

成本继续上升 严格把质量关政策出台

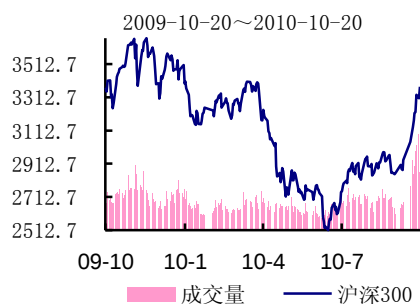
——乳制品行业 2010 年 10 月份动态跟踪报告

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

行业评级：增持

食品制造 II

市场走势图



相关研究

- 1 《伊利股份(600887):增速超预期》2010.8
- 2 《恒顺醋业(600305):模式调整方向正确 实施效果需待时日》2010.8
- 3 《保龄宝(002286):功能食品细分龙头, 成长空间广阔——个股追踪》2010.8

投资要点:

- 1、2010 年 9 月份原奶主产区的平均价格为 2.96 元/公斤, 同比涨幅为 21.81%。2010 年 9 月, 与上年同期相比, 玉米价格的平均涨幅达 14.1%, 环比来看保持相对稳定。豆粕价格与上年同期相比下降 5.7%, 但与 8 月相比有所上升, 环比上涨 3.48%, 饲料价格的上涨支持原奶价格上涨。
- 2、9 月 15 日, 新西兰恒天然乳品网上拍卖价格出现分化, 其中无水奶油的平均价格环比上涨 10.2%; 脱脂奶粉的平均价格环比下降 1.0%; 全脂奶粉的平均价格环比上涨 1.4%。我国进口乳制品出现量价齐升的格局。
- 3、9 月份乳制品价格整体保持稳定, 其中牛奶价格持平, 酸奶价格上升 0.5%, 婴幼儿奶粉中进口品牌和国产品牌价格均基本保持稳定。
- 4、国家继续严把质量关, 9 月 25 日公布的《国务院办公厅关于进一步加强乳品质量安全工作的通知》要求, 严格落实驻厂监督制度, 特别要监督企业对进厂原料和出厂产品批批检验, 保障婴幼儿配方乳粉质量安全。近期国家质检总局《企业生产婴幼儿配方乳粉许可条件审查细则(2010 版)》征求意见稿当中明确规定采购制度应保证对购入的生乳和原料乳粉批批进行三聚氰胺检验。
- 5、8 月 18 日-10 月 20 日的行业表现符合我们的预期。目前, 行业虽然面临成本上涨的压力, 但考虑到“十二五规划”中对消费和民生的重视, 而乳制品目前是食品行业主要子行业中城乡和贫富消费差距最大的品种之一, 因而我们维持对行业的增持评级。在行业中我们仍然首先推荐产品种类齐全, 业务发展模式更为健全的伊利股份。
- 6、风险提示: 成本短期若大幅上涨将导致行业短期业绩表现不佳。

重点公司

股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
			09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E
伊利股份	34.03	推荐	0.81	1.1	1.5	1.85	42.01	30.94	22.69	18.39
光明乳业	9.25	推荐	0.12	0.19	0.23	0.27	77.08	48.68	40.22	34.26
三元股份	6.36	观望	-0.145	0.059	0.13	0.16	-43.86	107.80	48.92	39.75
皇氏乳业	35.45	观望	0.42	0.62	0.88	1.2	84.40	57.18	40.28	29.54

