

乳制品行业——

GDT 价格指数上涨 4.5%，期待国产原奶价格拐点的到来

2016 年 11 月 15 日

推荐评级 (维持)

相关报告

乳制品行业 1H16 业绩总结-行业深度报告-20160901

海外消费研究

高级分析师: 王佳卉
wangjihui@xyzq.com.cn
SFC: BAD529
SAC: S0190516030002

事件:

- 全球乳制品第 176 次拍卖于 11 月 15 日结束, GDT 指数上涨 4.5% (上一期指数上涨 11.4%), 平均中标价格 3519 美元/公吨 (上一期 3327 美元/公吨), 合格投标人人数 510 人, 中标投标人人数 106 人, 投标轮次数 18 次, 最小供给量 21,815 公吨, 最大供应量为 29,980 公吨。脱脂奶粉中标价格 2,562 美元/公吨, 上涨 9.8%; 全脂奶粉中标价格 3,423 美元/公吨, 上涨 3.2%。

点评:

- 脱脂奶粉涨幅高于全脂奶粉: 此次 GDT 价格指数结构上看, 脱脂奶粉价格上涨 9.8%, 对指数上涨贡献更大, 当前脱脂奶粉并非需求旺季, 但与全脂奶粉的较大价差, 吸引购买力量。全脂奶粉涨幅为 3.2%, 在上期 19.8% 暴涨后有所收敛, 上期全脂奶粉暴涨后, 市场预期已在一定程度上透支了未来涨幅, 而此次持续上涨, 周末的新西兰地震也对未来奶价上涨的预期起到了一定推动作用。
- 全球原奶主产区减产带来的供需结构改善, 或可带动 2016/17 整个产季原奶价格: 欧盟实施牛奶减产补贴计划, 预计今年 4Q 牛奶产量下降 3%; 澳大利亚乳品局预测 2016/17 产季产量将同比下降 5%; 拉丁美洲阿根廷 8 月牛奶产量同比下降 13%; 新西兰截止 8 月, 2016/17 产季产奶量同比下降 2%, 而此次新西兰地震或带来对全产季 1% 左右的供给影响。
- 国产原奶价格年底至明年初拐点或现: GDT 全脂奶粉拍卖价格核算成到中国的原奶价格已达到 3.53 元/kg, 高于国内当前原奶价格。海关公布最新大包粉进口价格为 2517 美元/吨, 折合国内原奶价格仍在 3 元/kg 以下, 但上半年国内上游原料奶生产商的喷粉库存尚未完全消化, 且市场价格均在 2 万元/吨以下, 低于进口大包粉 2.2 万元/吨的水平, 进口奶粉目前相对于国产奶粉的价格优势已不再。上周国内主产区原奶平均价格环比小幅上涨, 我们判断国内大包粉明年初基本消化完毕, 伴随低价订单的消耗结束, 明年今年底到明年初国内原奶价格拐点有望出现。
- 在原奶价格上涨逻辑下看好国内上游原奶生产商龙头现代牧业: 我们保守估算明年公司原奶价格会有 0.2-0.3 元的提升空间, 有望提升公司明年核心净利润约 1.2 亿元, 2017 年全年核心净利润 (剔除公允价值调整) 有望达到 7 亿元左右, 对应 P/E 为 13 倍, 短期股价持续上涨后或有回调, 而未来国内原奶价格的上涨有望对股价起到催化作用。

报告正文

事件

全球乳制品第 176 次拍卖于 11 月 15 日结束，GDT 指数上涨 4.5%（上一期指数上涨 11.4%），平均中标价格 3519 美元/公吨（上一期 3327 美元/公吨），合格投标人数 510 人，中标投标人数 106 人，投标轮次数 18 次，最小供给量 21,815 公吨，最大供应量为 29,980 公吨。脱脂奶粉中标价格 2,562 美元/公吨，上涨 9.8%；全脂奶粉中标价格 3,423 美元/公吨，上涨 3.2%。

点评

● 脱脂奶粉涨幅高于全脂奶粉

此次 GDT 价格指数结构上看，脱脂奶粉价格上涨 9.8%，对指数上涨贡献更大，当前脱脂奶粉并非需求旺季，但与全脂奶粉的较大价差，吸引购买力量。全脂奶粉涨幅为 3.2%，在上期 19.8% 暴涨后有所收敛，上期全脂奶粉暴涨后，市场预期已在一定程度上透支了未来涨幅，而此次持续上涨，周末的新西兰地震也对未来奶价上涨的预期起到了一定推动作用。

● 国际原奶价格上涨趋势或延续 2016/17 整个产季

我们维持全球原奶主产区减产带来的供需结构改善的判断，减产将延续到 2016/17 整个产季，或可带动国际原奶价格的上行周期延续到 2017 年下半年。欧盟实施牛奶减产补贴计划，预计今年 4Q 牛奶产量将下降 3%；澳大利亚截止 8 月新产季前两个月产奶量下降了 9%，澳大利亚乳品局预测 2016/17 产季澳大利亚产量将同比下降 5%；拉丁美洲阿根廷 8 月牛奶产量同比下降 13%，乌拉圭受到洪水等因素影响淘汰率产大幅提升，截止七月牛奶产量同比下降 5%；新西兰截止 8 月，2016/17 产季产奶量同比下降 2%，而此次新西兰地震或带来对全产季 1% 左右的供给影响。

● 国内原奶价格拐点今年底明年初或现

从 GDT 拍卖价格上看，全脂奶粉拍卖价格核算成到中国的原奶价格已达到 3.53 元/kg，高于国内当前原奶价格。从进口大包粉价格看，海关公布最新大包粉进口价格为 2517 美元/吨，折合国内原奶价格仍在 3 元/kg 以下，但上半年国内上游原料奶生产商的喷粉库存尚未完全消化，且市场价格均在 2 万元/吨以下，低于进口大包粉 2.2 万元/吨的水平，由此看来进口奶粉目前相对于国产奶粉的价格优势已不再。上周国内主产区原奶平均价格环比小幅上涨，我们判断国内大包粉明年初基本消化完毕，伴随低价订单的消耗结束，明年今年底到明年初国内原奶价格拐点有望出现。

- 在原奶价格上涨逻辑下看好国内上游原奶生产商龙头现代牧业
我们保守估算明年公司原奶价格会有 0.2-0.3 元的提升空间，有望提升公司明年核心净利润约 1.2 亿元，2017 年全年核心净利润（剔除公允价值调整）有望达到 7 亿元左右，对应 P/E 为 13 倍，短期股价持续上涨后或有回调，而未来国内原奶价格的上涨有望对股价起到催化作用。
- 风险提示：食品安全；原奶价格上涨不及预期；下游业务推广不及预期；费用支出超预期

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhud@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
香港及海外市场					

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk
周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk	孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。