

食品饮料行业



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

乳品产量和价格预计持续稳定增长

发布日期：2010 年 12 月 13 日

投资要点：

●2010 年初以来乳制品和液体乳月度产量和价格持续增长，2011 年我国玉米、豆粕等粮食价格将在高位运行，将推动原奶价格上涨，导致奶业公司提高乳制品和液体乳出厂价格。

●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。

●预计 2011 年，我国乳制品和液体乳月度产量和价格将继续上涨。

●2010 年前三季度奶业上市公司营业利润同比大幅度增长，已经接近去年全年水平。2011 年奶业上市公司毛利率预计有所提高，营业收入、营业利润和净利润预计同比增长 20%左右。

●2010 年 12 月初，光明乳业下属天津光明梦得乳品有限公司产能扩建项目开工。项目达产后，每年可新增收购鲜奶能力 8 万吨，新增销售收入 6 亿多元。该项目是光明乳业开拓华北市场的重要部署，是未来光明乳业经营业绩重要增长点之一。

●2010 年 12 月初，光明乳业新产品莫斯利安酸奶正式在全国上市，该产品是国内首个不需要冷藏的高端常温酸奶，营养成分和冷藏酸奶一样，常温状态下保存时间可达 120 天，具有一定的技术壁垒，短期内很难被竞争对手复制，具有广阔的成长空间，是公司拓展市场的重要突破口。

●光明乳业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。

●给予奶业行业“强于大市”评级，给予伊利股份和光明乳业“推荐”评级。

请务必阅读正文之后的重要声明

乳业行业评级 强于大市 (维持)

动态市盈率： 46.96
市净率： 6.42

行业表现



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
行业涨跌(%)	-3.45%	32.54%	37.55%
大盘涨跌(%)	-10.14%	9.06%	-13.03%

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	09EPS	10EPS	11EPS
伊利股份	推荐	0.81	0.98	1.32
光明乳业	推荐	0.12	0.18	0.25
三元股份	中性	-0.20	-0.10	0.13
皇氏乳业	中性	0.57	0.61	0.95

