

跟随大市

乳业恢复“稳字当头”

研究员

王剑辉

执业证号: S1250200010075

电话: 010-57631186

邮箱: wjhui@swsc.com.cn

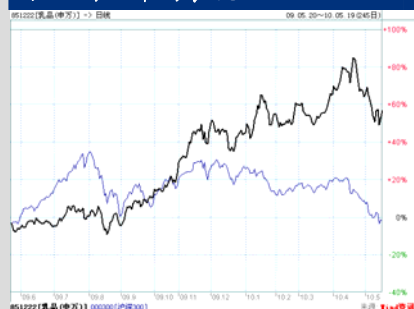
黄仕川

执业证号: S1250109101224

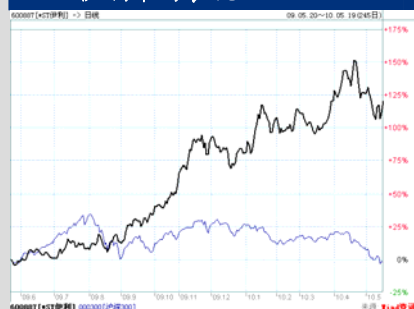
电话: 023-63725713

邮箱: hsc@swsc.com.cn

乳品行业市场表现



*ST 伊利市场表现



内容摘要:

- **行业质量管理加强, 市场稳步恢复;** 国家近期连续出台食品安全管理方面的法律法规, 卫生部公布 66 项新乳品安全国家标准, 基本上解决了现行乳品标准的矛盾、重复、交叉和指标设置不科学等问题。预计新乳品安全国标的出台, 对于恢复消费者对国内乳品的信心有一定帮助。一季度中经乳制品产业景气指数连续三个季度回暖, 四月份的产销数量都好于拥有节假日消费的第一季度, 后期行业景气度将进一步提高, 但要恢复至安全事件之前的增长水平, 还需要注重质量的同时利用时间来完成。
- **乳业产品价格稳中有升;** 在市场信心逐步恢复的同时, 乳业产品的价格也实现了稳中有升。其中市场酸奶和牛奶的价格都实现了小幅上涨, 四月底二者价格同比分别上涨了 2.75% 和 0.2%, 国内品牌的奶粉价格同比保持不变, 国外品牌奶粉有 2.3% 的价格增长; 伊利、蒙牛、光明等纯牛奶的价格也基本保持不变, 重点城市普通巴氏牛奶、利乐枕奶以及当时主销鲜牛奶价格来看, 年初至今价格呈现温和上涨趋势。
- **进口井喷与成本上升双重压力;** 一季度进口乳品增长 70%, 国际品牌加大对我国乳品市场销售力度, 乳品进口出现井喷势必对国内乳品业带来较大压力。另一方面, 原奶和糖等原料价格呈上涨趋势, 预期通货膨胀将增强。预计后续随着乳品进口的高速增长和国内乳品原料的上涨, 乳品业面临的压力将进一步增大, 在行业刚刚启稳的情况下, 面临提价与不提价的两难, 我们判断温和通胀的来临将使行业实现小幅提价, 预计行业产量增速将维持在 15% 左右。
- ***ST 伊利: 关注世博营销与产能扩张**

世博营销的品牌效应逐渐体现。公司为 2010 年上海世博会的唯一指定乳品, 通过世博这个绝佳的营销机会来提高品牌知名度。近期, 公司在产品包装上加入世博会 LOGO, 伊利牛奶世博纪念装在华东地区全面上市。公司计划紧紧围绕世博会, 充分利用世博平台和媒体资源, 全面规划品牌策略和市场策略, 以“让世界品尝的浓香纯”为主题, 全面提升产品竞争力。

