

食品饮料行业



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

牛奶加工行业呈现产量和销售价格齐涨趋势

2010年7月26日

投资要点:

●2010年初以来我国牛奶加工行业呈现产量和销售价格齐涨趋势,这种趋势在2010年下半年将延续。

●伊利股份和光明乳业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对期间费用进行操作造成的,奶业经营规模和经营业绩并没有发生大的变化。2009年伊利股份和光明乳业迅速扭亏为盈,2010年,两家公司将继续盈利。

●皇氏乳业位于广西境内,经营品种独特的水牛奶。2010年上市以后经营业绩增长迅速,2010年上半年净利润预计同比增长30%-50%。

●光明乳业股票激励计划在未来三年将激励公司高级管理人员努力实现公司经营规模和盈利水平年均20%-30%的复合增长率。公司在新西兰收购乳品公司预计将提升公司经营业绩,但是也存在风险。

●我国乳品行业面临大量进口奶粉激烈竞争和三聚氰胺事件等质量问题困扰。国家对乳品行业调控政策有利于行业龙头公司扩大经营规模,提高经营业绩。

●我国牛奶的消费市场仍然十分广阔,奶业上市公司经营规模和盈利水平仍然有很大发展空间。

●给予牛奶加工行业“强于大市”评级,给予伊利股份和光明乳业“推荐”评级。

牛奶加工行业评级 强于大市 (维持)

动态市盈率: 33.37
市净率: 4.62

行业表现



评价周期	1个月	6个月	12个月
行业涨跌(%)	2.15%	3.70%	48.38%
大盘涨跌(%)	0.27%	-15.24%	-12.60%

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
伊利股份	推荐	-2.30	0.81	1.09
光明乳业	推荐	-0.27	0.12	0.18
三元股份	中性	0.06	-0.20	0.06
皇氏乳业	中性	0.46	0.57	0.61

资料来源: 公司公告

吴正武 许春华

执业证书编号: S0820208030012
电话: 021-3222 9888-3509
邮箱: wuzhengwu@ajzq.com

相关报告

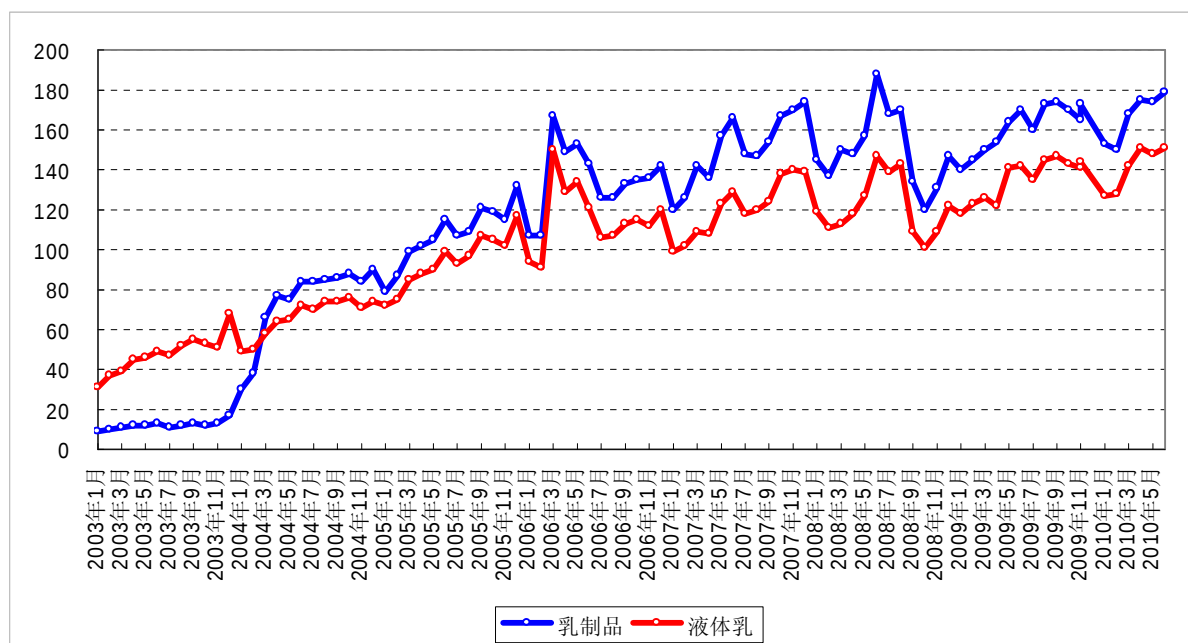
2010年1月研究报告《光明乳业以4.65折优惠价向公司及其下属单位负责人出售股票事件点评》

