

研究员：

张宁

食品饮料，家电

(8621) 64718888-

1741

联系人

张燕华

(8621) 64718888-

1287

zhangyanhua@stoc

ke.com.cn

上海市长乐路

1219 号长鑫大厦

18 层

(200031)

乳业行业见底回升，经营状况向好

—2009 年 2 季度乳制品行业投资策略

投资要点：

1. 乳业行业经营恢复情况超出预期

2 季度我们还是看好乳业行业，理由是经济形式依旧不景气，消费需求不旺。在整个食品饮料行业景气度下降的情况下，乳制品行业受到经济影响比较小。政策频出支持乳业发展，业绩率先见底也为投资者带来机会。

由于乳业行业 08 年 4 季度出现业绩大幅下滑，这样基数大幅降低；原本乳业行业最近几年也处于高速增长期，消费者也逐渐形成乳制品消费意识，产品结构的变化也提高乳业的毛利率水平，随着政策的配合和消费者信心的恢复，乳业行业在再次步入稳健成长，因此我们更关心 2 季度乳业行业的经营情况。

2. 乳业公司 09 年业绩预期大幅上涨

伊利股份：公司 09 年我们预期产量恢复的比较好，按照目前的产量变化以及 08 年后 4 个月的基数下降，09 年收入同比增幅保守预期可以达到 15%-20%，10 年也可以保持 20% 的收入增幅；预期毛利率 09 年会保持稳定提高，预计为 28% 左右；销售费用率 08 年 4 季度会有明显上升，不过预计 09 年会降低到 21%；而管理费用率将保持平稳，预计为 4.5%；在 08 年计提减值准备后，公司出现亏损，未来几年将不会有所得税的问题，这样对公司的业绩有一定正面影响。

光明乳业：收入一直比较平稳，我们预期 09 年收入同比增幅保守预期可以达到 5%，10 年也可以保持 10% 的收入增幅；毛利率会保持稳定，预计为 34% 左右；销售费用率预计 09 年会降低到 30% 以下的合理水平；管理费用率 09 年将保持平稳，预计为 3.3%；在 08 年计提减值准备后，公司将不会有所得税的问题，这样对公司的业绩有一定向好作用。

三元股份：“三聚氰胺”事件滞后，公司品牌在北京市场美誉度大增，在整个 4 季度乳业不景气的情况下，公司 08 年在北京地区的收入取得了 63.1% 的增长，难能可贵。公司 59.03% 的收入来源与北京市场，外地市场由于公司的区域性限制，08 年公司的收入增速为 0，不过考虑到“三聚氰胺”的影响以及公司整体产能的不足，这个结果也非常不错。随着公司收购三鹿资产后产能不断扩大，公司在外地市场很可能出现爆发式增长。三元公司经营预期：原三元公司 09 年收入同比增长 40% 是容易达到的，预计 09 年收入为 20 亿元左右；毛利率预期为 26%，预计 09 年销售费用率为 14%，管理费用率 4.5%；投资收益预计和 08 年维持同一个水平；而资产减值损失公司计提了 0.29 亿元，此项 09 年预期不会有。这样我们可以判断 09 年原有三元公司净利润为 1.35 亿元左右，相当于每股收益 0.16 元。河北三元收购三鹿资产预期经营情况：09 年收购三鹿资产将不会产生净利润，预期小幅亏损。真正利润爆发增长要等到 2010 年。

3. 乳业行业、公司估值及投资评级

沪深 300 市净率水平正好处于历史低位区域，虽然市净率水平有一定反弹，不过随着 08

年报的相继披露，市净率水平会有一定摊薄，目前依旧处于底部区域。但是乳制品上市公司净资产水平会有明显下滑，如果存货充分计提了减值，那么市净率水平将大幅提升，从市净率来看，乳业行业并不具有吸引力。

从市盈率来看，08 年市盈率并不具有参考价值，09、10 年乳制品行业市盈率为 118 倍、45 倍，市盈率水平高，有估值压力；09、10 年市净率水平分别为 3.91 倍、3.54 倍，处于历史合理区域，我们给予乳制品行业中性评级。

三家上市公司投资评级：

伊利股份：公司经营恢复好，最近几年经营情况一直情况良好，随着费用的合理控制，公司的业绩会大幅回升，考虑到公司龙头地位、良好的扩张能力，09 年、10 年市销率为 0.38 倍、0.32 倍，明显低于其他乳制品公司，给予推荐评级。

光明乳业：经营情况增长稳定，预期不会出现业绩大幅增长，目前的估值水平合理，在乳制品行业中处于高估水平，给予中性评级。

三元股份：收购后公司一举成为国内第四大乳制品龙头企业，由地方性品牌一举成为全国性乳制品企业，融资后，公司净资产将大幅增加，业绩也将大幅增长，预计 09、10 年市盈率分别为 52 倍、26 倍，在乳制品行业中处于低位，市净率 09、10 年为 3.47 倍、3.06 倍，在三家企业中是最低的，给予推荐评级。

表：乳业上市公司估值与评级

公司	市盈率			市净率			市销率			评级
	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E	
伊利股份	负值	42.24	32.14	4.43	4.01	3.57	0.46	0.38	0.32	推荐
光明乳业	负值	303	84.27	4.21	4.16	3.96	0.86	0.82	0.71	中性
三元股份	113.08	51.86	25.93		3.47	3.06	3.26	2.02	1.33	推荐

数据来源：浙商证券研究所

目录

1. 数据显示见底回升，看好乳制品行业	4
1.1 乳业行业运行情况	4
1.2 乳制品行业 09 年恢复预期.....	7
2. 乳业行业基本情况	7
2.1 乳制品行业产业链	7
2.2 乳制品行业竞争情况	10
3. 乳制品上市公司分析	12
3.1 伊利股份	12
3.2 光明乳业	18
3.3 三元股份	21
4. 乳制品行业、公司估值与投资评级	25
4.1 乳制品行业市净率	25
4.2 行业估值与投资评级	25
5. 风险提示	26

1. 数据显示见底回升，看好乳制品行业

1.1 乳业行业运行情况

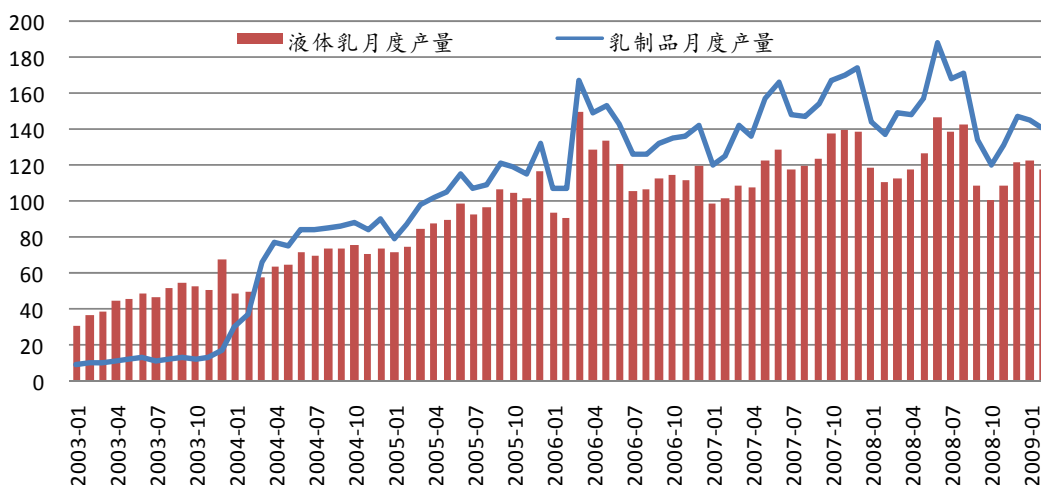
“三聚氰胺”事件爆发以前，乳业行业随着发展和国内消费需求的增长，迎来了难得的历史机遇，并进入一个高速增长的时期。根据中国乳制品工业协会发布的最新统计数据显示，中国目前已成为全球第三大产奶国和最大的新兴乳品市场。根据 AC 尼尔森于二零零七年十二月进行的调查中显示，中国液体奶市场较 2006 年增长超过 20%。中国乳制品市场不断扩大并更趋成熟，于全球的地位举足轻重，成为世界上最大乳制品消费潜在市场之一。随着中国乳业的逐步成熟发展，产品结构亦发生了重大变化，市场上新推出的乳制品更着重科技含量及功能性。中国乳业已从以往低端的价格大战走向高端的技术与产品比拼，整体行业透过追求差异化竞争，朝着健康与长远发展的方向积极迈进。

2 季度我们还是看好乳业行业，理由是经济形式依旧不景气，消费需求不旺。在整个食品饮料行业景气度下降的情况下，乳制品行业受到经济影响比较小，**政策频出支持乳业发展，业绩率先见底也为投资者带来机会。**

这次三聚氰胺事件的发生，促进了国家对我国乳业政策制定的速度和重视程度，在三鹿事件发生后 2 个月的时间内，于 10 月 9 日温家宝总理就签署了第 536 号中华人民共和国国务院令《乳品质量监督管理条例》；11 月 7 日，国务院办公厅又批转了由国家发改委、农业部等 13 个部门联合制定的《奶业整顿和振兴规划纲要》。08 年内国家所连续颁布的《准入条件》、《产业政策》、《管理条例》和《规划纲要》这 4 个乳业新政策，对乳业行业影响有着深远的意义；2009 年 2 月 28 日第十一届全国人民代表大会常务委员会第七次会议通过《中华人民共和国食品安全法》食品安全法新增了食品安全风险监测和评估，食品农产品的管理；细化了食品的生产经营管理；强化了食品安全处置和惩罚力度。这个对乳业行业有很大的积极促进作用。

由于乳业行业 08 年 4 季度出现业绩大幅下滑，这样基数大幅降低；原本乳业行业最近几年也处于高速增长期，消费者也逐渐形成乳业消费意识，产品结构的改变也提高乳业的毛利率水平，随着政策的配合和消费者信心的恢复，乳业行业在再次步入稳健成长，因此我们更关心 2 季度乳业行业的经营情况。

图 1：乳制品及液体乳月度产量



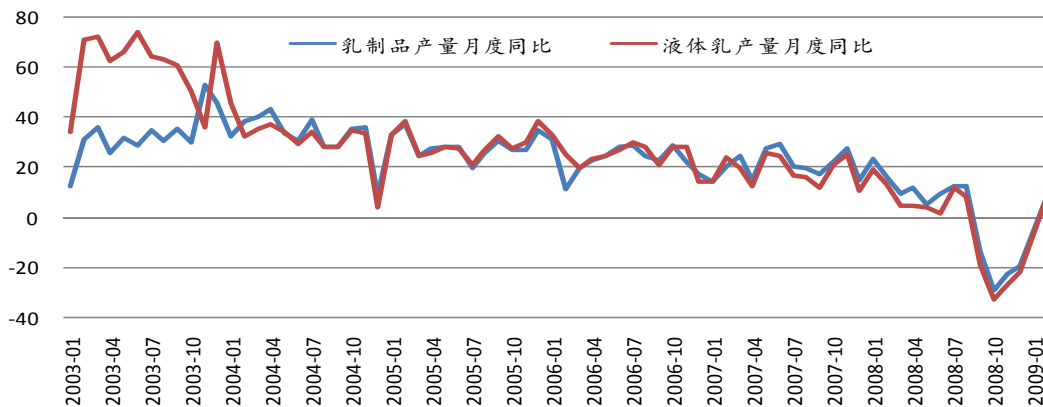
数据来源：wind，浙商证券研究所

自从 08 年 9 月 12 日“三聚氰胺”事件爆发以来，乳业行情产销量快速下滑，经济下滑加行业危机给了乳业行业双重打击，也增加了乳业行业提前其他食品饮料行业经济情况先一步见底的可能。我们根据统计局公布的 9-11 月的数据做一下分析。

