

刘冉

021-50588666-8010

panhj@ccnew.com

2010年1月12日

旺盛需求 PK 渐大的成本压力

——乳制品行业点评

行业点评

强于大市（维持）

报告关键要素：

目前，乳制品行业需求旺盛，提价在望；但是，行业成本和原料压力不断加大。权衡两面，我们推荐以奶粉为主营业务、且奶粉业务有望放量的上市公司ST伊利（600887）和三元股份（600429）。

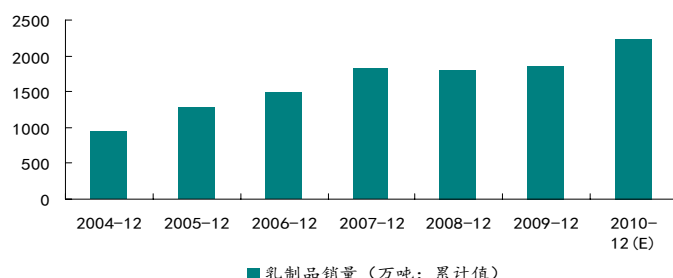
事件：

自2009年下半年，国内国际原奶和奶粉价格均大幅上涨。进入2010年，乳企提价预期强烈：光明乳业（600597）宣布自09年12月加价1.8-3.0%，转嫁原奶成本的上涨；雀巢宣布自2010年1月起调整雀巢全脂奶粉、高铁高钙奶粉、鹰唛炼奶等4-5种产品价格，涨幅约10%，不含婴幼儿配方奶粉；2010年第一天，本土乳企“雪兰”宣布上调旗下12款液态奶产品，涨幅平均约为10%。

点评：

- **行业积极面：需求旺盛，新一轮消费旺期到来，提价预期强烈。**行业销量增速企稳，市场消费快速回暖，未来有望持续加速恢复：预计2009年国内乳制品销量增速可恢复至1%-3%、2010年的增速至10%-20%。原因：行业存在巨大的潜在需求；随着新一轮生育周期的到来，对于配方奶粉的需求尤甚。进入2010年后，光明、雀巢、雪兰等乳企已经相继提价，产品提价幅度1.8%-20%不等；目前尚是乳制品消费的淡季，提价有一定阻力，预计未来行业提价的空间和涉及面更大。

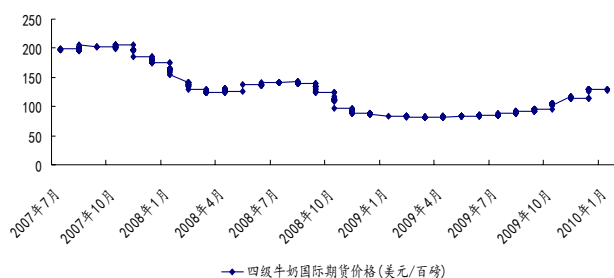
图1：乳制品销量（2004A-2010E）



资料来源：中原证券研究所 WIND

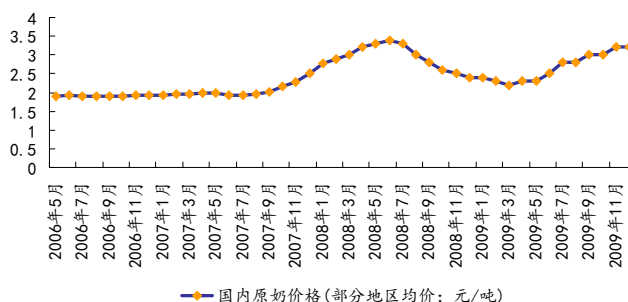
- **行业消极面：成本压力持续加大。**国内、国际的原料奶价格和工业奶粉价格快速上涨，对于行业意味着成本压力持续加大，企业毛利率被压缩。原奶价格上升对于液态奶的影响较大，对于奶粉业务影响相对较小。

图2：国际四级原奶价格（美元/百磅）



— 四级牛奶国际期货价格(美元/百磅)

图3：国际奶粉价格（美元/吨）



— 国内原奶价格(部分地区均价; 元/吨)

资料来源：中原证券研究所 BLOOMBERG

资料来源：中原证券研究所 BLOOMBERG

- **行业投资策略：回避液奶、投资奶粉。**液态奶毛利空间小，对原奶价格的上涨极为敏感；同时，液态奶市场竞争激烈，提价幅度有限，因此，以液态奶为主业的上市公司将会受到较大的成本冲击。但是，奶粉业务有较大的毛利空间，毛利率在40%以上，上游价格的上涨对奶粉业务的盈利挤压程度相对较小；同时，国内奶粉需求旺盛、市场空间大，加之奶粉高端化趋势初露端倪，因而未来提价较易。
- **行业投资评级：“强于大市”。**行业需求旺盛，提价在望；但是，行业成本和原料压力不断加大。我们认为，应关注以奶粉为主营业务、且奶粉业务有望放量的上市公司ST伊利（600887）和三元股份（600429）。ST伊利（600887）2009、2010年的每股收益分别是0.69、0.79元，相应市盈率为40.61、35.47倍，估值偏高，暂给予“增持”评级；三元股份（600429）2009、2010年的每股收益分别是0.12、0.39元，相应市盈率为64、19.69倍，2010年估值合理，给予“买入”评级。
- **行业风险提示：**原料奶紧缺是行业目前面临的较大风险。

乳制品行业相对沪深 300 指数表现



相关研究

20090938 乳业的救赎与突围——乳制品行业 2009 年 4 季度投资策略.....2009 年 9 月 21 日

20090845 资产收购：积极意义大于消极因素——三元股份（600429）调研报告.....2009 年 9 月 18 日

行业投资评级

强于大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大势：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。本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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。