

刘冉

021-50588666-8010

liuran@ccnew.com

2009年9月21日

乳业的救赎与突围

——乳制品行业 2009 年 4 季度投资策略

行业策略

强于大市（首次）

盈利预测和投资评级

股票简称	08EPS	09EPS	09PE	评级
*ST 伊利	-2.11	0.46	36.76	买入
三元股份	0.06	0.12	56.93	买入
光明乳业	-0.27	0.15	32.44	观望

乳制品行业相对沪深 300 指数表现



相关研究

联系人: 马敬琦

电话: 021-50588666-8038

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

报告关键要素:

行业业绩触底回升,“巨头”的复苏尤值得期待。“三氯氰胺”事件为二线乳企提供了历史性发展机遇,行业版图有变。

投资要点:

- 09年1-6月份,上市公司的销售收入整体呈现恢复性回升态势。但值得关注的是:相比上年同期,上市公司09年1-6月整体收入基本未实现增长,销量“复苏”差强人意;一线、二线乳企之间分化显著。
- 09年下半年,我们预计乳制品上市公司的销售收入将会环比继续稳步增长,同比增速加大,并逐步向常态回归。其中,二线乳企如三元和飞鹤将会保持高速增长。
- 从08年4季度以来,得益于原奶价格的下降,上市公司盈利能力整体提升。基于“供应量总体充足”的判断,我们预计未来一年的原奶价格不会大幅上涨,但会有所回升。上市公司毛利率将会较09年上半年有所回落,但全年整体的盈利能力应好于08年。
- 未来行业销售费用有望回落,增厚上市公司业绩。
- 上市公司的存货周转已加快,存货——尤其是库存量高企的一线乳企如伊利和蒙牛,正在逐季度下降。
- 我们认为,乳制品板块的良好表现还将会延续至第四季度,给予乳制品行业“强于大市”的投资评级。
- 推荐上市公司:三元股份(600429)和*ST伊利(600887)。
- 风险提示:最值得担忧的事情仍是所收购原奶的质量保障;另外,目前行业过高的销售费用将会影响上市公司的业绩释放。

绪言

去年下半年，国内乳业经历了“毒奶粉”事件的重创，之后又发生了一系列风波：“多美滋”奶粉事件、“特仑苏”OMP添加事件，以及“味全”阪崎肠杆菌事件。

三个季度过去，对于乳制品行业，我们认为目前最应关注的是行业的销售恢复情况，存货消化进度，原奶的价格以及奶农的盈利状况（因为这关系到行业的健康运行和企业盈利能力的持续性），另外我们还格外关注行业格局的微妙变化和二线企业的崛起……

1. 行业基本情况

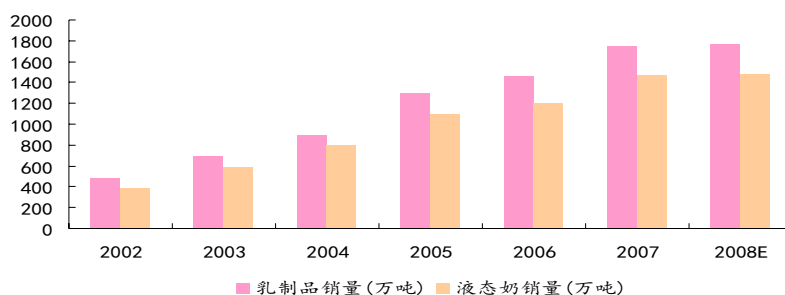
1.1 收入结构：液态奶仍是主体

目前国内乳制品主要分为液态奶、奶粉（包括小包装奶粉和工业奶粉）、冷饮、以及其它乳制品如奶酪、黄油等。其中，液态奶品种较多，包括巴氏奶、低温奶、常温奶和酸奶等。其中，常温奶，由于它较长的储存周期和销售半径，是目前产销量较大的品种；而巴氏奶和低温奶，由于它们可最大程度的存留营养成分，代表了未来液乳的发展趋势。

液乳是国内乳企最重要的收入来源。如图1，对于国内乳制品行业，液态奶的销量和市场占据的不止是“半壁江山”，而是行业最主要的收入来源，其销量和收入占比远远大于其它乳品种类。

在上市公司中，液态奶在光明乳业的收入中占比高达98%，在蒙牛、三元和伊利的收入结构中，液态奶的占比分别为85%、80%和64%；其它产品如奶粉、冷饮、奶酪等的收入贡献均偏小。液态奶在收入总体中的高占比也显示了国内乳企产品结构单一的现状。

图1：液态奶销量和乳制品整体销量对比



资料来源：中原证券研究所 农业信息网 奶业协会

奶粉业务是重要业务支撑。国内奶粉制造商及品牌主要有伊利、飞鹤、完达山、贝因美、三元等。飞鹤的奶粉业务占其总收入的97%；在伊利、三元的收入结构中，奶粉也是重要支撑，但贡献量均不足20%。原“三鹿”是国内最重要的奶粉生产商之一，它的“失陷”使国内的奶粉市场出现大片空白，为其它产商提供了奶粉生产扩量、市场扩容的机遇，奶粉在乳企业务中

的占比有望加大。

冷饮、奶酪、黄油是补充。国内乳企中，蒙牛和伊利正在着力发展冷饮业务，该业务毛利率较高，且市场快速发展。奶酪、黄油在各公司的业务中均有少量占比——国内的奶酪、黄油产量有限，刺激了国外进口的持续增加。

图2: *ST伊利收入结构 (09/6/30)

