

乳制品

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 蒋鑫

S0960110110022

0755-82026708

jiangxin@cjis.cn

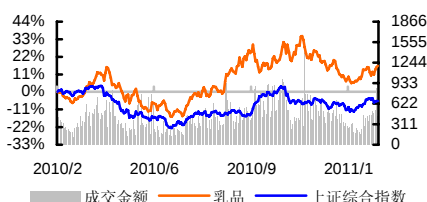
评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	4
总市值(亿元)	528
占A股比例(%)	0.08%
平均市盈率(倍)	49.38

行业表现

(%)	1M	3M	6M
乳品	9.81	-10.10	15.48
上证综合指数	7.51	-0.68	10.86



相关报告

《伊利股份-加码宁夏吴忠液态奶项目, 产能布局进一步优化》2011-1-20

《伊利股份-品牌升级推动公司向世界一流健康食品集团迈进》2010-12-21

《从奶源、产品、渠道全产业链精选优势企业》2010-12-20

《伊利股份-深耕产业链, 扩大自有奶源, 加大产能布局, 渠道继续下沉》2010-11-29

乳制品行业

看好

新政点评: 许可证重审和降低进口奶粉关税加速乳制品行业整合

本报告主要针对近日乳制品行业两个重大事项: 一是质检总局昨日公布了许可证重审截止日期顺延和已完成情况, 二是国家税务总局可能在策划降低进口奶粉关税, 分析这两项举措对我国乳制品行业造成的影响和对伊利股份的影响: 许可证重审有助于提高伊利的市场份额, 降低进口奶粉关税对伊利奶粉影响很小。

点评:

- 2月24日质检总局宣布: 乳制品生产许可证重新审查工作完成时限将由原计划的3月1日顺延至3月底, 目前三分之一的地区已完成重审, 60%的企业通过了审核。凡未重新获得生产许可的, 依法停止生产乳制品及婴幼儿配方乳粉等产品。
- 许可证重审提高行业进入门槛。一套检测设备200-1000万元, 增加的检验项目需要增加300万-400万的检测费, 一般营业收入在8千万以上、日产量超过20吨的企业才具备这样的资金条件。
- 加速行业整合, 奶业协会预计超20%的企业退出市场, 让出市场份额10%以上。中国的乳制品加工企业有820家左右, 奶业协会预计全国会有20%至25%的乳企被淘汰, 预计让出的市场份额约为10%~12%, 这些市场将被行业内大型企业占领。
- 退出市场的企业将主要是常温奶生产企业, 奶粉生产企业以及巴氏奶生产企业不会有太大的影响。配方奶粉企业需要有自己的奶源, 加工设备和管理规范上的要求也更高, 而巴氏奶生产企业必须使用鲜奶且都拥有自己的奶源基地因而实力较强, 但是小型常温奶生产企业则多无原料奶基地, 工艺简单, 可以采用奶粉进行还原的方式进行生产, 因而受到的冲击会更大。
- 伊利市场份额有望提升3至5个百分点。目前伊利和蒙牛常温奶市场份额超过60%, 伊利占有率约28%, 我们认为伊利能够凭借品牌、渠道优势, 抢占这次整合让出的市场份额的3至4成, 市场占有率提升至31%-33%, 进一步稳固公司在行业内的地位。
- 降低进口奶粉关税政策实施的可能性取决于对税收的贡献和对国内奶粉市场冲击之间的权衡。政策实施的动力在于减少税收流失, 阻力在于这可能会对国内品牌造成较大的冲击, 而且进口奶粉挤占市场份额还严重打击国内养殖业, 影响就业。
- 历史上看主动下降关税的概率不大, 事实上2010年9月我国针对海外对购奶粉的政策甚至收紧了。2010年海关总署宣布, 境外邮递进入境内的个人物品免税额从原来的港澳台400元、其他地区500元下降到50元, 这意味着代购3罐奶粉便达到征税标准。
- 即使进口奶粉关税降低, 仍与伊利奶粉的价格区间不重叠, 对伊利的影响较小。惠氏、美赞臣、雅培、多美滋等海关进口的奶粉销售均价约为260元左右, 扣除关税和运费等, 每桶奶粉入关前均价为160元左右, 即使降低关税, 进口奶粉的价格也很难低于200。这与贝因美、雅士利、完达山等产品价格重叠, 可能会对这类产品造成冲击。但伊利奶粉的价格区间在50-140元, 虽然公司计划将产品结构向高端调整, 仍与进口奶粉的价格不存在重叠, 因此这项政策对伊利影响很小。