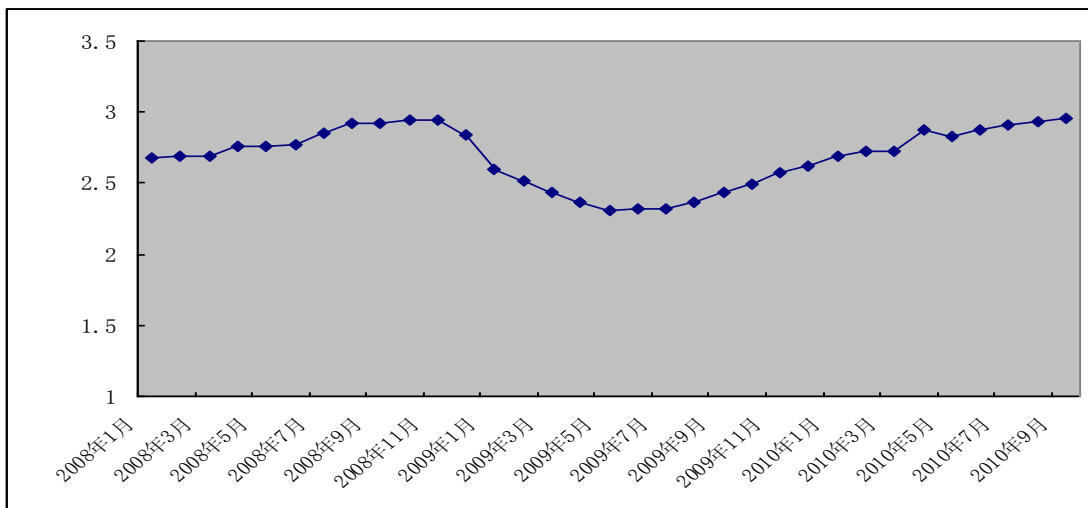
资料来源: 伊利股份、光明乳业为华泰证券研究所预测, 三元股份、皇氏乳业为 WIND 平均预测值。

一、原奶价格继续攀升：

根据农业部对全国 470 个集贸市场畜产品和饲料价格定点监测的结果显示，2010 年 9 月份整个原奶主产区的平均价格为 2.96 元/公斤，同比涨幅为 21.81%。随着下半年乳品消费旺季和产奶淡季的到来，需求相对旺盛；玉米、牧草、秸秆的主要饲料价格持续上涨，将导致原料奶价格不断上涨。

图表 1 我国 10 个主产省区原奶价格走势

单位：元/千克



资料来源：农业部畜牧总站。

玉米是目前国内奶牛的主要饲料。2010 年 9 月，与上年同期相比，玉米价格的平均涨幅达 14.1%，环比来看保持相对稳定。豆粕价格与上年同期相比下降 5.7%，但与 8 月相比有所上升，同比上涨 3.48%，饲料价格的上涨支持原奶价格上涨。

图表 2 2009-2010 年全国玉米和豆粕价格走势

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（%）
2010/3/3	1.91	23.20	3.68	3.10
2010/3/10	1.92	23.90	3.65	3.40
2010/3/17	1.92	23.10	3.61	2.80
2010/3/24	1.93	23.70	3.58	0.80
2010/4/14	1.97	24.70	3.51	-2.50
2010/4/21	1.98	24.50	3.50	-2.80
2010/5/12	2.02	26.30	3.48	-1.40
2010/5/17	2.04	26.90	3.46	-2.10
2010/5/26	2.06	28.00	3.43	-3.40
2010/6/2	2.08	28.00	3.40	-5.30
2010/6/9	2.09	27.30	3.36	-8.00
2010/6/16	2.10	26.50	3.34	-11.00
2010/6/23	2.10	25.00	3.33	-9.30
2010/6/30	2.10	24.30	3.32	-9.80

