

食品饮料行业



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

乳制品行业超过三分之一企业关门退出，龙头公司发展空间扩大

2010 年 4 月 15 日

投资要点：

●截至 3 月 31 日，全国 1176 家乳制品企业中（其中婴幼儿配方乳粉企业 145 家），有 643 家企业通过了生产许可重新审核（其中婴幼儿配方乳粉企业 114 家），107 家企业停产整改，426 家企业未通过审核，未通过审核和停产整改的企业一律停止生产乳制品。这有利于行业龙头公司扩大销售量。

●我国乳制品产量主要分布在内蒙古、黑龙江、河北、辽宁等北方地区，山东、河南等传统耕作区乳制品产量也比较多，西部陕西、四川等地也有一定数量乳制品产量，其他地区乳制品产量低。

●从 2009 年初开始，乳制品和液体乳月度产量恢复增长趋势；2010 年初到 2011 年 2 月，乳制品和液体乳月度产量在正常波动中增长。2010 年初以来，原奶和乳制品价格持续缓慢上涨，产销量增长、价格上涨对乳制品行业龙头公司提高盈利水平是有利的。

●2010 年光明乳业营业利润同比增长 37.2%；三元股份扭亏为盈，实现营业利润 0.66 亿元；皇氏乳业实现营业利润 0.42 亿元，同比增长 5.3%；预计伊利股份营业利润同比增长幅度比较大。但是，由于原奶收购价格上涨，四家奶业公司毛利率有所下滑。

●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；尤其是研究开发出常温酸奶，突破了酸奶必须低温保存的限制，处于行业领先地位，未来盈利前景广阔。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。

●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。

●我国乳制品消费市场十分广阔，上市公司经营规模和盈利水平仍然有很大发展空间，继续维持乳制品行业“强于大市”评级。

请务必阅读正文之后的重要声明

食品饮料行业评级 强于大市（维持）

动态市盈率：53.55
市净率：4.79

行业表现



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
行业涨跌(%)	-0.56	-5.22	1.85
大盘涨跌(%)	1.23	3.89	-3.51

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	0.92	1.35
光明乳业	推荐	0.12	0.19	0.25
三元股份	中性	-0.20	0.06	0.04
皇氏乳业	中性	0.57	0.53	0.95

资料来源：公司公告

注册证券分析师： 吴正武

执业证书编号： S0820511030001
电话： 021-3222 9888-3509
邮箱： wuzhengwu@ajzq.com

相关报告

2010 年 12 月 9 日研究报告《乳品产量和价格预计持续稳定增长》

一、政府严格管理乳制品产业，截止 2011 年 3 月 31 日超过三分之一企业未通过生产许可重新审核

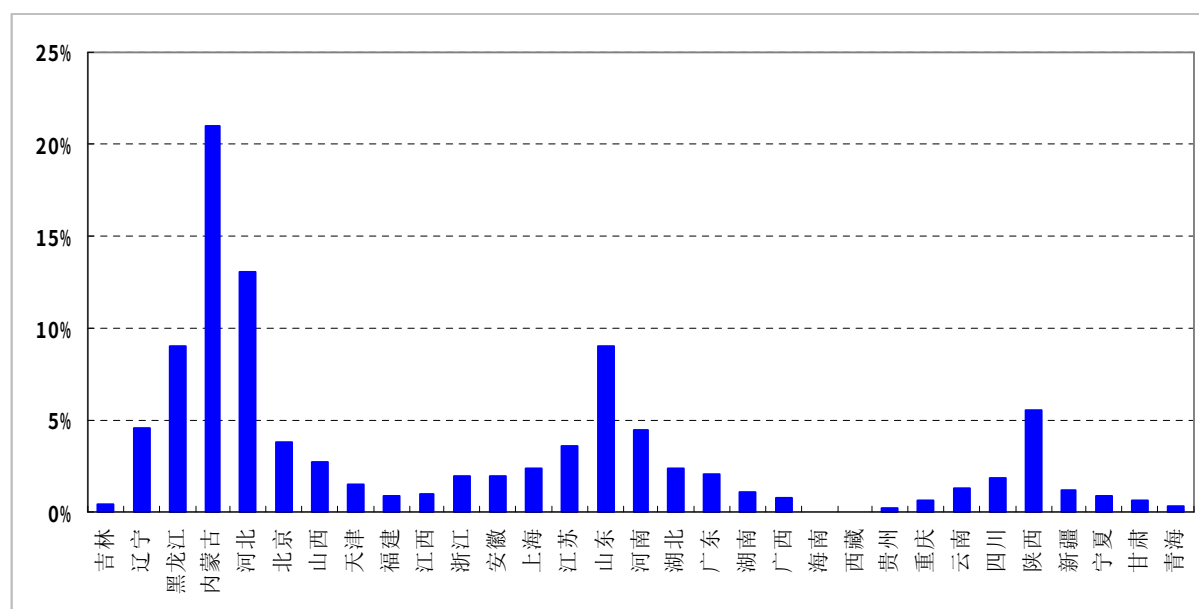
2008 年三聚氰胺事件以后，政府和企业对奶制品实行严格的质量管理。为了调控我国乳制品产业发展，国家发展改革委和工信部于 2009 年 7 月 17 日联合发布了《乳制品工业产业政策（2009 年修订）》，对乳制品原料采购、生产和销售各个环节质量管理提出了更高的要求，将与新建乳制品加工项目相匹配的稳定可控的奶原基地产生鲜乳的能力由 30% 提高到 40%，扩建乳制品加工项目相匹配的稳定可控的奶原基地产生鲜乳的能力保持在 75% 不变。鼓励国内企业兼并重组国内乳制品企业，培育一批年销售收入超过 20 亿元的骨干企业。