按照数据产量数据显示，03 年以后乳制品行业产销情况良好，行业出现了高增长，虽然基数不断增加，但是 07 年累计销售额增幅也超过 22.6%。08 年上半年由于物价的高速增长对消费的抑制作用以及基数不断提高造成增速的放缓效应，乳制品行业产销情况并不理想，08 年前两个季度销售增长为 8.25% 和 4.44% 左右；08 年 3 季度开始，乳制品行业产销慢慢恢复，尽管 9 月下旬发生了“三聚氰胺”事件，但整个行业 3 季度收入仍同比增长 10.59%，可以看出经济形式不景气对乳业消费并没有太多不利影响，乳制品的需求有一定刚性，物价下跌会有利于乳业消费的稳定。而且乳业制品的价格已经很低，受到物价下跌影响很少，乳制品行业下经济不景气的环境下属于典型的抗周期品种。

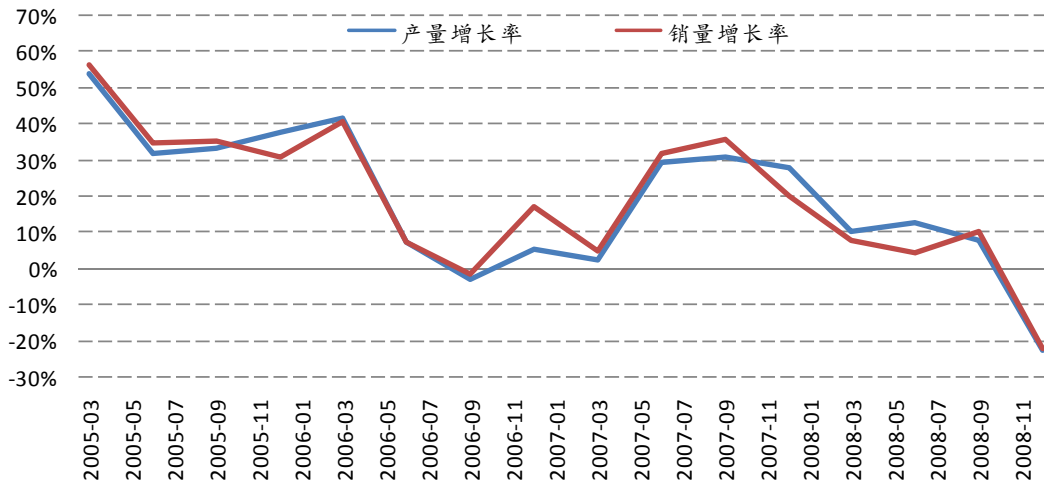
“三聚氰胺”事件爆发以后，9 月份、10 月份、11 月份、12 月份乳制品产量增幅分别为 -13.3%、-28.83%、-22.47%、-19.48%；液体乳 9 月份、10 月份、11 月份、12 月份乳制品产量增幅分别为 -18.67%、-32.49%、-26.56%、-21.61%。从数据上显示，10 月底的产量已经是这次危机的低点，从产量来看已经跌到了 2005 年同期水平，乳制品产量为 120.08 万吨，液体乳 10 月份产量也比 05 年同期还低，为 100.90 万吨。相比 10 月份，11 月份、12 月份乳制品产量环比增长了 9.23%、12.02%；液体乳产量环比上升了 8.02%、12.25%。而 07 年同期 11 月、12 月，两种产品产量增幅较小，液体乳为 1.91%、2.35%；液体乳为 1.28%、-0.75%。这样从数据上反映，基本可以看出乳制品、液体乳两种产品产量已经见底，11 月、12 月正在恢复期，恢复情况正常。

图 2：乳制品及液体乳月度同比变动



数据来源：wind，浙商证券研究所

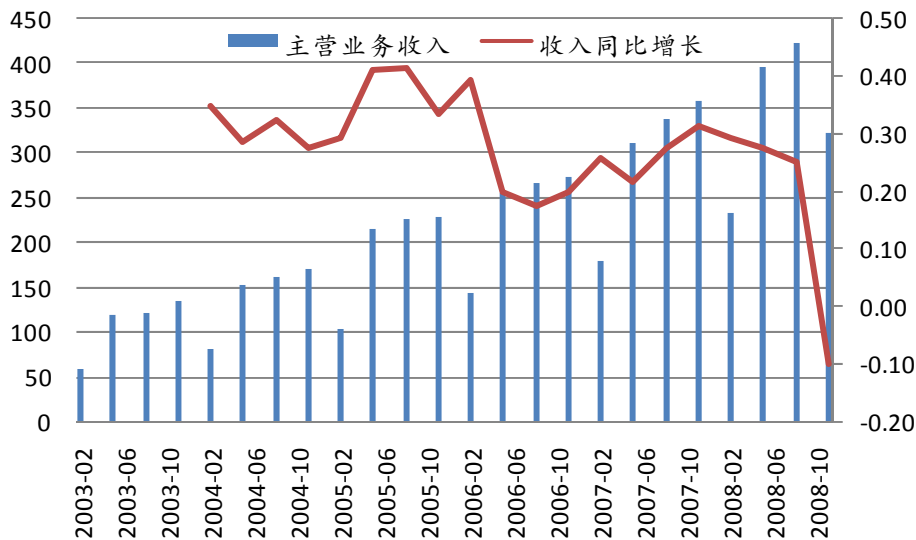
图 3：乳制品产销增长变化



数据来源: wind, 浙商证券研究所

乳制品行业经营情况显示, 08 年 8-11 月整个乳制品行业收入 322.29 亿元, 同比下降了 10.05%, 环比下降了 24.02%, 而 07 年同期环比增长为 5.64%, 我们可以判断整个行业在 9-11 月份受到影响大致减少了收入接近 30%。08 年 8-11 月的收入情况很不理想, 08 年 8-11 月收入回到了 06 年 8-11 月和 07 年 8-11 月收入水平之间。

图 4: 乳制品行业收入同比变化



数据来源: wind, 浙商证券研究所

乳制品行业危机最严重的 9-11 月, 各项费用大幅增加, 数据显示 9-11 月营业费用率为 15.36%, 同比增加 2.04%, 管理费用率为 4.5%, 同比增加了 1.63%, 两项费用合计同比增加了 3.67%, 在毛利率维持平稳的情况下, 乳制品企业依靠促销, 增加宣传费用, 增加人员费用等方法来稳定销售, 这样整体的盈利能力明显下滑。

整个行业的应收账款净额和产成品的水平一般保持平稳增长, 平均每个季度增长都在 5% 以内, 但是 08 年 8-11 月份, 应收账款净额增加了 10.44%, 产成品增加了 9.21%, 有着明显的增加, 危机以后整个行业的经营环境恶化, 企业更多的采用了赊销的方式造成应收账款增多, 收入的大幅度减少也增加了产成品的积压, 这些都是经营压力的信号。

1.2 乳制品行业 09 年恢复预期

09 年、10 年是乳制品行业的恢复期，危机爆发以前行业收入同比增长平均在 25%以上，平均每季度环比增长在 5.5%以上，根据目前乳制品产品的恢复情况，以及 08 年 9 月份-12 月份产品销量的大幅下滑而导致基数大幅下降，09 年销售增量会出现前低后高走势，09 年收入同比预计增幅为 20%，2010 年预计收入同比增幅为 21%-22%。

毛利率情况依旧会保持稳定；费用方面，由于消费者信心的恢复，促销情况会逐步减少，媒体宣传也会趋向正常水平，我们维持事件发生前的费用率水平的判断，营业费用率、管理费用率分别为 13%，3%。

根据 ACMR 数据显示，09 年 1-2 月份共生产乳制品 284.84 万吨，09 年累计同比增长 9.06%，恢复很快，其中 2 月份生产 145.08 万吨，同比增幅有 13.79%，恢复到事件爆发前的 08 年 8 月份 85.29%的水平，和 08 年 12 月份产量相差不多，这个和往年是不一样的，07 年和 08 年的 2 月份一般都比前一年 12 月份低 10%以上，总体看来生产情况恢复比较好，整个行业正逐步向好的势头发展，乳制品的 09 年的增长预期应该调高 08 年整体产量显示和 07 年相符，按照 ACMR 资料显示乳制品产量 1810.56 万吨（和统计局公布的数据有一些微小的差距），而 07 年为 1787.44 万吨，08 年增长幅度很小，可以认为是失去的一年，09 年如果谨慎预计前 8 个月同比 10%-15%的收入的增长是可以达到的。9 月-12 月收入由于基数较低，增速会大幅提高，这样带动整个 2009 年预计同比增长将恢复 20%。

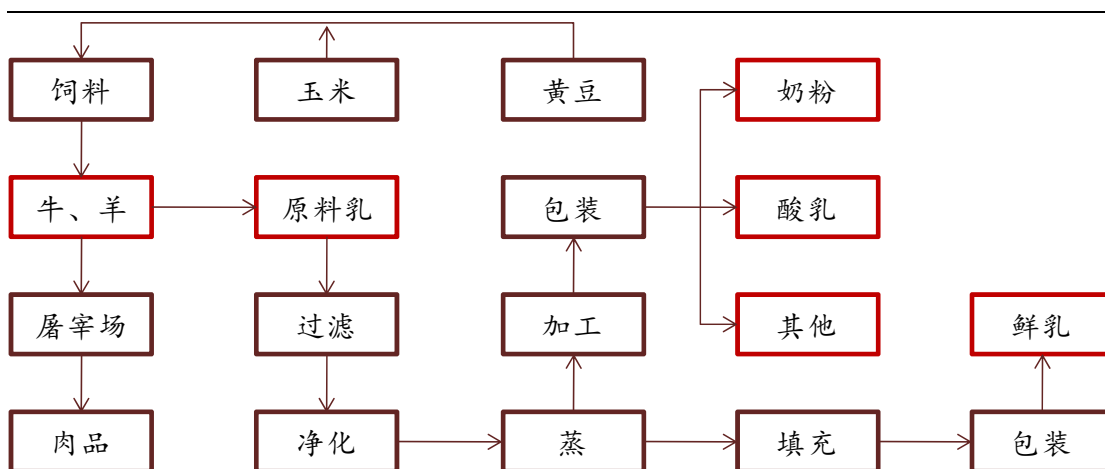
液体乳恢复的情况更好，ACMR 数据显示，09 年 1-2 月份共生产液体乳累计产量 240.68 万吨，累计增长 9.16%，其中 2 月份产量为 122.67 万吨，同比增幅有 14.88%，恢复到事件爆发前 08 年 8 月份 85.65%的水平。液体乳由于 08 年 9-12 月份产量下跌幅度更大，虽然液体乳在 08 年正常时期增幅小于乳制品的增长，不过考虑到 08 年后 4 个月基数较低，因此按照正常的恢复状况，2009 年整体产量预计同比增长为 20%-25%。