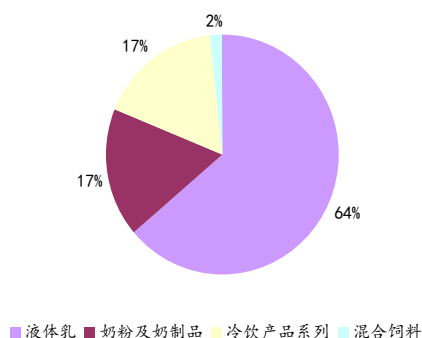
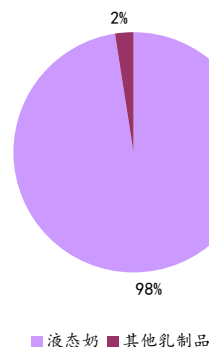


图3: 光明乳业收入结构 (09/6/30)



资料来源：中原证券研究所 公司09年中报

图4: 三元股份收入结构 (09/6/30)

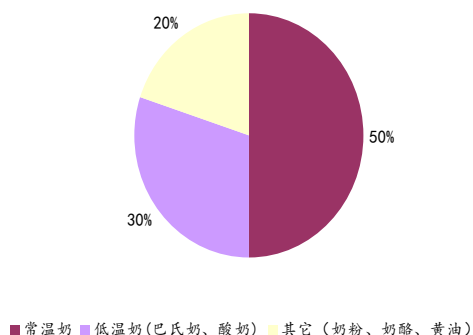
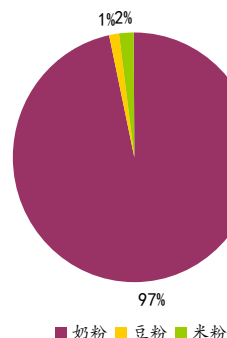
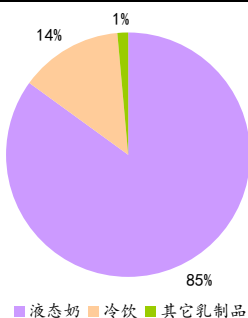


图5: 飞鹤乳业收入结构 (09/6/30)



资料来源：中原证券研究所 公司09年中报

图6: 蒙牛乳业收入结构 (09/6/30)



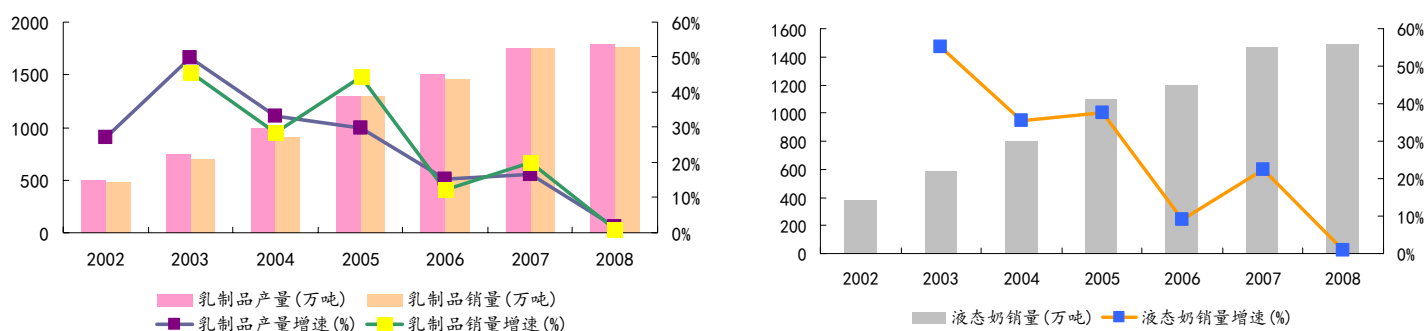
资料来源：中原证券研究所 公司09年中报

1.2 乳制品产销量：稳步增长，但增速下降

自02年以来，乳制品行业的产量、销量总体呈现稳步增长的态势：02年至08年，乳制品产量由500万吨增长至1780万吨、销量由480万吨增至1768万吨，年均增长率为37%；其中，液态奶的销量由380万吨增至1485万吨，年均增长42%。

但是，行业在02年经历飞跃增长之后，产量、销量的增速逐步减缓。由于“三氯氰胺”事件的打击，行业增速自08年第四季度急剧下滑。

图7：乳制品产销量、液态奶销量增长情况

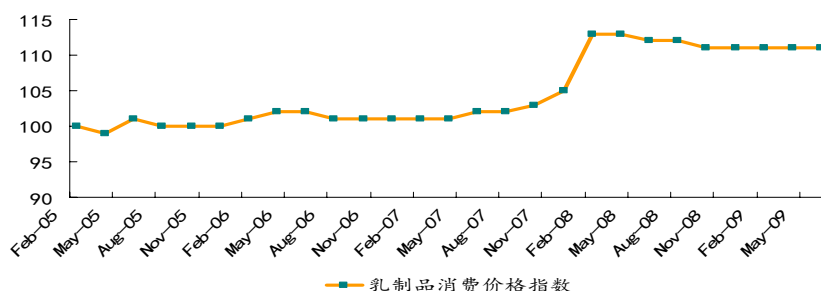


资料来源：中原证券研究所 农业信息网 奶业协会

1.3 乳制品价格：较为平缓，稳中有升

05年以来，国内乳制品价格总体表现比较平稳。在成本上涨因素及其它因素的推动下，07年下半年至08年上半年，国内乳制品价格较大幅度上涨。08年下半年以来，由于进口奶粉大量涌入，国内奶粉尤其是工业奶粉价格明显下滑，但其它乳制品价格相对平稳，没有出现大幅度波动。

