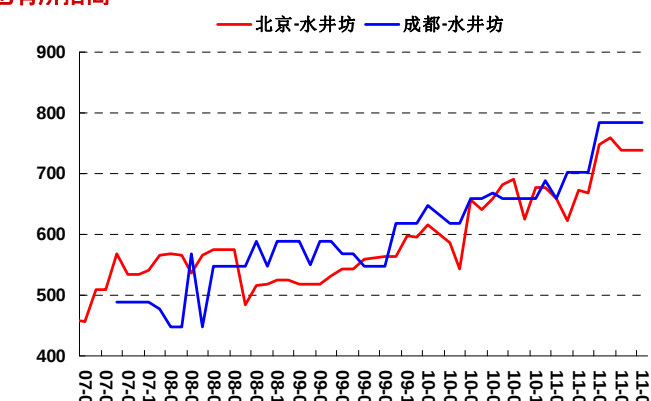
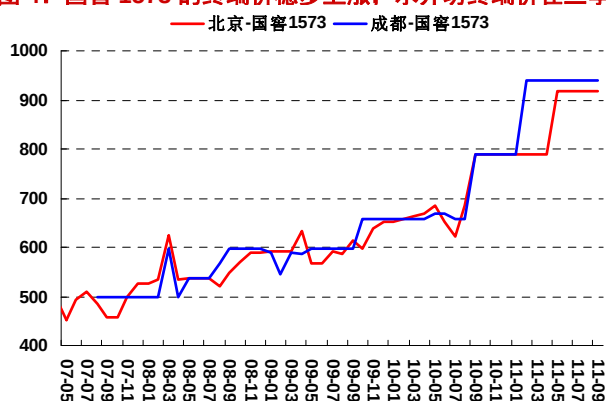
公司	证券代码	1-6 月		7-9 月	
		收入增速	净利润增速	收入增速	净利润增速
泸州老窖	000568	45%	35%	57%	11%
古井贡酒	000596	85%	168%	68%	76%
酒 鬼 酒	000799	69%	23%	136%	165%
五 粮 液	000858	40%	49%	30%	28%
ST 皇台	000995	47%	扭亏	95%	扭亏
洋河股份	002304	77%	70%	71%	135%
伊力特	600197	23%	22%	-16%	-3%

金种子酒	600199	54%	134%	15%	210%
贵州茅台	600519	49%	58%	39%	55%
老白干酒	600559	23%	40%	18%	52%
沱牌舍得	600702	10%	49%	67%	74%
水井坊	600779	-4%	34%	88%	扭亏
山西汾酒	600809	80%	97%	-15%	-76%
合计		50%	57%	41%	46%

资料来源：公司定期报告；东方证券研究所

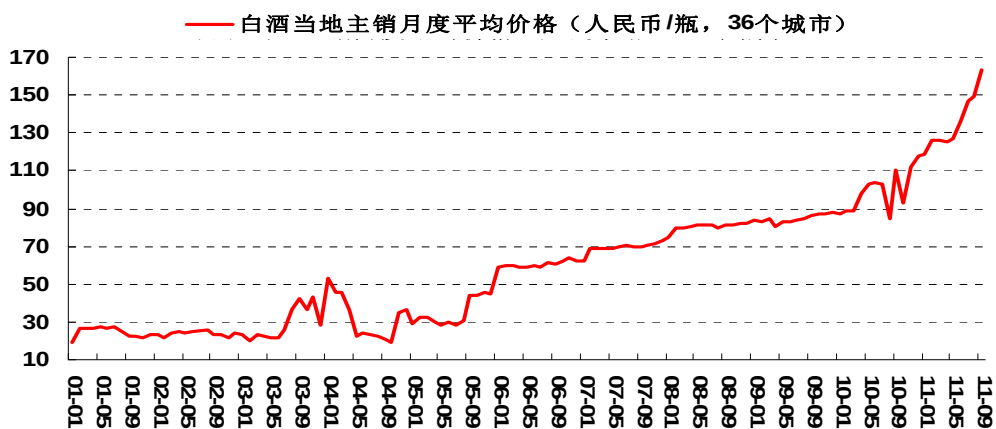
图 3：五粮液和茅台的终端价淡季仍保持高位


资料来源：东方证券研究所

图 4：国窖 1573 的终端价稳步上涨，水井坊终端价在三季度末也有所抬高


资料来源：东方证券研究所

图 5：截止 9 月，白酒主销价同比增长 48%（代表白酒整体消费升级趋势）



资料来源：CEIC；东方证券研究所

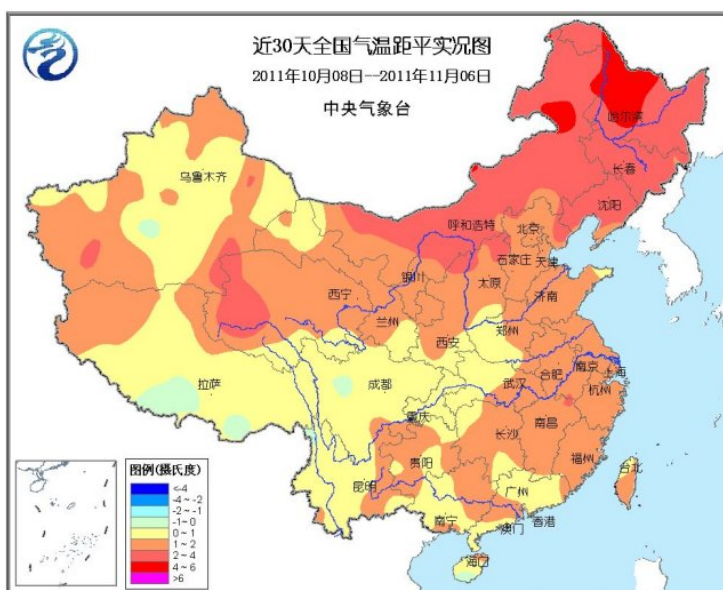
啤酒行业：销量增速放缓，成本略降

啤酒消费进入淡季：1-9 月，中国啤酒行业累计产量 3943 万千升，同比增长 7%，较上半年的 10% 的增速有所下降；其中 9 月当月啤酒产量 461 万吨，同比增长仅为 0.39%，增速亦明显下降。这也符合我们在月初的判断，即随着各地气温逐渐回落，我们预计四季度啤酒行业产量环比继续小幅下降。不过因为去年四季度全国的气温较低，基数较低，意味着今年四季度同比增速较三季度将有所回升。