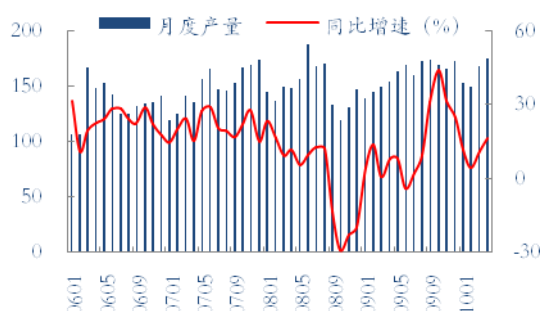
产能扩张助产品结构升级。奶粉奶制品是公司利润率最高的产品, 三聚氰胺事件之后, 随着安全质量的较高, 公司也加大高端牛奶的销量比例, “金领冠”配方奶粉作为公司的高端产品, 今年推出了系列的广告, 市场接受度更高。公司拟在黑龙江省杜尔伯特蒙古族自治县新建杜尔伯特年产 45000 吨配方奶粉项目, 这一扩张产能的举动, 表明公司对行业及自身发展有较强的信心, 通过结构性的调整来增强公司盈利能力, 由于建设期为 19 个月, 短期内尚不能贡献利润。

一、乳业恢复，稳字当头

1、质量管理加强下市场稳步恢复

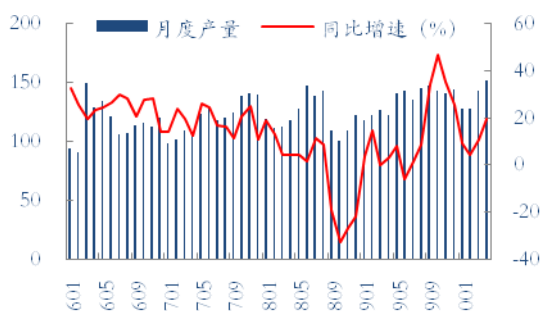
全国乳品业经历了 2008 年质量危机事件之后，于 2009 年逐步开始恢复增长，虽然增长速度较危机之前有差距，但行业终于走出了 2008 年的阴霾。三聚氰胺事件之后，从政府到企业都很抓产品安全质量管理。近期，国家连续出台食品安全管理方面的法律法规，《餐饮服务许可管理办法》和《餐饮服务食品安全监督管理办法》两办法均于 2010 年 5 月 1 日起施行，卫生部 23 日公布 66 项新乳品安全国家标准，其中，乳品产品标准 15 项、生产规范 2 项、检验方法标准 49 项，基本上解决了现行乳品标准的矛盾、重复、交叉和指标设置不科学等问题，提高了乳品安全国家标准的科学性，形成了统一的乳品安全国家标准体系。此外，新的乳品安全国家标准中不再设置三聚氰胺相关规定。我们预计：新乳品安全国标的出台，对于恢复消费者对国内乳品的信心有一定帮助，这将是国家加强食品安全监管的系列措施之一。我们认为，只有在食品安全质量体系相对完善，民众对国产乳品质量信心重新建立起来之后，乳制品行业才能恢复到之前的高速增长。

图 1：乳制品月度产量及同比增速



数据来源：WIND、西南证券研发中心

图 2：液体乳月度产量及同比增速



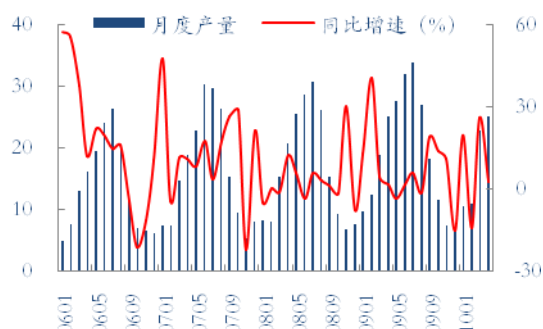
数据来源：WIND、西南证券研发中心

2002-2007 年间乳制品的行业增长速度在 20%-30% 之间，而后 2008 年没有能够实现增长，2009 年恢复至 12.88%；今年一季度中经乳制品产业景气指数连续三个季度回暖，上升至 98.1 点，比上季度上升 0.8 点，比上年同期提高 1.6 点。前四月累计生产乳制品 644.48 万吨，同比增长 10.5%，较二、三月份有所提高；液体乳与乳制品类似，三聚氰胺事件中断了行业的快速增长，2009 年实现了 13.49% 的增速，开始接近 2007 年 17.83% 的增长水平。今年前四月共生产液体乳 551.55 万吨，同比增长 11.22%，增速连续三个月提高。总体看来，消费者的乳品消费信心逐步恢复，四月份的产销数量都好于拥有节假日消费的第一季度，后期行业景气度将进一步提高，但要恢复至事件之前的增长水平，但要恢复至安全事件之前的增长水平，还需要注重质量的同时利用较长时间来完成。