图8：乳制品消费价格指数



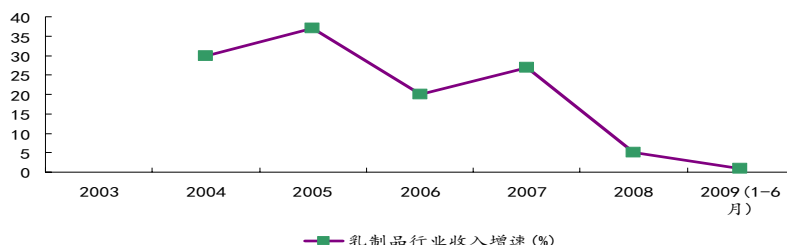
资料来源：中原证券研究所 WIND资讯

1.4 收入：增长基本稳定

03年以来，乳制品行业收入始终保持25%至35%的增长速度。“三氯氰胺”事件之后，行业收入增长止步。进入09年后，虽然销售逐步回暖，但是行业

收入增速目前仍然处在低位，增速的恢复尚需时日。

图9：乳制品行业收入增长情况

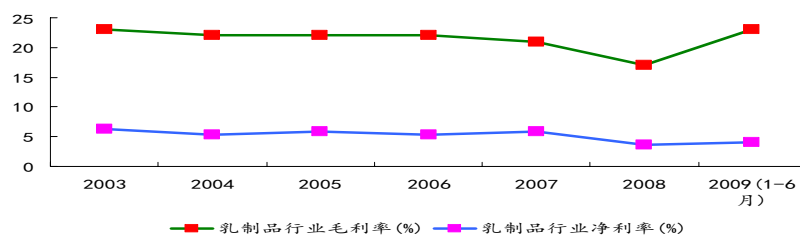


资料来源：中原证券研究所 农业信息网 奶业协会

1.5 盈利：市场竞争激烈，盈利偏低

乳制品行业的进入门槛低，市场竞争异常激烈，产品提价较为困难。行业的整体盈利能力偏低：毛利率为18%-23%，净利率为4%-6%。由于产品提价困难，行业盈利能力主要受原料奶价格的影响。近期，随着原料奶价格的下跌，行业目前的盈利能力位于较高的水平。

图10：乳制品行业盈利情况



资料来源：中原证券研究所 农业信息网 奶业协会

2. “事件”之后，销售恢复及去库存情况

2.1 销售：同比增速下降，环比稳步增长

自08年9月“三氯氰胺”事发之后，乳制品上市公司的销售收入增速一度大幅下滑，甚至在第四季度跌破零。经历了修复期后，上市公司09年1-6月份的销售收入整体呈现恢复性回升态势：环比稳步上升，同比持平或微幅增长。

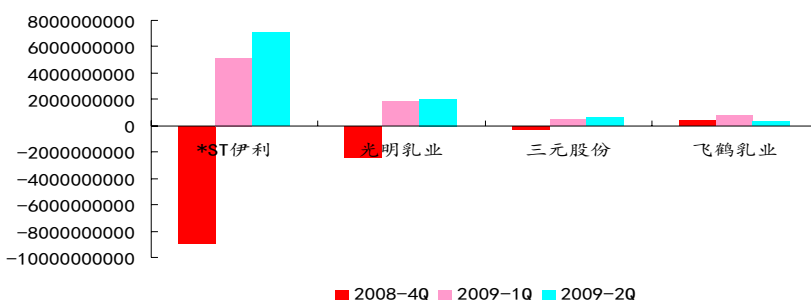
但值得关注的是：

- 上市公司整体收入增幅较往年大大下降，销量的“复苏”差强人意。近5年来，乳制品行业销售收入始终保持22%以上的增长，而上市公司今年上半年的整体收入增速不足1%。并且，若考虑到国内乳制品均价同期有所上涨，则乳企的整体销量其实是同比下降的。

● 一线、二线乳企之间分化显著:

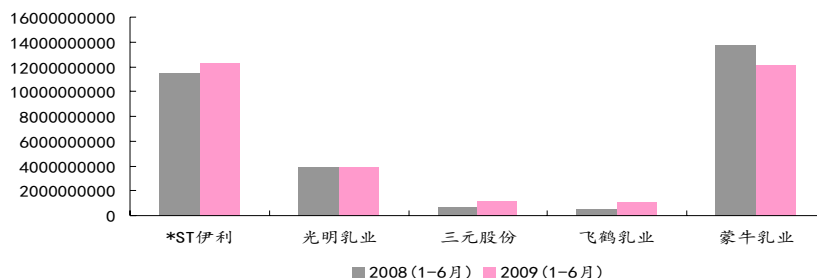
- 一线乳企如蒙牛、伊利和光明，其销售情况不一。蒙牛09年上半年收入同比为负增长，光明同比持平，伊利的销售收入同比实现增长。在同样不惜血本加大广告投入的前提下，伊利的销售恢复较好，这主要是得力于公司奶粉“元气”的快速复原——“三鹿”为国内的奶粉市场留出了巨大市场空间，奶粉业务占比较大的公司皆会为之受益。相比之下，光明销售恢复缓慢，蒙牛受年初的“特仑苏OMP添加”风波的影响，销售收入同比不升反降。
- 未卷入三氯氰胺事件的三元和飞鹤等二线乳企，其本期销售收入实现飞跃式增长：三元的增长主要体现在其液乳收入的大幅增长（增长76%），而公司的奶粉业绩释放要到明年；飞鹤的奶粉收入则实现翻番。“三氯氰胺”事件为未被牵涉进“事件”的二线乳企提供了历史性发展机遇：国内乳制品需求巨大，尤其对优质配方奶粉的需求巨大，乳制品市场远远未被覆盖完全；二线乳企因其“干净”的历史和扎实而非“急功近利”的经营理念而从“事件”中获益不菲，目前二线乳企如三元和飞鹤致力于扩产上量、在市场中开疆拓土和深耕细作，采用外延方式顺势而上，成为乳制品板块的投资亮点。

