

原奶价格维持高位

——乳制品行业 11 月跟踪报告

研究员：张芸

执业证书编号：S0570200010050

电话：025-83290884

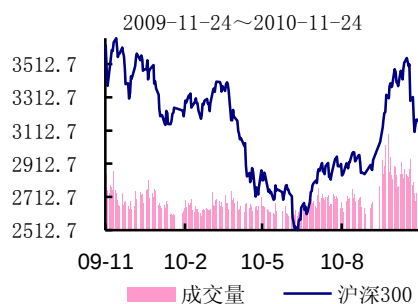
E-mail: zylt4463@sina.com

地址：南京市中山东路 90 号

行业评级：增持(首次评级)

食品制造 II

市场走势图



相关研究

1 《食品制造 II (301902):成本继续上升 严把质量关政策出台》
2010.10

投资要点:

1、10 月份整个原奶主产区的平均价格为 3.02 元/公斤，同比上涨 24.4%，环比上升近 2%。2010 年 10 月，玉米价格同比涨幅达 14.4%，环比略有回落。豆粕价格与上年同期相比下降 2.4%，环比上涨 4.2%，饲料价格的上涨支持原奶价格上涨。

2、11 月 16 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 5341 美元/吨，与 10 月 15 日相比环比上涨 2.92%；脱脂奶粉的平均拍卖价格为 3096 美元/吨，与 10 月 15 日相比环比下降 4.1%；全脂奶粉的平均拍卖价格为 3447 美元/吨，与 10 月 15 日相比环比下降 4.3%。

3、2010 年 11 月上旬，全国袋装鲜奶平均集市价格为 3.33 元/500 克，较上年同期上涨 4.77%，环比上涨 0.91%。这与近期乳制品提价传闻时有发生中所表达的乳制品价格涨幅有一定距离，估计与报道品种和报道地区的差异性有关。总体来看，2010 年乳制品提价幅度尚不足以弥补单位成本上涨所带来的利润减少。

4、雅士利（01230.HK）11 月 1 日首日在港挂牌上市，上市的成功为公司在未来发展中增强竞争实力提供了较好的支撑。11 月 22 日，蒙牛乳业集团和君乐宝乳业在北京联合召开战略合作新闻发布会：蒙牛将投资 4.692 亿元持有君乐宝乳业 51%股权，成为君乐宝的最大股东。此举对蒙牛和君乐宝来说是双赢的举措。

5、乳制品行业 10 月 20 日-11 月 22 日的整体表现强于大盘，特别是在大盘下跌的时候表现出较强的防御性特征，符合预期。我们认为短期来看，影响行业估值的关键因素并没有发生明显变化，因而我们维持对行业的增持评级。

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	40.98	推荐	0.81	0.98	1.36	1.82	50.59	41.82	30.13	22.52
光明乳业	9.52	推荐	0.12	0.19	0.23	0.27	79.33	50.11	41.39	35.26
三元股份	8.27	观望	-0.145	0.059	0.13	0.16	-57.03	140.17	63.62	51.69
皇氏乳业	47.3	观望	0.42	0.62	0.89	1.2	112.62	76.29	53.15	39.42