从下图中看出 10 月份，几乎全国所有地区的气温较历史水平都有提高，其中东北地区尤为明显，东部地区的气温也明显较往年较高。我们预计今年四季度全国啤酒销量增速比三季度提升明显，不过因为四季度绝对量较低，对上市公司盈利影响有限。

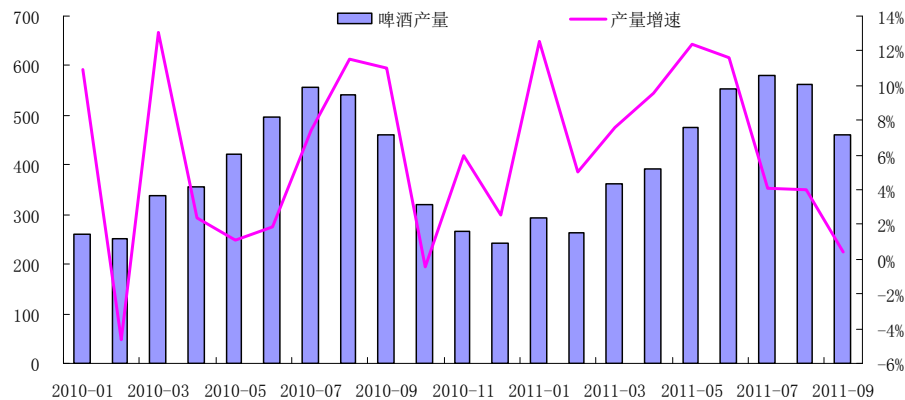
从成本来看，进口啤酒大麦的价格从年初的 250 美元/吨上升到高点的 380 美元/吨，最近几个月价格略微下跌，价格在 340-350 美元/吨左右，不过考虑到主要的上市公司啤酒大麦库存可以用到明年的二季度前后，短期的成本下跌对实际业绩影响有限。

图 6; 近 30 天全国气温距平实况图 (2011.10.8-2011.11.6)