为切实保障乳制品质量安全，2010 年 12 月 1 日，工信部、发改委、质检总局联合下发了《关于在乳品行业开展项目（企业）审核清理工作的通知》，组织开展乳品行业项目（企业）审核清理工作。在完成审核清理工作的基础上，质检总局组织对乳制品生产许可证进行重新审查。到 2011 年 3 月底，全国乳制品及婴幼儿配方乳粉企业生产许可重新审核工作已全部结束。截至 3 月 31 日，全国 1176 家乳制品企业中（其中婴幼儿配方乳粉企业 145 家），有 643 家企业通过了生产许可重新审核（其中婴幼儿配方乳粉企业 114 家），107 家企业停产整改，426 家企业未通过审核。各地质监部门正在依法注销未通过审核企业的乳制品生产许可证，未通过审核和停产整改的企业一律停止生产乳制品。这有利于行业龙头公司扩大销售量。

二、乳制品销售量增长和销售价格上涨有利于行业龙头公司提高盈利水平

我国乳制品产量主要分布在内蒙古、黑龙江、河北、辽宁等北方地区，山东、河南等传统耕作区乳制品产量也比较多，西部陕西、四川等地也有一定数量乳制品产量，其他地区乳制品产量低。

图 1：2001 年 1 月-2011 年 3 月各地乳制品产量占同期全国累计产量比例

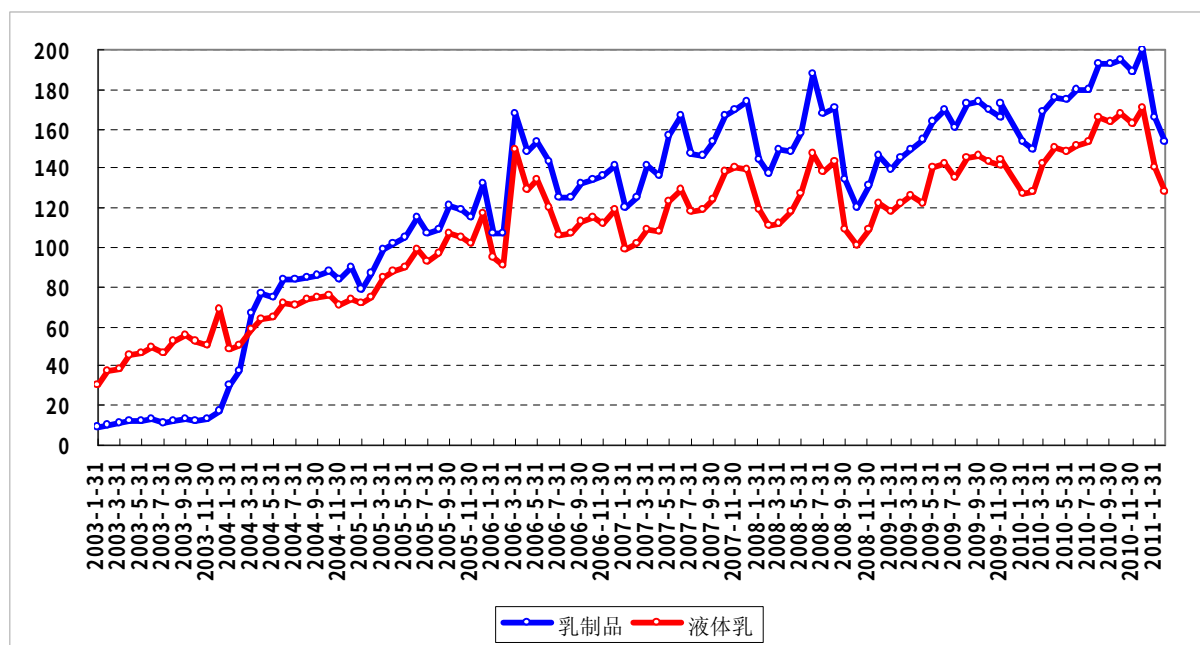


资料来源：国家统计局

从 2009 年初开始，乳制品和液体乳月度产量恢复增长趋势；2010 年初到 2011 年 2 月，乳制品和液体乳月度产量在正常波动中增长。2010 年初以来，原奶和乳制品价格持续缓慢上涨，产销量增长、价格上涨对乳制品行业龙头公司提高盈利水平是有利的。

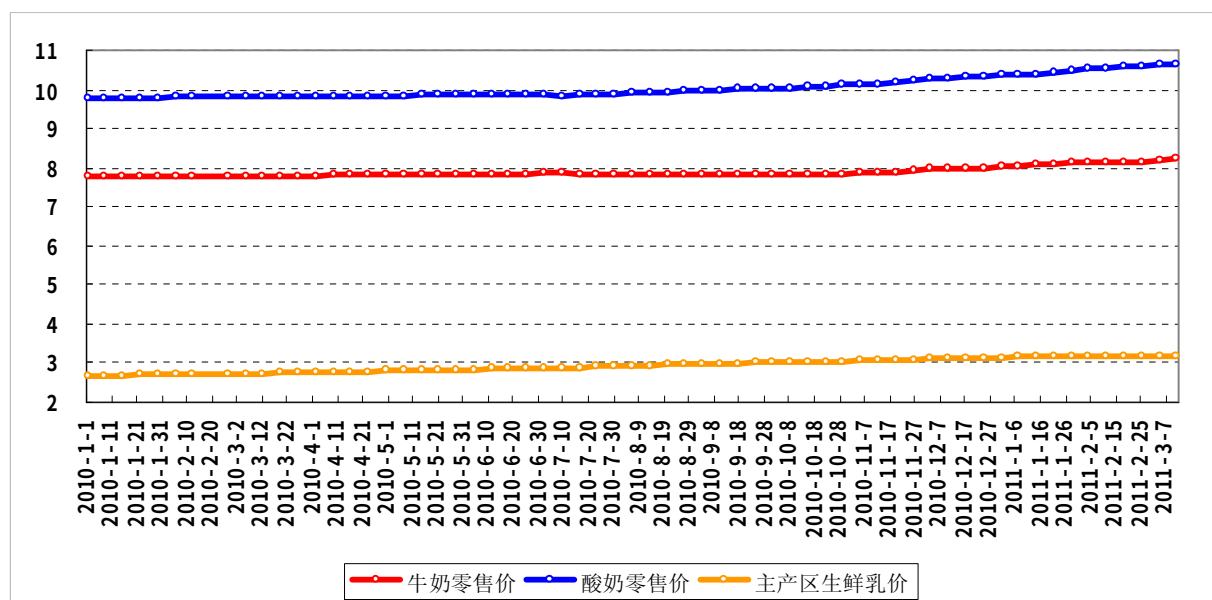
请务必阅读正文之后的重要声明

图 2：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 3：我国牛奶、酸奶零售价格（元/升）和主产区生鲜乳平均价格（元/公斤）