资料来源：历史数据来源于公司公告

吴正武 许春华 行业研究员

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

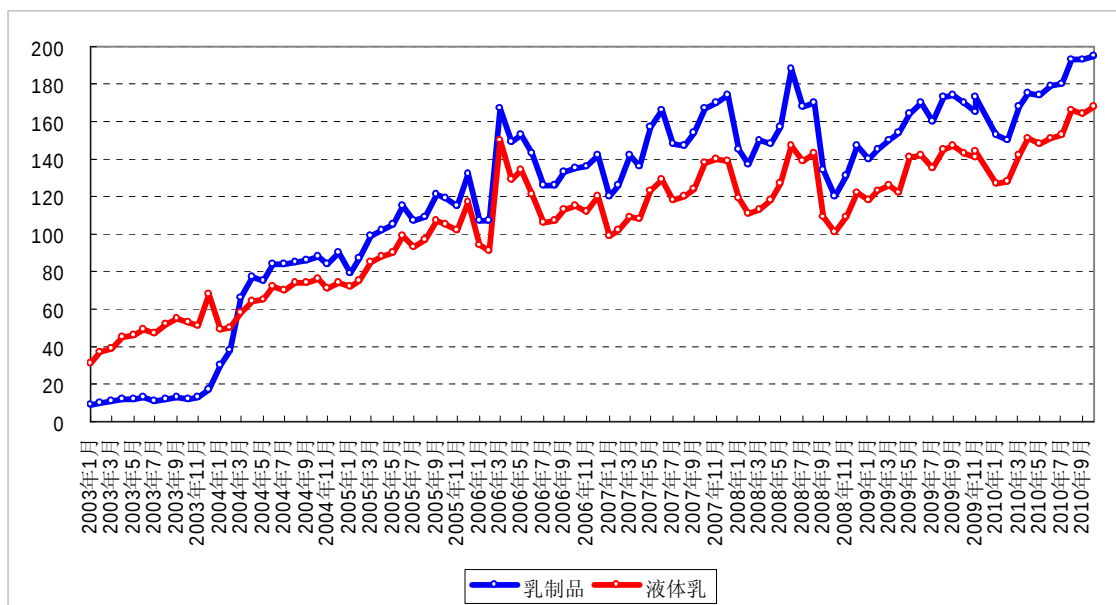
相关报告

2010 年 7 月 26 日研究报告《牛奶加工行业呈现产量和销售价格齐涨趋势》

一、2010 年初以来乳制品和液体乳月度产量和价格持续增长，未来将继续上涨。

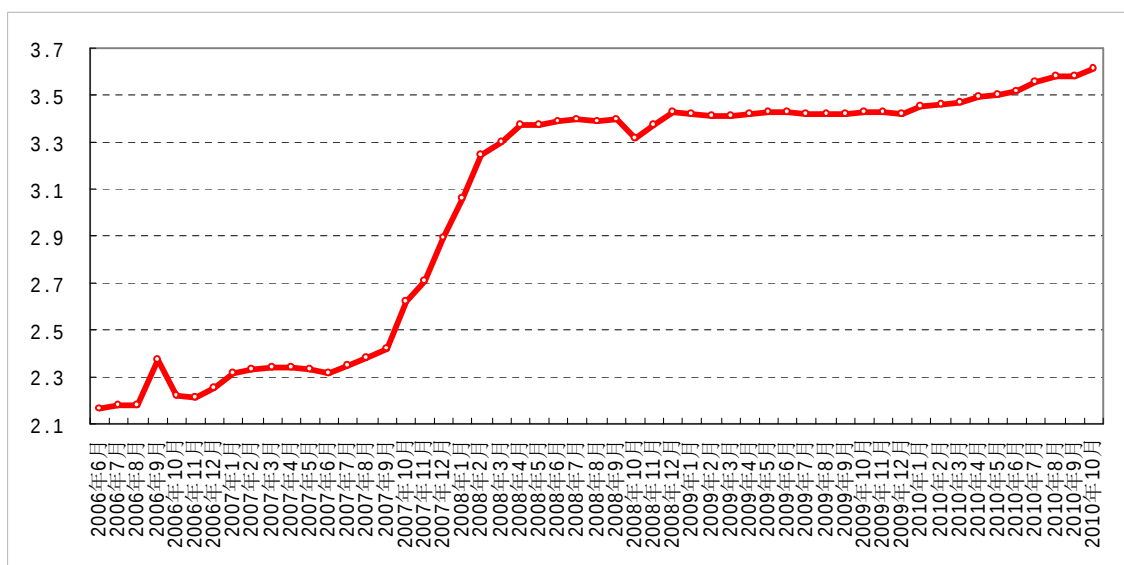
2008 年三聚氰胺事件以后，政府和企业对奶制品实行严格的质量管理。2009 年乳制品和液体乳月度产量同比恢复增长；2010 年乳制品和液体乳月度产量持续稳定增长。2010 年初以来，由于饲料价格上涨，牛奶价格持续缓慢上涨。产量和价格这种变动对奶业上市公司扩大生产规模、调整产品结构和提高盈利水平是有利的。

图 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

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

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，

请务必阅读正文之后的重要声明

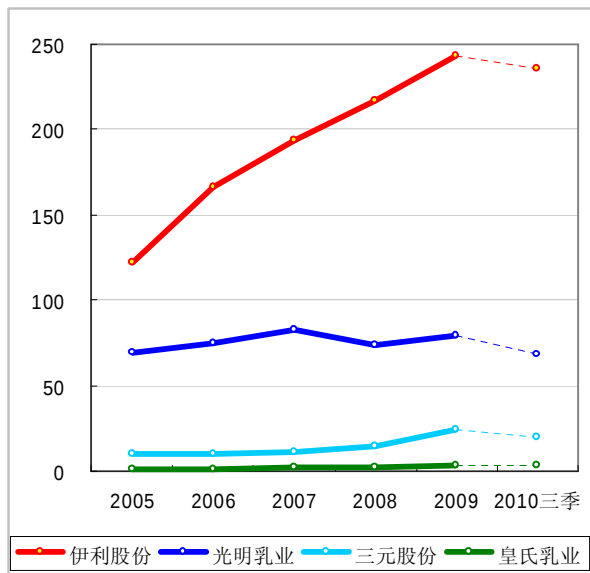
将与新建乳制品加工项目相匹配的稳定可控的奶原基地产生鲜乳的能力由 30% 提高到 40%，扩建乳制品加工项目相匹配的稳定可控的奶原基地产生鲜乳的能力保持在 75% 不变。鼓励国内企业兼并重组国内乳制品企业，培育一批年销售收入超过 20 亿元的骨干企业。近几年，美国、欧洲、大洋洲等地大量奶粉进口到国内，挤压国内奶粉企业的生存空间。但是，2009 年以来，我国月度进口奶粉量与当月国内乳制品产量比在 1:20 以下，维持在 1:40 左右水平，总体不会对国内乳制品行业形成巨大冲击。在细分行业婴儿奶粉市场，外国品牌奶粉占据主导地位。自 2009 年 8 月 1 日起，商务部对鲜奶、奶粉和乳清实行进口报告管理；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。