请务必阅读正文之后的重要声明

一、2010 年初以来我国牛奶行业呈现产量和销售价格齐涨趋势

2008 年第三季度爆发三聚氰胺事件以后，政府和企业对乳制品和液体乳供产销各环节实行严格的质量管理，乳制品和液体乳月度产量恢复增长。2010 年上半年，我国乳制品和液体乳月度产量呈现逐月增长趋势。

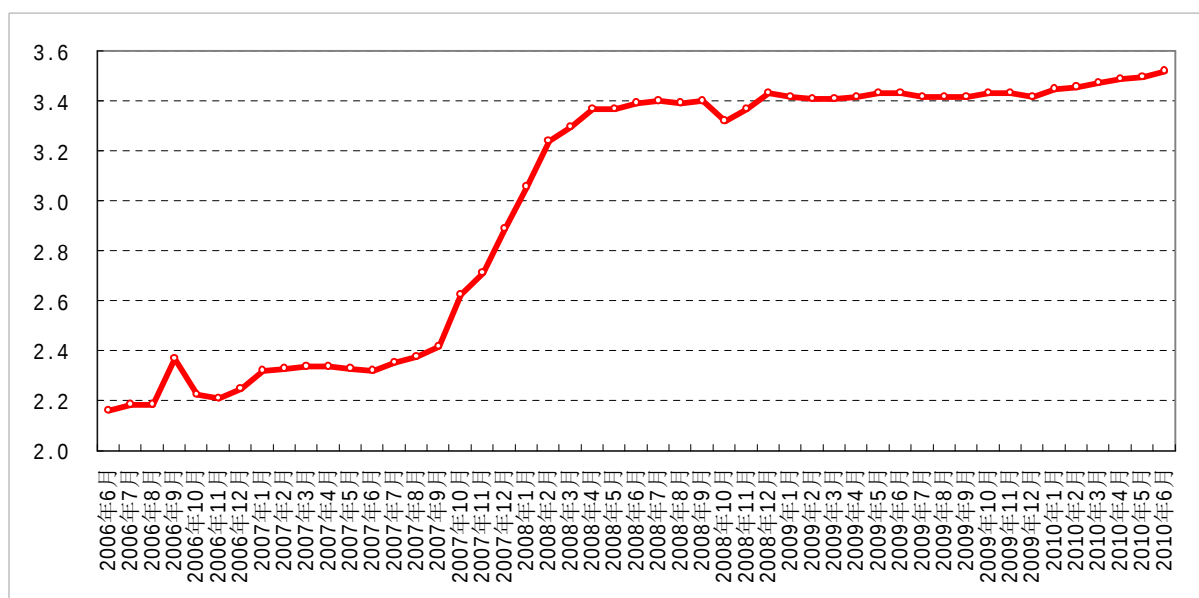
图 1：我国乳制品和液体乳月度产量（万吨）



资料来源：国家统计局

2010 年上半年我国牛奶价格稳中有升。下半年我国粮食价格和饲料价格预计总体稳定，略有上涨。受此影响，下半年我国牛奶价格将延续上半年稳中有升走势，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。