股票代码	股票名称	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	09PE	10PE	11PE	12PE	投资评级
600887	伊利股份	0.81	0.87	1.34	1.72	46.75	43.44	28.35	22.02	强烈推荐
002329	皇氏乳业	0.43	0.55	0.80	1.07	121.70	94.83	65.25	48.33	推荐
600597	光明乳业	0.12	0.19	0.25	0.31	87.04	53.57	40.84	32.40	推荐
600429	三元股份	-0.15	-0.04	0.09	0.20	-51.20	-199.80	82.42	37.25	中性

一、许可证重审预计至少淘汰 20%以上的企业，让出

10%以上的市场空间

2010 年 11 月 6 日，国家质检总局发布规定要求相关乳品企业于 2010 年 12 月 31 日之前重新提出生产许可申请，至 2011 年 3 月 1 日起，凡未重新获得生产许可的，依法停止生产乳制品及婴幼儿配方乳粉等产品。根据新规定，乳制品生产企业必须配备相应检测设备，对三聚氰胺和食品添加剂等 64 项指标进行自检。

2 月 24 日质检总局宣布：乳制品生产许可证重新审查工作完成时限将由原计划的 3 月 1 日相应顺延至 3 月底，目前三分之一的地区已完成重审，60% 的企业通过了审核。

1. 对乳制品行业的影响：

许可证重审提高行业进入门槛。一套检测设备 200-1000 万元，增加的检验项目需要增加 300 万-400 万的检测费，一般营业收入在 8 千万以上、日产量超过 20 吨的企业才具备这样的资金条件。

加速行业整合，奶业协会预计超 20%的企业退出市场，让出市场份额 10% 以上。中国的乳制品加工企业有 820 家左右，奶业协会预计全国会有 20%至 25%的乳企被淘汰，有的地方淘汰率会达到 40%，如云南、甘肃这些小乳企比较多的地方。但多为规模较小的企业，预计让出的市场份额约为 10%~12%，这些市场份额将被行业内大型企业占领。截止 2 月 24 日，已完成审核的地区多数淘汰了 30%以上的企业，淘汰产能超过 20%。

退出市场的企业将主要是常温奶生产企业，奶粉生产企业以及巴氏奶生产企业不会有太大的影响。配方奶粉企业需要有自己的奶源，加工设备和管理规范上的要求也更高，而巴氏奶生产企业必须使用鲜奶且都拥有自己的奶源基地因而实力较强，但是小型常温奶生产企业则多无原料奶基地，工艺简单，可以采用奶粉进行还原的方式进行生产，因而受到的冲击会更大。

表 1 截止 2 月 24 日部分省份审核结果

省份	企业数量	通过审核家数	关闭家数	淘汰企业占比
陕西	78	54	24	30.77%
宁夏	33	19	14	42.42%
四川	38	31	7	18.42%
广东	51	35	16	31.37%
福建	15	5	10	66.67%
全国	820			>20%

资料来源：中投证券研究所

2.对伊利股份的影响：市场份额有望提升 3 至 5 个百分点

目前伊利和蒙牛常温奶市场份额超过 60%，伊利占有率约 28%，我们认为伊利能够凭借品牌、渠道优势，抢占这次整合让出的市场份额的 3 至 4 成，市场占有率提升至 31%-33%，进一步稳固公司在行业内的地位。

二、降低进口奶粉关税实施仍未落实，对伊利奶粉业

务影响很小

近期传闻国家税务总局将降低部分进口产品关税，而奶粉、化妆品等产品降税的可能性最大，消息尚未得到官方确认，如果真的减低关税，会在一定程度上对本土品牌造成冲击，但具体影响还要等政策细则出台才能得出。