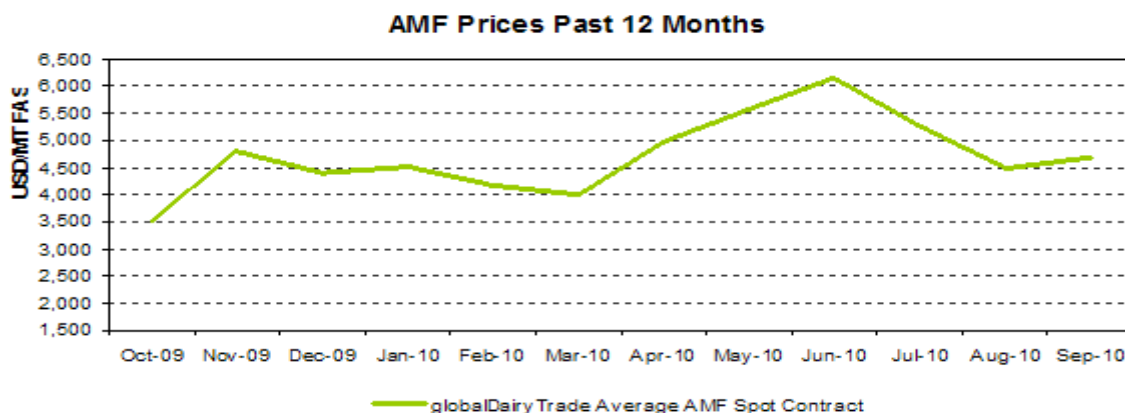
2010/7/7	2.10	22.80	3.29	-10.60
2010/7/14	2.10	21.40	3.31	-9.60
2010/7/14	2.10	21.40	3.31	-9.60
2010/7/28	2.10	19.30	3.31	-9.60
2010/8/4	2.11	18.50	3.41	-7.30
2010/8/11	2.11	17.90	3.44	-6.80
2010/8/18	2.11	17.20	3.46	-6.50
2010/8/25	2.11	16.60	3.47	-6.50
2010/9/1	2.11	15.90	3.47	-6.70
2010/9/8	2.11	14.70	3.48	-6.20
2010/9/15	2.11	14.10	3.49	-5.90
2010/9/22	2.10	12.90	3.52	-5.40
2010/9/29	2.10	12.90	3.56	-4.30

资料来源：农业部畜牧总站。

9月15日，新西兰恒天然乳品网上拍卖价格出现分化，其中无水奶油的平均拍卖价格为5189美元/吨，与9月1日相比上升507美元，环比上涨10.2%；脱脂奶粉的平均拍卖价格为3229美元/吨，与9月1日相比跌31美元，环比下降1.0%；全脂奶粉的平均拍卖价格为3602美元/吨，与9月1日相比上升79美元，环比上涨1.4%。

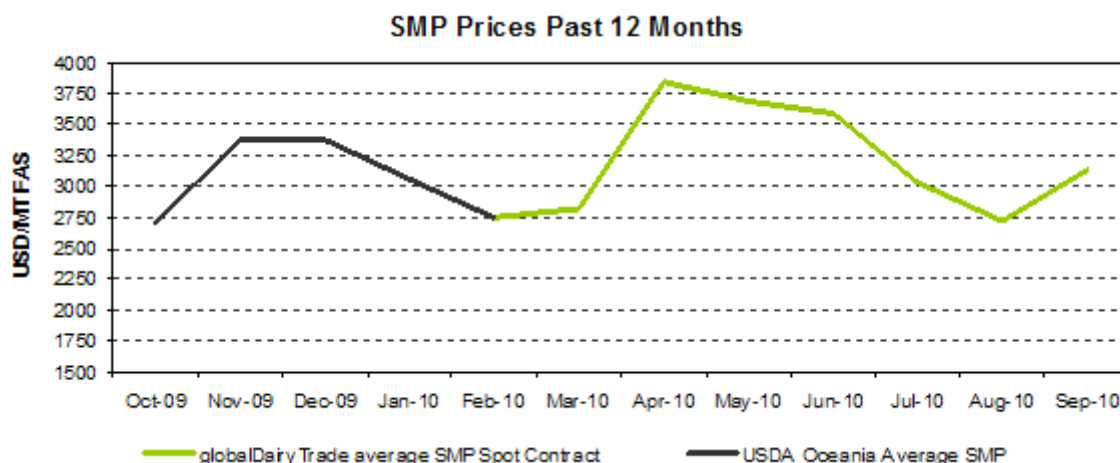
图表3 2009年-2010年无水奶油（Anhydrous Milk Fat）平均价格

