

增 持 维持

乳制品行业

2011 年 12 月 29 日

近期乳制品行业事件快评

食品饮料行业分析师：赵 勇
SAC 执业证书编号：S0850511010007
zhaoyong@htsec.com
0755-82775282

助理分析师：齐 莹
SAC 执业证书编号：S0850511080001
qiy@htsec.com
021-23219166

关键词：乳制品提价、蒙牛黄曲霉素事件和达能关闭上海工厂。

事件一：近期媒体报道多家乳制品企业对产品进行提价，涉及伊利、蒙牛、光明、三元等旗下部分产品。

点评：

1、近期乳制品企业先后对旗下部分畅销产品进行了提价，涉及的企业除了全国性品牌伊利、蒙牛、光明之外，还有地方性品牌三元、新希望、卫岗等。产品均为各自的畅销品牌，包括常温奶、酸奶和巴氏奶，以及入户奶。

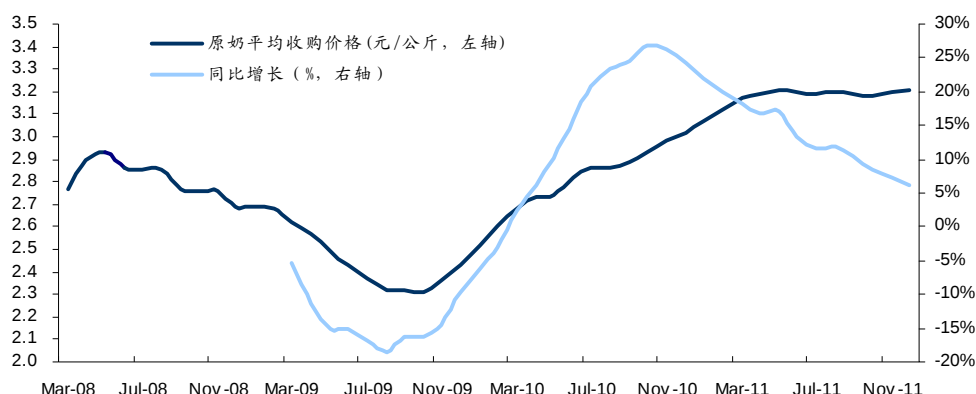
表 1 部分乳企提价产品

三元	北京地区常温奶；入户奶每瓶上调 0.2 元
光明	部分地区低温奶和酸奶；入户奶全面上调 0.1 元
蒙牛	部分地区常温奶
伊利	部分地区常温奶
新希望	部分地区鲜奶和入户奶
卫岗	部分地区鲜奶和入户奶

资料来源：海通证券研究所

2、我们认为提价原因包括以下几点：1) 正值元旦春节临近，消费旺季来临；2) 冬季是产奶淡季，随着消费旺季来临出现产奶量相对不足、饲养成本居高不下，生鲜乳价格略有抬头；3) 乳制品包装、人工、运输等成本上涨。根据经验，春节前后乳制品价格历来会有所上调。

图 1 原奶收购价格及涨幅



资料来源: DAC, 海通证券研究所

- 3、提价更多出于成本上涨因素,对盈利能力提升作用相对有限。正如上面所分析,由于节日和季节因素影响,生奶源供应紧张,加上包装辅料等原材料价格上涨,乳制品的成本推动型涨价特征明显。通过提价转嫁成本压力,起到稳定或提高毛利率水平的作用。
- 4、原奶成本压力仍不可小觑。2010 年原奶价格恢复性快速上涨之后,今年同比涨幅逐渐缩小,原奶价格已经在高位横盘大半年之久但仍居高不下。明年消费旺季过后,随着需求下降和供给量的季节性增加,原奶价格或小幅回落。但长期来看,从国内奶源不足、养牛成本居高不下、以及维护奶价以保护奶农利益和产奶质量的角度考虑,奶价大幅下降的概率不大,不排除继续小幅上涨的可能。

事件二: 国家质量监督检验检疫总局公布近期抽查了 128 家企业生产的 200 批次液体乳, 其中蒙牛乳业(眉山)公司、福建长富乳品公司生产的产品被检出强致癌物黄曲霉素 M1 超标。

蒙牛乳业 12 月 28 日开盘跌幅超过 23%。

点评:

