



奶制品行业上市公司走出三聚氰胺事件阴影，迎来持续稳定发展

2010 年 1 月 18 日

投资要点：

●三聚氰胺事件促使政府和企业对奶制品实行严格的质量管理，进入 2009 年以后，三聚氰胺事件影响逐渐降低，奶制品产量呈现逐月攀升趋势，价格基本稳定。

●2010 年我国粮食价格和饲料价格走势预计平稳，因此 2010 年奶制品价格走势预计平稳，对奶制品上市公司扩大生产规模、调整产品结构和提高盈利水平是有利的。

●国家对国内乳制品产业和乳制品进口调控政策有利于乳制品行业持续稳定发展。

●2009 年前三季度我国主要奶制品上市公司经营业绩同比大幅度增长，全年经营业绩预计同比增长。

●城乡居民对奶制品需求潜力巨大，奶制品上市公司经营规模和盈利水平仍然有很大发展空间。

●给予奶制品行业“强于大市”评级。

奶制品行业评级 强于大市 （维持）

动态市盈率： 37.5
市净率： 5.8

行业表现



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
行业涨跌(%)	16.69	48.58	164.39
大盘涨跌(%)	3.44	0.97	62.13

资料来源：爱建证券研发部

重点公司盈利预测及投资评价

股票名称	评级	08EPS	09EPS	10EPS
*ST 伊利	推荐	-2.11	0.79	1.04
光明乳业	推荐	-0.27	0.15	0.19
三元股份	中性	0.06	0.09	0.20

资料来源：历史数据来源于公司公告

吴正武 许春华 行业研究员
电话 021-3222 9888-3509
邮箱 wuzhengwu@ajzq.com

相关报告

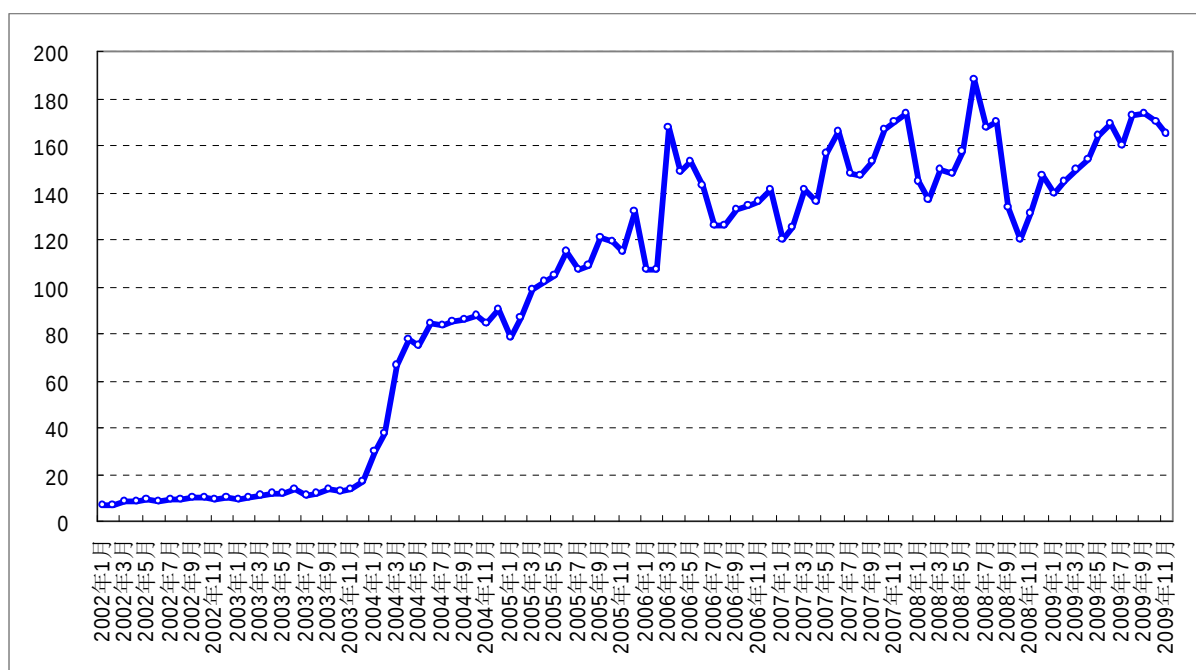
《我国主要农产品出口受阻，进口大增，下半年行业外贸环境依然严峻》

请务必阅读正文之后的重要声明

一、2008 年末以来我国奶制品产量呈现逐月攀升趋势，价格基本稳定

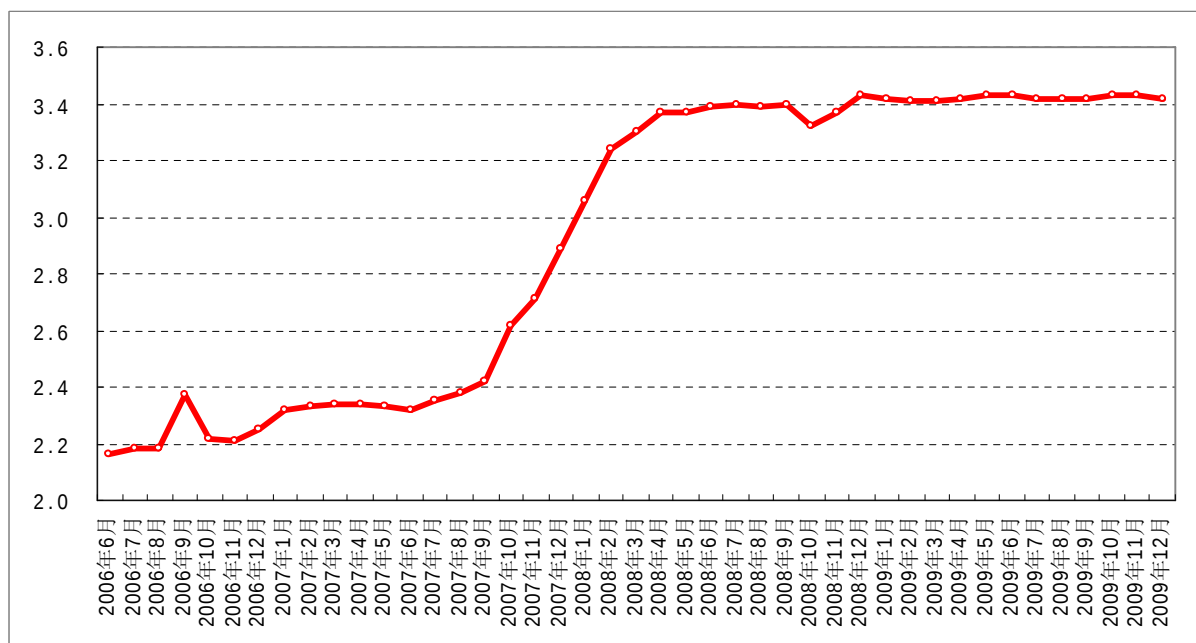
2008 年第三季度爆发的三聚氰胺事件沉重打击了我国奶业，奶制品月度产量同比出现比较大幅度下降。三聚氰胺事件促使政府和企业对奶制品实行严格的质量管理，进入 2009 年以后，三聚氰胺事件影响逐渐降低，奶制品产量呈现逐月攀升趋势。预计 2010 年我国奶业上市公司将走出三聚氰胺事件阴影，迎来持续稳定发展。

图 1：我国奶制品月度产量（万吨）



资料来源：国家统计局

图 2：我国 36 个大中城市袋装鲜牛奶零售价格（元/斤）



资料来源：国家统计局

2008 年以后，我国鲜牛奶零售价格基本稳定，三聚氰胺事件对鲜牛奶零售价格的影响比对奶制品产量的影响小。2010 年我国粮食价格和饲料价格走势预计平稳，因此牛奶价格的平稳走势在 2010 年将延续，对奶业上市公司扩大生产规模、调整产品结构和提高盈利水平是有利的。

二、国家对国内奶制品产业和奶制品进口调控政策有利于奶制品行业持续稳定发展

为了调控我国奶业发展，国家发展改革委和工信部于 2009 年 7 月 17 日联合发布了《乳制品工业产业政策（2009 年修订）》，对乳制品原料采购、生产和销售各个环节质量管理提出了更高的要求，将与新建乳制品加工项目相匹配的稳定可控的奶原基地产生鲜乳的能力由 30% 提高到 40%，扩建乳制品加工项目相匹配的稳定可控的奶原基地产生鲜乳的能力保持在 75% 不变。鼓励国内企业兼并重组国内乳制品企业，培育一批年销售收入超过 20 亿元的骨干企业。

国家出台乳制品工业产业政策，目的在于改善乳制品行业竞争秩序。通过奶原基地门槛限制新建和扩建乳制品加工项目过度发展，在很大程度上降低了乳制品加工企业争夺奶源，降低鲜乳收购标准的风险；通过严格乳制品原料采购、生产和销售各个环节质量管理，大幅度降低了三聚氰胺或者类似事件再次发生的风险；通过鼓励国内企业兼并重组国内乳制品企业，将改善国内乳制品行业的市场结构，降低行业内生产者的数量，提高行业内生产者的规模，促使市场竞争由低价取胜向优质取胜转变。

近几年，美国、欧洲、大洋洲等地大量奶粉进口到国内，挤压国内奶粉企业的生存空间。三聚氰胺事件爆发以后，外国品牌奶粉趁机大举进入国内市场，2009 年我国奶粉进口量大幅度增长，全年同比增幅预计在 50% 以上。自 2009 年 8 月 1 日起，商务部对鲜奶、奶粉和乳清实行进口报告管理；海关总署对鲜奶、奶粉和乳清实施自动进口许可管理。国家对乳制品进口进行调控政策有利于改善国内奶业竞争环境，有利于奶业龙头上市公司扩大经营规模和提高盈利水平。

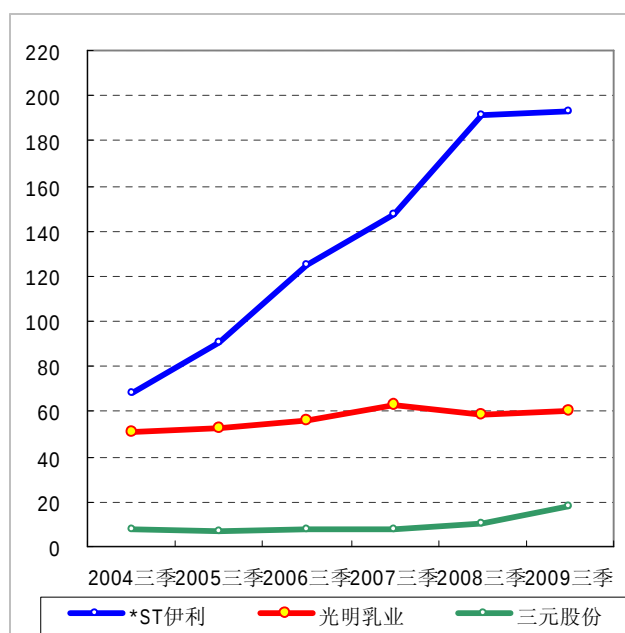
三、2009 年前三季度我国主要奶业上市公司经营业绩同比大幅度增长，全年经营业绩预计同比增长

我国奶业有*ST 伊利、光明乳业、三元股份、维维股份等四家上市公司，其中*ST 伊利是我国奶业龙头公司，与蒙牛乳业共同构成我国奶业双寡头格局；光明乳业和三元股份分别是北京和上海及其附近区域市场的龙头，具有区域竞争优势；维维股份除奶业外，还有豆粉、白酒等其他经营业务。

*ST 伊利营业收入远远领先于光明乳业和三元股份，年增长速度也高于光明乳业和三元股份。三元股份由于没有受到三聚氰胺事件打击，2009 年借机发展比较快。但是，光明乳业毛利率一直高于*ST 伊利和三元股份，说明产品盈利能力更强。2009 年前三季度，三家奶业公司毛利率同比都实现大幅度增长，说明三聚氰胺事件对奶业公司经营业绩的负面影响逐渐降低。2010 年奶业公司毛利率预计将稳定增长。

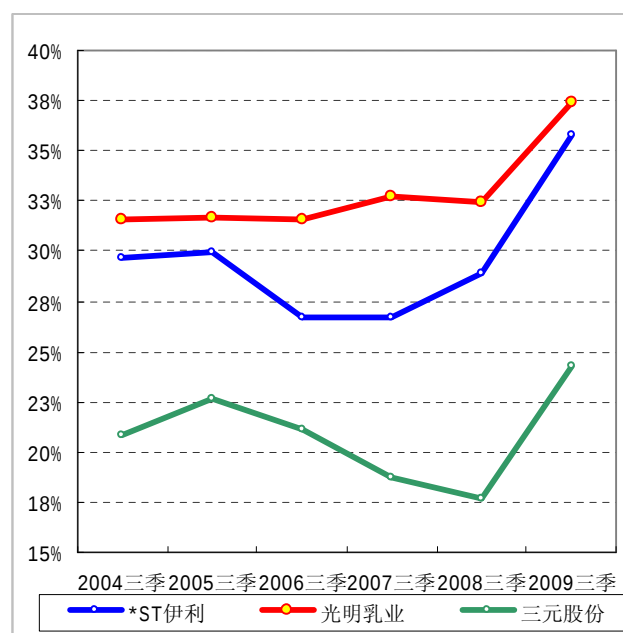
比较*ST 伊利、光明乳业和三元股份过去几年的毛利额和净利润，可以看出，*ST 伊利和光明乳业 2008 年出现的亏损是公司实际控制人利用三聚氰胺事件在财务上进行非经常性损益操作造成的，奶业经营规模和经营业绩并没有发生大的变化。2009 年前三季度，*ST 伊利和光明乳业迅速扭亏为盈。2010 年，三家奶业公司将继续盈利，*ST 伊利将更名为伊利股份。

图 3: 三家奶业公司营业收入比较 (亿元)



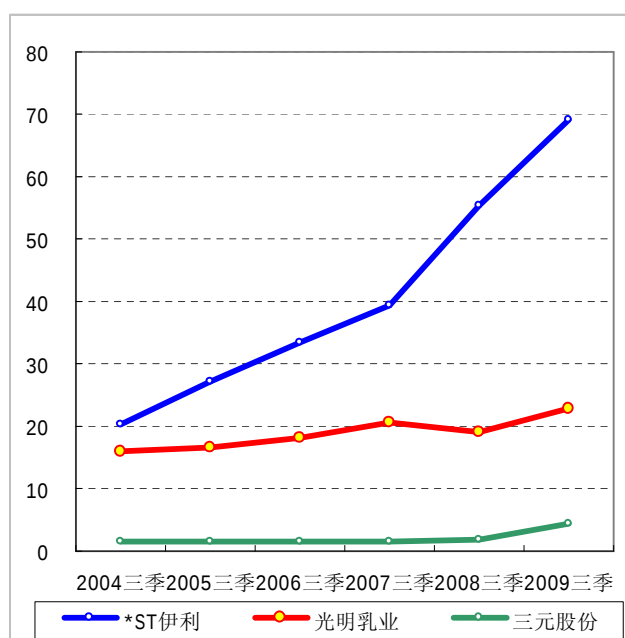
资料来源: 公司公告

图 4: 三家奶业公司毛利率比较 (%)



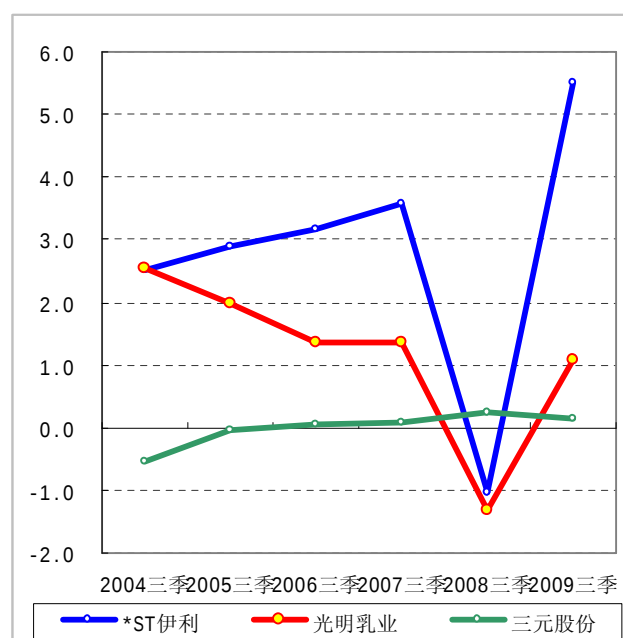
资料来源: 公司公告

图 5: 三家奶业公司毛利额比较 (亿元)



资料来源: 公司公告

图 6: 三家奶业公司净利润比较 (亿元)



资料来源: 公司公告

我国奶的消费市场仍然十分广阔, 1999 年我国城镇居民人均购买鲜奶数量 7.88 公斤, 2009 年我国城镇居民人均购买鲜奶数量预计 18 公斤左右, 10 年增长了 1 倍多, 未来仍将持续稳定增长。我国农村居民数量众多, 人均年奶消费量远低于城镇人口, 随着农村居民人均收入水平提高和向城镇转移, 对奶的需求潜力巨大, 奶业上市公司经营规模和盈利水平仍然有很大发展空间。

四、行业投资建议和评级

三聚氰胺事件促使政府和企业对奶制品实行严格的质量管理，进入 2009 年以后，三聚氰胺事件影响逐渐降低，奶制品产量呈现逐月攀升趋势，价格基本稳定。2010 年我国粮食价格和饲料价格走势预计平稳，因此牛奶价格的平稳走势在 2010 年将延续，对奶业上市公司扩大生产规模、调整产品结构和提高盈利水平是有利的。国家对国内乳制品产业和乳制品进口调控政策有利于乳制品行业持续稳定发展。2009 年前三季度我国主要奶业上市公司经营业绩同比大幅度增长，全年经营业绩预计同比增长。城乡居民对奶制品需求潜力巨大，奶业上市公司经营规模和盈利水平仍然有很大发展空间，给予奶制品行业“强于大市”评级。

五、重点上市公司盈利预测和评级

表 1：重点上市公司盈利预测和评级

代码	名称	细分行业	1 月 18 日股价	EPS(元)			PE			最新评级
				2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	
600887	*ST 伊利	乳制品	31.85	-2.11	0.79	1.04	-	38.24	29.10	推荐
600597	光明乳业	乳制品	9.74	-0.27	0.15	0.19	-	61.63	49.01	推荐
600429	三元股份	乳制品	8.11	0.06	0.09	0.20	125.23	88.64	41.06	中性

资料来源：历史数据来源于公司公告

投资评级说明

I 公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘升幅20%以上

推 荐： 预期未来6个月内，个股相对大盘升幅5%~20%

中 性： 预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回 避： 预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级：

强于大市：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅5%以上

中性： 预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大市：预期未来6个月内，行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我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并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究发展总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。