2、乳业产品价格稳中有升

在市场信心逐步恢复的同时，乳品价格也实现了稳中有升。鉴于目前乳业成本上升和进口奶粉涨价，通货膨胀预期增强的背景下，国产乳品存在价格上升的可能。其中市场酸奶和牛奶的价格都实现了小幅上涨，四月底二者价格同比分别上涨了 2.75%和 0.2%，国内品牌的奶粉价格同比保持不变，国外品牌奶粉有 2.3%的价格增长；伊利、蒙牛、光明等纯牛奶的价格也基本保持不变，重点城市普通巴氏牛奶、利乐枕奶以及当时主销鲜牛奶价格来看，年初至今价格呈现温和上涨趋势，乳业产品的价格总体保持稳中有升的势头。

图 3：冷冻饮品当月值及月度产量



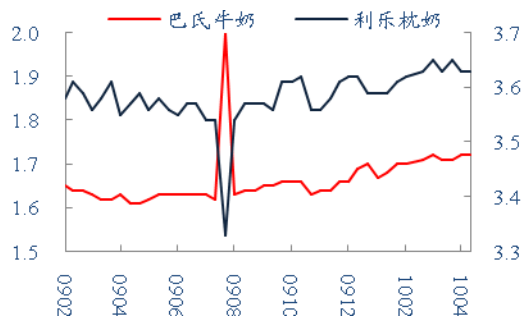
数据来源：WIND、西南证券研发中心

图 4：市场酸奶和牛奶零售价格稳中有升



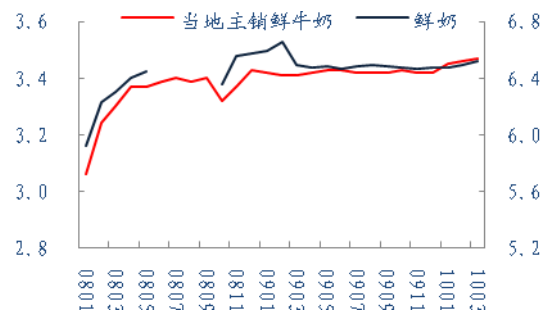
数据来源：国家统计局、西南证券研发中心

图 5：50 个城市牛奶平均价格



数据来源：WIND、西南证券研发中心

图 6：36 重点城市鲜奶零售价格



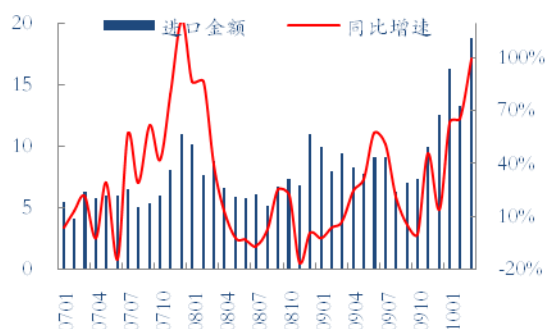
数据来源：WIND、西南证券研发中心

3、面临进口井喷与成本上升的双重压力

一方面，乳品进口出现井喷。一季度进口乳品增长 70%，其中进口乳制品 1578 吨，比去年同期增长 17.9%；进口平均价格为每吨 1611 美元，大幅上涨 68.2%；3 月份进口奶制品均价为每吨 2362 美元，同比上涨 1.7 倍，环比上涨 1.2 倍，创下近 7 个月以来新高。乳制品进口量大增的原因有二，国产毒奶粉事件导致的国内消费市场对于进口奶粉的依赖程度提高，乳制品价格因为国际需求下降在较长时期内保持低位运行，各大洋品牌加大对我国乳品市场销售力度，乳品进口的井喷势必对国内乳品业带来较大压力。另一方面，原奶和糖等原料价格呈上涨