图11: “三氯氰胺”事件后上市公司营业收入环比恢复情况 （元）



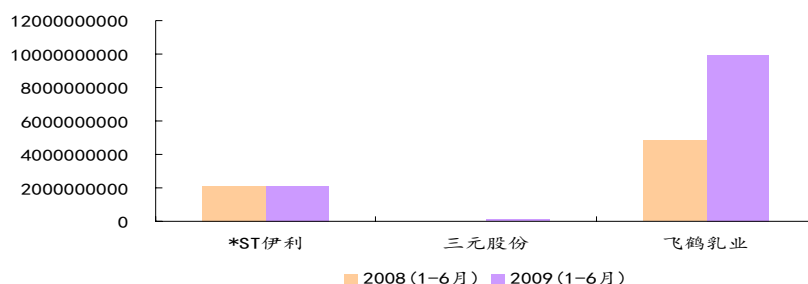
资料来源：中原证券研究所 公司报告

图12: “三氯氰胺”事件后上市公司营业收入同比恢复情况 （元）



资料来源：中原证券研究所 公司报告

图13: “三氯氰胺”事件后上市公司奶粉收入同比恢复情况 (元)



资料来源: 中原证券研究所 公司报告

09年下半年: 我们预计乳制品上市公司的销售收入将会环比继续稳步增长, 同比增速加大, 并逐步向常态回归。其中, 二线乳企如三元和飞鹤仍将会保持高速增长; 一线乳企保持复苏态势——伊利的奶粉业务有望实现正增长, 拉动公司整体增速的回升。

2.2 液乳与奶粉销售: 呈现强劲的恢复态势

液乳销售恢复情况: 09年上半年, 乳制品上市公司的液态奶收入为228.46亿元, 同比增长1.6%。其中, 伊利与光明的液态奶销售收入同比分别增长了12%和18%, 今年全年有望达到常态增速; 蒙牛液态奶收入同比下降13%; 受益于外埠市场的增长, 三元的液态奶收入大增75%。尽管收入增速较往年大幅下降, 整个国内液态奶市场还是显示出较强的恢复势头。

奶粉销售恢复情况: 09年上半年, 乳制品上市公司的奶粉收入为120.78亿元, 同比增长72%。对于在“事件”中受创的一线乳企如伊利, 奶粉销售的彻底恢复与放量仍需半年至一年的时间; 尽管如此, 得益于奶粉市场份额的空缺和公司的销售攻势, 伊利上半年的奶粉收入同比基本持平, 暗示了公司奶粉业务恢复的强劲势头。作为未受“三氯氰胺”事件影响的主要奶粉制造商之一的飞鹤, 其上半年的奶粉收入实现翻番。可见, 上半年国内奶粉收入的增长主要是来自未受负面事件影响的二线乳企的市场增长。

值得注意的是, 二线乳企的销售收入正在迅速增长: 三元上半年的液乳收入同比增长75%; 同期, 飞鹤的奶粉收入翻番。

图14: 2009年上半年液乳收入增长 (%)

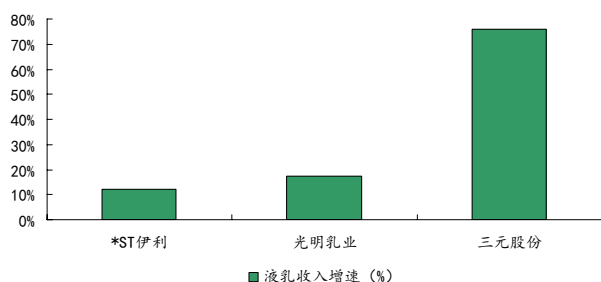
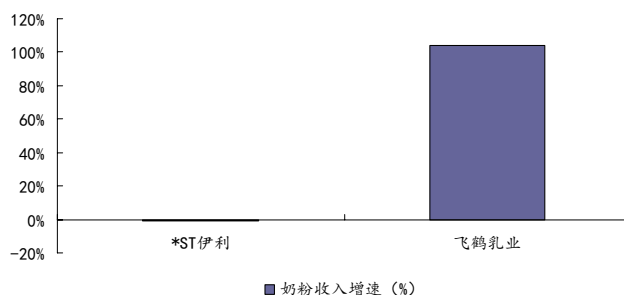


图15: 2009年上半年奶粉收入增长 (%)



资料来源：中原证券研究所 公司报告

2.3 存货：逐季被消化

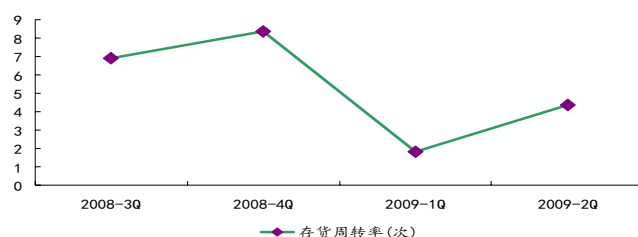
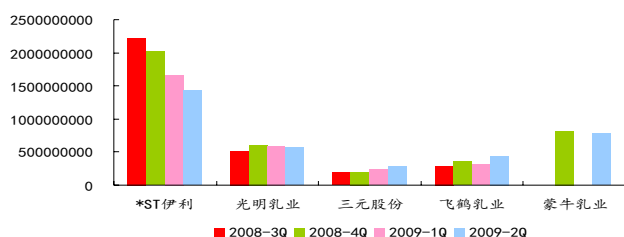
随着消费者信心重振，加之乳制品的需求刚性较大，市场对国内乳制品开始再次接受，乳制品企业销量已经稳步回升，企业去库存顺利进行。从触底反弹的企业存货周转率和环比下降的存货量可见，上市公司的存货周转已加快，存货——尤其是库存量高企的一线乳企如伊利和蒙牛，正在逐季度下降。