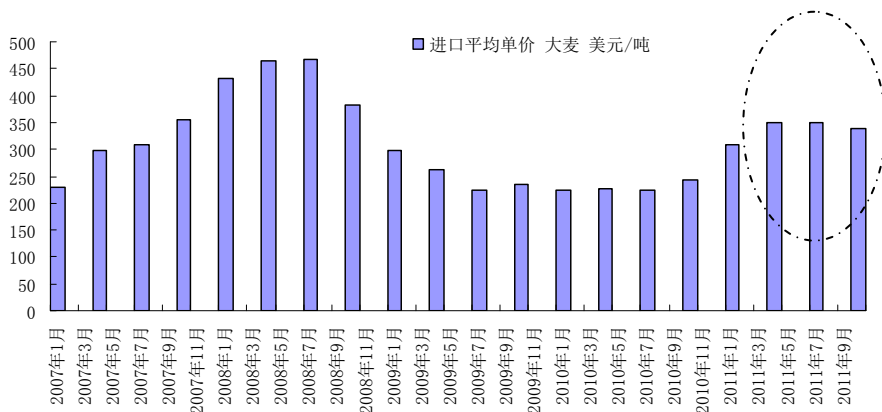


资料来源：公司资料 东方证券研究所

图 7：啤酒产量及增速（2010.1-2011.9）



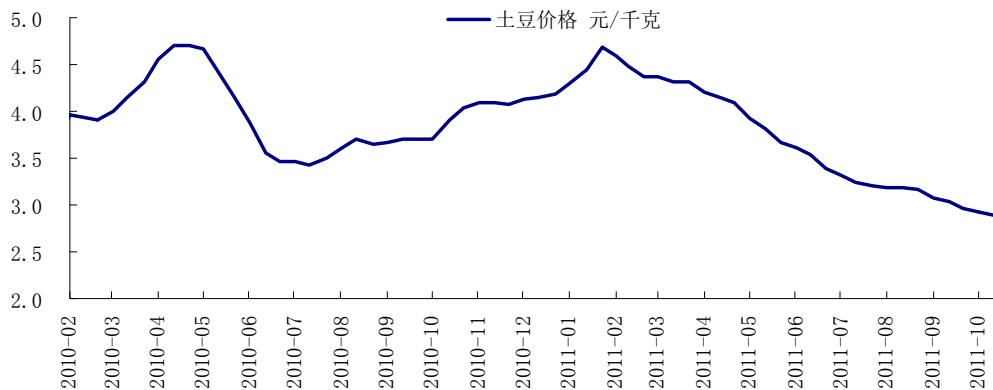
资料来源：公司资料 东方证券研究所

图 8：啤酒大麦成本略有回落


资料来源：公司资料 东方证券研究所

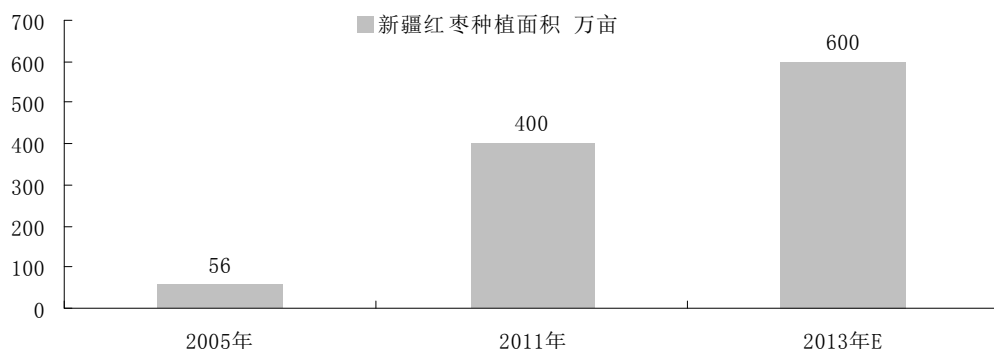
休闲食品行业：成本下降为看点

休闲食品方面主要涉及的上市公司是洽洽食品、好想你。这两个公司的主要原材料价格近期均有所下跌。洽洽食品的主要原材料薯粉价格从年初高点已下跌 30%，薯粉原料土豆价格下跌了 50%，意味着薯粉还有下降空间；葵花籽价格亦小幅下跌 3% 左右。好想你主要原材料新疆红枣价格相对缺乏透明的数据统计，从央视的报道（见附注）以及我们和相关红枣经销商草根调研的情况看，新疆红枣价格将下跌 30%-50% 左右，甚至部分地区跌幅超过 50%。产品售价方面，因为洽洽食品单价低且成本降幅小，我们预期其产品售价将维持不变；好想你或因为成本的大幅下降而相应下调售价，从而刺激销量未来几年两个公司的成本或将持续下降：一方面，两个公司都通过在主要的原材料产地（主要是新疆）建立示范种植园，收购和生产基地来提高自给比率，指导当地农户种植；另一方面，新疆葵花和枣树种植面积近几年大幅增长，红枣尤为突出。由于近些年新疆红枣价格持续上涨，新疆红枣种植面积保守预计从 2011 年的 400 万亩增长到 2013 年的 600 万亩。从农户个体利益出发，种植红枣的亩产值是棉花等其他农作物的 2 倍以上，即使今年枣价下跌，农户仍然有利可图。

图 9：土豆价格下跌 30%-50% 左右缓解洽洽食品薯片成本


资料来源：统计局 东方证券研究所

图 10：新疆红枣降价或延续未来数年，好想你收益明显



资料来源：统计局 新浪财经 东方证券研究所

乳制品行业：行业复苏，盈利提升

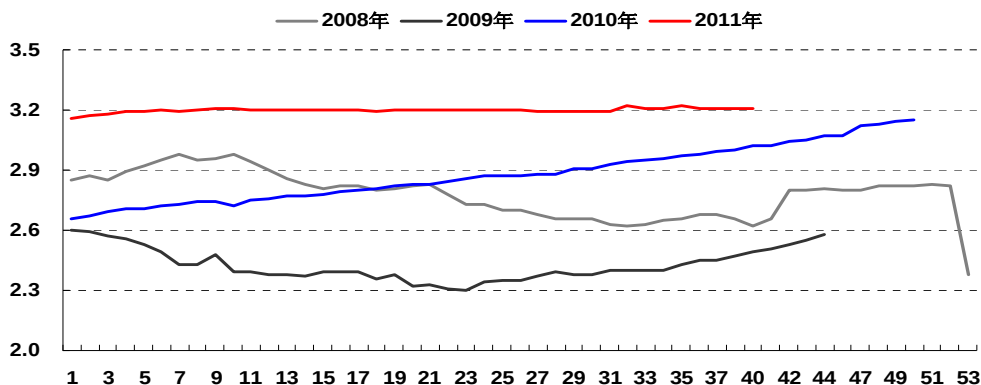
前期回顾：行业复苏加快，盈利水平大幅提升

乳品行业 1-9 月加速复苏，规模以上企业 1-5 月销售收入增速 21.34%，去年同期为 17.71%，同时盈利水平大幅度改善，利润总额增速达到 45.06%，去年同期为-10.37%，税前利润率 5.67%，亦比去年上升 1 个百分点。上市公司层面净利润增长率远超收入增速，达到 112.26%，后者仅为 24.21%。从以上数据我们分析认为，乳品行业在复苏的同时已从“跑马圈地”低利润抢份额的时代进入到追求盈利水平的阶段。几大因素共同加速了这一进程：

行业竞争格局改善

今年是乳制品行业特殊的一年，年初的全国乳品企业审查清理和生产许可证重审，乳品企业淘汰率 45%，婴幼儿配方乳品企业淘汰率 21%。虽然市场份额清空仅为 10%左右，但是极大缓解了终端价格战及上游奶源争夺现象。今年以供求关系决定的全国原奶价格基本保持稳定。

图 11：2008-2011 年 10 月原奶收购价格变化

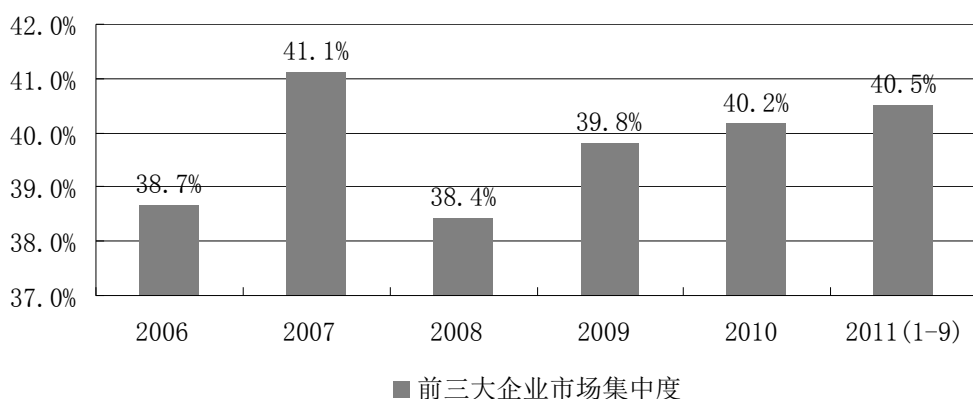


数据来源：中国奶业协会，东方证券研究所整理

市场集中度不断提高，龙头乳企关注盈利提升

三家龙头乳企的地位已基本确立，市场集中度不断提高。蒙牛开始逐步融入中粮基因，终端激进的争夺有所缓解，转而追求利润的提高；伊利在液态奶品类与蒙牛的差距逐渐缩小，而奶粉、冰淇淋品类的龙头地位日益巩固，且前期品牌建设的规模效应开始显现，也使得公司有能力开始关注盈利能力的提升；光明乳业开始有意推广差异化产品，不与蒙牛、伊利做直面竞争，且其目前体量较小，尚不具备做大全国市场的资源和能力。因此，三大乳企“殊途同归”，共同造就了今年行业盈利水平的大幅度提升。

