

行业研究

乳业

评级：中性

信达证券股份有限公司

北京市西城区南闹市口大街 9
号院 1 号楼 6 层

分析师：康敬东

投资咨询业证书编号：

S1500510120009

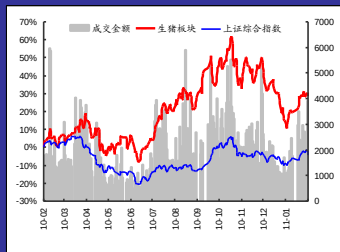
010- 63081261

kangjingdong@cindasc.com

乳业板块主要财务指标

	2007	2008	2009
EPS (元)	0.09	-0.78	0.24
ROE (%)	3.25	-32.87	10.01
每股净资产 (元)	3.15	2.26	2.81
收入增长 (%)	14.51	6.15	13.89
净利润增长 (%)	-56.75	-1002.91	136.23
毛利率	27.38	28.02	34.81
应收账款周转率	30.51	33.71	37.62
存货周转率	9.25	8.37	8.31
每股经营现金 (元)	0.50	0.13	0.92

近一年乳业指数相对表现



相关报告

《市场恢复 竞争加剧》 2011.1

乳业大限 龙头受益

行业跟踪

2011 年 3 月 3 日

摘要

- 去年底国家质检总局要求到 2011 年 3 月 1 日，未能重新获得生产许可的乳品企业将被要求停止生产。目前，只有三分之一的企业完成核查。考虑到企业审核清理工作面广且量大，国家质检总局近来宣布，乳制品生产许可证重新审查工作完成时限顺延至 3 月底；
- 前期央视针对消费者选择奶粉的倾向做了调查，结果显示，有七成消费者选用进口奶粉，仅有三成选择国产奶粉。这一调查是在北京某一个超市的调查，超市的七成消费者不选择国产奶粉并不能反映国内整体现状，根据 20 个省的城市调查结果，目前国产奶粉的销量占比是 53.3%；
- 前不久，国家乳制品工业协会委托国内权威的检测机构对国产奶粉和进口婴幼儿奶粉进行了抽查检测。抽查主要包括雅士利、伊利、圣元等 11 个国产品牌和雀巢、惠氏、美赞臣等 12 个国外品牌。检测结果显示，国产奶粉和进口奶粉没有明显差异。我们认为，中国儿童的健康和成长事关国家前途和民族兴衰，没有理由拱手让人；
- 长期以来，国际乳业巨头一向未能涉足国内液态乳市场，最根本的原因在于他们在中国没有自己的奶源基地。面临大批小企业退出市场的现实，外资大鳄又一次迎来了机遇，未来外资企业通过收购进入是必然趋势。在奶粉沦陷之后，液态奶的是否会变成下一个奶粉呢；
- 此番严格审核将淘汰出局一批不符合生产、检测要求的小企业，可以起到净化市场、缓减产能过剩压力，但简单地淘汰落后生产力提高行业门槛也可能带来严重的后遗症。一次性改造投入大，资金筹措问题较多，给后续发展带来很大困难。整改仍达不到审核要求被迫关停，给职工就业和当地奶农及社会稳定带来诸多困难和压力。企业停产其后原有银行负债的偿还也是一个问题；
- 一次次的乳业危机不断冲击着脆弱的中国乳业，外资乳业已经占领了十分有利的位置，对于乳业风险应当保持高度关切，同时我们认为国产乳品仍然应当是国民首选，对外资品牌不应过于轻信，对国内品牌也应持有信心。此次乳业大限即将来临对国内乳业龙头总体是件好事，我们维持对乳业“中性评级”，建议关注光明乳业和皇氏乳业。

目录

1. 生产许可重新审查时限顺延至 3 月底	2
2. 不宜盲目轻信洋品牌	2
3. 谨防液态奶市场沦陷	2
4. 后续问题应当引起重视	3
5. 投资建议	3

1. 生产许可重新审查时限顺延至 3 月底

去年底国家质检总局要求到 2011 年 3 月 1 日，未能重新获得生产许可的乳品企业将被要求停止生产。目前，只有三分之一的企业完成核查。考虑到企业审核清理工作面广且量大，国家质检总局近来宣布，乳制品生产许可证重新审查工作完成时限顺延至 3 月底。

