

乳制品行业

去年 12 月恢复程度为 78.8%

事件:

国家统计局近期公布了分行业 2008 年 12 月份产值和产销率数据。结合前期公布的月度产量数据,我们通过一些基本的逻辑关系,较为准确的推导出了三聚氢胺事件发生以来,乳制品行业销量和销售收入的恢复程度,从而为此前猜测的市场各方提供相对准确的数据。

我们的观点:

- **12 月销量、收入同比恢复程度分别为 78.8%和 91.2%:** 用当月产量、产值乘以产销率,可以得出月度的销量和销售收入,通过与统计局公布的季度销售收入数据核对,这种算法的误差在 2%左右。据此计算,2008 年 12 月,产量、销量和销售收入同比恢复程度分别为 84.48%、78.8%和 91.2%,说明截至去年 12 月份,销量已经恢复接近 8 成,与市场传闻的数据基本一致,而销售收入的恢复已经超过 9 成。
- **销售收入恢复好于销量是由于价格同比上涨 15.81%:** 从前面的数据可以看出,销售收入的恢复程度明显好于销量,通过对销售价格(产值除以产量)的计算,可知去年 12 月份乳制品的综合售价同比提高了 15.81%。需要指出的是,价格提高的动力来自两个方面:一个是洋奶粉对国产奶粉的替代,而洋奶粉价格显著高于国产奶粉;此外,尽管发改委一度压制很多企业由于奶源价格升高所进行的提价,但 08 年底提价最终得以实现。
- **潜在恢复程度只有七成:** 我们首先用 08 年 1-8 月的增长速度,外推得出 9-12 月的潜在销量和销售收入,然后用实际数据与其相比,就可以得出潜在的恢复程度。数据表明,2008 年 12 月份,销量和销售收入的潜在恢复程度分别为 69.3%和 72.3%。换言之,三聚氢胺事件导致乳业在 12 月份失去了 30%的销量。
- **对外出口数量同比恢复超过 4 成:** 三聚氢胺对我国的乳制品贸易产生了巨大的影响,截至 12 月,我国乳制品出口从 10 月份同比下降超过 9 成已经恢复超过 4 成;进口 12 月同比增长 39%,在价格下跌 27.78%的情况下,对国内大包装奶粉市场产生了巨大的冲击。
- **12 月份产销率上升和当月新增库存下降明显:** 12 月份乳业产销率达到了 93.3%,环比上升了 3.6 个百分点,扭转了三聚氢胺事件以来产效率大幅下滑的局面。从当月新增库存(产量乘以产销率)来看,环比也出现了大幅下降,占产量的比例已经回到 10%以内,为 8.1%。
- **投资评级:** 继续给予我国乳制品行业看好的评级。尽管三聚氢胺事件、OMP 事件都对整个行业和部分龙头企业产生了巨大的打击,但作为健康生存的必需品,整个乳制品行业的价值不会变化。正如古语所言,祸福相倚,我们相信,拨乱反正后行业将迎来健康的发展环境,那些生存下来的企业在新环境中将获得更大的发展空间。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系,并且继续寻求发展这些关系。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突,不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

任美江

农业、食品饮料行业首席分析师

8621-63325888 × 6075

renmj@orientsec.com.cn

郑文琦

农业、食品行业分析师

8621-63325888 × 6081

zwq@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

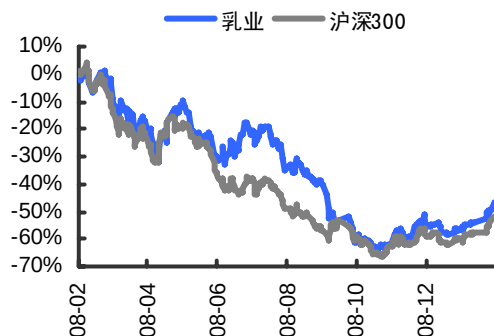
行业

乳制品

报告日期

2009 年 2 月 13 日

行业表现



评价周期

1 个月

3 个月

12 个月

绝对表现 (%)

19.3

24.4

-48.4

相对表现 (%)