- 1、我们认为此次事件可能对蒙牛的品牌形象造成一定影响,但掀起行业危机的概率较小。1) 质检总局抽检了 200 批次液体乳产品,仅有蒙牛和长富纯 2 种产品黄曲霉毒素 M1 项目不符合标准,并非全面性的行业事件; 2) 此事件为个别区域生产工厂的偶然事件,首先,抽检了蒙牛的 25 个批次产品中只有眉山工厂的这一批次产品结果超标,并非公司的全部产品都存在问题。黄曲霉毒素 M1、M2 主要是由黄曲霉毒素 B1、B2 在体内经过羟化衍生生成的代谢物,源头可能来自于饲料等,企业不可逃避其检测和监管不严的责任但非主观恶性事件。
- 2、伊利、光明等此次抽检均为合格,事件对蒙牛造成的具体影响有待观察,但在媒体炮轰蒙牛的情况下或对二者的产品销售有正面刺激。事件或对伊利的常温奶销售带来机会。
- 3、伊利的常温奶近几年不断追赶蒙牛,预计伊利金典今年增速 400%以上; 儿童奶增速 140%左右。但根据中报,伊利的液体奶仍比蒙牛少 34 亿,伊利或借此机会进一步缩小液奶差距。长期来看,随着市场不断整顿、品类升级和产品质量提升,二者龙头地位将继续巩固。预计未来两巨头市场份额 50-60%,到 2015 年销售收入 600-700 亿,净利率水平可以达到 5-6%。

事件三：2011 年 12 月初，达能中国宣布位于上海奉贤的酸奶工厂停产并进行业务调整。

点评：

- 1、达能在中国有上海和北京两家工厂，前者生产达能酸奶，北京工厂主要负责达能碧悠酸奶的生产。近几年达能酸奶的市场份额逐渐下滑，碧悠销售趋势相对较好，因此达能此次进行内部调整，集中有限的资源打造优势产品。达能面临着很多外资品牌共同面临的水土不服问题，技术的优势并不能转变成销售的优势，差异化不大、宣传推广不够、渠道能力较差、规模无法支撑价格战等都是不利原因。
- 2、鉴于达能关闭的是上海酸奶工厂，最直接的受益者是老对手光明乳业。此外，在达能相对较强的广东市场，根据 AC 数据，在酸奶和酸奶饮料市场，达能的份额约为 18% 左右，光明市场份额约在 25%。

投资建议

我们维持之前对乳制品行业的看法：

- 1、预计未来几年乳制品行平均收入增速约为 10-14% 左右，龙头企业增速略高于行业平均增速；
- 2、行业竞争环境正在改善，随着行业集中度进一步提升、企业恶性竞争减少、企业价格战和大规模广告宣传投入等减少，有利于龙头企业盈利水平的提升。
- 3、随着市场整顿愈加严格、品类升级和产品质量提升，龙头企业的地位将继续巩固。

伊利的常温奶近几年不断追赶蒙牛，预计伊利金典今年增速 400% 以上；儿童奶增速 140% 左右。但根据中报情况，伊利的液体奶仍比蒙牛少 34 亿，伊利或借此机会进一步缩小液奶差距。预计未来两巨头市场份额合计 50-60%，到 2015 年二者销售收入分别达到 600-700 亿，净利率水平达到 5-6%。假设伊利融资 50 亿，增发价格 16.34/股，预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.894 元、1.057 元和 1.239 元，目标价 25 元，维持“买入”评级。

表 2 伊利股份合并损益表及预测

利润表(百万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	21659	24324	29665	36865	44553	53222
营业成本	15849	15778	20686	25336	29832	36228
营业税金及附加	122	109	88	111	134	160
销售费用	5532	6496	6807	8110	10425	11975
管理费用	1915	1191	1521	1659	2005	2395
财务费用	14	22	-21	44	-29	-119
投资收益	20	15	12	220	0	0
资产减值及公允价值变动	296	77	-10	43	30	34
其他收入	0	0	0	0	0	0
营业利润	-2050	665	606	1782	2156	2549
营业外净收支	94	146	248	269	267	293
利润总额	-1956	812	854	2051	2424	2842
所得税费用	-219	147	58	308	364	426
少数股东损益	-49	18	19	40	47	56
归属于母公司净利润	-1687	648	777	1704	2013	2360
每股收益(元)	-0.886	0.340	0.408	0.894	1.057	1.239

资料来源：2008-2010 年年报，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

赵 勇：食品饮料行业高级分析师

齐 莹：食品饮料行业助理分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：五粮液、水井坊、贵州茅台、泸州老窖、古井贡酒、山西汾酒、洋河股份、老白干酒、伊力特、沱牌曲酒、青岛啤酒、燕京啤酒、张裕 A、古越龙山、伊利股份、双汇发展

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准 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 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;	<table><tr><th>类别</th><th>评级</th><th>说明</th></tr><tr><td rowspan="5">股票投资评级</td><td>买入</td><td>个股相对大盘涨幅在 15%以上;</td></tr><tr><td>增持</td><td>个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;</td></tr><tr><td>中性</td><td>个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;</td></tr><tr><td>减持</td><td>个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;</td></tr><tr><td>卖出</td><td>个股相对大盘涨幅低于-15%。</td></tr><tr><td rowspan="3">行业投资评级</td><td>增持</td><td>行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;</td></tr><tr><td>中性</td><td>行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;</td></tr><tr><td>减持</td><td>行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。</td></tr></table>	类别	评级	说明	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;	中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。
类别	评级	说明																				
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;																				
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;																				
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;																				
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;																				
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。																				
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;																				
	中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;																				
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。																				
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海通综指的涨跌幅。																						

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。