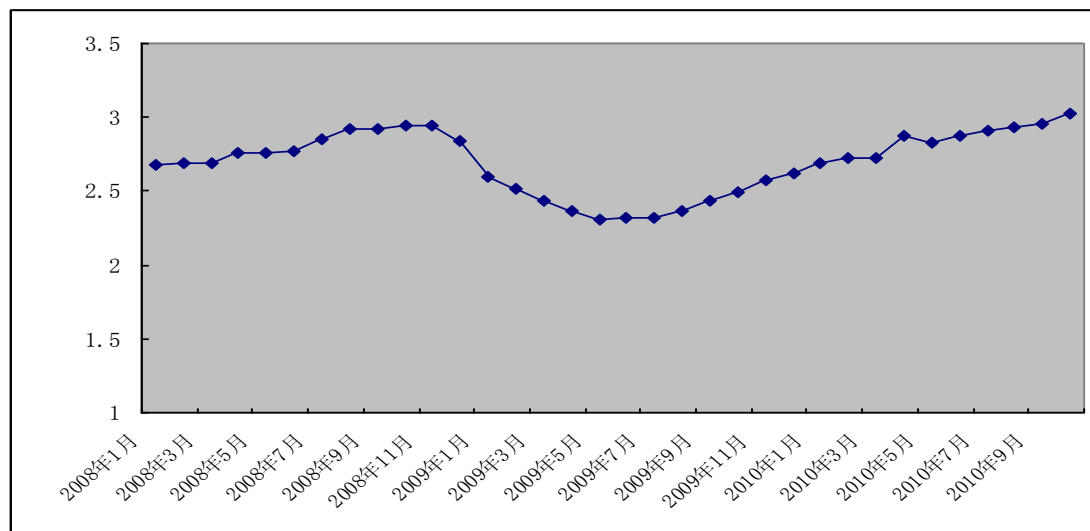
资料来源：伊利股份、光明乳业为华泰证券研究所预测，三元股份、皇氏乳业为 WIND 平均预测值。

一、国内原奶价格继续攀升，国际乳品价格有所回落：

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 10 月份整个原奶主产区的平均价格为 3.02 元/公斤，同比上涨 24.4%，环比上升近 2%。由于进入冬季属于产奶淡季，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 10 月，与上年同期相比，玉米价格的平均涨幅达 14.4%，环比略有回落。豆粕价格与上年同期相比下降 2.4%，环比上涨 4.2%，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

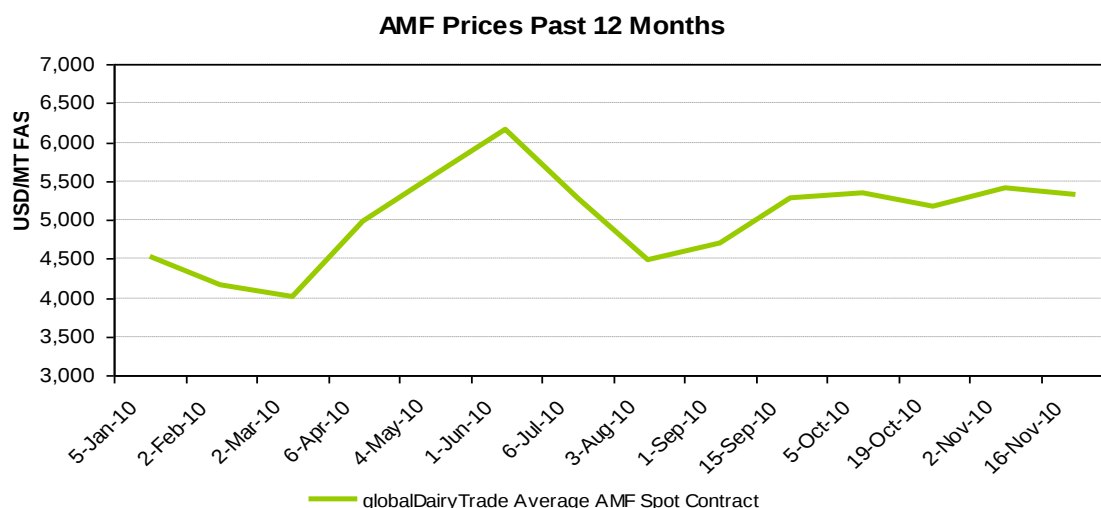
2010/6/30	2.10	24.30	3.32	-9.80
2010/7/7	2.10	22.80	3.29	-10.60
2010/7/14	2.10	21.40	3.31	-9.60
2010/7/14	2.10	21.40	3.31	-9.60
2010/7/28	2.10	19.30	3.31	-9.60
2010/8/4	2.11	18.50	3.41	-7.30
2010/8/11	2.11	17.90	3.44	-6.80
2010/8/18	2.11	17.20	3.46	-6.50
2010/8/25	2.11	16.60	3.47	-6.50
2010/9/1	2.11	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
2010/10/13	2.07	13.70	3.62	-2.90
2010/10/20	2.07	14.40	3.67	-2.40
2010/10/27	2.07	15.00	3.71	-1.90
2010/11/3	2.08	15.60	3.73	-1.80