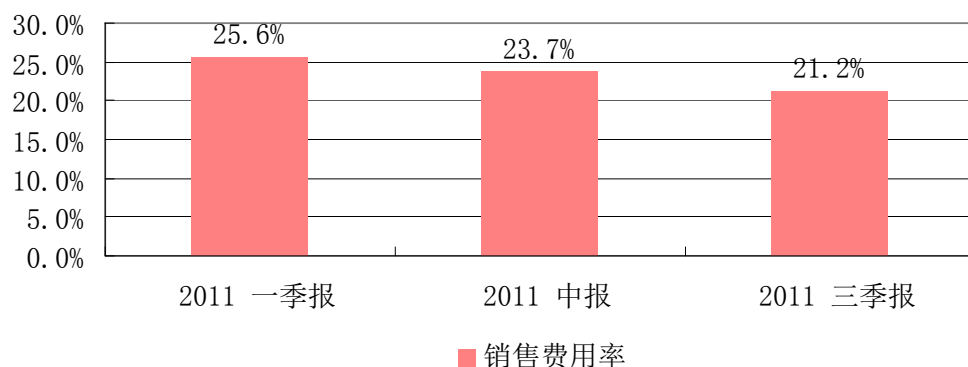
图 12：前三大乳企市场集中度变化



数据来源：国家统计局，东方证券研究所整理

这一转变主要表现在销售费用率的精简上，以伊利为例，公司三季度销售费用率为 16.6%，比一季度，二季度销售费用分别下降 9 和 5.3 个百分点，从而使得公司净利润率 1-9 月达到 4.9%，比去年同期上升 2.5 个百分点。

图 13：伊利 2011 年销售费用率情况



数据来源：公司公告，东方证券研究所整理

后期展望：净利润率仍有上升空间

我们认为中国乳企的净利润率水平仍有上升空间，主要来自于产品结构优化带来的毛利率提升。随着收入水平的提高，乳品安全事故的频发，乳品的消费升级也已经到来。我们预测，几个高端子品类会成为未来乳企利润的重要贡献源：

高端常温奶，毛利率 50%左右

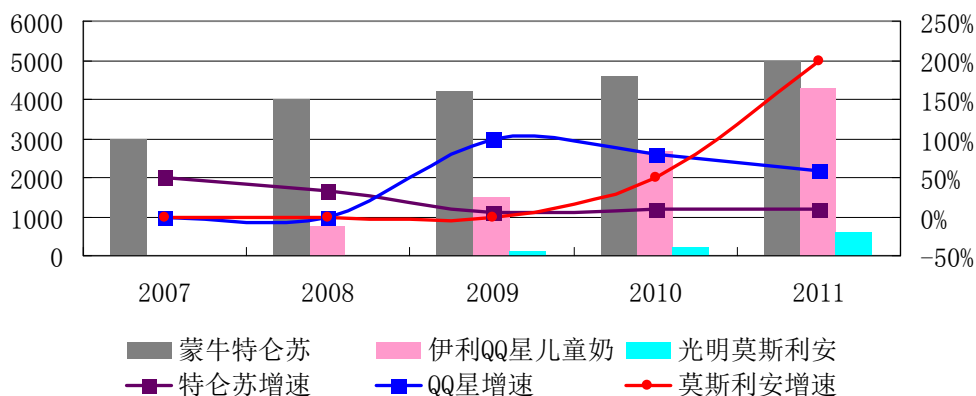
普通常温奶的增速已经放缓至 2%，但是包装精美，主打功能性，营养性的高端常温奶尚处在欣欣向荣的阶段，已经成为乳制品市场一支不可忽视的力量。据利乐中国研究报告分析，乳企不约而同决战高端常温奶是由多方面原因造成的：

- 1、普通常温奶产品同质化严重，价格战激烈，利润空间微薄。
- 2、原奶，白糖价格的不断上涨，迫使乳企进军高端市场，以高毛利来转嫁成本压力。
- 3、乳制品属于快消品中的一种，现代渠道在快速消费品销售中的比重从 2001 年的 21% 上升到 2005 年的 38%，近年来依然在不断上涨。现代渠道在与企业的谈判中主导力较强，企业进场等销售费用节节攀升，也给乳企带来一定的压力。

目前高端奶市场体量约为 70 个亿，在整个白奶市场占据的份额约为 1/8，我们认为目前高端乳品市场仍大有潜力。主要理由是中国已经具有一个相当庞大的中产阶层，该阶层注重生活质量，消费意愿和实力很强，根据中国社会科学院 2010 年的研究报告，中国已经进入了中产阶层成长的黄金期，中产阶层估计已达到全国人口的 23%，也就是 3 亿左右，而且中产阶层正以每年一个百分点的速度扩大。一般认为北京、上海等大城市 40% 应该属于中产。我们假设该 3 亿人群中的一半每周消费五盒高端牛奶，每盒价格 5 元，则一年高端奶市场的体量将达到 1950 亿元，市场空间是当前的 28 倍，增长潜力很大。常温奶目前在我国份额在 70% 以上，因此其中的高端产品就成为了他们的重要选择。

事实也证明，国内主要乳企推出的高端乳品发展迅速。

图 14：国内主要高端乳品销售情况



数据来源：公司公告，东方证券研究所整理

巴氏奶，毛利率 40%左右

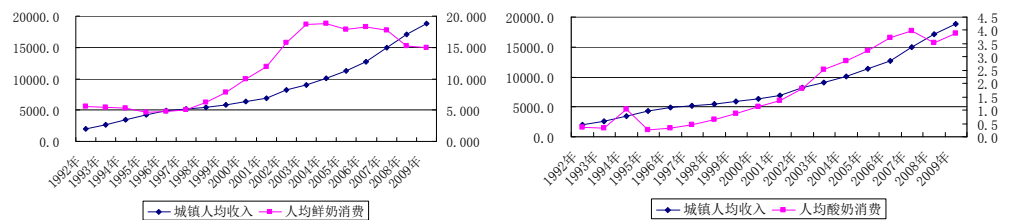
与三聚氰胺前，常温奶压倒性胜利不同，随着乳品安全事故的频发，新国标等事件的热议，消费者开始“被教育”的关注乳制品的营养，巴氏奶“重获新宠”。其中，全国巴氏奶第一的光明乳业最先受益，其 2011 年上半年巴氏奶同比增速达到 25%，其中高端产品优倍更达到 50%左右，远超 10 年同期的 7%。我们认为巴氏奶的销售加速并非偶然，其高速增长可以持续并有可能进一步加快，销售份额将首先从一线城市开始触底回升。