规模养殖的奶牛饲料主要是玉米、豆粕等粮食，2011 年我国玉米、豆粕等粮食价格将在高位运行，将推动原奶价格上涨，原奶价格上涨将导致奶业公司提高乳制品和液体乳出厂价格。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。预计 2011 年，我国乳制品和液体乳月度产量和价格将继续上涨。

二、奶业上市公司经营规模和盈利水平比较

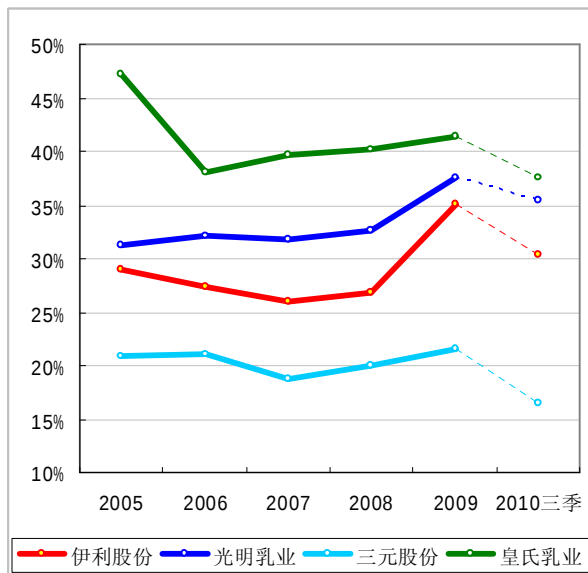
我国奶业有伊利股份、光明乳业、三元股份、维维股份、皇氏乳业等上市公司。其中，伊利股份是我国奶业龙头公司，与蒙牛乳业共同构成我国奶业双寡头格局；光明乳业和三元股份分别是北京和上海及其附近区域市场的龙头，具有区域竞争优势；维维股份除奶业外，还有豆粉、白酒等其他经营业务；皇氏乳业位于广西境内，经营品种独特的水牛奶。