资料来源：农业部畜牧总站。

11月16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5341美元/吨，与10月15日相比环比上涨2.92%；脱脂奶粉的平均拍卖价格为3096美元/吨，与10月15日相比环比下降4.1%；全脂奶粉的平均拍卖价格为3447美元/吨，与10月15日相比环比下降4.3%。

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

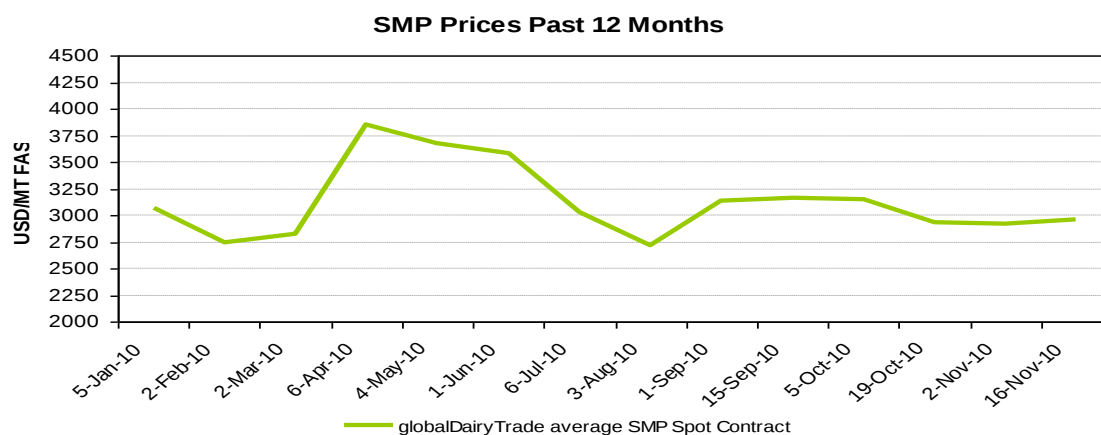
单位：美元/吨



Source: global DairyTrade

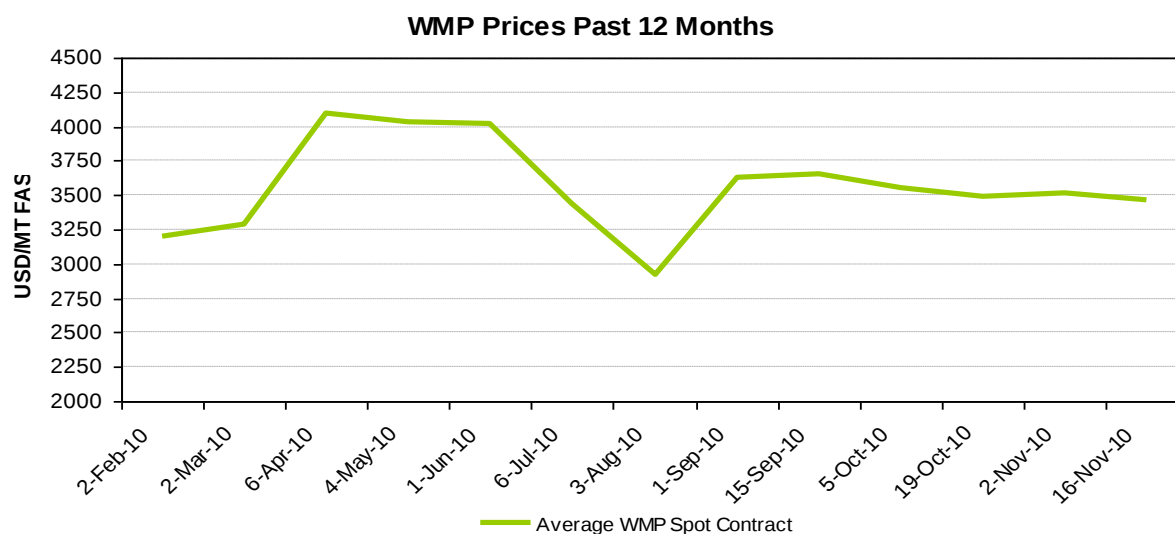
图表 4 2009 年-2010 年脱脂奶粉(Skimmed milk powder)平均价格