酸奶，毛利率 40%左右

我们看好酸奶在中国未来的快速增长。主要原因在于

- 1、86.7%的中国人存在乳糖不耐受问题，纯奶饮用后容易出现腹胀，腹泻等问题，而酸奶乳糖 20%-30%被分解，更适合中国人的胃。
- 2、目前酸奶在中国乳品消费中仅占 15%，而国外的平均水平为 40%，中国目前酸奶消费量还不到欧洲的 1/40，比纯奶消费的差距要大得多，成长空间更大。
- 3、相对于纯奶，酸奶的收入弹性更高，因此随着居民生活水平的提高，会更愿意消费酸奶。

图 15：城镇居民人均收入与纯奶、酸奶的消费趋势情况



数据来源：中国统计局，东方证券研究所整理

目前我国酸奶的销售收入增速 25%左右，这一趋势有望加快。

我们认为随着以上这些品类的超预期发展，他们在乳企中的份额将不断提升，从而优化公司的产品结构，提升毛利率。同时，如前所述，行业的竞争格局将逐步趋于缓和，销售费用率将维持在理性水平，毛利率的提高将有效推高公司的净利润率。

三、基金重仓股分析：三季度继续增持，集中度提高

在 2011 年二季度食品饮料行业小幅跑赢沪深 300 指数 7%之后，三季度行业下跌 3%，不过仍相对继续跑赢 12 个百分点。从过去 6 年的历史平均来看，二、三季度也相对较好。

从三季度基金持有的食品饮料公司情况看，已披露的基金重仓持有食品饮料公司总市值三季度较二季度提高 19%，总重仓持股数提高 27%，基金在三季度继续增持食品饮料行业，重仓股票的数量看基本和二季度持平。其中白酒公司依然是基金重仓增持的重点，在三季度基金增持主要白酒公司非常明显，但基金对泸州老窖的热情相对减弱。另外，洽洽食品在三季度增持最为明显，青岛啤酒由于消费旺季也被基金大幅重仓增持。

表 6：基金重仓持有食品行业上市公司情况分析

11 年三季度和 11 年二季度比较分析							11 年二季度和 11 年一季度比较分析						
股票名称	股票代码	占流通 A 股比例%	基金重仓增减情况	持有该基金数	持有该基金家数变化	股价变化%	股票名称	股票代码	占流通 A 股比例%	基金重仓增减情况	持有该基金数	持有该基金家数变化	股价变化%
伊利股份	600887	33.96	24%	90	28	9.91	泸州老窖	000568	32.61	-3%	78	10	1.17
泸州老窖	568	33.18	2%	65	-13	-11.94	伊利股份	600887	27.31	88%	62	6	-3.64
洽洽食品	2557	19.47	9644%	2	1	1.36	老白干酒	600559	16.86	-13%	6	-1	-7.44
双汇发展	895	16.88	26%	59	12	-0.91	贵州茅台	600519	13.64	31%	165	83	18.23
五 粮 液	858	15.05	58%	183	64	1.62	双汇发展	000895	13.42	-30%	47	-1	-15.23
贵州茅台	600519	13.87	12%	188	23	-0.32	重庆啤酒	600132	9.81	0%	11	0	-16.19
青岛啤酒	600600	10.55	75%	15	9	-2.69	五 粮 液	000858	9.54	62%	119	65	13.02
重庆啤酒	600132	10.2	4%	20	9	9.41	古井贡酒	000596	9.25	-2%	15	3	7.38
山西汾酒	600809	10.19	47%	27	3	3.10	洋河股份	002304	8.25	88%	28	12	21.48
酒 鬼 酒	799	10.04	54%	5	0	11.77	海通集团	600537	7.92	-64%	11	-13	-32.12
洋河股份	2304	10.01	21%	32	4	7.80	山西汾酒	600809	6.95	-1%	24	5	14.78
古井贡酒	596	9.82	6%	17	2	7.76	张 裕 A	000869	6.69	2%	21	6	15.14
张 裕 A	869	9.71	45%	28	7	5.88	酒 鬼 酒	000799	6.52	103%	5	3	-8.82
老白干酒	600559	7.48	-31%	6	0	-4.87	青岛啤酒	600600	6.03	-15%	6	-2	9.00
海通集团	600537	6.85	-14%	5	-6	-25.72	燕京啤酒	000729	4.74	55%	12	6	-8.81
金种子酒	600199	5.26	51%	13	4	8.78	百润股份	002568	4	-50%	1	-1	-24.77
燕京啤酒	729	4.89	3%	8	-4	-13.26	承德露露	000848	3.62	32%	3	-3	-14.80
晨光生物	300138	4.57	新增	1	1	-9.44	金种子酒	600199	3.49	64%	9	4	-6.17
安琪酵母	600298	3.64	42%	3	1	-4.55	安琪酵母	600298	2.55	-8%	2	-1	-2.31
承德露露	848	2.9	-20%	3	0	-0.13	国投中鲁	600962	2.16	-23%	1	-1	7.62
好想你	2582	2.12	-67%	1	-2	-9.14	沱牌舍得	600702	2.1	755%	3	2	5.89
三全食品	2216	2.09	0%	1	0	3.13	三全食品	002216	2.09	-38%	1	0	2.60
莫高股份	600543	1.87	0%	1	0	-9.29	洽洽食品	002557	0.2	3231%	1	-2	-17.90
国投中鲁	600962	1.87	7%	1	0	-27.70	好想你	002582	6.48	新增	3	3	6.89
沱牌舍得	600702	1.61	-24%	4	1	-11.24	贝因美	002570	4.6	新增	3	3	-20.20
ST 皇台	995	0.03	新增	1	1	10.52	莫高股份	600543	1.87	新增	1	1	-15.33
贝因美	2570	4.6	退出	0	-3	-19.25	水井坊	600779	0	新增	1	1	-3.00
百润股份	2568	4	退出	0	-1	13.98	顺鑫农业	000860		退出	0	-1	-5.90
水井坊	600779	0	退出	0	-1	-2.27	双塔食品	002481		退出	0	-1	-10.22
							啤酒花	600090		退出	0	-1	-12.92
							海南椰岛	600238		退出	0	-1	-4.68
							*ST 通葡	600365		退出	0	-1	-10.20