图 2：我国 36 个大中城市袋装鲜牛奶零售价格（元/斤）

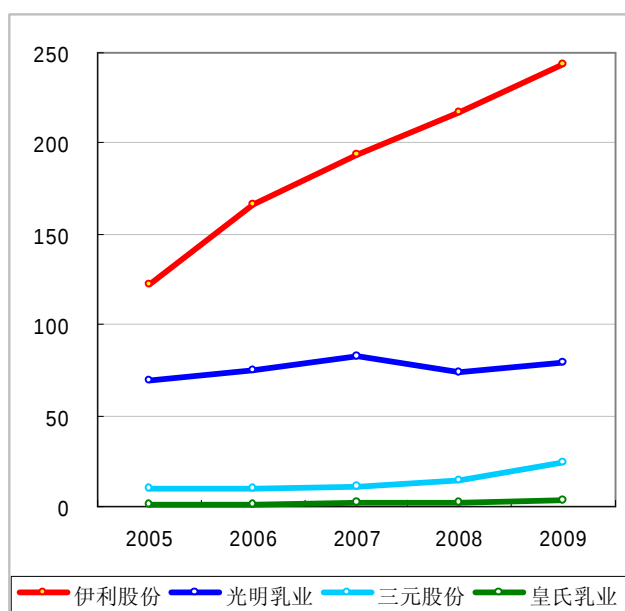


资料来源：国家统计局

二、我国牛奶行业四家上市公司经营规模和盈利水平比较

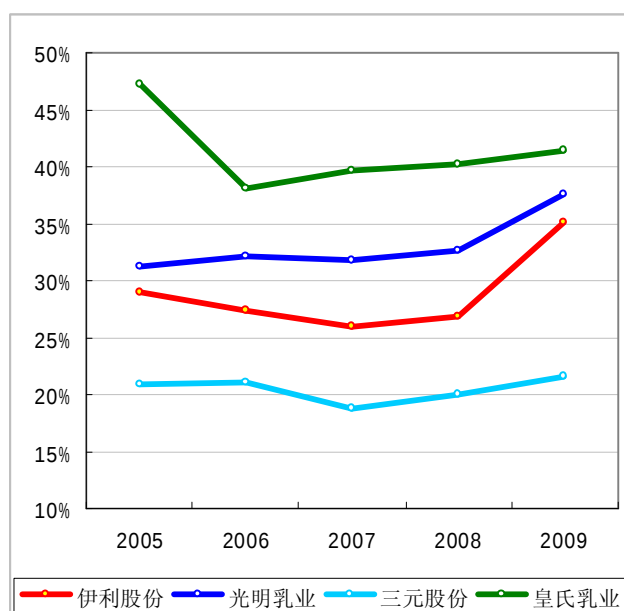
我国奶业有伊利股份、光明乳业、三元股份、维维股份、皇氏乳业等四家上市公司。其中，伊利股份是我国奶业龙头公司，与蒙牛乳业共同构成我国奶业双寡头格局；光明乳业和三元股份分别是北京和上海及其附近区域市场的龙头，具有区域竞争优势；维维股份除奶业外，还有豆粉、白酒等其他经营业务；皇氏乳业位于广西境内，经营品种独特的水牛奶。