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



Source: global DairyTrade

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 1-9 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	542, 519	23. 68
鲜乳类 (HS0401)	10, 833	18. 89
奶粉及炼乳 (HS0402)		
脱脂奶粉 (HS04021000)	308, 010	75. 34

全脂淡奶粉 (HS04022100)	65,752	33.70
全脂甜奶粉 (HS04022900)	239,835	94.26
	484	-63.15
酸乳类 (HS0403)	892	-26.03
乳清产品 (HS0404)	188,252	-14.23
乳脂类 (HS0405)	17,372	-19.44
乳酪类 (HS0406)	17,143	47.70

资料来源：中国海关统计, BOABC。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 9 月份单月, 中国全脂甜奶粉进口 75.08 吨, 同比增长 117.43%; 全脂淡奶粉进口分别为 13639.64 吨, 同比增长 66.44%, 脱脂奶粉进口 5743.85 吨, 同比增长 68.09%; 酸奶进口 118 吨, 同比增长 36.57%, 乳清制品进口 26638 吨, 同比增长 0.48%; 乳脂类进口 1309 吨, 同比下降 59.52%; 鲜奶进口 1311 吨, 同比下降 7.16%; 乳酪类进口 2023 吨, 同比下降 5.72%。

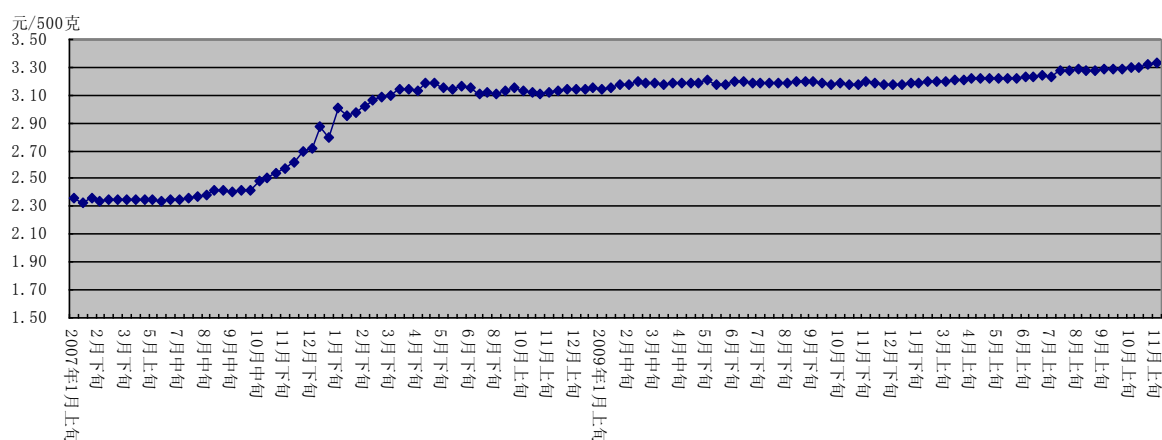
从不同的品种来看, 2010 年 9 月份, 鲜乳平均进口价格为 1845 美元/吨, 环比上涨 1.13%; 脱脂奶粉平均进口价格为 3330 美元/吨, 环比下跌 6.79%; 全脂奶粉平均价格为 3862 美元/吨, 环比下跌 2.05%; 乳脂平均进口价格为 4770 美元/吨, 环比上涨 3.08%; 奶酪平均进口价格为 4827 美元/吨, 环比上涨 1.44%。