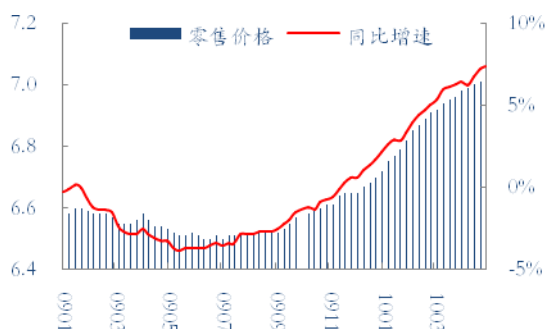
趋势，预期通货膨胀将增强。其中白糖价格从去年下半年开始明显上行，目前市场零售价格已上涨 7.3%，期货价格则上涨幅度超过 30%。2 月份原奶平均价格为 2.73 元/千克，较去年同期也上涨了近 10%；饲料方面，豆粕价格虽然趋于稳定，但玉米价格却连续上涨，国内玉米期货价格已同比上涨 49%；预计后续随着乳品进口的高速增长和国内乳品原料的上涨，乳品业面临的压力将进一步增大，在行业刚刚启稳的情况下，面临提价与不提价的两难，我们判断温和通胀的来临将使行业实现小幅提价。

图 7：乳品及蛋类进口金额与增速



数据来源：WIND、西南证券研发中心

图 8：白糖零售价格上涨



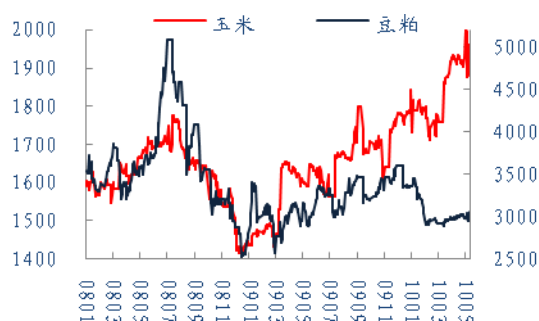
数据来源：WIND、西南证券研发中心

图 9：国内大豆和玉米现货价格



数据来源：WIND、西南证券研发中心

图 10：国内玉米和豆粕期货价格



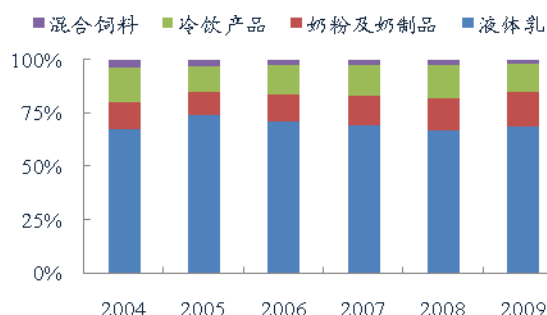
数据来源：WIND、西南证券研发中心

综合预计，乳品行业的景气程度将逐步上升，在食品安全质量体系完善的过程中，乳品业的消费信心恢复将逐步增强，行业复苏将进一步牢固，而面临的国外乳品业的竞争也越来越激烈，成本压力增加，温和通胀上下国内乳品价格可能小幅上升。预计行业产量增速将维持在 15% 左右。

二、投资推荐：*ST 伊利

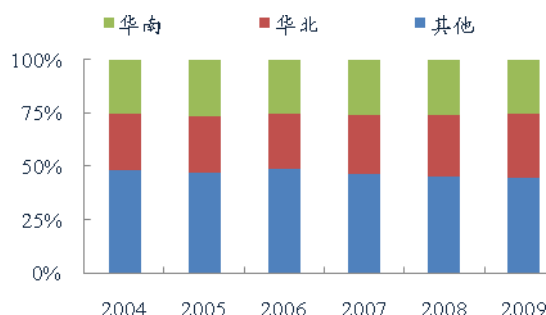
公司产品包括液体乳、冷饮产品、奶粉奶制品和混合饲料，其中液体乳是公司主要的营业收入来源，占营业收入的 68.4%；在各项产品中，毛利率最高的是奶粉奶制品，其毛利率为 42.25%，而液体乳、冷饮产品和混合饲料的毛利率分别为 34.08%、33.66%和 17.42%。奶粉奶制品的毛利率高出其它产品近 10 个百分点。