图16：上市公司存货变化

(元)

图17：上市公司存货周转率变化

(次)



资料来源：中原证券研究所 WIND资讯

3. 盈利能力

3.1 2009年：乳企盈利能力居于高位

从08年4季度以来，乳制品板块上市公司盈利能力整体呈现环比及同比稳步上升态势，上市公司毛利率提升5至8个百分点不等。其中主要原因：首先，国内原奶价格大幅下降（有些地区自08年的高位下降了30-40%，有些地区下降10%），减少了乳企的营业成本，使得行业毛利率大幅提升。其次，国内乳产品综合价格比较稳定——虽然国际奶粉进口量的大幅攀升打压了国内工业奶粉的价格（如图12），但是配方奶粉和液乳的价格基本保持稳定，并未明显下滑。

上市公司中，飞鹤的综合毛利率最高，达到37.6%，归因于公司较高的奶粉业务份额（目前各类乳制品中，奶粉毛利率最高）。随着明年奶粉业务放量，预计三元的综合毛利率也将会大幅提升。在一线乳企中，伊利和光明的毛利率水平较高，为35%和37%；蒙牛毛利率偏低，为26.72%。在上游原料价格和终端产品价格趋同的条件下，毛利率差异可能来自公司不同的产品结构（这就是为什么蒙牛一直致力于“优化产品结构”）。

另外，二线乳企如三元和飞鹤，其净利润率明显高于一线乳企；一线乳企中，蒙牛的净利润率较高，主要是得益于公司的费用管理能力和税收待遇。

图18: 上市公司毛利率环比增长

(%)

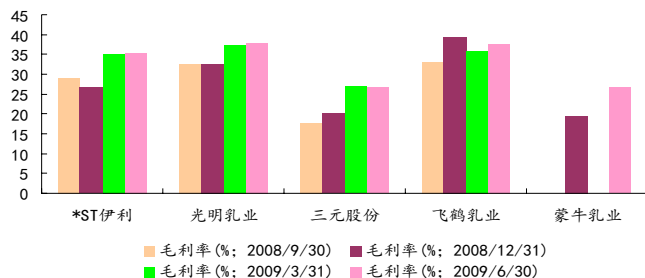
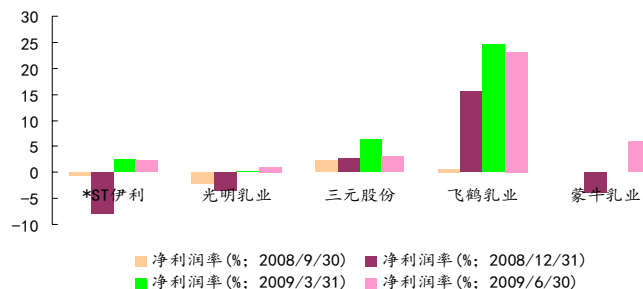


图19: 上市公司净利率环比增长

(%)



资料来源: 中原证券研究所 公司报告

3.2 原奶价格: 短期内不会大幅回升

从08年8、9月份, 国际、国内原奶价格开始一路下跌: 国际价格跌幅达20%-25%; 国内价格下跌10%-30%。目前, 国内原奶价格维持在2.1—2.5元/吨, 而08年原奶价格曾高达3.6元/吨。国内原奶价格的下跌主要由以下因素推动: 首先, “三氯氰胺”事件之后, 国内市场滞销(虽然已大为好转), 企业在库存积压的情况下, 对原料奶的需求减少, 国内原奶供应相对过剩。其次, 由于经济环境恶化, 国际消费受到影响, 导致国际原奶价格下跌, 这也拉动了国内价格的下降。原料奶在乳品制造成本中占到50%。粗略计算, 原奶价格每下降1%, 产品毛利即提升9%; 本轮原奶价格的下降使企业的营业成本下降、毛利率大幅上升。

我们判断, 中短期内国内原奶价格将会小幅回升, 但不会大幅上涨。

首先, 原奶需求更加集中: 两年来发生的一系列乳业风波促使政府关停了大量收奶站, 并提升行业准入门槛, 这减轻了业内的恶性竞争, 包括对奶源的恶性争抢, 有利于增强大企业的原奶收购议价能力。

其次, 原奶供给并没有出现大的波动。根据我们调研的情况, 内蒙地区的原奶供应始终比较稳定, 河北地区的奶农也已经挺过了最难熬的时刻, 并且在目前的原奶价格(2.1元/吨)上可稍有盈利。奶牛属于奶农大宗投资, 行业退出成本很高, 且最难熬的时刻就是在去年年底和今年年初, 时间不算太长, 媒体所报道的“杀牛倒奶”现象应是局部地区的个别现象。另外, 根据USDA的预测, 09年成母牛存栏量仍能够维持5%的增长, 达到966万头; 而09年上半年的奶牛存栏量并未较08年年末减少, 甚至微幅增长。