	光明乳业	600597	退出	0	-1	-20.23
	金枫酒业	600616	退出	0	-1	-7.30
	皇氏乳业	002329	退出	0	-1	-20.79
	佳隆股份	002495	退出	0	-1	-15.09
	晨光生物	300138	退出	0	-2	-8.11
	朗源股份	300175	退出	0	-1	-15.86

资料来源：东方证券研究所

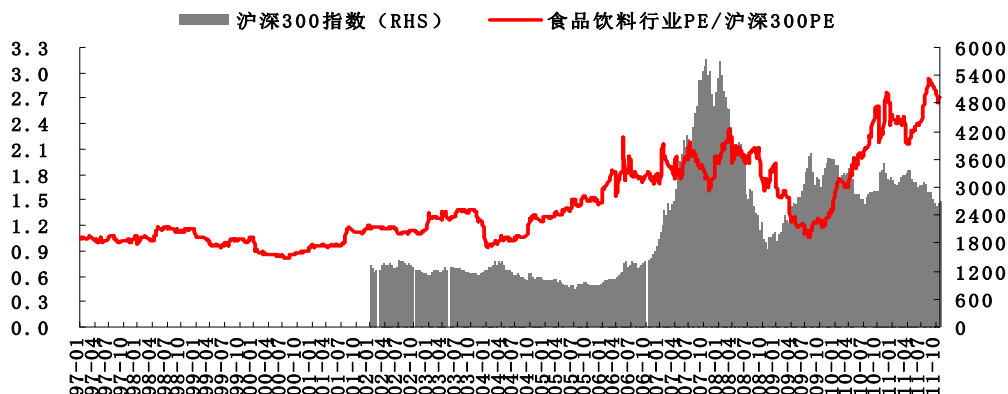
四、投资策略：继续关注白酒股，重点配置大众品

今年四月，我们提出二三季度提高配置食品饮料的比例，我们认为今年的二三季度将是全年获取超额收益的最佳时期的观点，目前证明是完全正确的，其中我们建议在该段时期重配白酒股，目前也证明白酒股确实是这两个季度在行业中表现最好的投资选择。

白酒行业投资策略，我们建议：就 1-2 个季度的短期而言，行业无利好因素刺激，重点需要关注四季度的实际销售情况和 2012 年宏观经济预期变化情况。就 6-12 个月的中长期而言，白酒股仍然是行业内优质的投资标的，白酒优质公司的中长期成长性良好，PE 估值已处于历史较低区域，下跌既是买入加仓的好机会。

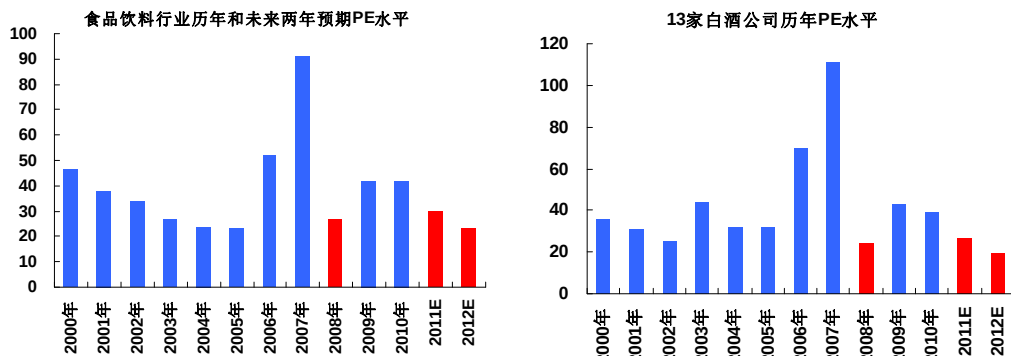
四季度，我们建议继续关注白酒股的情况下（推荐泸州老窖（买入）、五粮液（买入）、贵州茅台（增持）、古井贡酒（买入）、金种子酒（买入）、水井坊（增持）；建议关注洋河股份（未评级）、山西汾酒（未评级）），将投资重点更多地转向大众消费品行业，特别是受益于成本下降的行业值得重点关注。我们推荐洽洽食品（买入）、光明乳业（增持）、伊利股份（增持），建议关注双汇发展（未评级）、得利斯（未评级）和好想你（未评级）。