三、乳制品价格小幅上涨:

根据国家发改委价格监测中心相关数据, 2010 年 11 月上旬, 全国袋装鲜奶平均集市价格为 3.33 元/500 克, 较上年同期上涨 4.77%, 环比上涨 0.91%。这与近期乳制品提价传闻时有发生中所表达的乳制品价格涨幅有一定距离, 这与报道品种和报道地区的差异性有关。总体来看, 2010 年乳制品提价幅度尚不足以弥补单位成本上涨所带来的利润减少。

图表7 全国城镇市场袋装鲜奶平均集市价格走势

单位: 元/500克



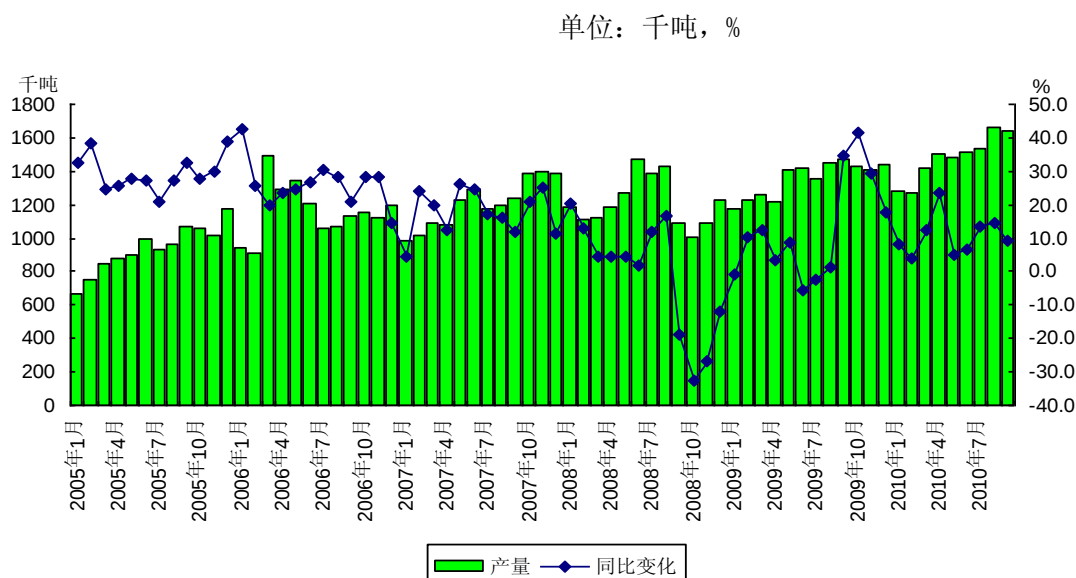
资料来源: 华泰证券研究所。

四、产量稳步上升

2010 年 1-9 月, 全国液态乳产量 13412 千吨, 同比增长 9.7%; 固体乳制品产量 2360

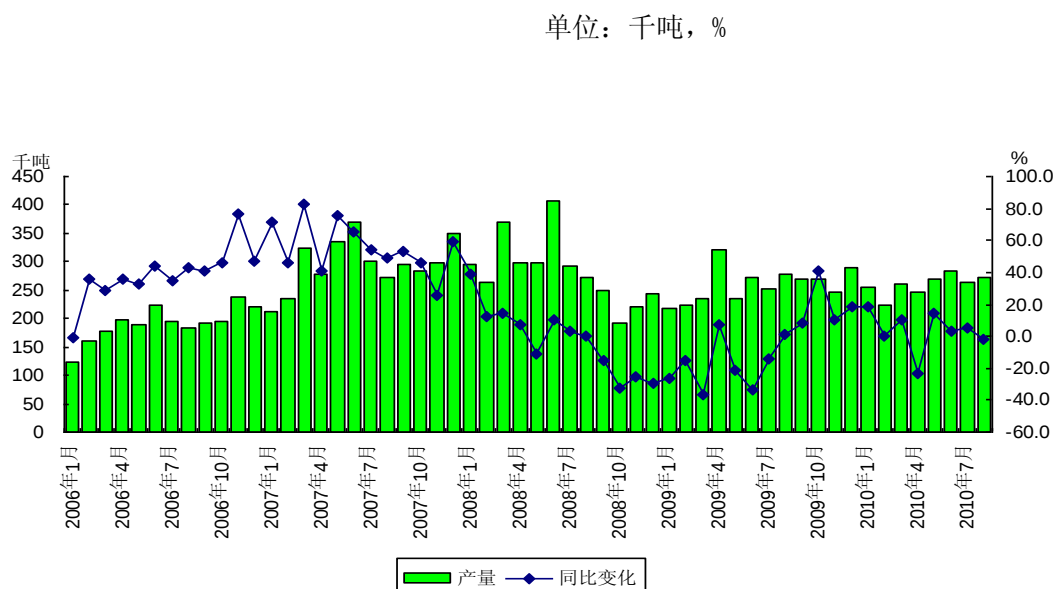
千吨，同比增长 2.52%。9 月份，全国乳制品产量 1922 千吨，同比增长 9.8%，其中液体乳产量 1636 千吨，同比增长 9.3%，固体乳制品产量 286 千吨，同比增长 6.32%。整体增速较 7-8 月份有所回落。

图表 8 液态奶产量走势图



资料来源：BOABC

图表 9 乳制品产量走势图



资料来源：BOABC

五、行业动态：

1、雅士利实现在香港上市

雅士利（01230.HK）11 月 1 日首日在港挂牌上市，发行价 3.70 港元，发行 5.74 亿股新股，IPO 筹集的资金的主要用途包括 25%用作扩大婴幼儿配方奶粉及营养食品产能；25%用作收

购从事原奶及原料奶粉生产的综合乳制品公司；25%用作随后3年增加在主要电视网络及流行育婴论坛网站和其他媒体的广告活动；7.5%用作研发能力提高；7.5%用作开发推销及扩充经销网络，最多10%用作运营资金和一般企业用途。上市的成功为公司在未来发展中增强竞争实力提供了较好的支撑。

2、蒙牛将控股君乐宝