最后, 近期国内饲料价格比较稳定, 对原奶价格尚不构成成本推动因素。

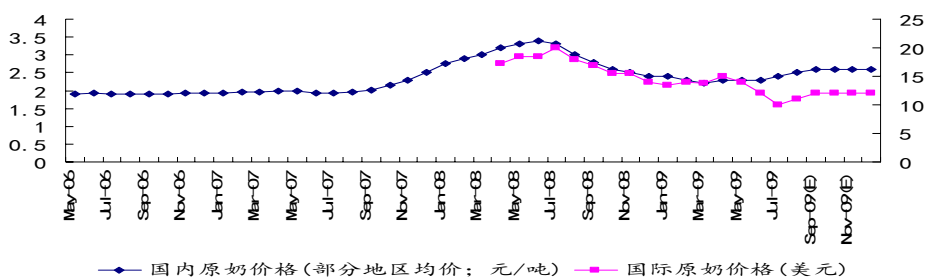
较为重要的是, 目前的国内原奶价格以及预期中的小幅回升, 尚能够保证奶农盈利。奶农盈利很重要, 不仅对行业的健康平稳发展有利, 也能防止未来原奶价格大幅上涨, 继而保障乳企的盈利能力。

为什么国内原奶价格短期内会小幅回升? 首先, 国际原奶价格已有“抬头”迹象, 对国内价格有一定的拉带作用。其次, 随着国内乳企销量的进一步回升, 行业去库存的顺利进行, 企业对原奶的需求量将会增加, 推动国内

原奶价格触底回升。

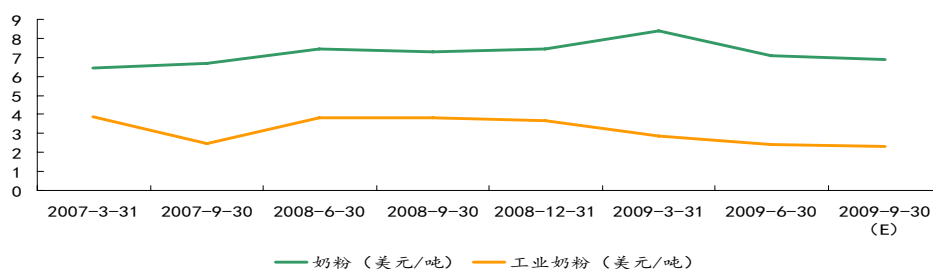
假定国内乳制品价格总体保持稳定，乳企今年上半年的高毛利率水平将会延续，但会有所回落，09年全年的行业盈利能力应好于08年。

图20: 国内、国际原奶价格 (元/吨; 美元)



资料来源: 中原证券研究所 中国乳制品协会

图21: 国内奶粉及工业奶粉价格变动情况



资料来源: 中原证券研究所 Reports by American Dairy

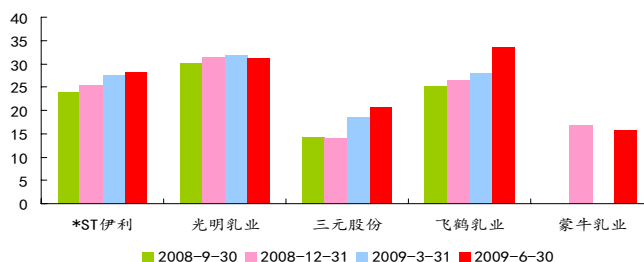
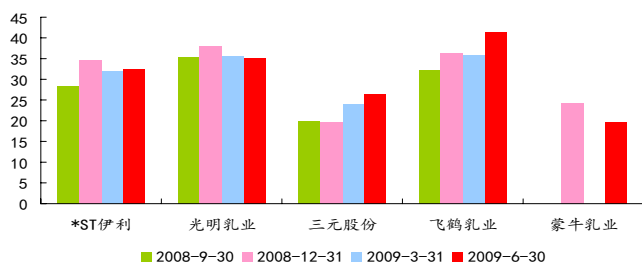
3.3 销售费用: 有望下降, 为业绩增厚埋下伏笔

自去年四季度以来, 除蒙牛以外的上市乳企, 其销售费用率均节节攀升, 上升了4至8个百分点不等。其中, 或投入到市场、形象全面修复的营销战中, 如伊利 (销售费用率提升4个百分点); 或在历史性机遇出现的节点, “跑马圈地”, 大力占据空白市场, 扩张市场份额, 如三元和飞鹤 (销售费用率分别提升6和8个百分点)。另外, 光明同期的销售费率小幅增长1个百分点, 蒙牛则负增长1个百分点。

图22: 上市公司期间费用率

(%) 图23: 上市公司销售费用率

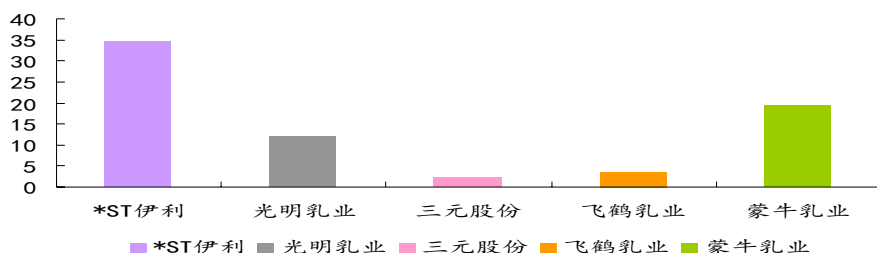
(%)



资料来源: 中原证券研究所 公司报告

09年1—6月份，上市公司销售费用支出高达72亿元，较上年同期增加了10亿元，增幅达16%（而收入增幅不及1%）。一线乳企中，伊利的销售费用高出光明和蒙牛一倍上下，达到34.56亿元；作为二线乳企的三元和飞鹤销售支出相当，分别为2.33和3.57亿元。