图 11：公司主营收入的产品结构



数据来源：公司公告、西南证券研发中心

图 12：公司主营收入的地区结构

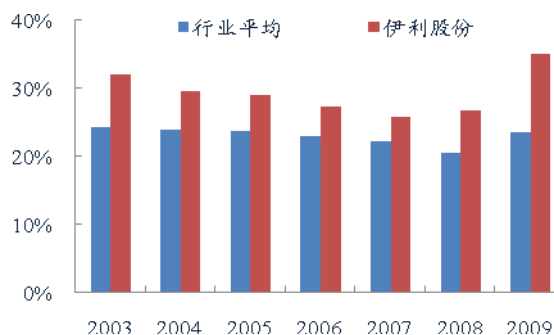


数据来源：世界品牌实验室、西南证券研发中心

1、盈利能力强于行业平均

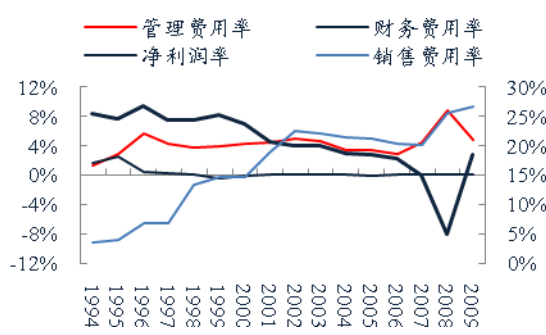
公司在行业内拥有相对较高的毛利率，乳品行业（包括液体乳与乳制品）的平均毛利率约为 24%，而公司的毛利率基本上保持在 30% 左右，2009 年毛利率达到 35%，高出行业平均近 50%。在净利润率方面，公司于 2007 和 2008 年连续两年亏损而被 ST，2009 年在经营情况改善情况下净利率为 2.7%，略高于 2006 年历史水平，但由于距公司历史较好水平还有较大差距。从三费率来看，销售费用率的急剧上升是吞噬公司净利的重要原因。特别是在三聚氰胺事件之后，公司被迫加大销售费用投入以保证营业收入。鉴于目前国内乳品业处于恢复的关键时期，复苏还显得比较脆弱，因此销售费用率短期内还不能有显著下降。

图 13：公司毛利率与行业平均毛利率



数据来源：公司公告、西南证券研发中心

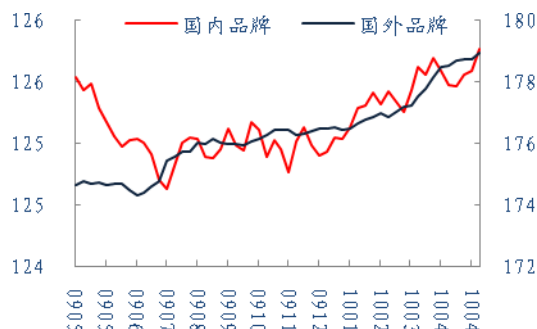
图 14：公司三费率与净利润率



数据来源：世界品牌实验室、西南证券研发中心

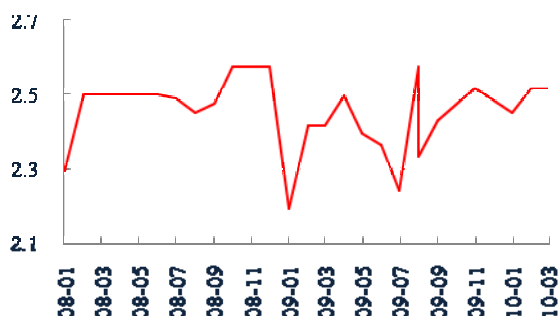
另一方面，随着国外品牌奶粉价格的不断上涨，国内品牌奶粉价格在经历急速下跌之后也开始重回波动上升的趋势，但平均价格还是有较大的差距。纯牛奶方面重点城市价格也保持基本稳定，总体看来目前公司产品价格处于趋稳的状态。

图 15: 奶粉品牌价格呈现上涨趋势



数据来源：公司公告、西南证券研发中心

图 16: 伊利纯牛奶重点城市平均价格



数据来源：世界品牌实验室、西南证券研发中心

2、借助世博宣传扩大品牌优势

公司继北京奥运会之后，再次成为 2010 年上海世博会的唯一指定乳品，通过世博这个绝佳的营销机会来提高品牌知名度。近期，伊利牛奶世博纪念装在华东地区全面上市，公司在产品包装上加入世博会 LOGO，并借世博会来提升企业的管理和生产，以世博标准来进行质量管理。公司计划紧紧围绕世博会，充分利用世博平台和媒体资源，全面规划品牌策略和市场策略，以“让世界品尝的浓香纯”为主题，全面提升产品竞争力，并以此继续打造伊利品牌优势。我们认为，目前国内乳品业相对分散，品牌与渠道是重要的竞争武器，而伊利借世博会进行品牌营销与质量管理，有助于行业形象的恢复和市场份额的增长，消费者对其的接纳程度更高。