单位：美元/吨



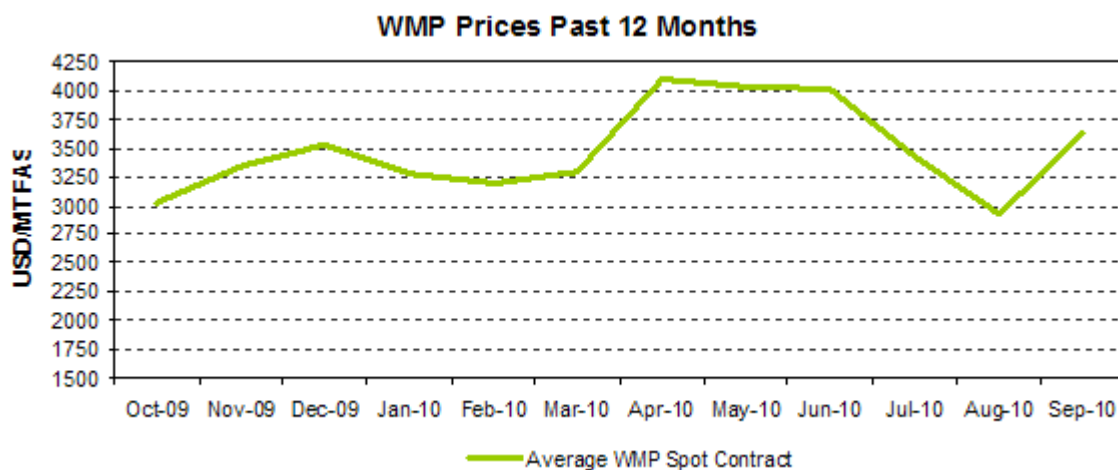
图表4 2009年-2010年脱脂奶粉(Skimmed milk powder)平均价格

单位：美元/吨



图表 5 2009 年-2010 年全脂奶粉 (whole milk powder) 平均价格

单位: 美元/吨



资料来源: 图表 3、图表 4、图表 5 的来源均为 BOABC。

二、 进口乳制品量价继续显著增长

图表 6 乳制品行业 1-8 月份进口产品情况

单位: 吨, %

品名及海关税号	进口量	同比变化
合计	491, 259	24. 83
鲜乳类 (HS0401)	9, 522	23. 66
奶粉及炼乳 (HS0402)	286, 612	76. 59
脱脂奶粉	60, 008	31. 13
(HS04021000)	226, 195	96. 24
全脂淡奶粉	409	-68. 03
(HS04022100)		
全脂甜奶粉		
(HS04022900)		
酸乳类 (HS0403)	774	-30. 84
乳清产品 (HS0404)	161, 614	-16. 25
乳脂类 (HS0405)	16, 063	-12. 37
乳酪类 (HS0406)	15, 120	59. 82

资料来源：中国海关统计, B0ABC。本表合计数只包括 H. S. 0401、H. S. 0402、H. S. 0403、H. S. 0404、H. S. 0405 和 H. S. 0406 六个税号。

2010 年 8 月份, 中国乳品进口价格总体同比涨幅较大, 环比走势基本平稳。鲜乳平均进口价格为 1825 美元/吨, 同比上涨 19.97%, 环比上涨 5.30%; 脱脂奶粉平均进口价格为 3572 美元/吨, 同比上涨 71.76%, 环比上涨 9.96%; 全脂奶粉平均价格为 3943 美元/吨, 同比上涨 78.20%, 环比上涨 8.83%; 乳脂平均进口价格为 4628 美元/吨, 同比上涨 103.30%, 环比上涨 10.60%; 乳清制品平均进口价格为 1486 美元/吨, 同比上涨 60.96%, 环比上涨 0.004%; 奶酪平均进口价格为 4758 美元/吨, 同比上涨 18.59%, 环比上涨 3.90%; 酸乳平均进口价格为 2887 美元/吨, 同比上涨 16.16%, 环比上涨 12.83%。