图 3：四家奶业公司营业收入比较（亿元）



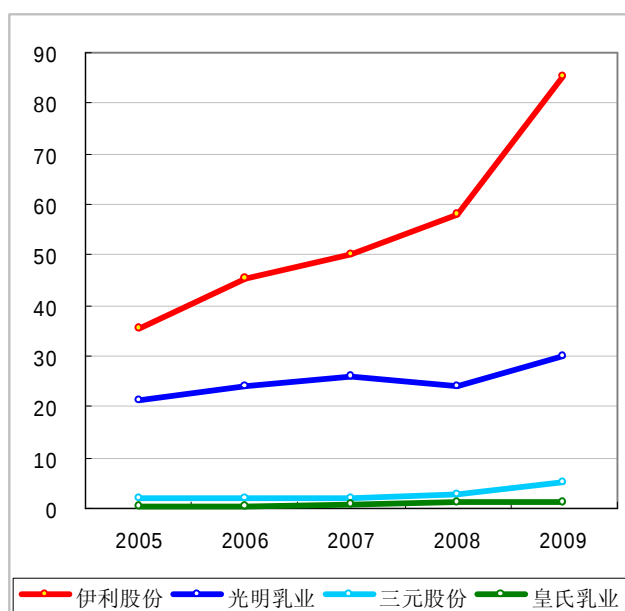
资料来源：公司公告

图 4：四家奶业公司毛利率比较（%）



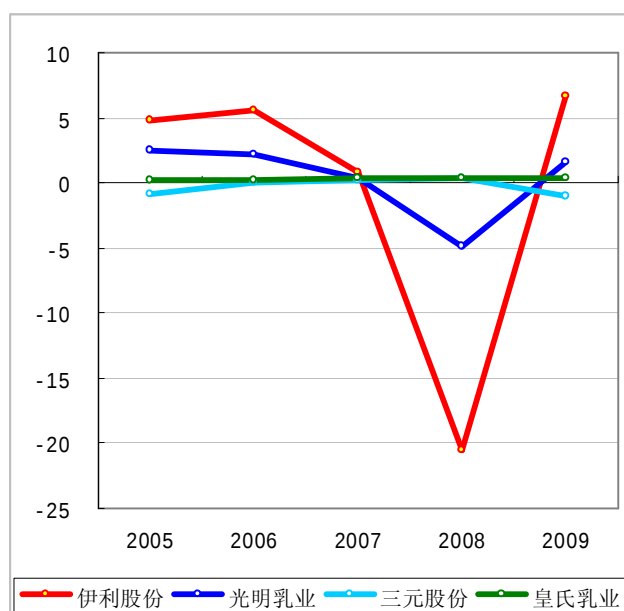
资料来源：公司公告

图 5：四家奶业公司毛利额比较（亿元）



资料来源：公司公告

图 6：四家奶业公司营业利润比较（亿元）



资料来源：公司公告

伊利股份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，2010 年出现营业亏损。光明乳业毛利率一直高于伊利股份和三元股份，说明产品盈利能力更强。皇氏乳业毛利率在四家奶业上市公司中最高，2010 年上市以后经营业绩增长迅速，2010 年上半年净利润预计同比增长 30%-50%，达到 2600 万元-3000 万元左右。2009 年，四家奶业公司毛利率同比都出现增长，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 年下半年奶业公司毛利率预计将稳定增长。

比较伊利股份、光明乳业和三元股份过去几年的毛利额和营业利润，可以看出，伊利股份和光明乳业 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对期间费用进行操作造成的，奶业经营规模和经营业绩并没有发生大的变化。2009 年伊利股份和光明乳业迅速扭亏为盈。2010 年，两家公司将继续盈利。

三、光明乳业股票激励计划和在新西兰收购乳品公司预计将提升公司经营业绩，但是也存在风险

光明乳业在上海及其附近区域有竞争优势。公司改变以前偏重低温奶的产品结构，更加注重扩大常温奶生产和销售规模，突破区域奶业市场局限。2010 年 1 月 21 日，光明乳业股份有限公司公布《光明乳业股份有限公司 A 股限制性股票激励计划（草案）》，激励计划规定：以 4.70 元/股价格向公司及其下属单位负责人出售股票 869.53 万股，占公司股本总额的 0.84%。激励计划同时规定了 2009 年、2010 年、2011 年、2012 年和 2013 年的经营业绩考核达标等条件。

表 1：光明乳业股票激励计划规定的经营业绩考核达标条件

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
营业总收入（亿元）	79.00	94.80	113.76	136.51	158.42
净利润（亿元）	1.2	1.90	2.28	2.73	3.17
净资产收益率	4.3%	8%	8%	8%	8%
扣除非经常性损益的净利润占净利润的比重	75%	85%	85%	85%	85%