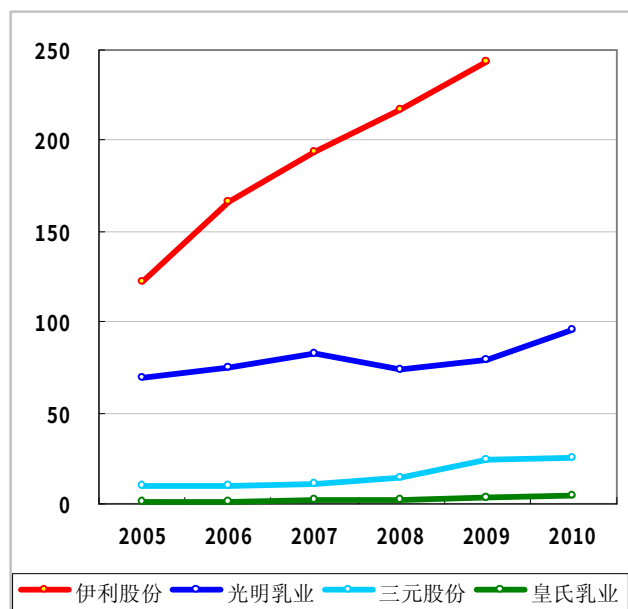


资料来源：商务部

三、乳制品行业上市公司经营规模和盈利水平比较

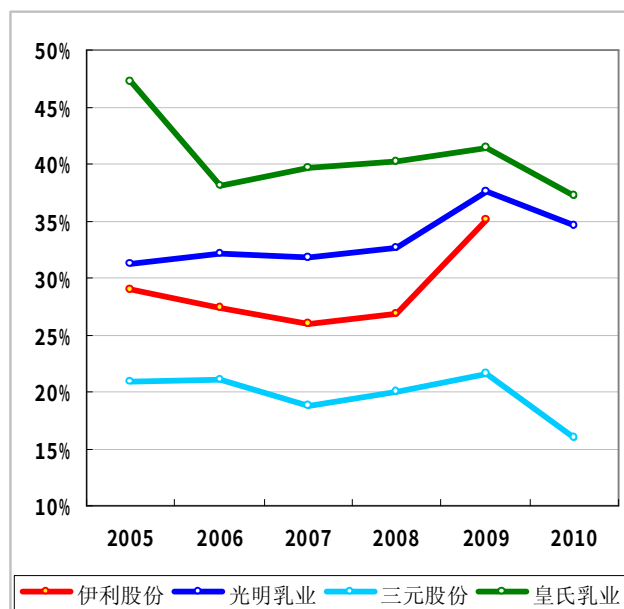
我国奶业有伊利股份、光明乳业、三元股份、维维股份、皇氏乳业等五家上市公司，其中伊利股份是我国奶业龙头公司，与蒙牛乳业共同构成我国奶业双寡头格局；光明乳业和三元股份分别是北京和上海及其附近区域市场的龙头，具有区域竞争优势，光明乳业正在拓展全国市场；维维股份除奶业外，还有豆粉、白酒等其他经营业务；皇氏乳业位于广西境内，经营品种独特的水牛奶。

图 4: 四家奶业公司营业收入比较 (亿元)



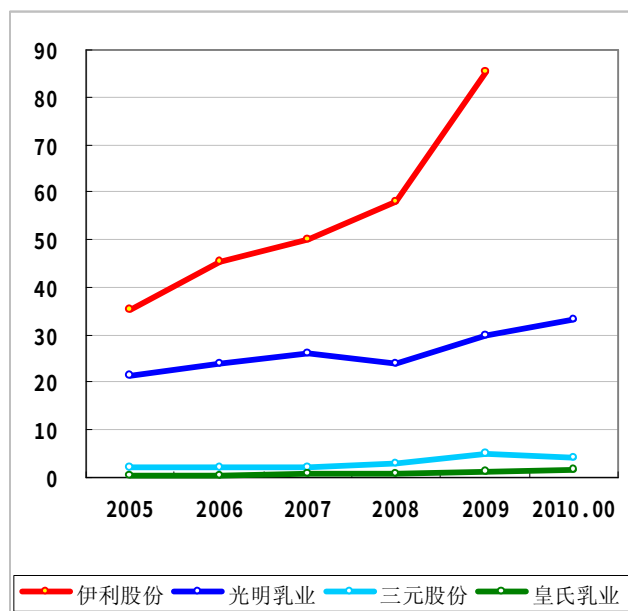
资料来源: 公司公告

图 5: 四家奶业公司毛利率比较 (%)