另外 08 年底库存水平为 49.6 万吨，在近两年也是一个合理的水平，预计可供销售 9.9 天，基本都在可控范围内，目前看整体乳业行业已无大碍，处于稳步恢复中。

2. 乳业行业基本情况

2.1 乳制品行业产业链

图 5：乳制品行业产业结构



资料来源：浙商证券研究所

➤ 原料乳

据统计,从 1997 年至 2007 年,中国人均牛奶消耗量从 5.3 公斤提升到 27.9 公斤,而实际原料奶的供给远远跟不上扩容的脚步,这中间存在的巨大差额导致供应链条的紧张。世界上一些乳业强国更注重产业发展的上游,也就是奶牛的养殖及牧场的建设,这是整体奶业发展的基础。新西兰是全球最大的乳业贸易国,有奶牛牧场约 1.5 万个,平均面积在 200-300 亩。实际上,如果从生产设备和加工工艺而言,目前中国乳品企业已经和世界的先进水平相差无几,但奶源基地建设薄弱却是制约行业发展的瓶颈。奶源质量的高低与奶牛养殖模式密切相关,发达国家奶源模式早已实现规模化养殖,机械化挤奶;而我国奶牛养殖牧场只占 30%左右,农户散养仍占 70%左右,平均每户规模仅有 2 头~3 头。集约化程度低、组织化程度低,奶源质量难以控制,这就增加了出现产品质量安全问题的可能性。

培育、扩大优质奶源,促使我国奶牛养殖模式由粗放型向集约型转变,是确保乳品源头安全的关键。

一直以来,原料奶生产、加工、流通相互脱节。原料奶从生产到消费之间存在着两次流通和一次加工过程,期间有诸多环节。奶的保鲜、保质不仅仅是一个重要的技术问题,与生产、流通的组织结构和运行方式有着极为密切的关系。由于中国奶农生产方式决定了奶的生产、流通、加工之间严重脱节,产业链不尽合理。

生产方式落后,组织化程度过低。生产规模过小,过于分散,没形成规模效益,也为流通、加工带来了技术困难。这种生产方式,加大了生产成本,降低了经济效益。

以前中国原料奶生产主要有以下几种组织经营模式:一是“公司+基地+农户”的组织经营模式。前期这种组织经营模式在中国原料奶增长方面仍然会发挥着最为重要的作用。二是“奶农合作社+农户”的组织经营模式,也是中国发展原料奶生产重要的组织经营模式之一。三是部分大型奶牛场或私人奶牛场独立生产的组织经营模式,这种独立的组织经营模式在未来的发展趋势是会越来越少。

公司加农户”或“企业加基地”的产业化生产是较为适宜的生产组织形式。要促进奶类产业化生产的发展,对实行产业化的龙头企业给予适当的政策优惠;通过加工企业和农户的紧密结合,分担和化解鲜奶生产者的市场风险;通过产业化服务,促进奶牛饲养者提高饲养技术,扩大生产规模。同时,要鼓励以奶农技术协会、奶农合作社和奶牛生产服务站等组织为龙头的其他形式奶类产业化发展,提高生产的组织化程度。

奶牛的平均单产水平太低,也制约了原料奶总量的增长;原料奶的质量问题突出,直接关系到中国奶业的健康发展;养殖农户的组织性弱、养殖规模过小以及收益稳定性差,将长期影响中国原料奶的稳定供给;奶牛饲料结构的不合理,直接影响到原料奶量的增长和质的提高;良种繁育等新技术推广应用缓慢,综合性服务体系亟需建立。

目前,中国原料奶的生产主要分布在黑龙江、河北、内蒙古、新疆、山东、山西、陕西等 7 个省、自治区。

饲料方面:提高奶质从上游看要加强优质饲草饲料的生产,加快实施“粮-经-饲”的种植业三元结构调整,大面积种植青贮玉米和优良牧草,大力推广青贮技术,为发展奶牛提供优质饲料,同时加强对奶牛营养问题的研究,改善奶牛营养,提高奶牛单产。

➤ 消费需求不断增加

乳品消费主要集中在城镇居民当中,而其消费又以鲜乳品、奶粉和酸奶为主。我国牛奶人均占有量上升很快,到 2007 年人均 27.9 公斤,但与奶类人均占有量世界平均水平 100 公斤、发达国家平均水平 300 公斤相比仍有很大差距。中国奶业经过近十年来的超常规发展,其发展规模与总量已翻了两番,目前已经成为全球第三个产奶大国。

中国乳品消费的影响因素：中国乳品消费的影响因素有很多，其中主要有消费习惯和消费偏好、人均收入、消费意识、乳品质量、销售服务等，这些因素共同作用，影响着中国乳品消费的现状。

在很长的一段时间内，中国乳品的消费需求一直很有限。中国农村居民奶类的消费量最低。在同样收入的情况下，他们更偏好肉、蛋及水产品，对烟酒的消费也远高于对奶类的消费，而烟酒是广大中国人尤其是成年男性的传统消费产品和爱好品。

城镇居民是中国乳品消费的主要群体。广大农村的农户每年仅有少量奶粉和鲜奶消费，消费人群主要有老、幼、病、加夜班的乡镇企业职工及备考的农村学生。

目前中国乳品消费的品种主要是超高温（UHT）灭菌奶、巴氏消毒奶、酸奶、奶粉和保鲜奶等。近些年来品类的增多给消费者留下了很大的选择余地。但实际上人们主要消费的仅仅是液态奶和奶粉两大类。

在主要乳品消费中鲜奶消费所占比重为最高，其次为奶粉，比例最小的为酸奶；但从整体发展趋势来看，液态奶及酸奶尤其是酸奶的消费量增长最为明显，而奶粉的消费总量虽略有上升，但在总的消费量中所占的比例不断下降，这是一种乳品品种消费趋势。

► 乳制品产品

从液态奶内部结构看，发酵乳是增长最快的品种，其次是巴氏消毒奶，世界各国消毒奶是牛奶消费的重要形式之一，产量约占世界原料乳生产的一半。

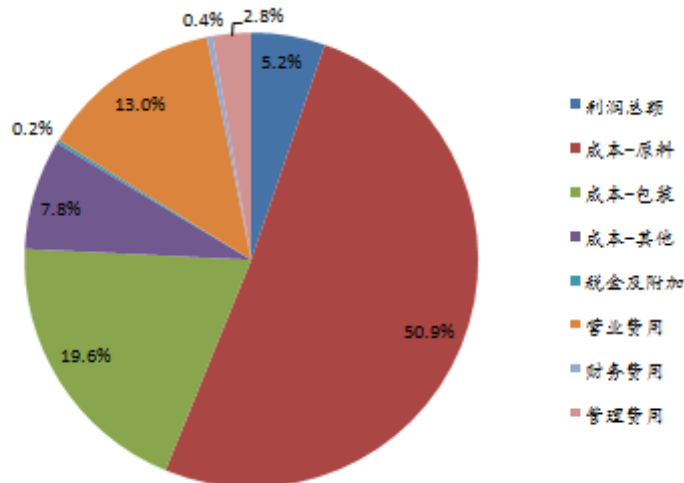
近年来液体奶的发展形势喜人，许多大城市都有技术先进、设施齐全的液体奶生产厂家，保证了供应。超负荷运转包装技术和无菌包装材料的应用以及原料奶质量的提高，液体奶的保质期得以延长，同时也开阔了液体奶的销售市场。但这一类产品由于成本较高，价格贵，所以其市场主要是一些消费水平较高的大中城市。巴氏消毒奶和 UHT 一样的增长波动较大。生产的集中程度比较高。07 年蒙牛、伊利、光明三家占据了国内市场 75% 的市场份额。

液态奶将继续增长，但增长将减缓。有四种因素决定了中国液态奶市场将会继续增长，一是在长期看城市化程度将会不断提高，虽然短期有一定压力，不过长期看城市人口的增多将为液态奶市场带来更多的消费者。国内外的经验表明，液态奶的消费同国家经济发展存在明显的正相关关系，据 2000 年国家计委和国务院发展研究中心农村部所做的调查，居民收入每增加 10%，其奶类消费量增加 0.32%，目前中国经济的稳步增长，液态奶消费量会不断增加；并且我国政府将扶持液态奶的发展。

奶粉的产品结构在发生变化：随着消费者越来越追求个性化消费和健康消费，奶粉内部结构调整还将继续。全脂奶粉和全脂加糖奶粉的比重将进一步下降。其他功能性奶粉和工业奶粉的比重将逐年递增。奶粉逐渐将由市场消费品、工业原料两大功能逐步向工业原料转化。脱脂粉、酸奶专用粉、冰激凌粉的用量将逐年上升。

► 乳制品行业经营

图 6：乳业行业经营结构



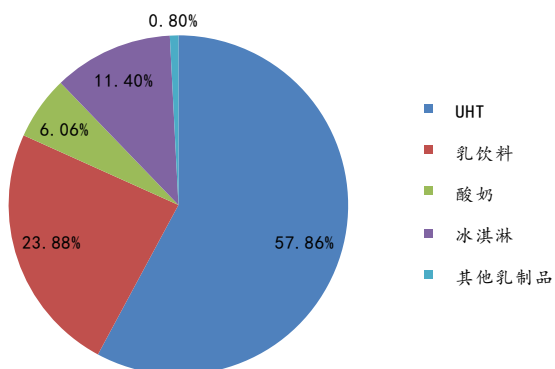
数据来源：浙商证券研究所

2.2 乳业公司通过改善产品结构提升竞争能力

乳制品行业，前三大品牌蒙牛、伊利、光明 2007 年市场占有率为 68.8%，集中度很高，而且市场占有率有进一步集中的趋势。产品结构也有一定优化，冰淇淋、酸奶等高端产品占有率进一步提高，整体行业的毛利率水平也在提高。

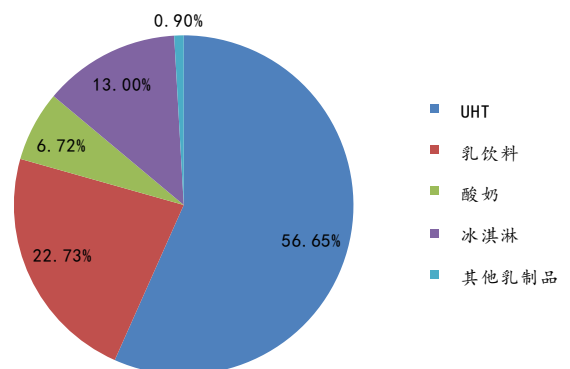
蒙牛乳业 07 年公司液体奶业务取得出色的表现，增幅达 34.3%，占公司收入的 89.8%。冰淇淋产品通过产品优化及结构改良的部署，收入增幅为 9.6%，占公司收入的 9.4%。公司 2007 年已成功研发多款崭新冰淇淋产品，预计冰淇淋业务将进一步好转。公司对其他乳制品产品进行了产品整合，透过对潜力产品的重点推广，各类奶粉产品的销售反应令人满意，带动其他乳制品收入上升 6.0%，占公司收入的 0.8%。除了奶粉产品外，公司运用高科技乳制品研究院暨智能化生产基地的先进技术，成功研发推出熏制奶酪新种类产品，为顾客提供更多优质的乳制品选择。

图 7：蒙牛乳业 07 年产品结构



数据来源：公司公告，浙商证券研究所

图 8：蒙牛乳业 08 年产品结构预期



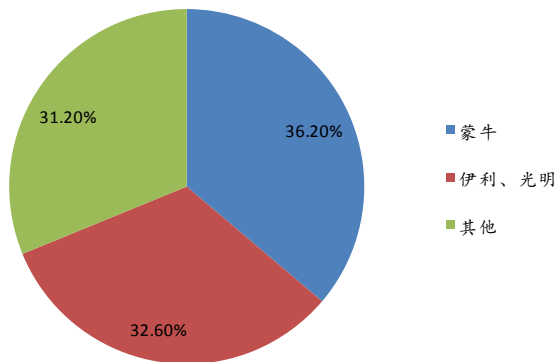
数据来源：公司公告，浙商证券研究所

蒙牛乳业不断提升品牌形象，贯彻积极的市场推广策略，除继续透过与国家和地方电视

台合作，推出多样化、富有市场针对性及互动性的市场推广活动外，更与战略合作伙伴迪斯尼、美国国家篮球协会、星巴克及肯德基等作出强强联手，推出一系列结合爱心、健康与营养为主题、推广健康生活方式的新颖活动，透过各项多元化推广活动，令已深入民心的蒙牛品牌再添活力与个性，与时俱进。蒙牛不但被中国世界贸易组织研究会评选为“影响中国生活方式十大品牌”之一、更获中国商务部颁发“最具市场竞争力品牌奖项”、并于首届中国品牌节中获选“品牌中国华谱奖—中国年度25大典范品牌”。此外，公司于海外市场进一步拓展业务版图，现时新加坡、菲律宾、马来西亚等世界不同地方的消费者都能喝上由蒙牛制造的内蒙古醇香乳制品。

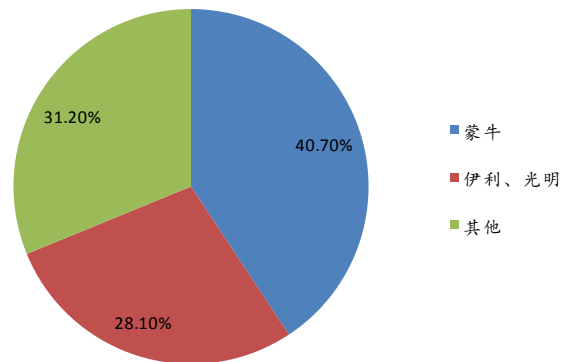
为回馈社会，蒙牛从二零零六年六月起，推动“每天一斤奶，强壮中国人”的送奶计划，成功展开了对全国贫困地区学童送上蒙牛牛奶与营养的起始行动。蒙牛对社会的努力牵动了更多爱心人士加盟，2007年，多家国际组织及商界巨擘纷纷加入送奶爱心阵营。到2007年，受益于蒙牛“中国牛奶爱心行动”的贫困小学已达到1,000所公司也希望受惠的学童数目能够得到进一步提升。

图 9：06 年液态奶市场占有率



数据来源：公司公告，浙商证券研究所

图 10：07 年液态奶市场占有率

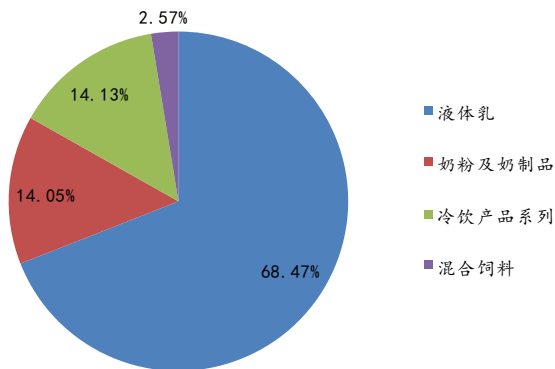


数据来源：公司公告，浙商证券研究所

随着蒙牛高科技乳品研究院暨高智能化生产基地于 2007 年 7 月正式投入使用，为公司创造了更理想的研发平台，自主研发新产品及改良现有产品，为客户提供了更多“纯天然、无污染、口感香浓”的优质产品。于回顾年内，本集团积极改良产品包装、提升产品功能性及加强对细分市场的推广策略，为蒙牛品牌及产品塑造出更加鲜明的形象。根据 AC 尼尔森于 2007 年 12 月进行的调查，本集团在全国液体奶市场（不包括乳饮料及酸奶）取得了 40.7% 的份额（以销售额计），较二零零六年十二月的 36.2% 有所提升。中国前三大液体奶制造商的市场份额于 2007 年 12 月合共达 68.8%（2006 年：68.8%），表明中国主要乳制品企业的市场地位仍然强大稳固。

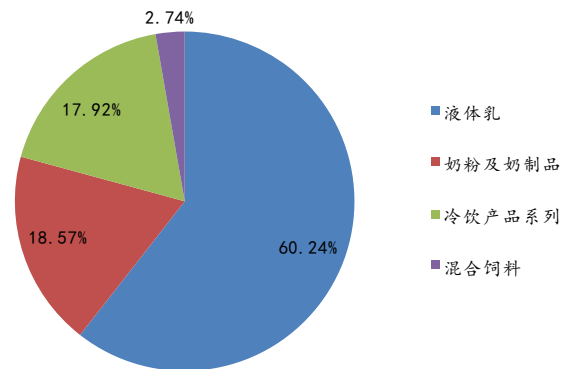
生产和运营：本集团年内积极提升产能，于 2007 年 12 月共经营 22 个生产基地，合计年产能达 478 万吨，产能比 2006 年 393 万吨增长了 21.63%。07 年公司筹建的首个研究院正式建成使用。透过与英国剑桥大学、中国科学院等国内外众多著名企业及科研单位的战略合作，新研究院采用世界一流的先进仪器，并集合多种智能化功能设备，成为国际顶级乳制品研究中心之一。

图 11：伊利股份 07 年产品结构



数据来源：公司公告，浙商证券研究所

图 12：伊利股份 08 年产品结构预期



数据来源：公司公告，浙商证券研究所

伊利股份不断完善和优化乳品行业的标准化技术创新体系。公司积极进行科技创新，整合公司内外技术资源，研究、开发出多项对公司具有战略意义的关键技术。2007 年，公司全年新增或改进产品共计 180 余种，其中，一些高端新产品的技术含量大大提升，如：“金典有机奶”、“金典均衡双蛋白奶”、“营养舒化奶”、“谷物奶”、“CBP 健骨配方奶粉”等，加快了公司高附加值产品研发和推广的步伐，同样也提高了毛利率水平。

光明乳业：

公司基本以生产液态奶为主，收入结构中占比 82%，其他产品中原材料及代加工比较比重很大。公司目前在主要在上海市场占有领先地位，上海地区销售占公司销售比为三分之一。公司一直致力于提高产品附加值，公司毛利率也是最高的，达到了 34%。公司成功开发了畅优系列酸奶、致优鲜奶、减脂牛奶、舒平奶等多个新产品。畅优系列酸奶是公司自主研发调节肠胃的功能性酸奶，成为公司的明星产品。致优全鲜奶采用由法国引进的欧美全新低温陶瓷膜过滤工艺，在低温状态下，让天然的鲜乳通过微米孔径的陶瓷膜过滤，保证安全的同时，全面保留了鲜奶中珍贵的活性免疫球蛋白、乳铁蛋白和其它天然的维生素、矿物质等营养成分。此款鲜牛奶的上市完全颠覆传统牛奶的高温杀菌方式，进一步巩固了公司在鲜奶领域的领先地位。2007 年度，面对持续上涨的成本压力和激烈的市场竞争，公司利用技术创新、工艺改进加大内部挖潜，不断节省能耗，降低成本，有效提高了产品的竞争力。

3. 乳制品上市公司分析

3.1 伊利股份

➤ 08 年业绩情况

我们就 3 季度经营情况做一下分析。3 季度伊利股份销售收入 75.99 亿，同比 07 年 3 季度收入增长了 41.16%，虽然经历了 9 月后半期三聚氰胺的影响，但是收入增幅比 2 季度的 24.13%增加了很多，公司业绩增长还是超出了预期。

乳制品成本 3 季度同比增幅为 35.99%，低于收入增幅，08 年下半年原料价格走低在 08 年 3 季度反映出来，公司乳制品盈利能力已经在增强，预期乳制品价格并不会走低，而成本下降。

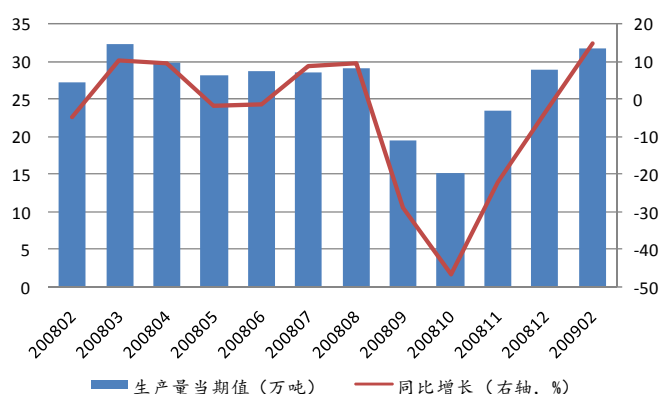
销售费用、管理费用的增幅明显超过收入的增长，08 年上半年广告营销的费用明显增

加，3 季度、4 季度公司由于受到三聚氰胺事件的影响，公司更是加大了促销力度，增加了媒体的投放，3 季度销售费用增加了 84.6%，管理费用增加了 148.36%；结构占比分析来看，销售占比结构上升了 1.3 个百分点，上升到 25.95%，管理费用一直增幅较快，结构占比 3 季度为 4.12%，并无太大变化。

股权激励的影响：截止到 07 年末，授出的权益总数为 64479843，而行使的权益数为 64480，08 年中期，期权的行权价格调整为 10.04 元，累计已授出但尚未行使的权益为 77298436。按照行权条件，08 年业绩将出现大幅度亏损，09 年无法满足行权条件。

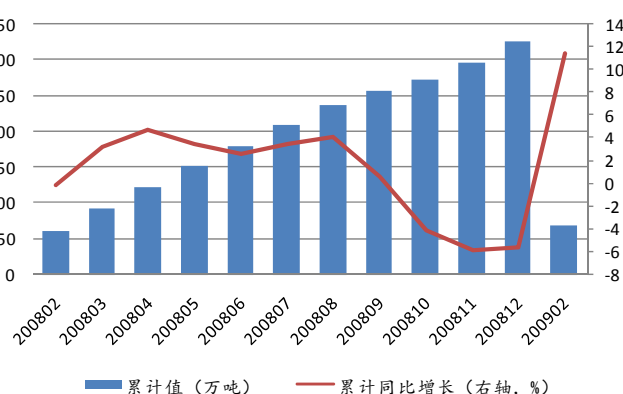
资产减值损失公司在 3 季度计提了 1.26 亿元，同期期末存货数量是 22.2 亿元，计提比例为 5.37%。4 季度是公司经营压力最大的一个季度，公司会计提多少减值准备是投资者最为关注的问题，如果一次充分计提会给公司带来巨额亏损，但是也会使风险充分释放，如果依旧像 3 季度这样计提不充分，以后的数据也会比较难看。蒙牛公司 08 年 12 月 25 日对外宣布 08 年可能亏损 9 亿元。蒙牛 08 年半年报存货为 13.47 亿元，按照半年报计算，蒙牛的存货周转天数为 15.43。如果按照半年税前利润 7.5 亿，税后归属于母公司利润为 5.83 亿元计算，全年利润亏损-9 亿元计算，预期下半年亏损 15 亿元左右，这样很可能召回产品以及销毁存货等损失就是 15 亿元左右。伊利股份在经营上和蒙牛相似，半年收入 115.11 亿元，略低于蒙牛的水平，存货 21.93 亿，高于蒙牛，这样推算下来，预计和蒙牛的坏账损失差不多，预计在 15 亿元左右。

图 13：内蒙地区液体乳月产量及变动趋势



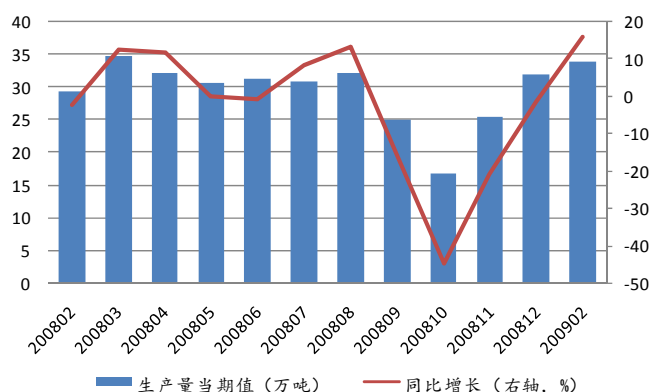
数据来源：ACMR，浙商证券研究所

图 14：内蒙地区液体乳累计产量及变动趋势



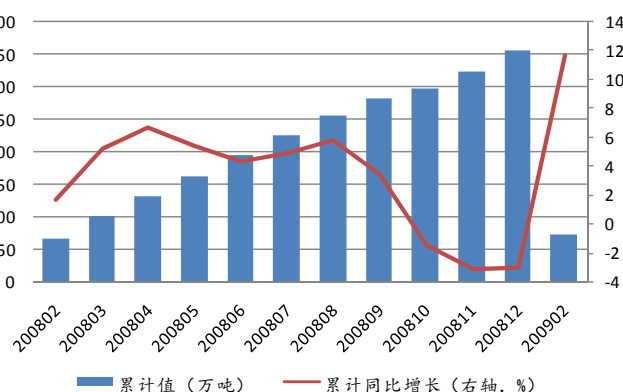
数据来源：ACMR，浙商证券研究所

图 15：内蒙地区乳制品月产量及变动趋势



数据来源：ACMR，浙商证券研究所

图 16：内蒙地区乳制品累计产量及变动趋势



数据来源：ACMR，浙商证券研究所

➤ 09、10 年经营预期

表：主营业务情况预期

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入（万元）					
液体乳	1165014	1325475	1458023	1720467	2064561
奶粉及奶制品	200852	272004	340005	425006	531258
冷饮产品系列	228084	273515	314542	377451	434068
混合饲料	39950	49850	62313	74775	85991
合计	1633900	1920844	2174883	2597699	3115878
营业成本（万元）					
液体乳	850283	1001123	1081213	1254207	1505048
奶粉及奶制品	138840	189685	237106	289270	361587
冷饮产品系列	156993	192669	221569	261452	300670
混合饲料	35077	42300	52452	61893	71177
合计	1181193	1425777	1592340	1866822	2238482
毛利率					
液体乳	27.02%	24.47%	25.84%	27.10%	27.10%
奶粉及奶制品	30.87%	30.26%	30.26%	31.94%	31.94%
冷饮产品系列	31.17%	29.56%	29.56%	30.73%	30.73%
混合饲料	12.20%	15.15%	15.82%	17.23%	17.23%
合计	27.71%	25.77%	26.78%	28.14%	28.16%

资料来源：浙商证券研究所

伊利股份公司 08 年前 3 个季度收入大幅增长，营业收入同比增长 29.67%，4 季度到底收入会如何呢？根据内蒙地区奶产量数据我们可以看出，9-11 月三个月产量大幅下跌，液体乳 3 个月产量分别下跌了-28.98%、-46.63%、-22.34%，内蒙古主要的公司就是蒙牛和伊利股份两家，按照他们消化存货需要 10 天左右的时间，我们可以大致判断出，10-12 月份销售量大致下跌了相当的水平，预期收入平均下跌为 33%，这样整个 08 年，我们判断伊利股份营业收入接近 220 亿左右，比 07 年 194 亿水平增长 13%。而 09 年我们预期产量恢复的比较好，按照目前的产量变化以及 08 年后 4 个月的基数下降，09 年收入同比增幅保守预期可以达到 15%，10 年也可以保持 20%的收入增幅。

08 年前 3 季度毛利率为 28.92%，4 季度受到严重影响，预期减少到 25%的水平。预期毛利率 09 年会保持稳定提高，预计为 28%左右。

销售费用率 08 年 4 季度会有明显上升，不过预计 09 年会降低到 21%；而管理费用率将保持平稳，预计为 4.5%。

在 08 年计提减值准备后，公司将不会有所得税的问题，这样对公司的业绩有一定刺激作用。

➤ 公司经营成果

利润表

(万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	1,633,899	1,935,969	2,174,883	2,597,699	3,115,878
减：营业成本	1,181,194	1,434,727	1,592,449	1,866,707	2,238,447
营业税金及附加	7,226	8,261	9,450	11,287	13,538
销售费用	338,720	391,127	500,223	545,517	654,334
管理费用	49,100	88,439	97,870	116,896	140,215
财务费用	1,520	2,915	8,344	14,643	14,660
资产减值损失	3,099	1,744	100,000	0	0
加：投资收益	285	-288	0	0	0
营业利润	53,324	8,468	-133,452	42,650	54,684
加：营业外收支净额	-3,363	2,171	0	0	0
减：所得税	17,762	11,096	0	0	0
净利润	32,199	-456	-133,452	42,650	54,684
其中：					
母公司股东	32,557	-2,060	-144,367	30,465	40,046
少数股东损益	4,930	1,604	10,081	12,041	14,443
股本（万股）	51,647	66,610	79,932	79,932	79,932
每股收益（摊薄）	0.630	-0.031	-1.806	0.381	0.501

现金流量表

(万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动产生的现金流量	49,538	77,813	-89,523	129,584	156,538
投资性活动产生的现金流量	-161,149	-144,856	-100,000	-100,000	-100,000
筹资活动产生的现金流量	56,125	142,955	211,386	9,108	-9,119
现金本期增加或减少	-55,487	75,950	21,863	38,692	47,418

资产负债表

(万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
资产					
流动资产					
货币资金	101,209	177,159	199,022	237,714	285,132
应收票据	8,670	12,581	12,837	15,333	18,391
应收账款	37,787	20,496	36,661	43,789	52,523
预付账款	33,771	49,701	70,390	94,643	123,725
应收利息	0	0	0	0	0
其他应收款	12,560	29,918	33,610	40,144	48,152
存货	151,110	173,737	197,851	231,925	278,111
其他流动资产	12,161	0	-833	-976	-1,171
流动资产合计	357,268	463,592	549,538	662,571	804,864
非流动资产					
长期股权投资	1,924	41,177	41,177	41,177	41,177
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	345,263	440,740	471,254	506,279	538,560
在建工程	32,168	47,232	73,616	86,808	93,404
无形资产	13,971	17,969	17,071	16,172	15,274
其他非流动资产	1881	4834	4834	4834	4834
非流动资产合计	395,208	551,952	607,952	655,270	693,249
资产总计	752,476	1,017,390	1,159,490	1,319,841	1,500,112
负债					
流动负债					
短期借款	85,690	89,090	289,598	307,449	307,090
应付账款	196,035	215,358	248,213	290,961	348,903
预收账款	39,023	87,976	120,829	160,069	207,137
其他应付款	56,460	100,427	100,000	100,000	100,000
应交税费	1,750	-21,224	-30,000	-30,000	-30,000
其他流动负债	72,358	63,176	81,090	99,096	120,227
非流动负债					
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	6,431	11,863	0	0	0
负债合计	457,749	546,667	809,730	927,575	1,053,357
所有者权益					
股本	51,647	66,610	79,932	79,932	79,932
资本公积	100,421	251,859	251,859	251,859	251,859
盈余公积	52,165	40,692	40,692	40,692	40,692
未分配利润	58,443	62,127	-82,239	-51,774	-11,728
少数股东权益	33,612	49,434	59,516	71,557	86,000
所有者权益合计	296,288	470,723	349,760	392,266	446,756
负债及所有者权益合计	754,037	1,017,390	1,159,490	1,319,841	1,500,112

财务指标

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
流动比率	0.82	0.91	0.71	0.75	0.81
速动比率	0.47	0.57	0.45	0.49	0.53
存货周转天数	46.1	43.6	44.7	44.7	44.7
应收款项周转天数	8.33	3.81	6.07	6.07	6.07
营业周期	54.4	47.4	50.8	50.8	50.8
毛利率	27.7%	25.9%	26.8%	28.1%	28.2%
净利润率	2.0%	-0.1%	-6.6%	1.2%	1.3%
总资产报酬率	1.5%	0.3%	-2.7%	0.8%	0.9%
净资产收益率	12.5%	-0.5%	-49.7%	9.5%	11.1%
资产负债率	60.8%	53.7%	69.8%	70.3%	70.2%
全面摊薄每股收益	0.407	-0.026	-1.806	0.381	0.501
全面摊薄每股净资产	3.267	5.271	3.631	4.012	4.513
摊薄每股经营现金流	-1.120	1.621	1.958	2.244	2.586
市盈率	31.03	-490.48	-7.00	33.16	25.23
市净率	3.87	2.40	3.48	3.15	2.80
股价/经营现金	-11.29	7.80	6.45	5.63	4.89

公司估值

绝对估值：

按照目前的经营情况，根据现金流折现我们计算出伊利股份每股价值在 14.76-16.33 元之间。

FCFF估值	现金流折现值(万元)	假设	数值
第一阶段	24,199.75	第二阶段	8
第二阶段	529,095.50	第二阶段增长率	5.00%
第三阶段（终值）	886,623.73	长期增长率	2.00%
企业价值AEV	1,439,918.97	Rf	2.25%
非核心资产价值	240,198.67	Beta	0.94
少数股东权益	59,515.84	Rm	10.00%
净债务	304,960.75	Ke	9.54%
		税率	0.00%
总股本价值	1,315,641.05	Kd	6.00%
股本（万股）	79,932.28	Ve	1,010,344
		Vd	304,960.75
每股价值（元）	16.46	WACC	8.72%

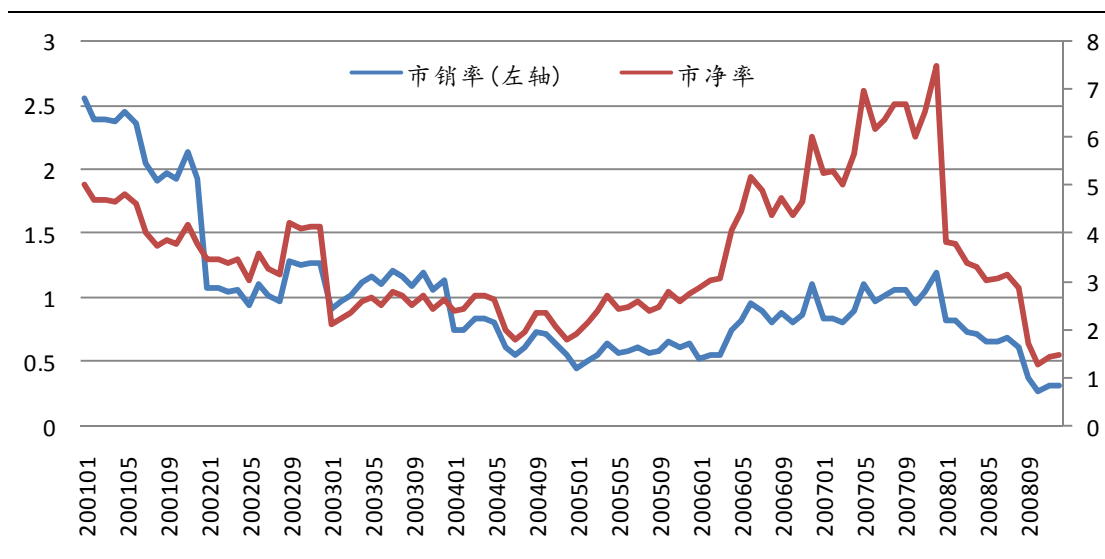
敏感性测试结果	长期增长率(g)				
WACC	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
7.50%	19.04	20.19	21.55	23.18	25.17
8.00%	17.17	18.11	19.20	20.49	22.04
8.50%	15.56	16.33	17.22	18.26	19.49
9.00%	14.15	14.79	15.53	16.38	17.36
9.50%	12.91	13.45	14.06	14.76	15.57
10.00%	11.82	12.27	12.79	13.37	14.04
10.50%	10.84	11.23	11.66	12.15	12.71

相对估值：

主要财务指标	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
ROE	12.47%	-0.49%	-49.74%	9.50%	11.10%
EPS（元）	0.63	(0.03)	(1.81)	0.38	0.50
P/E	25.54	(520.62)	(8.91)	42.24	32.14
P/B	3.18	2.55	4.43	4.01	3.57
EV/EBITDA	10.25	20.93	(17.00)	12.55	10.19

按照 3 月 19 日收盘价，预期 08、09、10 年 PB 分别为 4.43、4.02、3.57 倍。根据下图历史的市净率和市销率变动情况看，市净率经过了 08 年资产的大幅减少，会回到一个较高的位置，只能算是一个合理的水平，但是市销率目前是处于低位的，09、10 年销售情况会进一步好转，目前的水平确实处于低位。

图 17：伊利股份市销率、市净率变动



资料来源：wind，浙商证券研究所

3.2 光明乳业

➤ 08 年业绩情况

3 季度光明乳业销售收入 20.51 亿，同比 07 年 3 季度收入增长了-11.28%，而 2 季度同比是下降了 5.2%，受到了 9 月后半期三聚氰胺的影响，收入下降幅度增加。

乳制品成本 3 季度同比增幅为-13.09%，低于收入增幅，公司的毛利率大多数维持在 32% 以上，仅 08 年上半年原材料成本上涨对公司经营产生了压力，1 季度毛利率下降到 29%，不过以后又很快增长，按照目前的情况，公司毛利率 2、3 季度分别都在 34% 的水平。

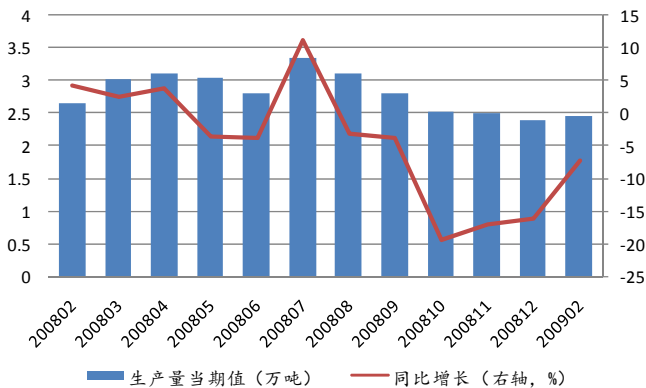
销售费用、管理费用的增幅很大，3 季度、由于受到三聚氰胺事件的影响，公司更是加大了促销力度，增加了媒体的投放，3 季度管理费用增加了 131.17%；销售费用占收入比上升了 5.2 个百分点，上升到 34.38%，管理费用率一直增幅较快，3 季度为 8.62%，增长了 5.31%。

资产减值损失公司在 3 季度计提了 1.41 亿元，同期期末存货数量是 5.23 亿元，计提比例为 21.23%，计提较高。4 季度是公司经营压力最大的一个季度，公司会计提多少减值准备是投资者最为关注的问题。公司管理费用 3 季度同比增加了 1 亿元左右，环比增加了 1.1 亿元，主要是存货报废损失导致的，从报表上来看，两项损失在 2.4 亿元左右。公司 3 季报

称造成损失或增加费用 3.45 亿元。其他的 1 亿元损失应该在产品召回冲减收入或者计提销售费用产生。整体上公司对危机做出了积极的反映，比较充分的考虑到了风险。蒙牛公司 08 年 12 月 25 日对外宣布 08 年可能亏损 9 亿元。蒙牛 08 年半年报存货为 13.47 亿元，按照半年报计算，蒙牛的存货周转天数为 15.43。如果按照半年税前利润 7.5 亿，税后归属于母公司利润为 5.83 亿元计算，全年利润亏损-9 亿元计算，预期下半年亏损 15 亿元左右，这样很可能召回产品以及销毁存货等损失就是 15 亿元左右。按照这个库存和损失的比例分析，光明乳业最有可能的损失在 5-6 亿元左右，预计 4 季度可能会计提减值准备 2 亿元左右。

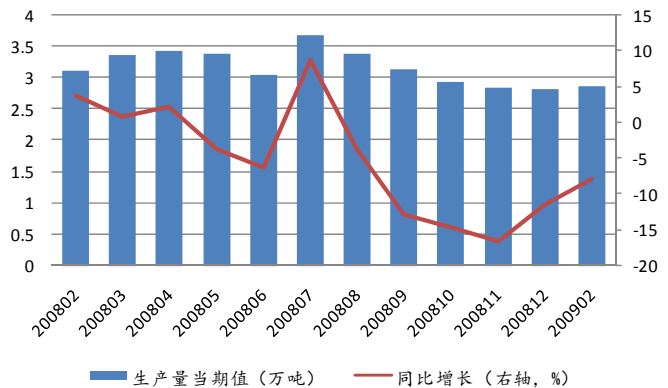
➤ 09、10 年经营预期

图 18：上海地区液体乳月产量及变动趋势



数据来源：ACMR，浙商证券研究所

图 19：上海地区乳制品月产量及变动趋势



数据来源：ACMR，浙商证券研究所

光明乳业收入一直比较平稳，公司一直扩张性不好，根据上海地区产量分析，我们可以大致判断出，10-12 月份销售量大致下跌了 17%，这样整个 08 年收入为 75.06 亿元，比 07 年 82.06 亿元增长-8.53%。09 年我们预期产量恢复的普通，按照目前的产量变化以及 08 年后 4 个月的基数下降，09 年收入同比增幅保守预期可以达到 5%，10 年也可以保持 10% 的收入增幅。

08 年第 3 季度毛利率为 34.11%，公司近两个季度毛利率基本稳定，09 年上游材料的价格预期不会有大幅变动，公司毛利率会保持稳定，预计为 34% 左右。

销售费用率 08 年 3 季度会有明显上升，不过预计 09 年会降低到 30% 以下的合理水平；管理费用率 08 年 3 季度上升到 8.62%，平时都是维持在 3%-3.3% 之间，预期 08 年 3、4 季度公司将充分计提损失，管理费用 09 年将保持平稳，预计为 3.3%。

在 08 年计提减值准备后，公司将不会有所得税的问题，这样对公司的业绩有一定向好作用。

➤ 公司三表

利润表

(万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	721,271	820,601	733,015	769,665	885,115
减：营业成本	493,467	560,107	501,675	511,751	583,379
营业税金及附加	2,026	2,863	2,308	2,424	2,787
销售费用	185,673	238,939	219,904	223,203	256,683
管理费用	28,309	28,130	58,641	25,399	29,209
财务费用	499	1,371	2,640	4,979	5,242
资产减值损失	0	6,147	34,100	0	0
加：投资收益	-123	20,894	0	0	0
营业利润	11,173	3,938	-86,254	1,911	7,815
加：营业外收支净额	-119	23,390	0	0	0
减：所得税	6,470	7,243	0	0	0
净利润	4,584	20,085	-86,254	1,911	7,815
其中：					
母公司股东	15,284	21,288	-88,514	1,865	7,492
少数股东损益	577	-1,203	0	0	0
股本（万股）	104,189	104,189	104,189	104,189	104,189
每股收益（摊薄）	0.147	0.204	-0.850	0.018	0.072

财务指标

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
流动比率	1.31	1.42	0.86	0.88	0.95
速动比率	0.93	1.05	0.64	0.67	0.72
存货周转天数	38.8	35.7	36.4	36.4	36.4
应收款项周转天数	30.08	24.96	27.52	27.52	27.52
营业周期	68.9	60.7	63.9	63.9	63.9
毛利率	31.6%	31.7%	31.6%	33.5%	34.1%
净利润率	2.1%	2.6%	-12.1%	0.2%	0.8%
总资产报酬率	1.4%	1.8%	-5.2%	0.4%	0.7%
净资产收益率	7.0%	8.9%	-59.0%	1.2%	4.7%
资产负债率	40.8%	40.7%	61.4%	62.0%	62.8%
全面摊薄每股收益	0.147	0.204	-0.850	0.018	0.072
全面摊薄每股净资产	2.085	2.289	1.440	1.458	1.530
摊薄每股经营现金流	-0.362	0.326	0.363	0.477	0.559
市盈率	41.31	29.66	-7.13	338.52	84.27
市净率	2.91	2.65	4.21	4.16	3.96
股价/经营现金	-16.73	18.60	16.71	12.69	10.83

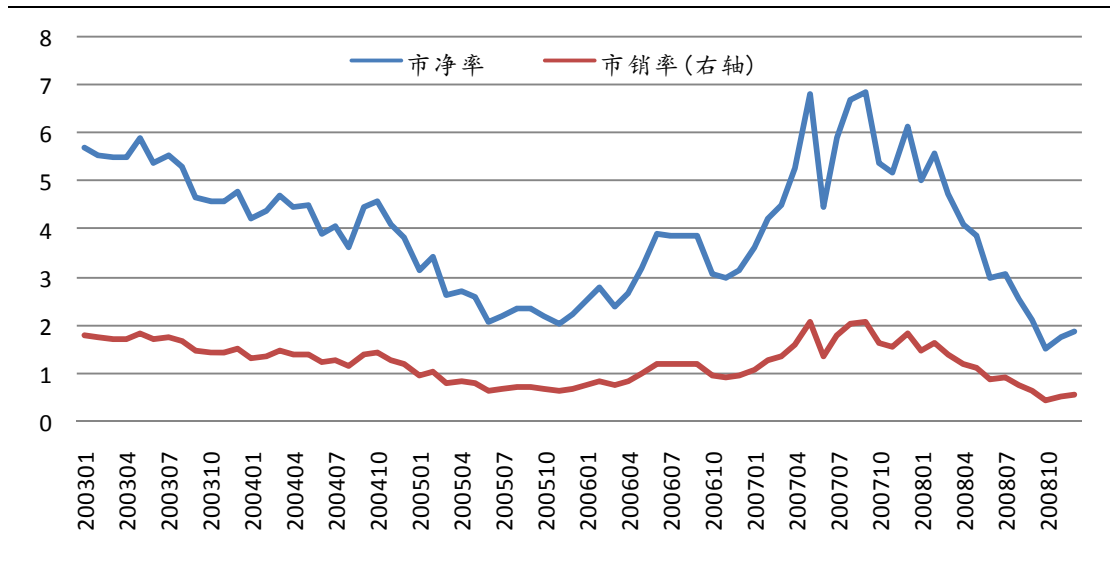
公司估值

主要财务指标	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
ROE	7.04%	8.92%	-59.00%	1.23%	4.70%
EPS（元）	0.15	0.20	(0.85)	0.02	0.07
P/E	41.31	29.66	(7.13)	338.52	84.27
P/B	2.91	2.65	4.21	4.16	3.96
EV/EBITDA	13.39	(22.56)	(11.28)	18.10	14.55

按照 3 月 19 日收盘价，预期 08、09、10 年 PB 分别为 4.21、4.16、3.96 倍，处于中间水平。根据下图历史的市净率和市销率变动情况看，市净率在 4 左右合理，但是市销率目前

是处于较低位置。

图 20：光明乳业市销率、市净率变动



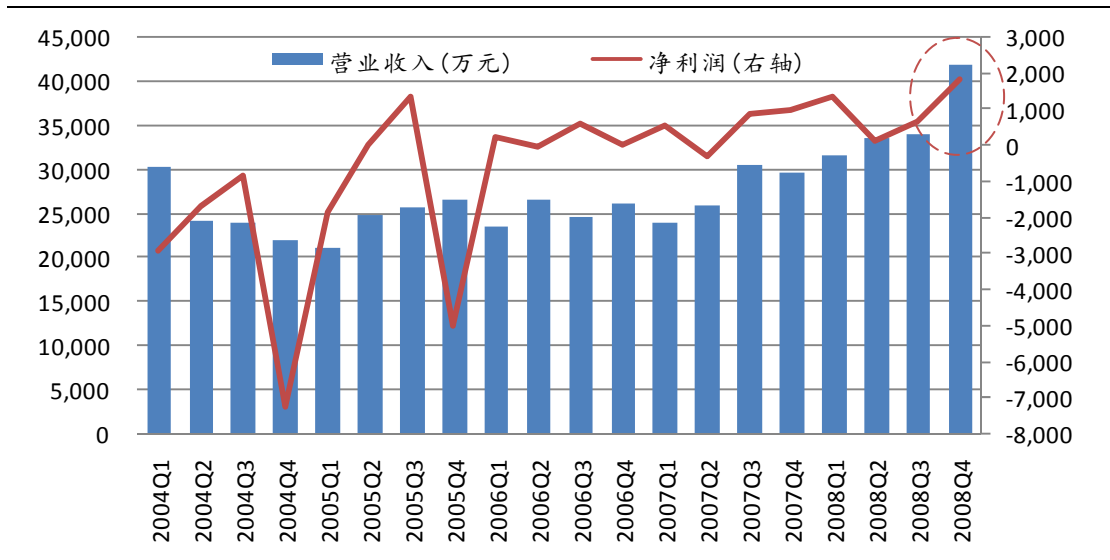
资料来源：wind，浙商证券研究所

3.3 三元股份

➤ 08 年年报分析

业绩增长明显，公司进入快速发展期：

图 21：三元股份单季度收入以及利润变动趋势



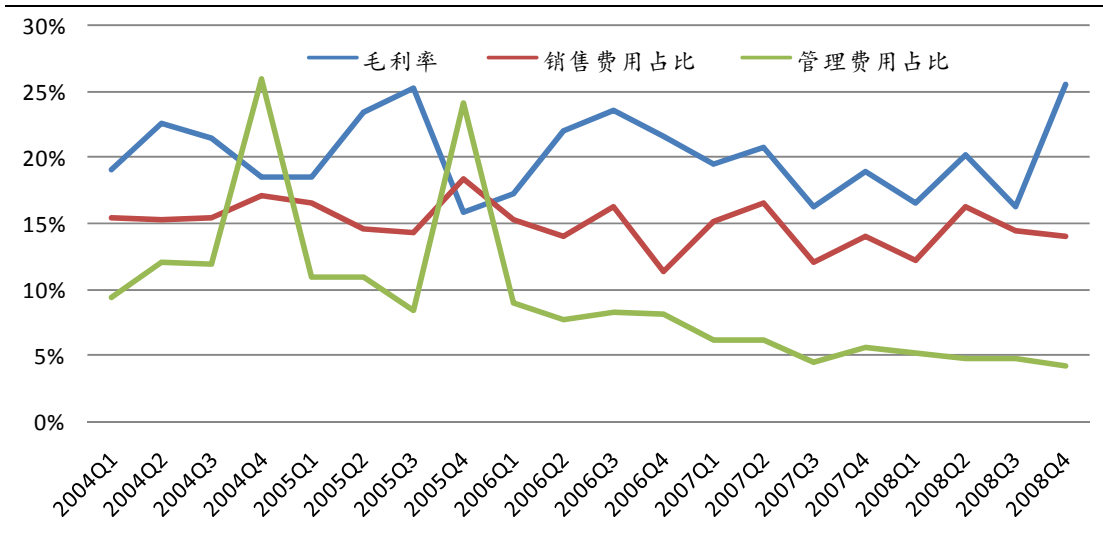
资料来源：wind，浙商证券研究所

公司收入近年来稳步提高，08 年营业收入本年较上年增加了 31,137 万元，增长幅度达 28.25%。主要系常低温事业部收入较上年增加 21,926 万元，送奶到户事业部销售收入较上年增加了 5,524 万元，奶粉事业部对麦当劳的干酪收入较上年增加了 3,001 万元，呼伦贝尔自 9 月起脱脂奶粉滞销，销售收入较上年减少 1,105 万元。

从单季度指标来看，虽然整个行业在 9 月 12 日开始受到了“三聚氰胺”影响，但公司并没有受到影响，收入大幅度增长，4 季度环比提高 23.26%，同比提高 41.46%，大幅超出

了预期。4 季度净利润环比提高了 174%，同比提高了 84.36%。

图 22：三元股份单季度毛利率、费用率变动趋势



资料来源：wind，浙商证券研究所

毛利率随着原料奶价格的走低而提高。公司原料奶价格在报告期1月份为3.46元/KG，12月份为2.71元/KG，下降了0.75元/KG，相比下降了22%，这对整体毛利率提高起到积极作用。公司费用控制一直不错，和其他公司不同，4季度公司并没有受到“三聚氰胺”事件影响，整体费用保持稳步下降。

投资收益较高，08 年末长期股权投资净额26151万元，较期初的20844万元增加5307万元，主要在于公司对北京麦当劳公司的长期投资收益的增长。对麦当劳的投资收益比较稳健，会对公司产生持续的投资收益和现金流。

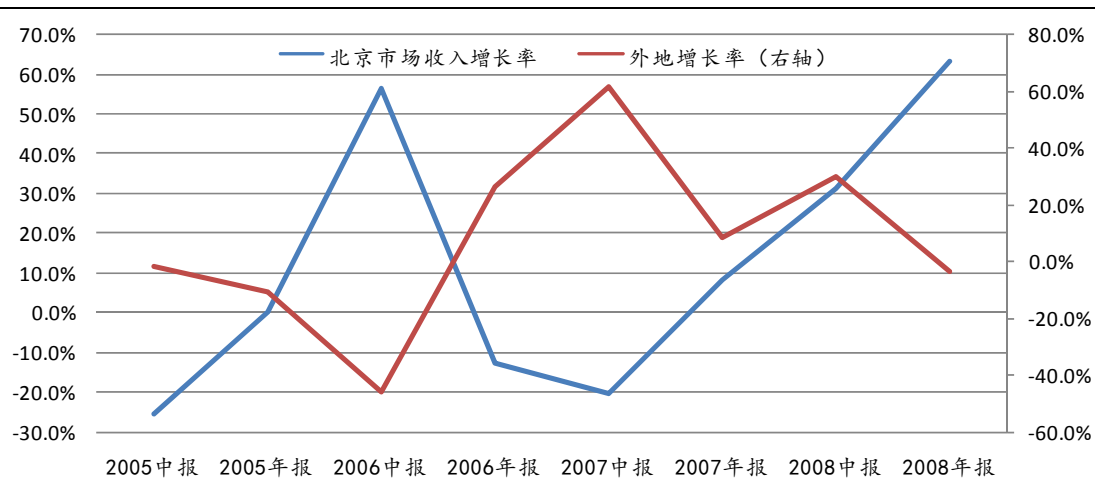
加快改革步伐，创新运行体制，公司效率提升：

公司按年初确定加快改革步伐，创新运行体制，提高企业效益的指导思想，加大企业改革的力度，完成了组织架构的调整和总部十大部室的重新招聘工作。公司吸取事业部运作模式的成功经验，进一步完善事业部运行机制，完成了常温奶、低温奶、干酪奶粉、送奶到户四大事业部为主体的架构整合搭建工作，将市场机制引入到公司内部，重新制定了工作流程及绩效考核办法，形成生产经营核算、市场营销和产品开发一体化的独立经营单位。总部进行部室业务调整，副职以上人员内部竞聘上岗，充分体现公平、公正、公开的原则。08 年公司的经营业绩情况也充分证明，通过深化改革，资源重组，优化结构，公司整体经营状况明显好转，资产质量和运营效率大幅提高，市场竞争力显著增强。

公司进一步扩展北京市场，收入明显提高：

公司是一家区域性品牌，主要市场在北京以及周边地区，经历了“三聚氰胺”事件，公司品牌在北京市场美誉度大增，在整个 4 季度乳业不景气的情况下，公司 08 年在北京地区的收入取得了 63.1% 的增长，难能可贵。公司 59.03% 的收入来源与北京市场，外地市场由于公司的区域性限制，08 年公司的收入增速为 0，不过考虑到“三聚氰胺”的影响以及公司整体产能的不足，这个结果也非常不错。随着公司收购三鹿资产后产能不断扩大，公司在外地市场很可能出现爆发式增长。

图 23：三元股份在不同市场的收入变动趋势



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

➤ 灵活处理收购三鹿事件，跻身一流乳制品公司

三元收购三鹿部分经营性资产：

2008年9月底，为尽快恢复石家三鹿集团正常生产经营，保护广大奶农、消费者、企业员工的利益，确保社会稳定，公司拟采用租赁方式恢复生产、协议方式并购三鹿集团部分资产和业务，并于2008年12月10日成立了公司全资子公司河北三元食品有限公司，以其作为主体运作三鹿集团恢复生产和并购整合事宜。但在报告期末，三鹿集团收到了河北省石家庄市中级人民法院受理破产清算申请民事裁定书，故公司董事会立即决议调整并购方案，批准了河北三元在三鹿集团破产财产处置前，租赁三鹿集团部分资产进行乳制品生产加工；此举最大限度地保证了其资产处于完好状态，同时也为职工稳定，奶农、经销商和其他利害关系人的稳定和利益起到了相关的作用，公司品牌也因此受到更加广泛的关注，知名度得到了大幅提升。

09年3月4日上午，石家庄三鹿集团股份有限公司破产首次拍卖会在河北省石家庄市中级人民法院审判庭举行。最终，北京三元集团有限责任公司与河北三元食品有限公司组成的联合竞拍体以61650万元人民币的价格竞拍成功。

09年2月16日，三元股份公告非公开发行股票预案；三元股份本次拟非公开发行股票20,000万—25,000万股，发行对象为实际控制人三元集团和控股股东北企食品，发行价格为该日（不含该日）前二十个交易日公司股票交易均价的90%，即4.00元/股，募集资金总额为8亿—10亿元。公司拟利用本次发行所募集资金对河北三元进行增资，用于河北三元竞买三鹿集团的部分破产财产及后续整合、运营。竞买资产情况：三鹿集团的土地使用权、房屋建筑物、机器设备等可持续经营的有效资产；三鹿集团所持有的新乡市林鹤乳业有限公司（下称“新乡三鹿”）98.80%的投资权益；三鹿集团所持有的唐山三鹿乳业有限公司（下称“唐山三鹿”）70.00%的投资权益；三鹿集团所持有的石家庄君乐宝乳业有限公司（下称“君乐宝乳业”）16.97%的投资权益。

收购后对公司资产的影响：

08年年报三元股份股东权益8.31亿，按照新增8亿净资产计算，发行后为16.31亿元，股份数增加后为8.35亿股，每股净资产为1.95元，按照3月20日收盘价7.26元计算，预计市净率为3.72倍。本次非公开发行后，公司的资产负债率将进一步降低，由于河北三元在对三鹿集团的破产财产成功竞买后，市场启动资金和营运资金需求较大，河北三元还需要

向银行贷款补充营运资金。此次收购前 3 季报货币资金 1.21 亿元，此次募集资金按照 8 亿计算，收购后，账面资金会超过 3 亿，按照流通资金要求，公司可能还需要 4 亿流动资金，需要向银行贷款，会增加公司利息支出。

➤ 公司经营预期

原有三元公司经营预期：我们认为随着三元公司产能的提高，北京以为的市场也会有大幅度提高，而且北京市场也将维持一定高增长，因此三元公司 09 年收入同比增长 40% 是容易达到的，预计 09 年收入为 20 亿元左右；毛利率受益于产品结构调整和公司品牌提升的影响，同样根据 08 年 4 季度的毛利率水平判断，09 年毛利率水平整体略高于 08 年 4 季度水平，预期为 26%，接近伊利股份的水平；费用率会逐步降低，随着收入的大幅提高，公司费用率占比会有一定降低，预计 09 年销售费用率为 14%，管理费用率 4.5%；投资收益预计和 08 年维持同一个水平；而资产减值损失公司计提了 0.29 亿元，此项 09 年预期不会有。这样我们可以判断 09 年原有三元公司净利润为 1.35 亿元左右，相当于每股收益 0.16 元。

河北三元收购三鹿资产预期经营情况：按照相关的报道以及资产收购后的经营变动情况，09 年收购的三鹿资产预期恢复 30%，带来的收入预期在 10-14 亿元之间的概率较大。其中部分液态奶产能我们已经计算到原三元公司 09 年收入的变动中，因为我们采用保守的估计，09 年收购三鹿资产带来的收入预期为 10 亿元；奶粉产品占河北三元未来收入 50% 左右，由于公司要对奶粉重新定位，毛利率我们按照国产同行业相近品牌测算，预计为 34%；综合液态奶毛利率情况，整体毛利率为 30% 左右，按照三元股份的经营管理水平，管理费用率为 4%，销售费用率正常为 13%，广告支出 1.3 亿（央视广告），占收入比为 13% 左右，财务费用率我们判断公司需要融资 4 亿元，按照 5% 的优惠贷款利率，财务费用也要 0.2 亿元，相当于占收入比 2%。因此整体我们分析，09 年收购三鹿资产将不会产生净利润，预期小幅亏损。真正利润爆发增长要等到 2010 年。

表：原三元股份经营预测表

原三元公司	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入（万元）					
北京地区	49367	53384	87073	121902	152377
其他地区	49998	54099	52348	78522	102079
合计	99364	107484	139421	200424.27	254456.45
毛利率	21.13%	18.76%	20.10%	26.00%	26.00%
销售费用率	14.17%	14.26%	14.20%	14.00%	14.00%
管理费用率	8.28%	5.56%	4.69%	4.50%	4.50%
财务费用率	0.69%	0.68%	0.84%	1.00%	1.00%
投资收益率				2.50%	2.50%
净利润（万元）	914.25	2176.92	4075.61	13528.64	17175.81
每股收益	0.01	0.03	0.05	0.16	0.21

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表：河北三元已经预测表

河北三元（三鹿）	2009E	2010E
营业收入（万元）		
合计	100000.00	200000.00
毛利率	30.00%	30.00%
销售费用率	26.00%	20.00%
管理费用率	4.00%	4.00%
财务费用率	2.00%	2.00%
净利润（万元）	(1500.00)	6000.00
每股收益	(0.02)	0.07

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

➤ 估值水平

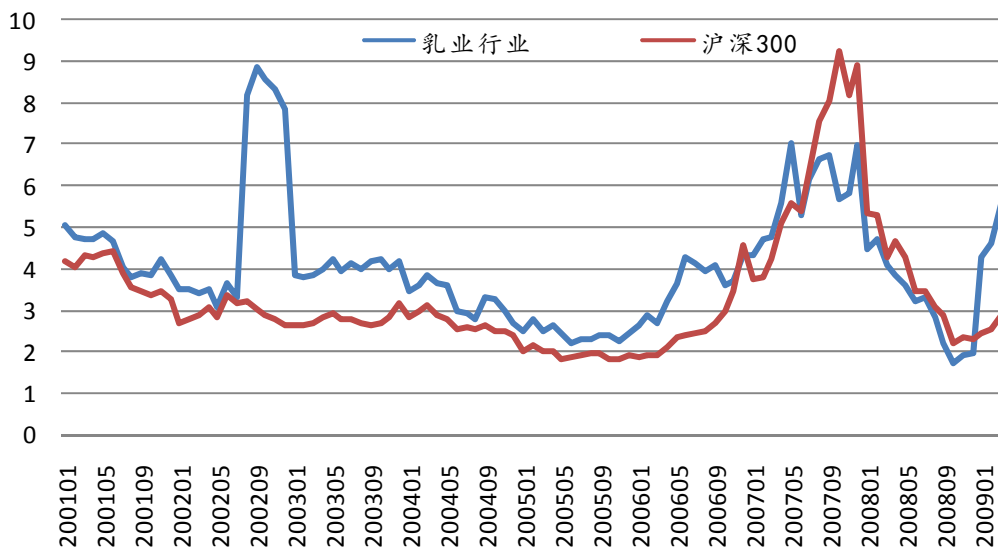
根据对经营情况的分析，我们计算出 09 年、10 年，三元股份每股收益在 0.14 元，0.28 元，根据 3 月 20 日收盘价 7.26 元计算，09 年、10 年市盈率为 52 倍、26 倍。

从市净率来看，09 年、10 年每股净资产预计为 2.09 元、2.37 元，对应市净率水平为 3.47 倍，3.06 倍。

4. 乳制品行业、公司估值与投资评级

4.1 乳制品行业市净率

图 24：乳业行业和沪深 300 指数 PB 比较



数据来源：wind，浙商证券研究所

沪深 300 市净率水平正好处于历史低位区域，虽然市净率水平有一定反弹，不过随着 08 年报的相继披露，市净率水平会有一定摊薄，目前依旧处于底部区域。但是乳制品上市公司净资产水平会有明显下滑，如果存货充分计提了减值，那么市净率水平将大幅提升，从市净率来看，乳业行业并不具有吸引力。

从市盈率来看，08 年市盈率并不具有参考价值，09、10 年乳制品行业市盈率为 118 倍、45 倍，市盈率水平高，有估值压力；09、10 年市净率水平分别为 3.91 倍、3.54 倍，处于历史合理区域，我们给予乳制品行业中性评级。

4.2 行业估值与投资评级

乳业行业处于一个比较合理的估值水平，给予乳制品行业中性评级。

三家上市公司投资评级：

伊利股份：公司经营恢复好，最近几年经营情况一直情况良好，随着费用的合理控制，公司的业绩会大幅回升，考虑到公司龙头地位、良好的扩张能力，09 年、10 年市销率为 0.38 倍、0.32 倍，明显低于其他乳制品行业，给予推荐评级。

光明乳业：经营情况增长稳定，预期不会出现业绩大幅增长，目前的估值水平合理，在

乳制品行业中处于高估水平，给予中性评级。

三元股份：收购后公司一举成为国内第四大乳制品龙头企业，由地方性品牌一举成为全国性乳制品企业，融资后，公司净资产将大幅增加，业绩也将大幅增长，预计 09、10 年市盈率分别为 52 倍、26 倍，在乳制品行业中处于低位，市净率 09、10 年为 3.47 倍、3.06 倍，在三家企业中是最低的，给予推荐评级。

公司	市盈率			市净率			市销率			评级
	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E	
伊利股份	负值	42.24	32.14	4.43	4.01	3.57	0.46	0.38	0.32	推荐
光明乳业	负值	303	84.27	4.21	4.16	3.96	0.86	0.82	0.71	中性
三元股份	113.08	51.86	25.93		3.47	3.06	3.26	2.02	1.33	推荐

5. 风险提示

5.1 食品安全问题。

5.2 乳业上市公司费用比率比较高，如果不能合理控制费用，对业绩影响很大，也会对估值产生影响。

5.3 三元股份收购三鹿后，在整合方面，或者经营管理上不足带来问题。

研究员介绍:

张宁: 长春税务学院会计学专业本科, 华东理工大学 MBA, 会计师。曾任苏宁电器公司财务部长, 目前为浙商证券研究所食品饮料行业、家电行业研究员。

投资评级的说明:

股票投资评级

- 强烈推荐:** 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内上涨幅度在 20%以上;
- 推荐:** 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%—20%;
- 中性:** 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内变动幅度在 -10%—10%;
- 回避:** 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上;

行业投资评级

- 推荐:** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数;
- 中性:** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平;
- 回避:** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数;

特别声明:

本报告版权归“浙商证券”所有, 未经事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下, 我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。