图24：09年1—6月份上市公司销售费用支出情况（亿元）



资料来源：中原证券研究所 公司09年半年报

09年下半年及明年，预计上市公司的销售费用将会回落。由于销售费用对公司业绩影响可观，所以销售费用的减少将会有效增厚上市公司业绩。

4. 乳制品板块评级与估值

4.1 评级：强于大市

09年1—8月份，乳制品板块涨幅近70%，同期，食品饮料指数涨幅为55.79%，A股涨幅49%。在过去的八个月，乳制品板块走出了强于大市的行情。

从09年一季度，乳制品行业销量与收入开始明显回升；09年上半年行业整体收入已恢复至上年同期水平。但是，行业增速大幅放缓，行业增长性的复苏尚需时日。在“巨头”艰难复苏的同时，二线企业迅速崛起，伴随着市场区域、市场份额与产能产量的扩大，其收入与销量也快速增长。

目前原奶价格处于低位，未来可能会有所回升，但是在供给稳定、大企业越来越具议价权的预期下，原奶收购价格大幅上涨的动力不足；同时，国内大部分乳制品价格基本稳定。故我们预计，乳制品上市公司的盈利能力仍能保持较高水平。随着市场和人心争夺战的暂告段落，乳企的销售费用率有望下降，该项费用的减少将会提升上市公司的净利润率，增厚上市公司的业绩。

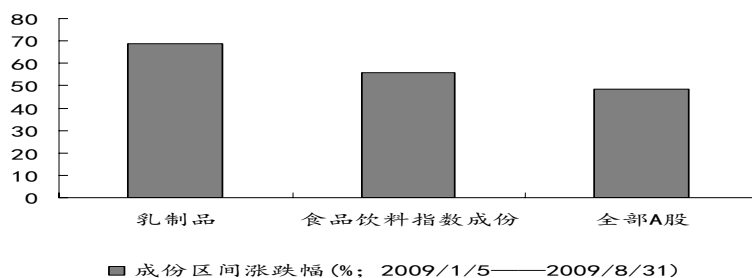
结合行业基本面，我们给予乳制品行业“强于大市”的投资评级。

表1：乳制品、食品饮料板块与A股涨幅比较（09/1/5—09/8/31）

板块名称	成份区间涨跌幅(%)：09/1/5—09/8/31
乳制品	68.79
食品饮料	55.79
全部A股	48.57

资料来源：中原证券研究所 WIND资讯

图25: 乳制品、食品饮料板块与A股涨幅比较



资料来源: 中原证券研究所 WIND资讯

4.2 估值

与行业明年的业绩相比, 板块估值在21倍上下, 与目前市场整体估值以及H股估值相当, 体现了较为合理的估值水平。

表2: 主要公司估值比较

(注: 参照9月11日收盘价格)

公司	股价(元)	09EPS(元)	08PE(倍)	09PE(倍)	2010PE(倍)
*ST 伊利	18.99	0.46	/	41.28	17.26
光明乳业	6.89	0.13	/	53.33	32.23
三元股份	7.09	0.12	110.44	59.08	15.41
蒙牛乳业	17.70	0.84	-32	21.07	/
板块平均	/	/	34	35.89	21.33

资料来源: 中原证券研究所 WIND资讯

表3: 乳制品板块与食品行业及市场估值比较

板块名称	08PE	09PE
乳制品	34	35.89
食品饮料指数成份	32.58	26.95
全部 A 股	14.97	19.99

资料来源: 中原证券研究所 WIND资讯

5. 乳制品板块4季度投资建议

《轻工业振兴计划》草案提出, “乳制品行业以三鹿奶粉事件为契机, 鼓励国内企业的兼并、收购和重组, 形成一批年销售收入超过20 亿元的大型乳制品企业集团, 淘汰规模小、资源消耗高的乳制品生产企业”。政策还未落音, 业内已经有了三元的收购(收购三鹿), 统一和新希望的增持(统一增持完达山, 新希望增持雪兰)。在行业并购的进程中, 我们认为, 具备强大国企背景的上市公司应更能游刃有余, 毕竟, 兼并所需的资金支持 and 政策支持, 也只有深厚的政府背景才能给予。

基于对行业的认识,以及对目前政策导向的理解,在推荐板块投资标的时,我们认为:首先,选择无须为“三氯氰胺”事件“埋单”的、率先扯出“并购”大旗并有强大后盾支持的、未来成长势头明确的二线乳企;再者,选择在“事件”中落马、暂被埋没而终究会再次腾飞的乳业巨头。

基于此,我们谨慎推荐乳制品板块A股上市公司三元股份(600429)和*ST伊利(600887)。

6. 行业风险

乳制品行业所面临的首要风险仍然来自上游。首先,最值得担忧的事仍是原奶的质量;其次,若原奶未来供应不足、价格大幅回升,将导致奶源紧张和企业盈利能力的下降。质量——供给——价格三者关系相辅相成。

乳制品行业所面临的第二风险来自市场。乳制品行业始终是一个高度竞争的行业,市场争夺战经常通过降价促销和不惜血本的广告投入来展开,行业净利润率水平低,且盈利空间一再被蚕食。目前行业的销售费用过高,如果这种情况持续下去,将会影响上市公司的业绩释放。

7. 限售股解禁情况

表4: 板块A股上市公司股份解禁时间表及解禁比例

单位: 万股; %

股票名称	解禁时间	解禁股数	解禁股类型	占流通股本比例	占总股本比例
*ST 伊利	2011-04-24	6591.76	股改分置限售股份	9.06	8.25
光明乳业	2009-10-10	10418.93	股改分置限售股份	25.22	10.00
	2010-10-10	52461.94	股改分置限售股份	127.00	50.35
三元股份	/	/	/	/	/

资料来源: 中原证券研究所 WIND资讯

三元股份 (600429): 异军突起

买入 (维持)

估值区间: 11.62-13.95 元

市场数据 (2009 年 09 月 11 日)

收盘价 (元)	7.09
一年内最高/最低 (元)	9.10/5.93
沪深 300 指数	3104.21
市净率 (倍)	5.31
流通市值 (亿元)	46.10

基础数据 (2009 年 06 月 30 日)

每股净资产 (元)	1.37
每股经营现金流 (元)	0.13
毛利率 (%)	26.78
净资产收益率 (%)	4.23
资产负债率 (%)	45.49
总股本/流通股 (万股)	63500/63500
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

20090845 三元股份调研报告: 资产收购: 积极意义大于消极因素 ... 09 年 8 月 18 日

报告关键要素:

我们认为, 公司 09 年可实现常态增长, 所购“三鹿”资产可在 2010 年产生业绩——此次资产收购对公司具有巨大积极意义, 所带来的资金需求完全可通过各种渠道得以满足。

投资要点:

- 公司外埠市场增长迅速, 上半年销售收入翻倍, 主要是受益于主打产品液奶的销售辐射增大和“三元”品牌的积极影响。
- 河北三元的奶粉产销量今明两年释放, 可为公司新增收入 6—8 亿元, 新增毛利 2.1—2.8 亿元左右。
- 奶粉业务的加入使得公司产品结构更为多元, 综合毛利率显著提升——估计至少提升 3、4 个百分点, 达到行业中等水平。
- 资产收购之奶源整合: 北京地区的奶源供应仍保持“规模牧场+自建基地”的模式, 原料奶由三元绿荷奶牛养殖中心供应。公司在河北地区的奶源供应主要通过从北京运送原料奶来解决——公司已完全杜绝原三鹿接受农民散奶的做法。人员整合: 原三鹿人员应上岗的已经到位; 工厂独立运作, 运营状况很好。经销商整合: 公司对同一市场中的经销商进行整合, 划分为河北市场经销商和北京市场经销商, 进行分市场管理。
- 未来市场格局: 奶粉业务将面向全国市场; 山东三鹿面向华东市场; 液态奶即老三元的业务仍然集中在北京四围 300—500 公里半径的市场范围内。
- 目前看来, 公司整合所需资金并不匮乏。
- 公司未来成长性良好, 股价尚有提升空间, 维持公司“买入”评级。
- 风险提示: 整合资产的产销量仍具不确定性; 资产整合不利带来的各项风险。

	2008	2009E	2010E
营业收入 (亿元)	14.14	17.67	36.20
增长比率 (%)	28.25	24.96	1.05
净利润 (亿元)	0.37	1.03	4.11
增长比率 (%)	87.23	178	299
每股收益 (元)	0.06	0.12	0.46
市盈率 (倍)	111.53	56.93	14.20

*ST 伊利 (600887): 病树前头万木春

买入 (维持)

估值区间: 22 - 24.2 元

市场数据 (2009 年 09 月 11 日)

收盘价 (元)	18.99
一年内最高/最低 (元)	19.35/6.45
沪深 300 指数	3104.21
市净率 (倍)	5.05
流通市值 (亿元)	140.17

基础数据 (2009 年 06 月 30 日)

每股净资产 (元)	3.81
每股经营现金流 (元)	1.94
毛利率 (%)	35.45
净资产收益率 (%)	8.34
资产负债率 (%)	73.39
总股本/流通股 (万股)	79932/72775
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

20090918*ST 伊利 09 年中报点评: 病树前头
万木春.....09 年 9 月 7 日

报告关键要素:

预计今明两年, 公司能够从“三氯氰胺事件”中快速恢复, 未来公司奶粉业务的增长仍是重要看点。

投资要点:

- 与最坏的时段以及行业整体恢复情况相比, 公司在销售方面的快速修复能力是显著的。公司奶粉销售不仅脱离了最差状态, 而且恢复显著——本期奶粉收入是 08 年下半年的 2 倍。预计公司明年奶粉销售收入增速可以恢复至 10%。
- 公司液态奶增速已经恢复至 12%, 预计可持续恢复至 14%。
- 09 年上半年, 公司综合毛利率提升了 6 个百分点。由于原奶价格降幅较大, 而公司产品销价整体稳定, 预计公司全年综合毛利率可达 34%。
- 公司 09 年的费用率将呈下降趋势: 期权费用在 07、08 年已全部摊销; 09 年的存货减值计提将大幅缩小; 三氯氰胺事件后, 公司加大了促销和广告力度, 销售费用增加, 但是我们预计公司明年的销售费用将会有较大程度的回落。
- 预计公司 09 年、10 年分别实现每股收益 0.46 元和 1.10 元, 相应的市盈率为 37 倍和 15 倍。若给予公司 2010 年 20 至 22 倍市盈率, 未来六个月公司股价合理估值应在 22 至 24.2 元区间, 维持公司“买入”评级。
- 风险提示: 若下一阶段原奶价格大幅回升, 公司成本将会快速上升, 同时, 在激烈的市场竞争环境中, 产品提价较为困难, 公司盈利能力将会下降。

	2008	2009E	2010E
营业收入 (亿元)	216.59	245.16	279.35
增长比率 (%)	11.88	13.19	13.94
净利润 (亿元)	(16.87)	3.65	8.82
增长比率 (%)	-8091.50	78.96	141.34
每股收益 (元)	(2.11)	0.46	1.10
市盈率 (倍)	/	36.76	15.37

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的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、刊登、发表或引用。