

乳制品

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

三元股份

600429

中性

年内扭亏难度较大, 未来看产能释放和销售网络搭建

近日, 我们拜访了三元股份, 与相关负责人交流了公司长期发展战略及销售情况。我们对公司未来的产品结构调整、销售网络建设持乐观态度, 将密切跟踪新市场的拓展、河北三元产能恢复情况等能够改善基本面的因素。

投资要点:

- 公司是北京地区最大的乳制品制造企业。公司生产的乳制品包括巴氏奶、UHT 奶、酸奶、奶粉、奶酪等, 其中常温奶占据收入 50% 的比重, 新鲜产品 (巴氏奶和酸奶) 占据收入的 30%, 奶粉、奶酪等产品贡献了 20% 的收入, 主要销售区域集中在北京地区, 北京地区占收入的 60%。公司持有北京麦当劳 50% 的股份, 间接持有广东麦当劳 25% 的股份。自 2004 年以来, 公司的主营业务连续 6 年净利润出现亏损, 麦当劳的股权是公司利润的主要来源。
- 北京以外市场增长较快, 北京市场占有率还有提升空间。北京市场目前是三元、伊利、蒙牛三家平分的状态, 公司份额在 30%-40% 变动。根据 AC 尼尔森的数据显示, 除去送奶到户没法统计的这部分销量, 目前伊利在北京的市场份额最高, 三元第二。历史上三元在北京市场的份额最高曾达到 80%, 未来公司仍将利用自己在北京地区的优势, 继续加大对北京市场的销售终端控制力度以提高市场份额。近两年外地增长速度高于北京地区。2009 年, 北京以外市场收入增长 92%, 北京增长 56%; 2010 年上半年, 北京以外市场增长 26%, 北京市场收入下降 1%。2010 年上半年京外销售收入规模已超过北京, 预计未来北京以外市场将成为公司收入增长的重要来源。
- 高端产品增长较快, 公司将继续提高高端产品比重, 毛利提升空间大。公司的高端产品推广较竞争对手晚, 加之北京地区市场竞争激烈, 老产品很少提价。为提高毛利水平, 公司加大高端产品的开发力度。常温奶中, 公司推出了高端产品“极致”、“品致”和“特需”, 酸奶推出了“老北京凝固型酸奶”等, 2009 年高端产品销售收入同比增长 30%, 预计未来产品结构升级将拉动公司利润上升。
- 奶源充足且控制力较强。公司 70% 的奶源来自大股东首农集团下面的农场三元绿荷, 三元绿荷下设 28 个奶牛场, 现有 4.1 万头奶牛, 其中成母牛 2.2 万头, 成母牛单产可达 9 吨, 原奶年产量 18 万吨, 全部是优质奶源, 原奶全部供给公司, 北京、河北主要就是利用这部分奶源, 剩余 30% 来自规模化农场。北京有三元绿荷作保障, 剩余的农场也有良好的合作关系, 因此公司奶源控制力较强。但规模化牧场的奶源成本较高, 因此公司原奶收购价格较高。

12 个月目标价: 9.00 元

当前股价: 8.08 元

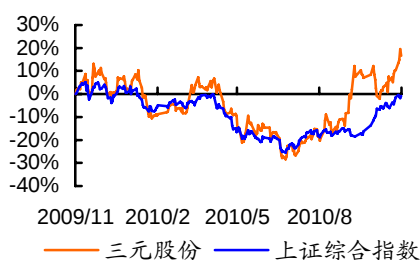
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2984.87
总股本(百万)	885
流通股本(百万)	635
流通市值(亿)	56
EPS (TTM)	
每股净资产 (元)	1.95
资产负债率	32.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
三元股份	4.01	43.18	28.95
上证综合指数	12.14	20.72	18.89



相关报告

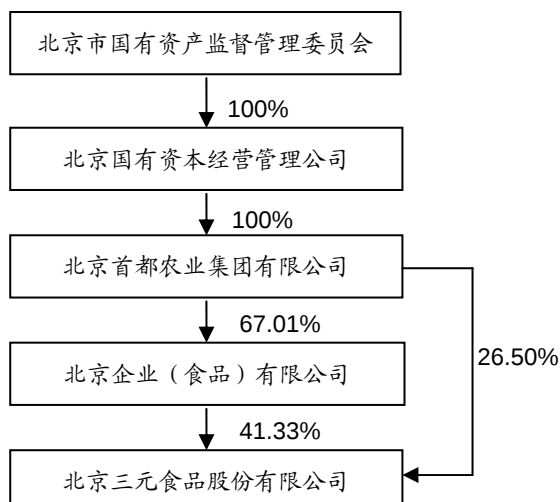
主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2380	2856	3569	4283
同比(%)	68%	20%	25%	20%
归属母公司净利润(百万元)	-129	-33	80	177
同比(%)	-416%	-126%	137%	123%
毛利率(%)	21.5%	20.0%	22.0%	23.0%
ROE(%)	-7.6%	-2.0%	4.6%	9.3%
每股收益(元)	-0.15	-0.04	0.09	0.20
P/E	-62.13	-238.86	100.62	45.14
P/B	4.73	4.83	4.61	4.18
EV/EBITDA	6705	83	32	22