3、产能扩张助产品结构调整

从产品结构可以看出，奶粉奶制品是公司利润率最高的产品，而且奶粉也是在三聚氰胺事件之后价格较快恢复的产品，并随着进口奶粉的提价而进行价格调整。三聚氰胺事件之后，随着安全质量的较高，公司也加大高端牛奶的销量比例，“金领冠”配方奶粉作为公司的高端产品，今年推出了系列的广告，市场接受度更高。同时，公司拟在黑龙江省杜尔伯特蒙古族自治县新建杜尔伯特年产 45000 吨配方奶粉项目，项目投资金额为 55240.75 万元。投资回收期 3.06 年，投资回报率 43.67%，内部收益率 30.43%，预计建设期为 19 个月。这一扩张产能的举动，表明公司对行业及自身发展有较强的信心，通过结构性的调整来增强公司盈利能力。

4、盈利预测与估值

预计2010年公司销售收入将达305亿元,同比增长25.4%;净利润8.11亿元,同比增长25.2%;预测2010-2012年公司基本每股收益为1.015元、1.465元和1.814元;从估值来看,当前价格为28.91元,对应2010-2012年PE分别为28倍、20倍和16倍,由于近期公司去ST及世博营销的推动,给出目标价33元,给予“增持”评级。

财务和估值数据摘要						
单位: 百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	19359.69	21658.59	24323.55	30501.73	35992.04	42470.61
增长率 (%)	16.77%	11.87%	12.30%	25.40%	18.00%	18.00%
归属母公司股东净利润	-19.78	-1687.45	647.66	811.15	1171.02	1450.37
增长率 (%)	-106.05%	-8432.20%	138.38%	25.24%	44.36%	23.86%
每股收益 (EPS)	-0.025	-2.111	0.810	1.015	1.465	1.814
销售毛利率	25.89%	26.82%	35.13%	32.00%	32.00%	32.00%
销售净利率	-0.02%	-8.02%	2.74%	2.73%	3.34%	3.51%
净资产收益率 (ROE)	-0.47%	-60.50%	18.81%	19.07%	21.59%	21.09%
投入资本回报率 (ROIC)	0.44%	-40.53%	26.25%	26.55%	25.24%	49.31%

报表预测									
利润表	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	24324	30502	35992	42471	货币资金	3880	822	3571	3973
减: 营业成本	15778	20741	24475	28880	应收和预付款项	879	1158	1246	1590
营业税金及附加	109	136	161	190	存货	1836	3233	2748	4310
营业费用	6496	7473	8638	10108	固定资产和在建工程	5424	5524	5607	5674
管理费用	1191	1312	1512	1784	无形资产和开发支出	265	233	201	169
财务费用	22	25	-43	-79	其他非流动资产	15	14	13	13
营业利润	665	830	1265	1602	资产总计	12690	11389	13806	16164
加: 其他非经营损益	146	148	148	148	短期借款	2685	0	0	0
利润总额	812	978	1412	1750	应付和预收款项	5821	6372	7586	8454
减: 所得税	147	144	210	260	长期借款	110	110	110	110
净利润	665	833	1203	1490	负债合计	8980	6845	8060	8928
减: 少数股东损益	18	22	32	39	股本	799	799	799	799
归属母公司股东净利润	648	811	1171	1450	资本公积	2655	2655	2655	2655
现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E	留存收益	-12	800	1971	3421
经营性现金净流量	2051	-74	2980	598	归属母公司股东权益	3443	4254	5425	6875
投资性现金净流量	-715	-274	-274	-274	少数股东权益	267	289	321	360
筹资性现金净流量	-98	-2710	43	79	股东权益合计	3710	4543	5746	7236
现金流量净额	1238	-3058	2749	402	负债和股东权益合计	12690	11389	13806	16164

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

免责声明

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准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下,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询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或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,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有,未经书面许可,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编: 100140

电话: (010) 57631232/1230

邮箱: market@swsc.com.cn

网址: <http://yf.swsc.com.cn/>