三、9 月乳制品价格保持稳定

9 月份乳制品价格整体保持稳定, 其中牛奶价格持平, 酸奶价格上升 0.5%, 婴幼儿奶粉中进口品牌和国产品牌价格基本保持稳定。

图表 7 主要乳制品价格

单位: 元/升

周次	牛奶 (元/升)	酸奶 (元/升)	婴幼儿奶粉	
			进口品牌 (元/公斤)	国产品牌 (元/公斤)
2010-9-3	7.81	9.98	179.12	127.54
2010-9-10	7.81	9.99	179.03	127.92
2010-9-17	7.82	10.01	178.92	128.21
2010-9-24	7.82	10.03	179.08	128.21

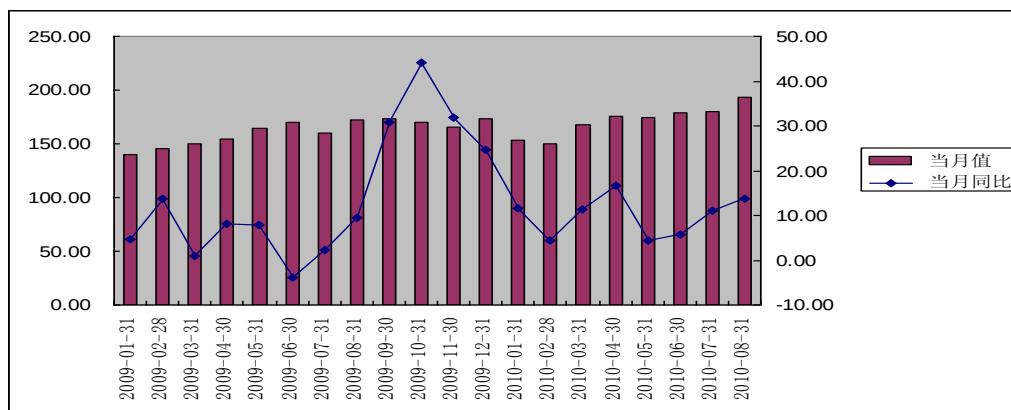
资料来源: 华泰证券研究所。

四、产量稳步上升

进入 7、8 月份, 我国乳制品产量增速有所加快, 其中 7 月份同比增长 11.06%, 8 月份同比增长 13.73%。

图表 8 乳制品产量走势图

单位: 万吨, %



资料来源：BOABC

五、行业动态：

1、严把质量审核关

乳制品安全事件时有发生，使得消费者忐忑不安，也影响行业的发展，特别是在婴幼儿奶粉领域更是如此。国家对此主要采取严格把关的方式，9月25日公布的《国务院办公厅关于进一步加强乳品质量安全工作的通知》要求，严格落实驻厂监督制度，特别要监督企业对进厂原料和出厂产品批批检验，保障婴幼儿配方乳粉质量安全。

近期国家质检总局《企业生产婴幼儿配方乳粉许可条件审查细则(2010版)》征求意见稿已经发出，当中明确规定采购制度应保证对购入的生乳和原料乳粉批批进行三聚氰胺检验。国家质检总局将于10月20日举行听证会。

意见稿规定企业的采购制度应保证原料、辅料符合相应的食品安全国家标准、地方标准和企业标准的规定，杜绝企业使用乳或乳制品以外的动物性蛋白质或其他非食用原料制成的产品作为生产原料，采购制度应保证对购入的生乳和原料乳粉批批进行三聚氰胺检验等。只有从源头控制才有可能确保行业的产品品质，从而为行业的发展释放出空间。