-4.3

5.1

4.4

资料来源: WIND

目录

一、同比恢复程度	3
二、潜在恢复程度	4
三、产销率恢复程度	4
四、新增库存恢复程度	5
五、对外贸易恢复程度	5

图表目录

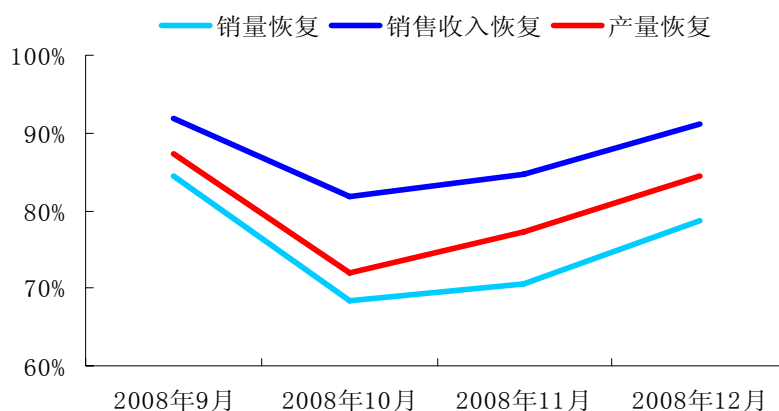
图 1：乳业同比恢复程度	3
图 2：乳业月度综合售价及增速	3
图 3：乳业产销潜在恢复程度	4
图 4：乳业月度产销率恢复程度	4
图 5：乳业当月增加库存及占比恢复程度	5
图 6：乳业月度进口量价增长恢复程度	5
图 7：乳业月度出口量价增幅恢复程度	6

昨日国家统计局发布了最新的行业产值和产销率数据，通过对这一数据的深度挖掘，我们认为可以较为准确的回答很多客户提出的共性问题：即当前的乳业究竟恢复到了什么程度？

一、同比恢复程度

下图为我们根据上述数据计算的 2008 年 9-12 月份乳业产量、销量和销售收入的同比恢复程度。从中可以看出，到 2008 年 12 月份，产量、销量和销售收入分别恢复到了 84.48%、78.8% 和 91.2%。显然，数据说明市场上普遍认可的销量同比恢复到八成的判断基本可信。需要指出的是，这是奶粉和液体乳的综合恢复程度，而奶粉的恢复程度差异极大——国内企业大幅下滑，外资品牌是大幅增长，整体而言恢复程度很可能好于液体乳。对于国内乳业龙头老说，液体乳的恢复明显领先。