资料来源：公司公告

股票激励计划将激励公司及其下属单位负责人集中公司资源发展主营业务，实现经营规模和盈利水平年均 20%-30%的复合增长率。

2010 年 7 月 16 日，光明乳业董事会通过了《关于认购新西兰 Synlait Milk 公司 51%新增股份的议案》。决定出资 3.82 亿元人民币，认购新西兰 Synlait Milk 公司 51%新增股份。Synlait Milk 公司 2005 年在新西兰坎特伯雷地区成立，2008 年 8 月正式投产，主要从事奶粉生产加工业务，目前主要产品为大包装优质奶粉。2009 年 8 月 1 日到 2010 年 4 月 30 日共 9 个月，公司实现销售收入约 7.69 亿元人民币，净利润-2400 万元人民币。认购资金用于归还目标公司银行贷款和兴建 2 号工厂。

光明乳业主要是基于战略意义的考虑并将长期持有目标公司的股份。新西兰具有适合乳业发展的优良环境；低成本的乳制品生产基地；目标公司一体化且先进的生产设备、增加高端产品的营销亮点、优良的管理团队等，均能提升本光明乳业的形象。新西兰乳制品良好的国际声誉和消费者认知，为公

司进入高端婴儿奶粉市场提供了一个良好的市场切入点和生产基地。但是，Synlait Milk 公司面临在新西兰乳制品行业占有领导地位的恒天然公司的竞争等风险，光明乳业也存在跨国管理企业等风险，公司董事会的战略投资目标能否顺利实现还有待观察。

四、国家对乳品行业调控政策有利于行业龙头公司扩大经营规模，提高经营业绩

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 年我国奶粉进口量同比增幅 50% 左右。但是，2009 年以来，我国月度进口奶粉量与当月国内乳制品产量比在 1:20 以下，维持在 1:40 左右水平，总体不会对国内乳制品行业形成巨大冲击。但是，在细分行业婴儿奶粉市场，外国品牌奶粉占据主导地位，容易受国际市场价格变动、动物疫情流行等因素影响。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。国家对奶进口进行调控政策有利于改善国内奶业竞争环境。

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。国家行业调控政策有利于行业龙头公司扩大经营规模，提高经营业绩。

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 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。

五、行业投资建议和评级

2010 年初以来我国牛奶行业呈现产量和销售价格齐涨趋势，这种趋势在 2010 年下半年将延续。伊利股份和光明乳业 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对期间费用进行操作造成的，奶业经营规模和经营业绩并没有发生大的变化。2009 年伊利股份和光明乳业迅速扭亏为盈，2010 年，两家公司将继续盈利。皇氏乳业 2010 年上市以后经营业绩增长迅速，2010 年上半年净利润预计同比增长 30%-50%。光明乳业股票激励计划在未来三年将激励公司高级管理人员努力实现公司经营规模和盈利水平年均 20%-30% 的复合增长率。公司在新西兰收购乳品公司预计将提升公司经营业绩，但是也存在风险。国家对乳品行业调控政策有利于行业龙头公司扩大经营规模，提高经营业绩。我国奶的消费市场仍然十分广阔，奶业上市公司经营规模和盈利水平仍然有很大发展空间。给予牛奶加工行业“强于大市”评级，给予伊利股份和光明乳业“推荐”评级。

六、上市公司盈利预测和评级

表 2：上市公司盈利预测和评级

代码	名称	细分行业	7 月 26 日 股价	EPS(元)			PE			最新评级
				2008	2009	2010E	2008	2009	2010E	
600887	伊利股份	牛奶加工	31.24	-2.30	0.81	1.09	--	38.6	28.6	推荐
600597	光明乳业	牛奶加工	8.47	-0.27	0.12	0.18	--	70.6	47.6	推荐
600429	三元股份	牛奶加工	5.85	0.06	-0.20	0.06	97.5	--	99.0	中性
002329	皇氏乳业	牛奶加工	26.94	0.46	0.57	0.61	58.6	47.3	44.0	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。