11月22日，蒙牛乳业集团和君乐宝乳业在北京联合召开战略合作新闻发布会：蒙牛将投资4.692亿元持有君乐宝乳业51%股权，成为君乐宝的最大股东。此举对蒙牛和君乐宝来说是双赢的举措，蒙牛可以增强在酸奶领域的市场占有率，而君乐宝也可以借蒙牛的渠道获得更好的发展。

六、乳制品行业及重点关注公司：

图表10 10月20日-11月22日乳制品行业走势与大盘走势比较



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	40.98	推荐	0.81	0.98	1.36	1.82	50.59	41.82	30.13	22.52
光明乳业	9.52	推荐	0.12	0.19	0.23	0.27	79.33	50.11	41.39	35.26
三元股份	8.27	观望	-0.145	0.059	0.13	0.16	-57.03	140.17	63.62	51.69
皇氏乳业	47.3	观望	0.42	0.62	0.89	1.2	112.62	76.29	53.15	39.42

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，收盘价为 11 月 23 日收盘价。

乳制品行业 10 月 20 日-11 月 22 日的整体表现强于大盘，特别是在大盘下跌的时候表现出较强的防御性特征，符合预期。我们认为短期来看，影响行业估值的关键因素并没有发生明显变化，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

一报告发布日后的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；

一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。

免责声明：

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，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本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。