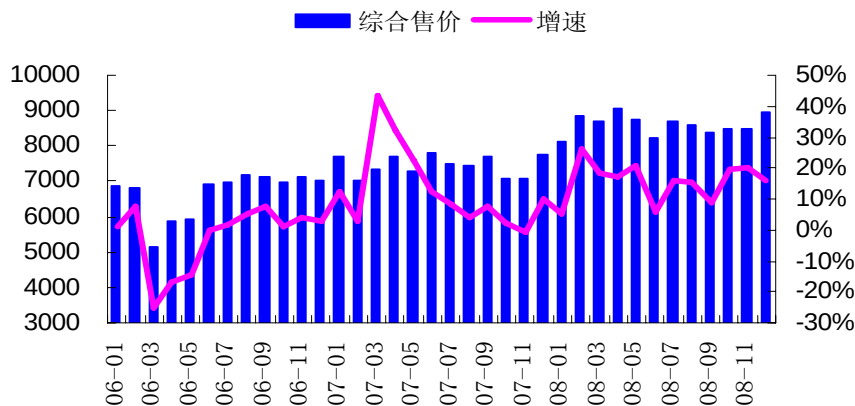
图 1：乳业同比恢复程度



资料来源：东方证券研究所

从同比的角度看，销售收入恢复程度已经达到 9 成，明显高于销量的恢复程度，这是由于综合价格同比明显上升所致，12 月份同比涨幅为 15.81%，

图 2：乳业月度综合售价及增速

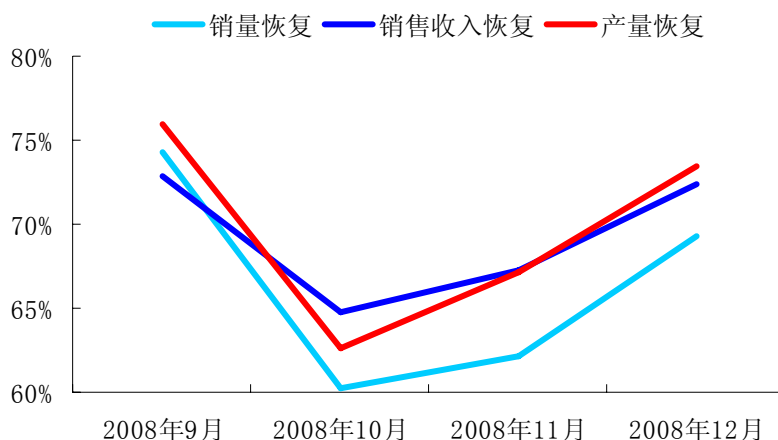


资料来源：东方证券研究所

二、潜在恢复程度

此外，除了同比还有另外一个考量恢复程度的角度，即单月销量与自然增长销量比例（即去年销量乘以出事前的增长率），结果如图 2 所示。从这一角度来看，到 12 月份产量、销量、销售收入的回复程度分别是 73.5%、69.3%、72.3%，其中销量的恢复不到 7 成。

图 3：乳业产销潜在恢复程度

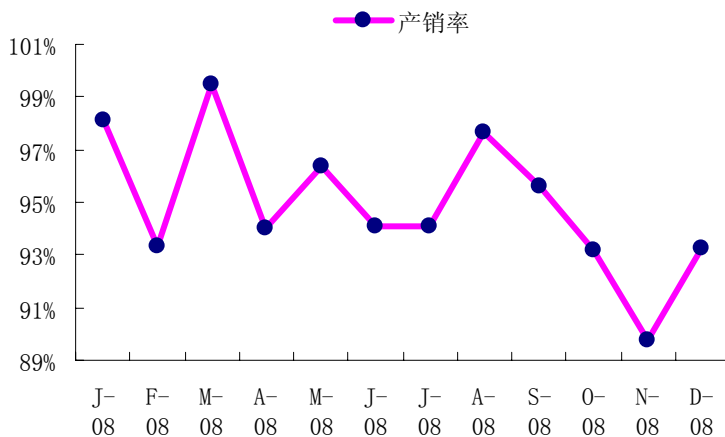


资料来源：东方证券研究所

三、产销率恢复程度

从产销率数据角度，可以明显看出 12 月份行业恢复形势明显好转，环比上升 3.6 个百分点。

图 4：乳业月度产销率恢复程度

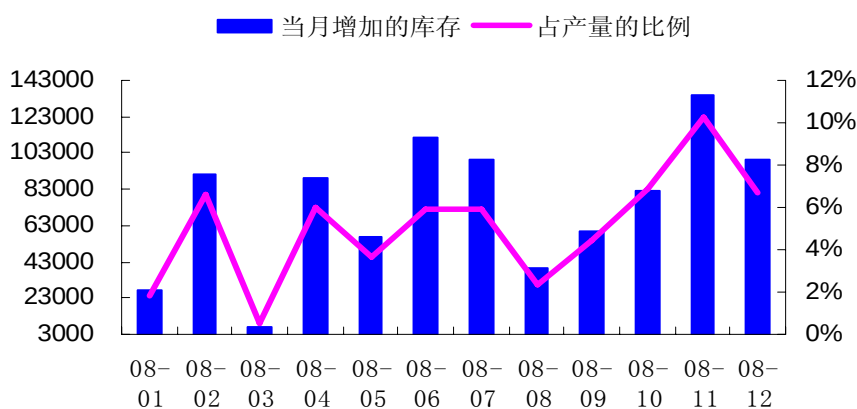


资料来源：东方证券研究所

四、新增库存恢复程度

此外，另一个可以挖掘的重要数据是当月增加的库存，从图5中可以显著看出，9月份三聚氢胺事件的爆发的确导致了10、11月份库存的显著增加，从而使销售压力显现。12月份当月新增库存出现了明显的好转，占产量的比例从11月的11%以上，降到了7%以下