资料来源: 中投证券研究所

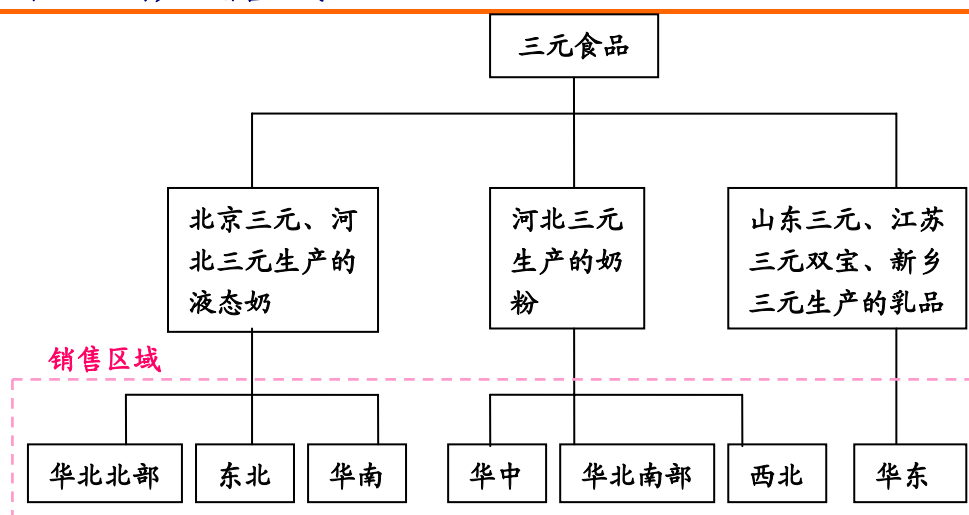
- **公司的常温奶业务在区外市场不具备竞争优势，预计未来常温奶利润贡献主要来自华北地区。**伊利和蒙牛一开始就将经营策略的重点定位在常温奶，较早进入常温奶业务，在原奶成本、铺货能力、经销商管理和渠道维护方面均具有竞争优势，三元与之差距较大，目前两家公司占据了常温奶业务近 80% 的市场份额。常温奶产品的竞争非常激烈，公司原来主要是在北京销售，除了华北地区以外在其他区域内开展常温奶业务没有优势。因此，我们认为未来三元的常温奶利润的增长主要来自华北地区。
- **奶粉业务何时能够贡献利润还有待观察，品牌建立和销售网络搭建是目前重点。**公司所购原三鹿资产的收入能力为 40 亿，其中液态奶贡献 20 亿，奶粉 20 亿。公司去年计划河北三元 09 年收入能达到 8-10 个亿，但是只实现了 5.39 亿的收入，10 年上半年也仅实现了 2.9 亿的收入。三元全部的小包装奶粉都由河北三元生产和经营，主要是婴幼儿奶粉，奶粉产品定位在中高端，与原三鹿奶粉的中低端市场定位有所不同，使得公司失去抢占原三鹿倒闭遗留的市场机会，三鹿倒闭空出的奶粉产品市场份额几乎都被伊利抢占，其奶粉业务短期内很难恢复到原三鹿集团的收入规模。目前公司对河北三元的经营策略为：短期内盈利不是主要目的，做好整合工作和品牌经营。“三元”奶粉 20 多个品种已在 25 个省市上市，河北三元的 30 多个液态奶产品也已在 9 个省市上市。为尽快使液态奶抢占河北、河南等区域市场，奶粉启动全国市场，河北三元在产品铺市、组织销售队伍、开发网点、构建经销商网络、奶亭建设等方面投入较多，相应广告投入较大，加之原材料价格上涨，管理成本较高，导致公司出现较大幅度亏损，09 年净利润亏损 1.39 亿，10 年上半年净利润亏损 6617 万元，但这些只是前期一次性投入，未来随着品牌建立和销售网络搭建，奶粉业务有望成为收入增长的重要来源。
- **大兴工业园新增产能第 1 期预计明年年中投产，目前送奶到户生产线已经全部进入工业园，2012 项目全部完工，北京地区产能将逐步释放。**大兴工业园主要是为公司北京各厂搬迁所用，公司在北京的一些工厂有迁址的需求，包括目前正在挂牌转让的全资子公司北京华冠。园区可集中各工厂产能，实现规模效应，节约原奶和产品的运输成本。北京地区原来日加工鲜奶产能为 800-1000 吨，新建的大兴工业园有 1200 万吨日处理量的产能，一些不需要搬迁的老厂将继续生产。工业园一期 600 万吨产能包括送奶到户瓶装奶、酸奶、乳饮料，建成后主要缓解北京地区产能紧张状况，二期 600 万吨产能包括常温奶、低温鲜奶，主要用于满足北京以及周边地区需求增长。
- **盈利预测与投资评级：**结合我们对公司调研的情况，我们认为年内公司实现扭亏有一定难度，未来随着公司北京大兴新建工业园和河北三元的产量逐渐释放，产品结构向高端调整，公司的利润将逐渐上升。我们预计 2010、2011、2012 年 EPS 分别为 -0.04 元、0.09 元、0.20 元，对应当前股价（8.08 元）估值水平合理，因此给予公司“中性”投资评级。