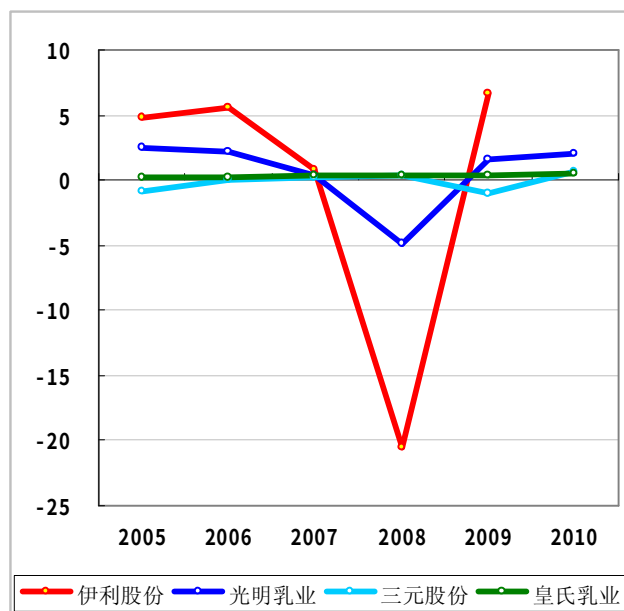
资料来源: 公司公告

图 6: 四家奶业公司毛利额比较 (亿元)



资料来源: 公司公告

图 7: 四家奶业公司营业利润比较 (亿元)



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。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有增长, 说明三聚氰胺事件对奶业公司经营业绩的负面影响降低。但是进入 2010 年以后, 由于原奶收购价格上涨, 四家奶业公司毛利率有所下滑。截止 4 月 14 日, 伊利股份尚未公布 2010 年报, 但是从其公布的 2010 年三季度报告中可以看出前三季度该公司毛利率比 2009 年下降。

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,

请务必阅读正文之后的重要声明

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 年光明乳业营业利润同比增长 37.2%；三元股份扭亏为盈，实现营业利润 0.66 亿元；皇氏乳业实现营业利润 0.42 亿元，同比增长 5.3%；预计伊利股份营业利润同比增长幅度比较大。

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；尤其是研究开发出常温酸奶，突破了酸奶必须低温保存的限制，处于行业领先地位，未来盈利前景广阔。公司 2010 年乳制品营业收入构成超高温瞬时灭菌牛奶占 40%，酸奶占 27%，低温冷藏鲜奶占 16%，其他乳制品合计占 17%。其中，酸奶毛利率最高，低温冷藏鲜奶毛利率其次，超高温瞬时灭菌牛奶毛利率最低。

2010 年 1 月，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。未来几年，公司经营规模和盈利水平增长主要来源于公司在上海闵行区投资 14 亿元建设的马桥华东中央工厂项目建成投产，公司出资 4 亿元收购并持股 51%的新西兰 Synlait Milk 公司（信联公司）扩大产能和报表并入光明乳业公司，以及公司布局在新疆、陕西、内蒙古、黑龙江、辽宁、北京、天津、山东、江苏、安徽、浙江、河南、湖北、湖南、四川、广东等地的原奶生产、乳制品加工和销售企业拓展当地市场。

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，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。

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。

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。

四、行业投资建议和评级

政府严格管理乳制品产业，截止 2011 年 3 月 31 日超过三分之一企业未通过生产许可重新审核。这有利于行业龙头公司扩大销售量。乳制品销售量增长和销售价格上涨有利于行业龙头公司提高盈利水平。2010 年，伊利股份、光明乳业、三元股份、皇氏乳业等上市公司经营规模和盈利水平继续提高，但是由于原奶价格提高，四家公司毛利率水平同比下降。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。继续维持乳制品行业“强于大市”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	4 月 14 日股价	EPS(元)			PE			最新评级
				2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	
600887	伊利股份	乳制品	36.12	0.81	0.92	1.35	44.6	39.3	26.8	推荐
600597	光明乳业	乳制品	10.43	0.12	0.19	0.25	86.9	54.9	41.7	推荐
600429	三元股份	乳制品	7.99	-0.20	0.06	0.04	-	133.2	199.8	中性
002329	皇氏乳业	乳制品	44.48	0.57	0.53	0.95	78.0	83.9	46.8	中性

资料来源：历史数据来源于公司公告

注册证券分析师简介:

姓名: 吴正武, 浙江大学管理学博士, 2009年加入爱建证券有限公司, 现从事食品饮料行业和农林牧渔行业研究。

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/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。

I 公司评级

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出: 相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

I 行业评级:

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格, 本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任, 爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考, 并不构成所述证券的买卖出价或征价, 爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

请务必阅读正文之后的重要声明

在法律允许的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及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“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。