目前中国乳制品生产企业有 1800 家左右，前 5 名企业的市场占有率高达 60%至 70%。业内普遍预期此次审核全国将会有 20%—25%的加工企业退出市场，多为规模较小的企业，让出的市场份额约为 10%—12%。在行业的加工产能本来就有 50%—60%严重过剩的情形下，这些小企业退出对行业本身影响虽然有限，但仍将强化寡头垄断的行业格局。

2. 不宜盲目轻信洋品牌

前期央视针对消费者选择奶粉的倾向做了调查，结果显示，有七成消费者选用进口奶粉，仅有三成选择国产奶粉。这一调查是在北京某一个超市的调查，超市的七成消费者不选择国产奶粉并不能反映国内整体现状，根据 20 个省的城市调查结果，目前国产奶粉的销量占比是 53.3%。从全国范围来看，婴幼儿奶粉的销量至少有六成来自国内企业。中国有 4 万个镇，在外国品牌没有进入的地方，喂养儿童大多还是中国的奶粉品牌。尽管如此回避不了消费者对国产乳制品的信任度过低，去年国内婴儿配方奶粉产量首次下降，下降量在 12%左右。而与国产奶粉现状形成鲜明对比的是进口奶粉的热销以及国内消费者到香港、澳门的抢购行为导致部分商场奶粉断货的报道。我们认为尽管近年来国内乳业屡被曝光反映了国内乳业存在的致命问题，但洋奶粉利用舆论造势，贬低国产奶粉形象，带头涨价，图谋中国市场的意图也不能视而不见。

我们早在三聚氰胺事发后指出，中国乳业的问题并非一个行业一个品种的问题，更多体现的是经济、社会中的系统性风险，当前食品添加剂滥用暴露出来的问题也不仅仅存在于食品行业内部，依然是系统性风险的再现。

近年来，洋奶粉在打击国内乳业的同时不断大肆涨价，同时引发国内品牌追随，给无数家庭造成了沉重负担。前不久，国家乳制品工业协会委托国内权威的检测机构对国产奶粉和进口婴幼儿奶粉进行了抽查检测。抽查主要包括雅士利、伊利、圣元等 11 个国产品牌和雀巢、惠氏、美赞臣等 12 个国外品牌。检测结果显示，国产奶粉和进口奶粉没有明显差异。我们认为，中国儿童的健康和成长事关国家前途和民族兴衰，不应拱手让人。

3. 谨防液态奶市场沦陷

在国内乳企被一个个乳制品质量安全问题折磨得焦头烂额之际，洋品牌又开始在中国图谋中高端液态奶市场。有报道称多美滋已经在部分大城市开始销售液态奶，而雅培

最新发布的特别配方奶也为液态产物，且这款液体配方奶现在已在上海和广州等地的部分母婴店销售。长期以来，国际乳业巨头一向未能涉足国内液态乳市场，最根本的原因在于他们在中国没有自己的奶源基地。面临大批小企业退出市场的现实，外资大鳄又一次迎来了机遇，未来外资企业通过收购进入是必然趋势。在奶粉沦陷之后，液态奶的是否会变成下一个奶粉呢？

4. 后续问题应当引起重视

此番严格审核将淘汰出局一批不符合生产、检测要求的小企业，可以起到净化市场、缓减产能过剩压力，但简单地淘汰落后生产力提高行业门槛也可能带来严重的后遗症。在陕西部分企业通过整改，基本达到了审核清理标准要求，但一次性改造投入大，资金筹措问题较多，给后续发展带来很大困难；此外，部分企业受规模、装备、布局、管理、资金等各方面因素制约，通过整改仍达不到审核要求被迫关停，给职工就业和当地奶农及社会稳定带来诸多困难和压力。据统计，陕西省自 2008 年三聚氰胺事件以来审核清理共关停企业、淘汰落后产能涉及到企业、奶农等相关职工 1.16 万人，报废固定资产 3.9 亿元，该报告称，关停企业负担重、损失多、职工安置难度大，给地方政府维护稳定造成了很大困难。此外，企业停产后其原有银行负债的偿还也是一个问题。

5. 投资建议

一次次的乳业危机不断冲击着脆弱的中国乳业，外资乳业已经占领了十分有利的位置，对于乳业风险应当保持高度关切，同时我们认为国产乳品仍然应当是国民首选，对外资品牌不应过于轻信，对国内品牌也应持有信心。此次乳业大限即将来临对国内乳业龙头总体是件好事，我们维持对乳业“中性评级”，建议关注光明乳业和皇氏乳业。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深300指数涨幅10%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深300指数跌幅10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心
邮编：100031
传真：0086 10 63081102