图 1: 三元股份组织结构



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 2: 公司产品销售区域



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 3: 各乳制品公司收入水平变化

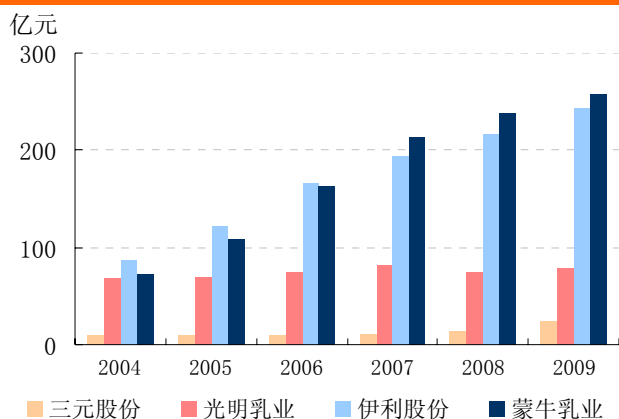
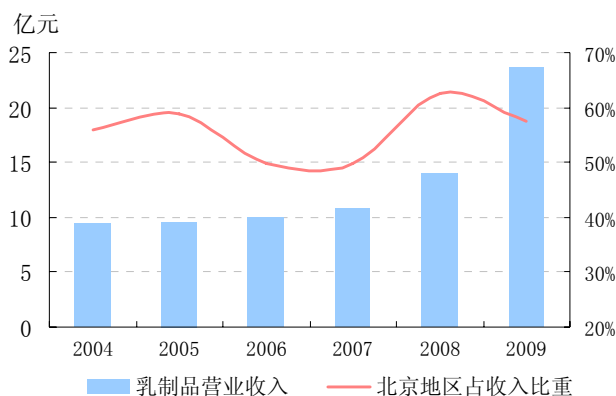


图 4: 乳制品销售收入及北京地区占比



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 5：公司各产品占销售收入比重

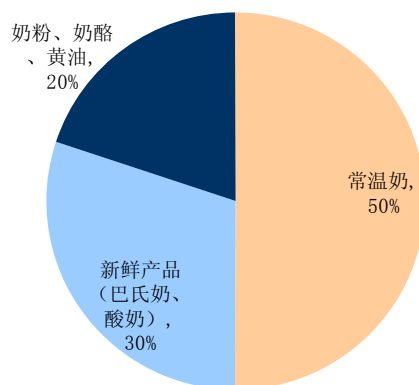
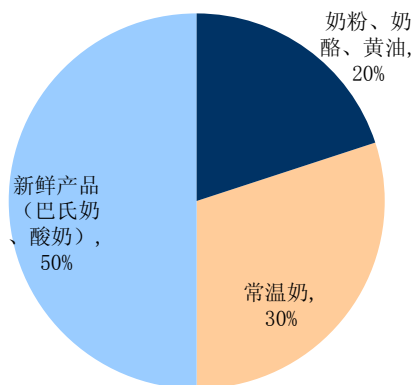
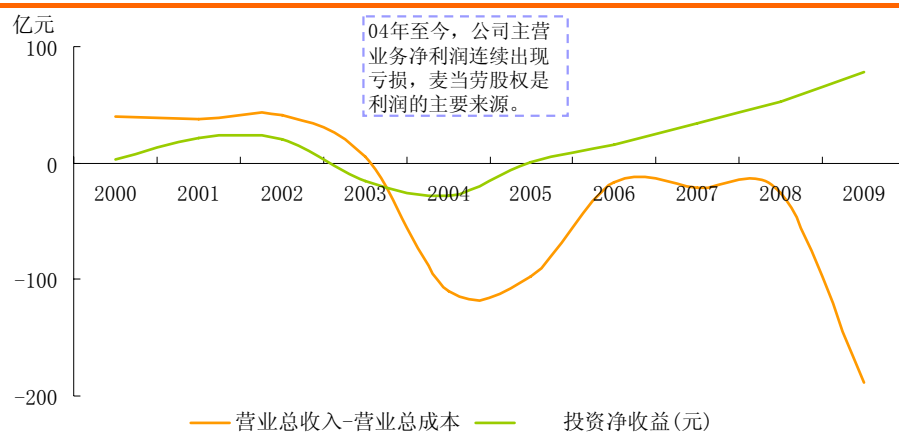


图 6：公司各产品占利润比重



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 7：营业总收入减去营业总成本连续 6 年小于 0



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 8：销售毛利率水平低于其他公司

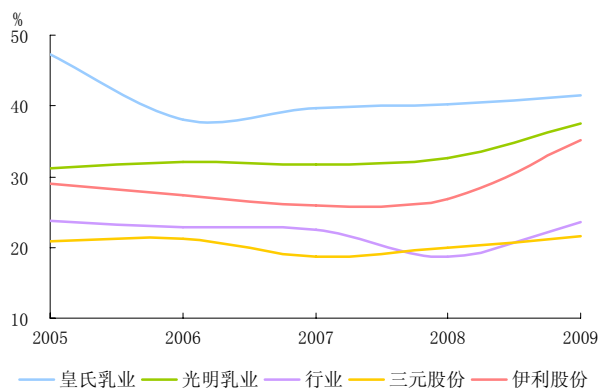
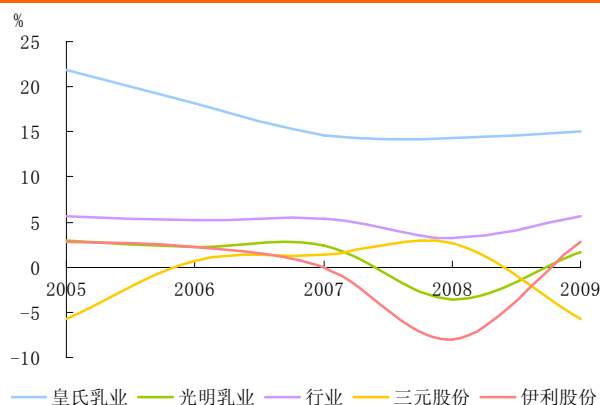


图 9：各乳制品公司销售净利率水平



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 公司产能分布情况

地区	原奶处理能力	备注
北京本部	800-1000 吨/日	包括液态奶（巴氏奶、酸奶、UHT）、奶酪等品种，四厂生产大包粉（用于调节奶源、内销和外销）
河北石家庄	400-500 吨/日	原三鹿奶粉生产线，生产小包粉、液态奶
内蒙古海拉尔	200 吨/日	工业用大包奶粉、黄油
柳州三元天爱	200 吨/日	液态奶、含乳饮料
河北迁安	600 吨/日	原三鹿液体乳生产线，河北生产常温奶、新乡生产
新乡	500 吨/日	液态奶
北京大兴	1200 吨/日	投资 6.8 亿元兴建乳品工业园，计划明年年底投产

资料来源：中投证券研究所

表 2 2009 年子公司情况

子公司名称	子公司类型	股权比例	主营	净资产 (万元)	净利润 (万元)
河北三元食品有限公司	全资	100%	加工、销售乳制品	74,180	-13,772
呼伦贝尔三元乳业有限公司	控股	75.34%	加工、销售乳制品	7,372	-1,454
新乡市林鹤乳业有限公司	控股	98.80%	生产销售乳及乳制品	8947	-183
迁安三元食品有限公司	控股	60%	生产销售乳及乳制品	3353	41
天津三元乳业有限公司	控股	60.09%	乳制品制造	2098	117
北京三元梅园乳品发展有限公司	控股	40%	经营销售乳制品	717	-227
柳州三元天爱乳业有限公司	控股	99.93%	消毒牛奶、含乳饮料、酸牛奶生产销售、奶牛饲养销售	3554	74
上海三元乳业有限公司	控股	51%	乳制品在华东地区经销业务	-450.40	-750.40
澳大利亚三元经贸有限公司	全资	100%	销售		
内蒙古满洲里三元乳业有限责任公司	控股	92.11%	食品加工		
北京八达岭乳业有限公司	控股	70%	食品加工		
北京百鑫经贸有限公	控股	98%	商贸		

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	946	787	974	1163	营业收入	2380	2856	3569	4283
现金	505	286	357	428	营业成本	1867	2284	2784	3298
应收账款	143	171	214	257	营业税金及附加	3	3	4	4
其他应收款	10	11	14	17	营业费用	531	543	607	685
预付账款	40	46	56	66	管理费用	136	154	193	231
存货	244	264	322	382	财务费用	14	9	18	20
其他流动资产	4	9	11	13	资产减值损失	18	0	0	0
非流动资产	1597	1747	1814	1852	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	334	401	481	577	投资净收益	78	101	122	146
固定资产	959	950	911	808	营业利润	-110	-36	85	191
无形资产	222	281	336	391	营业外收入	25	0	0	0
其他非流动资产	81	116	87	77	营业外支出	53	0	0	0
资产总计	2542	2534	2788	3015	利润总额	-138	-36	85	191
流动负债	740	781	950	989	所得税	-1	-0	1	2
短期借款	186	292	412	371	净利润	-137	-36	85	189
应付账款	182	228	278	330	少数股东损益	-8	-2	5	11
其他流动负债	372	261	259	288	归属母公司净利润	-129	-33	80	177
非流动负债	73	60	60	60	EBITDA	1	89	229	340
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	-0.15	-0.04	0.09	0.20
其他非流动负债	73	60	60	60	主要财务比率				
负债合计	813	841	1010	1049	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	39	37	42	53	成长能力				
股本	885	885	885	885	营业收入	68.3%	20.0%	25.0%	20.0%
资本公积	975	975	975	975	营业利润	-509.4	-132.6	137.4	122.9%
留存收益	-174	-207	-128	50	归属于母公司净利润	-416.0	-126.0	137.4	122.9%
归属母公司股东权益	1690	1656	1736	1913	获利能力				
负债和股东权益	2542	2534	2788	3015	毛利率(%)	21.5%	20.0%	22.0%	23.0%
现金流量表					净利率(%)	-5.4%	-1.2%	2.2%	4.1%
单位:百					ROE(%)	-7.6%	-2.0%	4.6%	9.3%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	-8.8%	-2.1%	7.6%	15.7%
经营活动现金流	55	-167	51	157	偿债能力				
净利润	-137	-36	85	189	资产负债率(%)	32.0%	33.2%	36.2%	34.8%
折旧摊销	98	116	125	130	净负债比率(%)	22.87	34.67%	40.83	35.36%
财务费用	14	9	18	20	流动比率	1.28	1.01	1.03	1.18
投资损失	-78	-101	-122	-146	速动比率	0.93	0.63	0.64	0.74
营运资金变动	164	-167	-105	-74	营运能力				
其他经营现金流	-6	12	49	39	总资产周转率	1.21	1.12	1.34	1.48
投资活动现金流	-659	-149	-82	-24	应收账款周转率	10	11	11	11
资本支出	555	121	61	11	应付账款周转率	11.52	11.12	10.99	10.85
长期投资	0	66	80	96	每股指标（元）				
其他投资现金流	-104	38	59	83	每股收益(最新摊薄)	-0.15	-0.04	0.09	0.20
筹资活动现金流	940	97	103	-61	每股经营现金流(最新摊薄)	0.06	-0.19	0.06	0.18
短期借款	-7	106	121	-42	每股净资产(最新摊薄)	1.91	1.87	1.96	2.16
长期借款	-30	0	0	0	估值比率				
普通股增加	250	0	0	0	P/E	-62.13	-238.86	100.62	45.14
资本公积增加	736	0	0	0	P/B	4.73	4.83	4.61	4.18
其他筹资现金流	-9	-9	-18	-20	EV/EBITDA	6705	83	32	22
现金净增加额	337	-219	71	71					

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭: 中投证券研究所首席行业分析师。

蒋鑫: 中投证券研究所食品饮料行业分析师, 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士, 2010 年 7 月加入中投证券。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434