2、良种奶牛进口增加有助于改善奶源质量

随着《食品安全法》和《乳制品工业产业政策》的出台，以及对原奶重要性的进一步认识，越来越多的大中型乳品企业加快奶源建设，通过自建、合作、扶持奶牛养殖小区等方式，扩大可控制奶源的规模。在这样的大背景下，2010上半年，全国良种牛进口47751头，同比增长357.17%；冻精进口2427千克，同比增285.85%；胚胎进口1731千克，同比增长2483.58%。进口良种奶牛数量的增加有助于我国奶源质量的改善。

表9 良种牛及其生物产品进口量 2009年上半年与2010年上半年比较

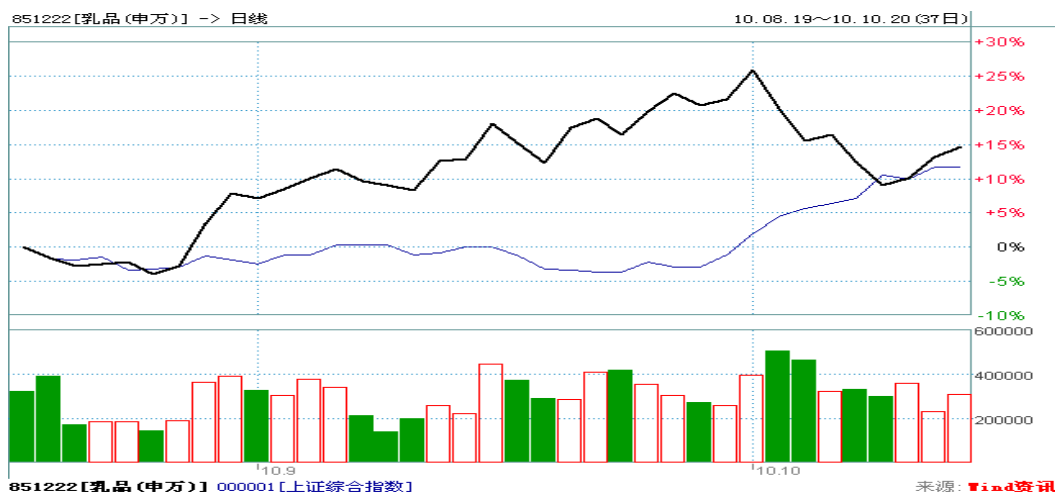
	2009 上半年	2010 上半年	同比变化 (%)
奶牛 (头)	10445	47751	357.17
冻精 (千克)	629	2427	285.85
胚胎 (千克)	67	1731	2483.58

资料来源：根据中国海关统计数据整理。

六、乳制品行业及重点关注公司：

图表 10 8 月 18-10 月 20 日乳制品行业走势与大盘走势比较

单位：%



资料来源：WIND 系统

图表 11 乳品公司盈利预测一览表

单位：元/股

股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
			09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E
伊利股份	39.36	推荐	0.81	1.03	1.5	1.85	48.59	38.21	26.24	21.28
光明乳业	9.48	推荐	0.12	0.19	0.23	0.27	79.00	49.89	41.22	35.11
三元股份	7.69	观望	-0.145	0.059	0.13	0.16	-53.03	130.34	59.15	48.06
皇氏乳业	38.25	观望	0.42	0.62	0.88	1.2	91.07	61.69	43.47	31.88

资料来源：伊利股份、光明乳业为华泰证券研究所预测，三元股份、皇氏乳业为 WIND 平均预测值。

8 月 18 日-10 月 20 日的行业表现符合我们的预期。目前，行业虽然面临成本上涨的压力，但考虑到“十二五规划”中对消费和民生的重视，而乳制品目前是食品行业主要子行业中城乡和贫富消费差距最大的品种之一，因而我们维持对行业的增持评级。在行业中我们仍然首先推荐产品种类齐全，业务发展模式更为健全的伊利股份。

华泰证券行业投资价值等级评判标准

一报告发布日后的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；

一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：市场表现在一5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现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。