1. 政策实施的可行性分析：对税收的贡献和对国内奶粉市场冲击之间的权衡

政策实施的动力：国内奶粉企业经过多次质量风波后，信誉度比较低，导致大量资金涌向境外采购，考虑与其让消费者到境外购买，不如降低关税，让其留在国内消费。目前海关进口奶粉的税收有增值税和进口关税。如果来自最惠国，其税率为 22%，如果是普通国家，如美国，则进口奶粉的税率是 57%。

政策实施的阻力：国家对进口奶粉扩大通行证，可能会对国产品牌造成较大的冲击。此前进口奶粉已经占据高端奶粉市场 70% 以上份额，且逐年递增。而国产奶粉在中低端市场占据一定优势。一旦进口奶粉价格下调，也将直接抢占国产奶粉生存空间。除此之外，进口奶粉挤占市场份额还严重打击国内养殖业，影响就业。进口奶粉每增加 10 万吨，相当于减少国内 34 万头奶牛，从而影响上万人的就业。

历史上看主动下降关税的概率不大。目前很多消费者到境外购买奶粉，降低进口税防止奶粉税收流失或有一定可能性，但是按照以往的惯例，如果不是因为进入世贸或相关贸易协定需要中国降低奶粉进口税的话，主动下降税率的动力不太大。

事实上 2010 年 9 月我国针对海外代购奶粉的政策甚至收紧了。海关总署宣布，境外邮递进入境内的个人物品免税额从原来的港澳台 400 元、其他地区 500 元下降到 50 元。这意味着代购 3 罐奶粉便达到征税标准，需缴纳 10% 的关税。（按海关总署现行规定，奶粉的完税价是 200 元/公斤，进口税率是 10%，一罐奶粉的普通规格约 0.9 公斤。如果从国外代购 3 罐这种规格的奶粉，进口税就是 $0.9 \times 3 \times 200 \times 10\% = 54$ 元。）

2. 对伊利的影响：即使进口奶粉关税降低，仍与伊利奶粉的价格区间不重叠，影响较小

像惠氏、美赞臣、雅培、多美滋、明治等海关进口的奶粉销售均价约为 260 元左右，目前海关进口奶粉的税收有增值税和进口关税，如果来自最惠国，其税率为 22%，如果是普通国家，如美国，则进口奶粉的税率是 57%。扣除关税和运费等，每桶奶粉入关前均价为 160 元左右，即使降低关税，进口奶粉的价格也很难低于 200。这个价格与贝因美、雅士利、完达山等产品价格重叠，可能会对这类产品造成冲击。但伊利奶粉的价格区间在 50-140 元，未来公司计划不断将产品结构向高端调整，但与进口奶粉的价格仍不存在重叠，因此这项政策对伊利影响较小。

表 2 不同品牌婴幼儿奶粉价格区间

品牌	较高端产品代表	产品线价格区域	地区	市场占有率
伊利	金领冠	50-140 元/桶	内蒙古	5.49%
飞鹤	飞帆	80-180 元/桶	黑龙江	2.37%
明一	金智	85-126 元/桶	香港	
南山	金装倍慧	85-130 元/桶	湖南	
完达山	安力聪	120-180 元/桶	黑龙江	2.26%
雅士利	金装	120-170 元/桶	广东	5.40%
雀巢	超级能恩	200 元/桶	瑞士	5.03%
贝因美	金装爱+	150-300	杭州	6.23%
摇篮	金能聪	200-240 元/桶	黑龙江	
多美滋	金装	180-250 元/桶	荷兰	13.76%
雅培	金装喜康力	200 元/桶	荷兰	7.22%
澳优	能力多	200-300 元/桶	湖南	2.25%
美赞臣	安婴儿	170-320 元/桶	美国	13.44%
惠氏	启赋	200-380 元/桶	美国	7.33%

资料来源：中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张 镭: 中投证券研究所首席行业分析师。

蒋 鑫: 中投证券研究所食品行业分析师, 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士。

柯海东: 中投证券研究所酒类行业分析师, 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学工业设计工学学士, 武汉大学营销管理双学士。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434