图5：乳业当月增加库存及占比恢复程度

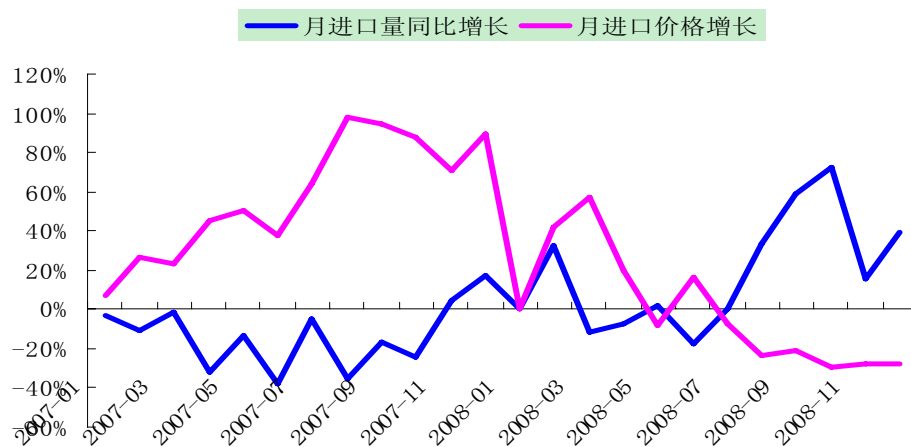


资料来源：东方证券研究所

五、对外贸易恢复程度

进口增幅虽然11月份出现下降，但12月份仍维持在增长39%的高位，再加上价格大幅下降超过27%，对国内的大包装奶粉行业产生了巨大的影响，库存迅速增加，原奶价格明显下降。

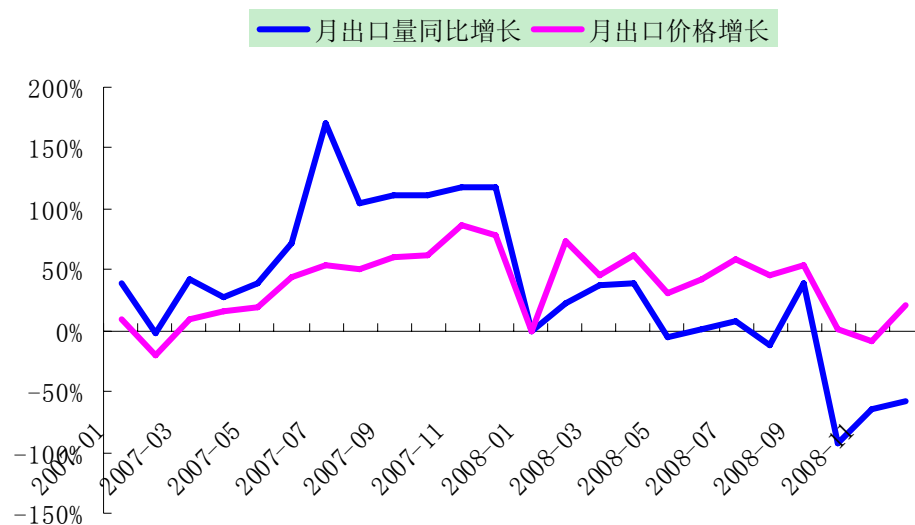
图6：乳业月度进口量价增长恢复程度



资料来源：东方证券研究所

12 月份出口量同比恢复到了 4 成，相比 10 月份超过 9 成的下跌有了明显的好转，但仍处于明显的低位。

图 7：乳业月度出口量价增幅恢复程度



资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

任美江 农业、食品饮料行业首席分析师

本人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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

郑文琦 农业、食品分析师

本人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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 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。
- 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。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“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。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、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：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn