

食品制造

2010年3月31日

销量有所增长 成本与价格均略有上升

—— 乳制品行业动态跟踪报告

投资要点:

- 1、农业部畜牧总站根据对全国 470 个集贸市场畜产品和饲料价格定点监测的结果显示,截至 3 月 10 日,原奶周平均价格大致为 2.72 元/公斤,与 1 月份基本持平。饲料成本呈上升态势,奶牛养殖业仍面临困境。2010 年第一季度,美国乳制品出口价格虽然有期间波动,但总体保持平稳。
- 2、2009 年我国乳制品消费从 2008 年三聚氰胺事件的影响中逐渐恢复,全年人均消费量为 22.3 千克,大致相当于事件前年度的 97.59%,前三季度的消费量相当于事件前的 92.67%,呈现加速恢复的态势。2010 年 2 月份,全国千家重点零售企业液态奶销量同比增加 47.3%,进口品牌奶粉销量同比增加 33.2%,国产奶粉销量同比增加 25.3%。
- 3、2009 年全国鲜奶终端市场价格总体上有所上涨,2009 第 1、2、3、4 季度,全国城镇市场鲜奶平均消费价格大致为 6.84 元/千克、6.80 元/千克、6.81 元/千克和 7.15 元/千克,同比增幅分别为 10.50%、7.59%、6.24%和 9.17%。09 年第 1、2、3、4 季度,全国城镇市场小包奶粉零售价格分别为 84.49 元/千克、85.35 元/千克、85.54 元/千克和 89.82 元/千克,分别较上年同期上涨 25.45%、21.65%、19.17%和 19.14%。自春节以后液态奶价格平稳,商务部数据显示,3 月 15 日至 21 日,36 个大中城市主要超市牛奶零售价格平均为 7.79 元/升,奶粉价格继续小幅上涨。由于液态奶和酸奶消费在二季度进入旺季,为了抢占市场份额,部分地区促销活动比较活跃,可能降低行业盈利能力。
- 4、乳制品上市企业中,从长期来看 ST 伊利是最佳投资标的,光明乳业也值得关注。

研究员: 张芸

执业证书编号: S0570200010050

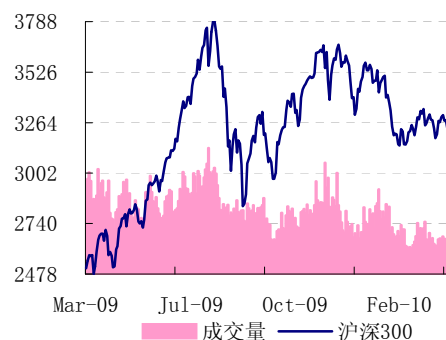
电 话: 025-83290884

E-mail: zylt4463@sina.com

地 址: 南京市,中山东路 90 号

增 持

市场走势



相关研究

《光明乳业年报点评》2010.3

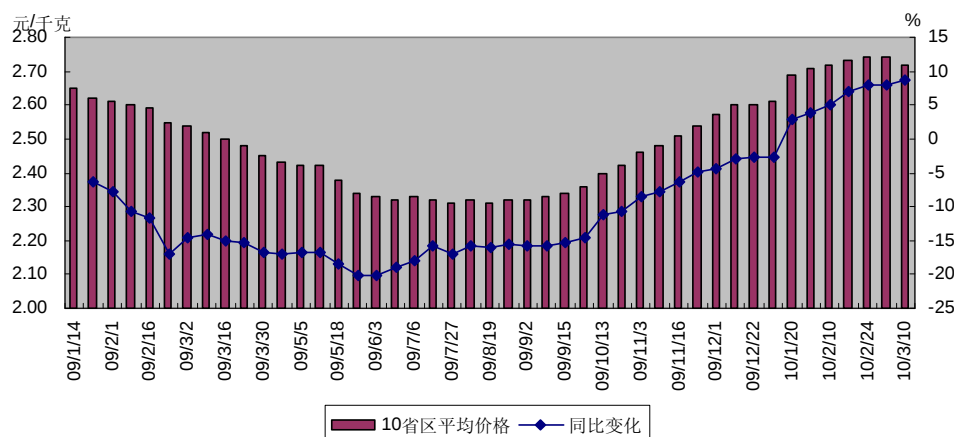
一、原奶价格相对稳定

1、国内原奶价格相对稳定 饲料成本有所上升

2010 年 1 月份我国原奶 10 省区平均价格为 2.69 元/公斤。农业部畜牧总站根据对全国 470 个集贸市场畜产品和饲料价格定点监测的结果显示，截至 3 月 10 日，周平均价格大致为 2.72 元/公斤，与 1 月份基本持平。

图表 1 我国 10 个主产省原奶价格走势

单位：元/公斤



资料来源：BOABC

但是饲料成本目前呈现上涨态势。玉米是目前国内奶牛的主要饲料。与上年同期相比，玉米价格的平均涨幅高达 23%。豆粕价格呈下跌的态势，与上年同期相比仍有所增长。总体来看，2010 年第一季度饲料价格整体上涨的幅度超过原料奶的上涨幅度，中国奶牛养殖业仍然面临着困境，可能会影响后期原奶供应。

图表 2 我国玉米价格和豆粕价格走势

单位：元/千克

	玉米		豆粕	
	价格（元/千克）	同比变化（%）	价格（元/千克）	同比变化（%）
2010/1/20	1.90		22.70	3.84
2010/1/27	1.90		22.60	3.81
2010/2/10	1.90		23.40	3.73
2010/2/17	1.90		24.20	3.73
2010/2/24	1.90		23.40	3.71
2010/3/3	1.91		23.20	3.68
2010/3/10	1.92		23.90	3.65

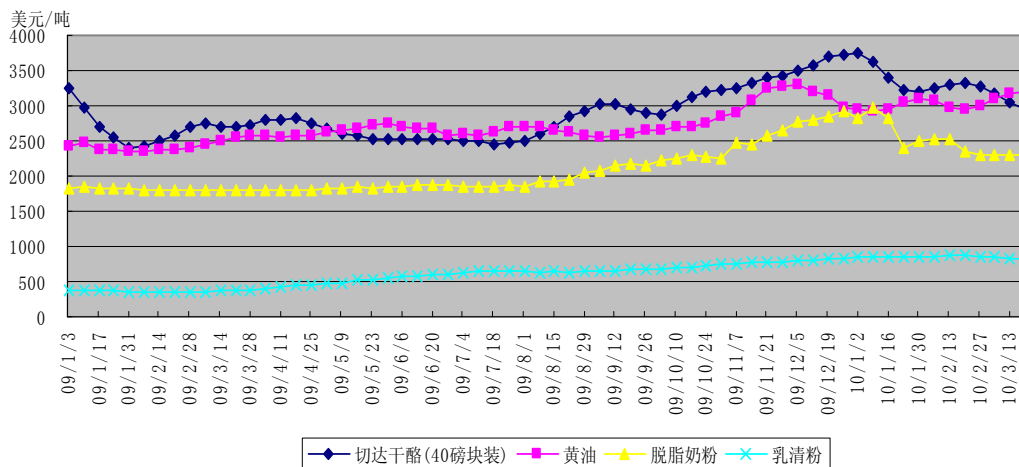
资料来源：BOABC

2、国际出口乳品价格维持稳定

1 季度美国主要乳制品价格保持平稳，3 月 14 日到 3 月 20 日这周美国黄油当地交货价格(FOB)分别为 3209 美元/吨、美国切达干酪（40 磅块装）当地交货价格、脱脂奶粉当地交货价格和乳清粉当地交货价格分别为 2939 美元/吨、2301 美元/吨和 816 美元/吨。2010 年第一季度，美国乳制品出口价格虽然有期间波动，但总体保持平稳。

图表 3 2009-2010 年美国主要乳制品价格 (FOB) 走势

单位: 美元/吨



资料来源: BOABC

二、乳制品消费恢复 量有所增长

2009 年我国乳制品消费从 2008 年三聚氰胺事件的影响中逐渐恢复, 全年人均消费量为 22.3 千克, 大致相当于事件前年度的 97.59%, 前三季度的消费量相当于事件前的 92.67%, 呈现加速恢复的态势。

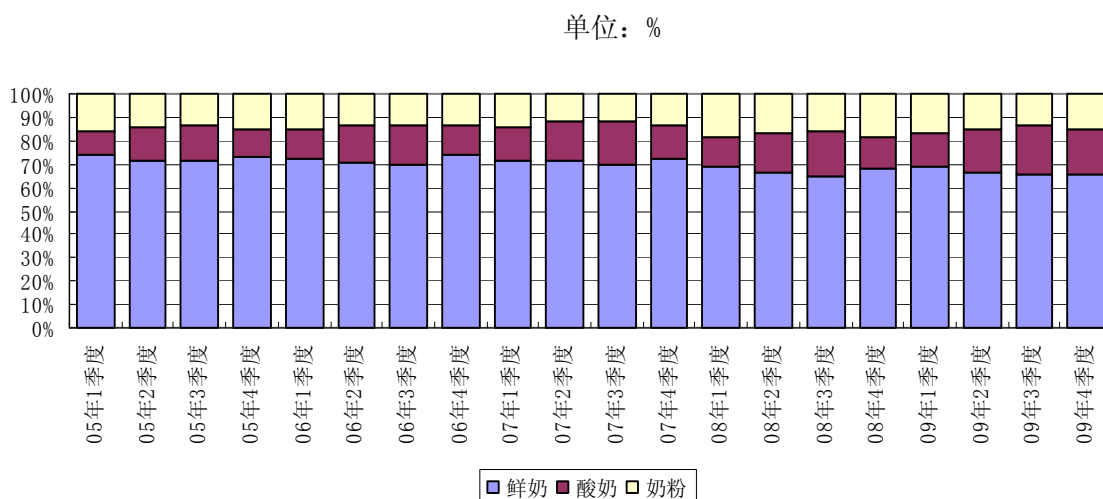
图表 4 中国城镇居民人均乳品消费季度变化在食品消费中的比例变化, 2005-2009

	人均乳品消费额(元)	人均乳品消费量(千克)	乳品消费额在食品消费中的比例%
06 年 1 季度	36.02	6.37	4.30
06 年 2 季度	38.28	6.42	5.24
06 年 3 季度	39.38	6.33	5.35
06 年 4 季度	37.73	6.42	4.73
07 年 1 季度	39.49	6.50	4.03
07 年 2 季度	39.67	6.12	4.88
07 年 3 季度	42.02	6.14	4.78
07 年 4 季度	39.54	6.11	4.13
08 年 1 季度	44.21	5.78	3.85
08 年 2 季度	50.58	6.14	5.04
08 年 3 季度	52.50	6.08	5.00
08 年 4 季度	40.58	4.86	3.83
09 年 1 季度	47.46	5.41	3.87
09 年 2 季度	49.60	5.64	4.72
09 年 3 季度	51.48	5.63	4.83
09 年 4 季度	47.60	5.47	4.18

资料来源: 国家统计局

2009 年, 从消费数量上看, 鲜奶仍然是主要消费品类, 占 66.70%, 酸奶和奶粉分别占 18.24%和 15.06%; 从消费支出来看, 城镇居民乳制品消费 50.71%支出用在鲜奶上, 酸奶、奶粉和其他乳制品的支出分别占 15.50%、20.60%和 13.16%。

图表 5 中国城镇居民乳品消费结构



资料来源：国家统计局。鲜奶和酸奶按 1: 1 折算，奶粉按 1: 7 折算。

2010 年 2 月份，全国千家重点零售企业液态奶销量同比增加 47.3%，进口品牌奶粉销量同比增加 33.2%，国产奶粉销量同比增加 25.3%。

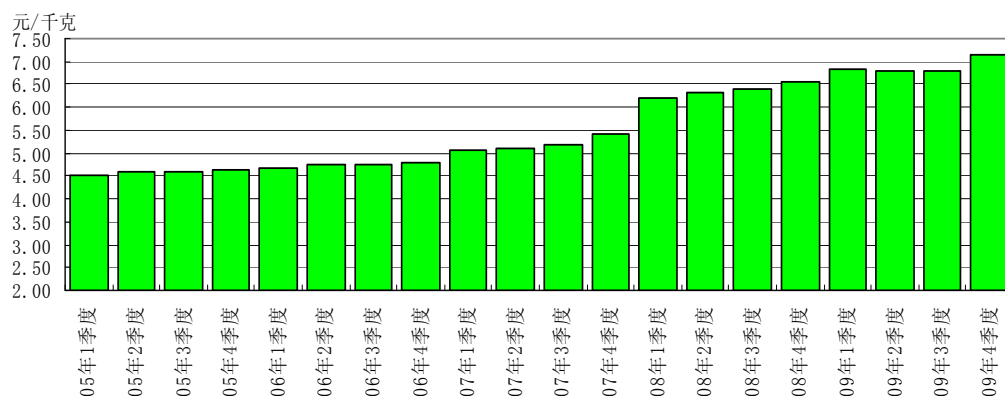
据对北京市 10 家大中超市调研，春节后奶粉销售量比节前增长近一成，其中，进口奶粉销售火爆，国产奶粉销量明显恢复，北京的石景山家乐福、北太平庄美廉美、方庄物美等超市 3 月中旬，惠氏、美赞臣等进口品牌销售量比年初增长 10%—20%，国产伊利、完达山、飞鹤等品牌也增长 5%—10%。

三、乳制品价格稳中有升 消费旺季来临促销活动增加

2009 年全国鲜奶终端市场价格总体上有所上涨，根据国家统计局提供的相关数据，2009 第 1、2、3、4 季度，全国城镇市场鲜奶平均消费价格大致为 6.84 元/千克、6.80 元/千克、6.81 元/千克和 7.15 元/千克，同比增幅分别为 10.50%、7.59%、6.24%和 9.17%；环比而言，第 2 季度略有下降，降幅 0.58%，第 1、3、4 季度增幅分别为 4.43%、0.15%和 5%。

图表 6 全国城镇市场鲜奶价格走势

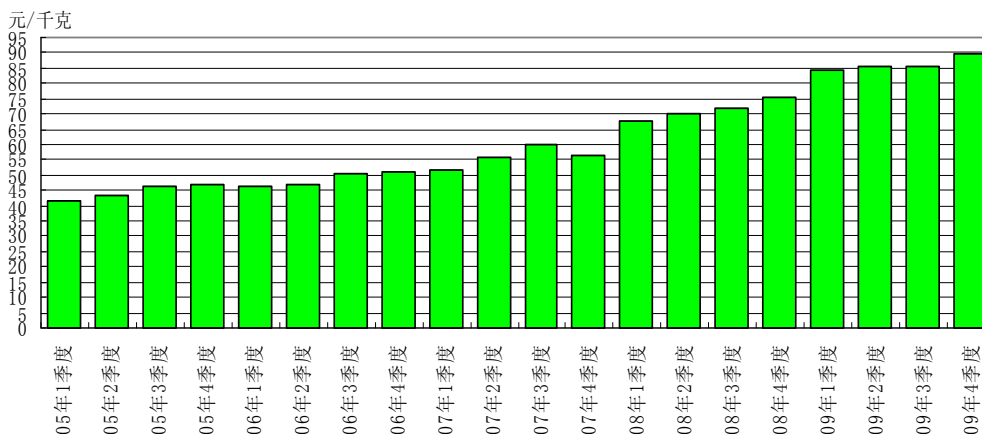
单位：元/千克



资料来源：BOABC 和国家统计局

根据国家统计局提供的相关数据，09 年第 1、2、3、4 季度，全国城镇市场小包奶粉零售价格分别为 84.49 元/千克、85.35 元/千克、85.54 元/千克和 89.82 元/千克，分别较上年同期上涨 25.45%、21.65%、19.17%和 19.14%，这主要是小包奶粉主要是配方奶粉，其需求也有一定的刚性。

图表 7 全国城镇市场小包奶粉价格走势
单位：元/千克



资料来源：BOABC 和国家统计局

自春节以后液态奶价格平稳，商务部数据显示，3 月 15 日至 21 日，36 个大中城市主要超市牛奶零售价格平均为 7.79 元 / 升，其中，银川、武汉、石家庄等地价格平稳，北京、上海、深圳等地价格有所上涨。

酸奶零售价格平均为 9.83 元 / 升，比年初上涨 0.5%。其中，宁波新江厦连锁超市酸奶零售价格比年初上涨 6.7%，天津万客隆超市上涨 4.7%。

奶粉价格继续小幅上涨。36 个大中城市主要超市国产婴幼儿奶粉价格比年初上涨 0.4%，进口奶粉价格比年初上涨 0.8%，成人奶粉价格比年初上涨 0.8%。其中，海口、杭州、昆明、广州、南京进口婴幼儿奶粉价格涨幅较大，分别为 8.7%、4.1%、3.1%、2.9%和 2.7%；南京、乌鲁木齐、银川、广州和重庆国产婴幼儿奶粉价格涨幅较大，分别为 10.3%、4.1%、3%、2.8%和 2.5%。

由于液态奶和酸奶消费在二季度进入旺季，为了抢占市场份额，部分地区促销活动比较活跃，可能降低行业盈利能力。

四、主要企业动态

1、伊利集团积极扩张

伊利 2009 年行业事件后，开始恢复对奶源和产能的投资，其中 9 月，伊利在呼和浩特土左旗兵州亥乡的 1.5 万头奶牛示范园区已经投入使用。此外，约有 20 家“奶联社”也在 09 年年底投入使用。

3 月份伊利集团正是签约投建辽宁省阜新奶源基地及乳品生产项目，并且将在陕西蓝田投资建设日产 250 吨的冷饮加工能力。

2、蒙牛加大奶粉推广力度 再度蝉联行业销售冠军

蒙牛阿拉奶粉是蒙牛引进进口设备，采用独有的附聚控制技术生产的，该奶粉在常温水温下就可以迅速溶解。奶粉易溶解，蛋白质复原性好，更易宝宝吸收。目前公司在西南成立营销中心，加大推广力度。

3月20日，国家统计局所属中国行业企业信息发布中心2009年度中国市场商品销售统计结果新闻发布会在京召开，蒙牛卫冕中国乳品市场商品销量冠军，这是蒙牛第四度蝉联此项冠军。

3、光明乳业将易地搬迁 建设马桥光明乳业工业园区项目

光明乳业近期公告，公司董事会3月19日审议并一致通过了《关于投资建设闵行区马桥光明乳业工业园区项目的议案》。该项目位于上海闵行区马桥镇西南，总占地236.7亩，总建筑面积125760平方米，包括综合集约化生产区域、综合动力部门、物流配送中心基地等区块。项目投资总额146808万元，建设期30个月，动态投资回收期6.19年。

公司建设光明马桥工业园项目拟通过易地搬迁和技术创新，把目前的乳品二厂、乳品八厂、永安乳品厂超高温灭菌奶车间、乳品技术中心中试车间、物流事业部等单位搬迁集中到园区统一经营。项目建成后乳制品日产能达2000吨，生产能力将比目前有明显提高，并为公司将来进一步扩大生产留有发展空间。

4、雅士利积极认证以提高品牌认同度

雅士利近期顺利通过乳制品生产企业良好生产规范（GMP）、危害分析与关键控制点（HACCP）体系认证，并获得认证证书，成为广东省首家通过良好生产规范（GMP）认证的乳制品企业。这对提高公司产品品牌认同度将起到一定积极作用。

5、完达山新产能将投产

2009年3月筹建的完达山阳光乳业首批投入生产使用的6台利乐枕式高速灌装机A1已提前完成安装调试，生产初期日产量可达220吨。

在2008年乳制品食品安全方面独领风骚的完达山乳业本次“两会”继续成为纯牛奶特供产品，显示了其产品的一贯稳定性。

五、相关上市公司点评

以乳制品为主业的A股市场上市公司有三家，分别是ST伊利、光明乳业和皇氏乳业，业务中含有乳制品业务的企业为维维股份和新希望。维维股份和新希望乳制品的盈利能力较低，规模也相对较小。

ST伊利是乳制品行业龙头企业，2009年销售收入预计将达到250亿，以2010年3月30日收盘价计算公司市值也在250亿左右，PS为1，公司目前销售净利润率仅为2.86%，长期来看公司盈利能力和价值均存在进一步上升的空间。

光明乳业2009年销售收入为79.43亿元，以2010年3月30日收盘价计算公司市值为107亿元，PS为1.34，公司目前销售净利润率为1.62%，长期来看公司盈利能力和价值也存在进一步上升空间，但其吸引力弱于ST伊利。公司最值得关注的是股权激励目标为2015年实现158.42亿的销售目标，值得持续关注。

皇氏乳业为2009年新上市中小板企业，其具有地理优势和产品品种优势，公司2009年销售收入3.04亿元，目前市值为29亿元，PS为9.53，考虑到公司2009年每股收益为0.57元/股，销售净利润率达到了14.97%，加之公司为中小板企业，目前估值处于合理区间。

华泰证券行业投资价值等级评判标准

—报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

—投资建议的评级标准

增持：超越大盘；

中性：基本与大盘持平；

减持：明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

—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；

—投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。