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（%）

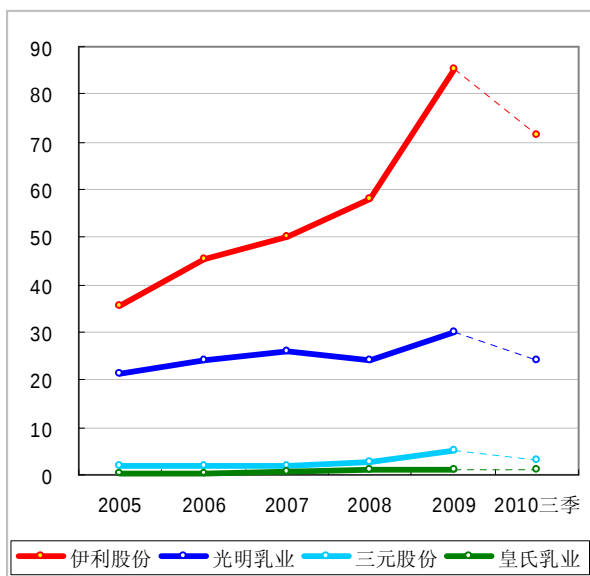


资料来源：公司公告

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

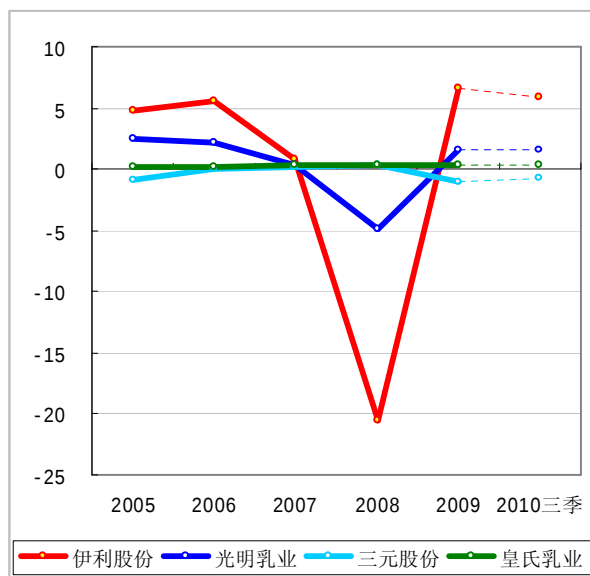
元股份由于没有受到三聚氰胺事件打击，2009 年借机发展比较快。但是，光明乳业毛利率一直高于伊利股份和三元股份，说明产品盈利能力更强。2009 年以后，四家奶业公司毛利率同比都出现增长，说明三聚氰胺事件对奶业公司经营业绩的负面影响逐渐降低。但是进入 2010 年以后，由于原奶收购价格上涨，成品乳制品和液体乳提价缓慢，四家奶业公司毛利率有所下滑，2011 年随着成品乳制品和液体乳价格上涨，四家奶业公司毛利率将提高。

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

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 年前三季度营业利润同比大幅度增长，已经接近去年全年水平。

2011 年我国 4 家奶业上市公司毛利率预计有所提高，营业收入、营业利润和净利润预计同比增长 20%左右。

三、光明乳业股票激励计划、常温酸奶新产品上市和天津生产基地扩产建设，经营业绩增长更加突出

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 12 月初，光明乳业与天津梦得集团共同投资 5 亿元，扩大合资公司天津光明梦得乳品有限公司产能项目开工建设。项目达产后，每年可新增收购鲜奶能力 8 万吨，新增销售收入 6 亿多元。该项目是光明乳业突破区域奶业市场局限，开拓华北市场的重要部署，是未来光明乳业经营业绩重要增长点之一。

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 12 月初，光明乳业新产品莫斯利安酸奶正式在全国上市，该产品是国内首个不需要冷藏的高端常温酸奶，营养成分和冷藏酸奶一样，但常温状态下保存时间可达 120 天，将原本只能保存几天的酸奶延期到 4 个月。常温酸奶上市具有划时代的意义，突破了酸奶必须采取冷链运输，且运输半径不宜过大的限制。

伊利股份与蒙牛乳业共同构成我国常温奶业双寡头格局，如果不开发新产品，光明乳业突破区域奶业市场局限难度很大。光明乳业在酸奶产品开发上具有国内领先的技术优势，莫斯利安酸奶是由公司自主研发的高端常温酸奶新产品，具有一定的技术壁垒，短期内很难被竞争对手复制。目前常温酸奶只有光明乳业在销售，具有广阔的成长空间，是公司拓展市场的重要突破口。

四、行业投资建议和评级

2010 年初以来乳制品和液体乳月度产量和价格持续增长，2011 年我国玉米、豆粕等粮食价格将在高位运行，将推动原奶价格上涨，原奶价格上涨将导致奶业公司提高乳制品和液体乳出厂价格。我国奶的消费市场仍然十分广阔。预计 2011 年，我国乳制品和液体乳月度产量和价格将继续上涨。2010 年前三季度营业利润同比大幅度增长，已经接近去年全年水平。2011 年我国 4 家奶业上市公司毛利率预计有所提高，营业收入、营业利润和净利润预计同比增长 20%左右。光明乳业股票激励计划、常温酸奶新产品上市和天津生产基地扩产建设，经营业绩增长更加突出。给予奶业行业“强于大市”评级，给予伊利股份和光明乳业“推荐”评级。

五、重点上市公司盈利预测和评级

表 2: 重点上市公司盈利预测和评级

代码	名称	细分行业	12 月 9 日股价	EPS(元)			PE			最新评级
				2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	
600887	伊利股份	乳业	39.20	0.81	0.98	1.32	48.4	40.0	29.7	推荐
600597	光明乳业	乳业	10.57	0.12	0.18	0.25	88.1	58.7	42.3	推荐
600429	三元股份	乳业	7.88	-0.20	-0.10	0.13	-	-	60.6	中性
002329	皇氏乳业	乳业	50.03	0.57	0.61	0.95	87.8	82.0	52.7	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。