图 16：行业跟沪深 300PE 比值



资料来源：WIND；东方证券研究所

图 17：食品饮料行业和白酒板块历年 PE 和未来两年 PE 的情况



资料来源：WIND；东方证券研究所

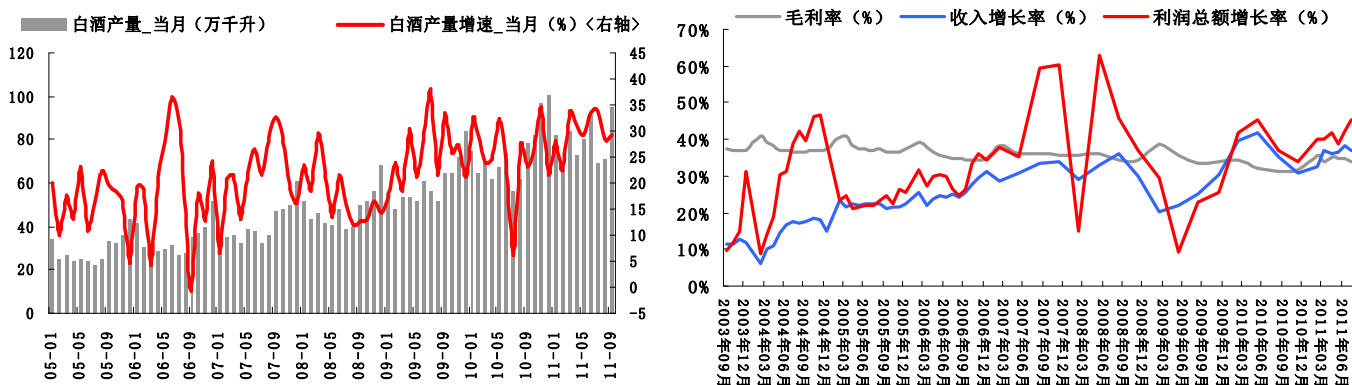
表 7：重点公司盈利预测和评级

代码	公司名称	评级	股价(元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E
000568	泸州老窖	买入	41.61	1.58	2.08	2.83	3.52	26	20	15	12
000858	五粮液	买入	37.11	1.16	1.69	2.34	2.85	32	22	16	13
000596	古井贡酒	买入	90.25	1.34	2.44	3.85	5.40	67	37	23	17
600199	金种子酒	买入	19.04	0.30	0.68	1.02	1.45	63	28	19	13
600600	青岛啤酒	买入	35.18	1.13	1.33	1.59	1.90	31	26	22	19
002557	洽洽食品	买入	25.70	1.01	0.79	1.03	1.41	25	33	25	18
600519	贵州茅台	增持	204.75	5.35	7.48	9.77	12.52	38	27	21	16
600779	水井坊	增持	22.54	0.48	0.65	0.82	0.95	47	35	27	24
600887	伊利股份	增持	21.92	0.97	1.12	1.34	1.60	23	20	16	14
600597	光明乳业	增持	8.98	0.19	0.23	0.32	0.49	47	39	28	18
600616	金枫酒业	增持	9.96	0.30	0.37	0.41	0.48	33	27	24	21

资料来源：东方证券研究所

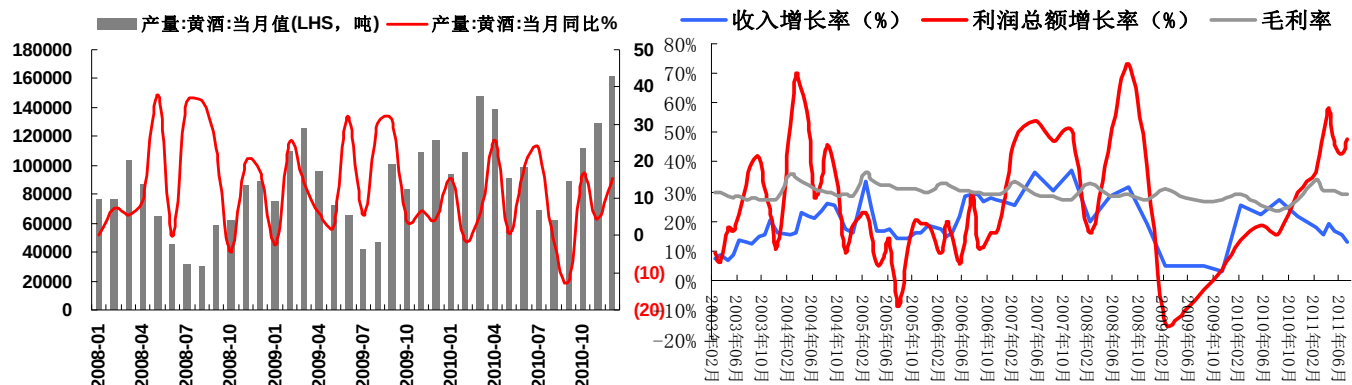
附件：细分行业产量和经营指标

图 18：白酒 1-9 月产量增速为 29.20%、1-7 月收入 and 利润总额增速分别为 36.85%和 45.13%



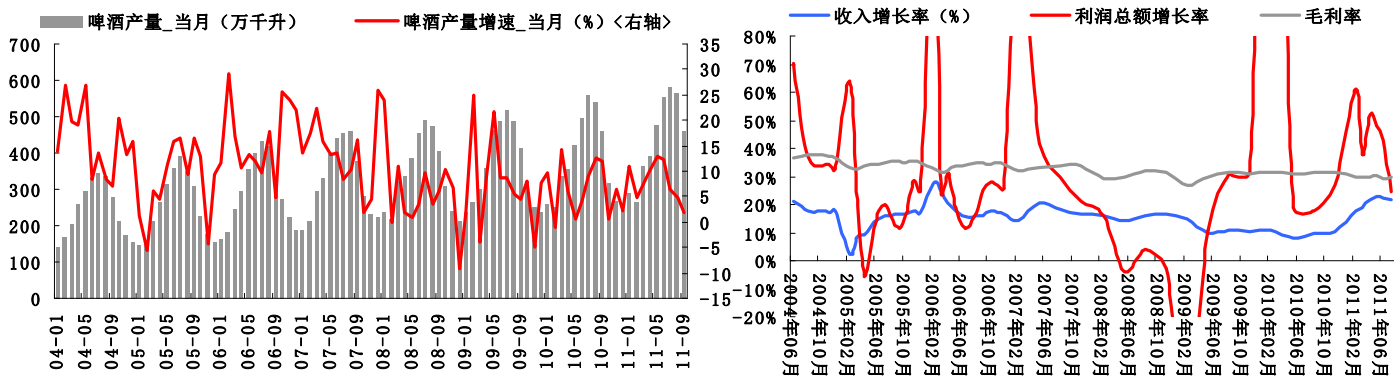
资料来源：东方证券研究所

图 19：黄酒 1-7 月收入 and 利润总额增速分别为 12.87%和 47.81%



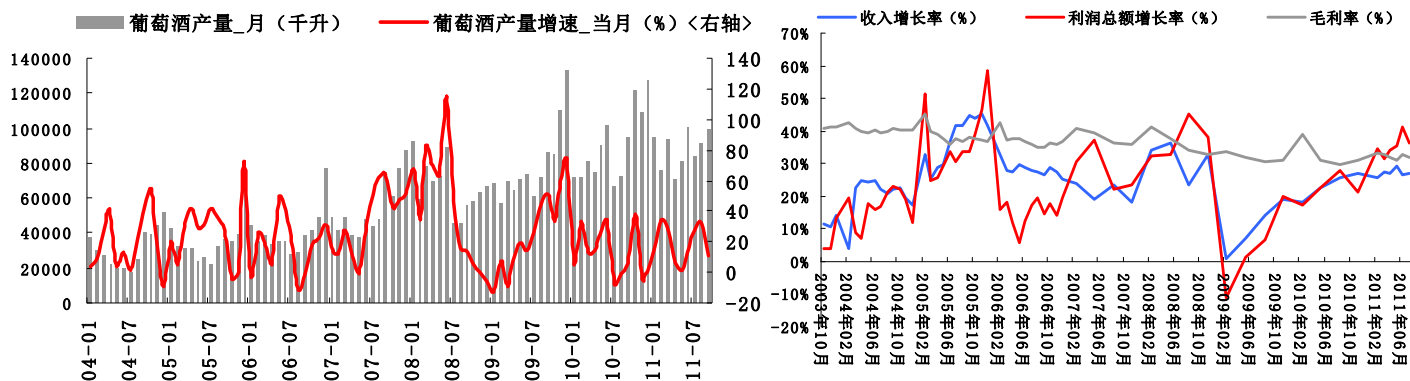
资料来源：东方证券研究所

图 20：啤酒 1-9 月产量增速为 8.55%、1-7 月收入 and 利润总额增速分别为 21.57%和 24.53%



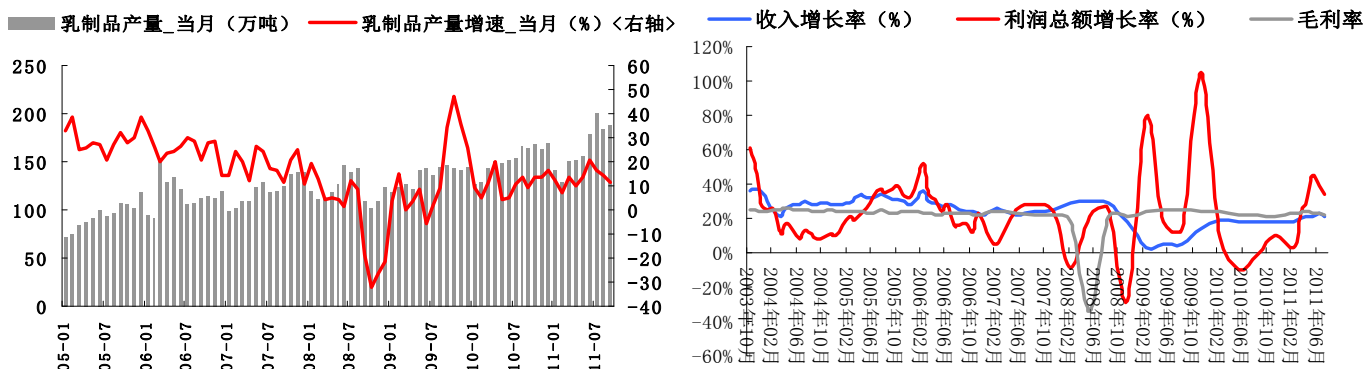
资料来源：东方证券研究所

图 21：葡萄酒 1-9 月产量增速为 17.93%、1-7 月收入 and 利润总额增速为 26.92%和 36.13%



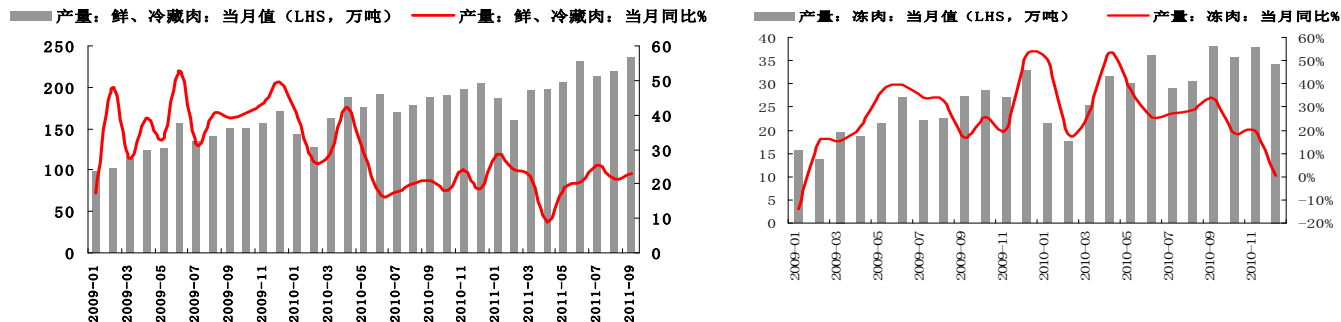
资料来源：东方证券研究所

图 22：乳制品 1-9 月产量增速为 13.20%、1-7 月收入 and 利润总额增速为 21.34%和 34.01%



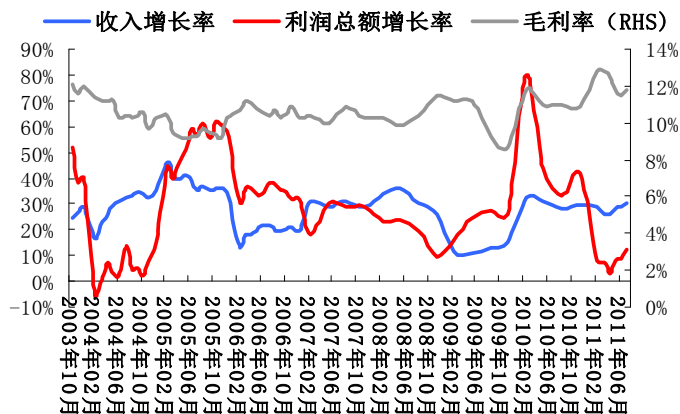
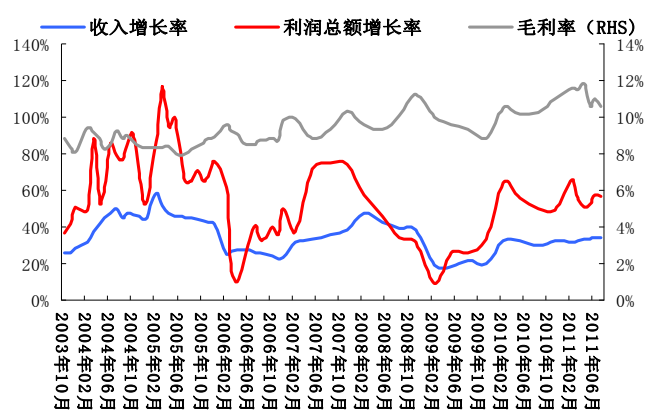
资料来源：东方证券研究所

图 23：鲜、冷藏肉和冻肉月度产量



资料来源：东方证券研究所

图 24：畜禽屠宰和肉制品行业经营指标



资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn