

中美贸易摩擦对乳制品行业影响几何

食品饮料行业

投资建议：中性

上次建议：中性

投资要点：

➤ 19年1-9月美国乳制品进口占比大幅减少

据海关统计，今年1-9月天津口岸进口乳品46.1万吨，比去年同期（下同）增加34%，价值78.4亿元人民币，增长34.1%。其中，新西兰进口乳品19.8万吨，增加33.7%；欧盟16.7万吨，增加73.9%；美国2.3万吨，减少44.9%；澳大利亚2.8万吨，增加39.4%。四者合计占90.2%。美国乳制品进口量受反制措施的影响，占比大幅下降。

➤ 饲料成本上涨，上游利润端承压

上游畜牧业由于先前的行业格局，美国已成为中国奶牛饲料的重要出口国之一，特别是完全依赖美国出口，保障高产奶牛的苜蓿草，短时期内无论国产的主动替代，还是西班牙的被动替代都存在困难。而大豆进口量影响相对较小，贸易战后，美豆进口缺口快速转移至巴西，短期内美豆进口占比已从30%大幅下降至18%。但采取反制措施以来，整体饲料价格中枢上移，畜牧业在成本上抬，同时在奶价被大型乳企主导的情况下，利润端空间被压缩。

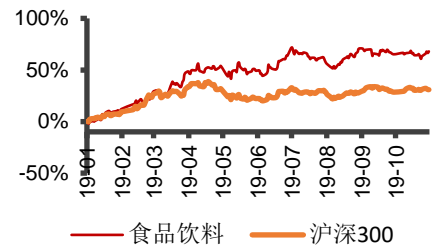
➤ 大包粉影响有限，产业链配置转移风险

中美贸易摩擦对下游乳制品销售企业影响有限，由于进口大包粉占比较少，同时大包粉进口占比最大来源国并非美国，可选替代供给国较多，并且后期随着国际原奶价格与国内生鲜乳价格趋同，进口大包粉的价格优势消失，大包粉进口量或将进一步下降。另外，我国乳业龙头通过收购新西兰、澳洲等原奶大国的优质奶源，实现对国外奶源的掌控权，进一步规避了贸易战对原奶端的影响。我们建议关注拥有海外优质奶源的下游乳制品加工企业龙头。

➤ 风险提示

中美贸易摩擦升级、食品安全问题。

一年内行业相对大盘走势



钱建 分析师

执业证书编号：S0590515040001

电话：0510-85613752

邮箱：qj@glsc.com.cn

相关报告

1、《趋势不变，聚焦头部企业》

《食品饮料》

2、《茅台直营落地控价》

《食品饮料》

3、《茅台公开电商招标加速直营落地》

《食品饮料》

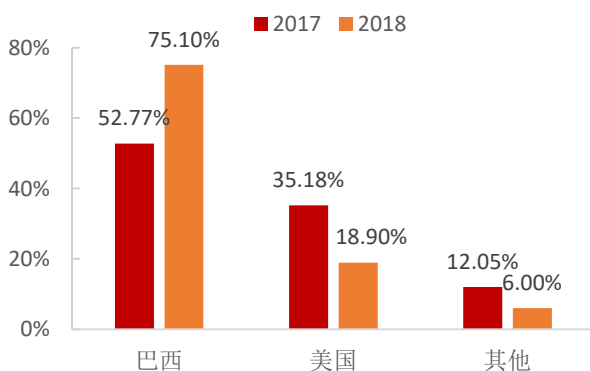
1 中美贸易背景下，进出口承压

根据海关总署网站显示,前10个月,中美贸易总值为3.07万亿元,下降10.6%,占我国外贸总值的12%。受中美贸易摩擦的影响,中国对美国出口2.39万亿元,下降6.8%;中国自美国进口6857.4亿元,下降21.5%;中国对美贸易顺差1.7万亿元,扩大0.8%。其中1-9月天津港口岸乳品46.1万吨,较去年同期增加34%,价值78.4亿元人民币,增长34.1%;自新西兰进口乳品19.8万吨,增加33.7%;欧盟16.7万吨,增加73.9%;美国2.3万吨,减少44.9%;澳大利亚2.8万吨,增加39.4%。四者合计占90.2%。

2 饲料成本上涨，上游利润端承压

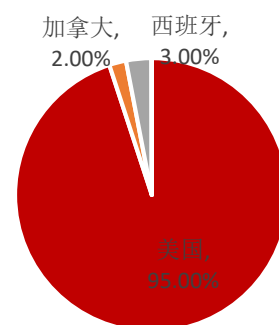
在上游奶牛养殖产业链中,饲料成本占总成本的60%-70%,饲料主要包括豆粕、玉米、苜蓿:中国往年从美国的大豆进口量在35%左右,仅次于巴西,豆粕作为大豆的副产物在饲料成本中占比25%,而在中美贸易摩擦升级后,18年我国美豆的进口量急剧下降至18.9%,由巴西替代进口补缺,俄罗斯又在今年7月成为我国另一重要大豆进口国,允许俄罗斯全境大豆进口将逐渐改变中国进口大豆过度依赖单一进口源的格局。苜蓿是提高奶牛产量的必须饲料,占饲料总成本的13%,国产苜蓿自给率为约65%,剩余依赖进口,而进口苜蓿95%来自于美国,中美贸易争端曾造成苜蓿关税增长至25%,目前暂时恢复至正常关税,但后期由于中美贸易的不确定性预计价格还有波动。我国积极开拓西班牙成为苜蓿进口替代市场,但由于苜蓿对美国的依赖极高,第一大进口来源国的替代速度相对较慢,预计美国苜蓿进口量呈小幅波动式下降趋势。价格端,中国采取了对美贸易的反制措施后,大豆、苜蓿等价格出现了不同程度的上涨,苜蓿价格上涨幅度在10%-15%,从而形成奶牛养殖成本的大幅上升。另一方面,由于我国乳制品行业下游加工企业与上游养殖业的供给不平衡、下游乳企市占率和集中度双高,导致下游乳企议价能力强,掌握奶价的定价权,上游养殖业成本提升很难向终端转移,利润空间不断缩小。

图表 1: 美豆进口占比大幅下降



来源: 中国畜牧杂志, 国联证券研究所

图表 2: 苜蓿进口来源国占比



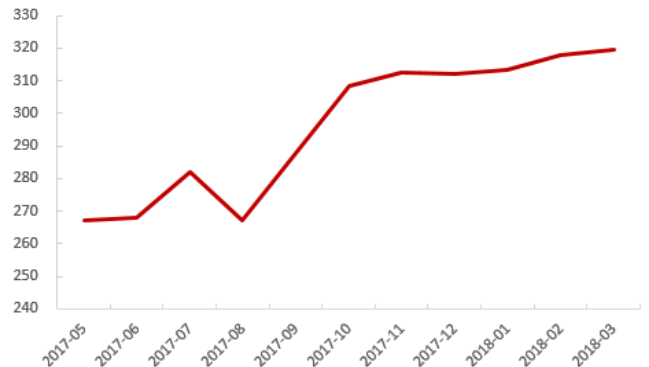
来源: 中国畜牧杂志, 国联证券研究所

图表 3: 大豆、玉米价格上涨 (当月同比)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 4: 苜蓿平均到岸价格 (美元/吨)



来源: Wind, 国联证券研究所

3 进口大包粉补充缺口, 影响有限

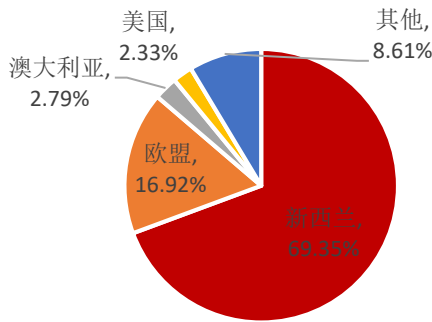
2013 年我国奶牛受疫病叠加夏季高温的影响, 出现奶荒, 进口大包粉占比大幅提升补充国内原奶供给紧缺。同时, 14 年在全球原奶市场供过于求的情况下, 国际奶价大幅下降, 大包粉价格存在明显的价格替代优势。但从 16 年开始, 在国际原奶去产能的影响下, 国内外原奶价差基本趋同, 价格优势消失的大包粉需求降低。通过对比国内原奶产量和进口大包粉还原产量 (按 1: 8 还原成原奶计算), 大包粉还原奶占我国原奶总供给的 10% 左右 (除 13/14 年奶荒周期的影响), 在这个体量下, 结合之前分析的价格替代关系, 进口大包粉为国内原奶供给的动态调节项。另一方面, 尽管美国与新西兰、欧盟、澳大利亚、阿根廷、白俄罗斯作为全球原奶输出大国 (2018 年全脂奶粉出口量占全球出口量的 90% 以上), 但其中新西兰是中国乳制品进口最大来源国, 占中国乳制品进口总量的 37%。由于进口大包粉总量占比较小 (仅作为国内原奶供给的补充项), 且可选大包粉供给国较多 (白俄罗斯 18 年乳制品向中国出口额激增 8 倍), 美国并非中国最大供给国, 所以在美贸易摩擦对大包粉影响较为有限。

图表 5: 国内生鲜乳、进口大包粉和 GDT 拍卖全脂奶粉折算价 (元/kg)



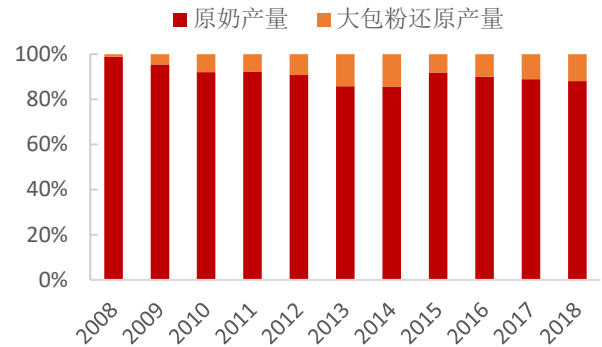
来源：Wind、Global Dairy Trade、农业部，国联证券研究所

图表 6：新西兰为大包粉最大出口国



来源：Wind，国联证券研究所

图表 7：大包粉还原占总供给比重

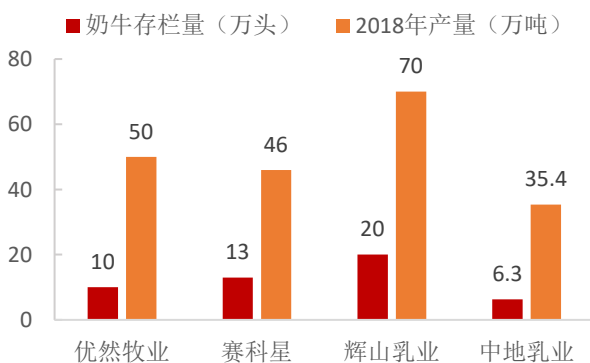


来源：美国农业部，国联证券研究所

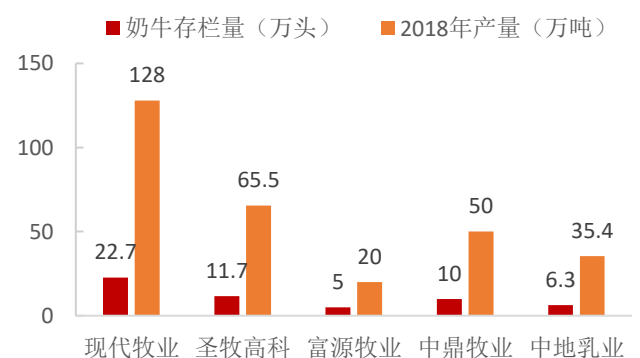
4 产业链全球优配，转移风险

为了获取优质奶源、提升产品结构的天花板，乳业龙头加快建设原奶基地和全球化布局：截止至 19H1，伊利总产能 1126 万吨/年，直接控股子公司优然牧业（存栏量 10 万头）和赛科星（存栏量 13 万头），并于今年收购新西兰第二大乳业合作社（其原奶供应量占新西兰供应总量的 4%）。相较于伊利，蒙牛国内的奶源更具优势，19H1 蒙牛总产能为 1027 万吨/年，直控现代牧业（存栏量 22.7 万头）、圣牧高科（存栏量 11.7 万头）和富源牧业（存栏量 5 万头）。海外收购方面，16 年蒙牛收购澳洲最大的乳品原材料加工企业 Burra Foods，19 年 9 月收购澳洲网红奶粉厂商贝拉美，同年 11 月公告收购澳洲排名第一的乳品及饮料公司 Lion-Dairy&Drinks100%股权，收购后公司每年将新增约 80 万吨优质原奶。此外，光明乳业在 10 年收购了新西兰新莱特乳业 51% 的股份，2017 年新莱特收购了奥克兰 NZDC 公司；15 年 7 月，新希望乳业与 Moxey 家族、Perich 集团及澳大利亚自由食品集团，合资成立了“澳大利亚鲜奶控股有限公司”，丰富了新希望乳企全产业链的布局。所以乳企龙头通过直接控制优质奶源、和上游牧业形成战略合作以及产业链全球布局开拓国际市场，从而继续加强对上游的议价权并且海外奶源的收购有效规避贸易战带来的不利影响。

图表 8：伊利上游牧场布局



图表 9：蒙牛上游牧场布局



来源：公司公告、中国奶业协会，国联证券研究所

来源：公司公告、中国奶业协会，国联证券研究所

5 下游影响有限，上游利润承压

我们认为中美贸易摩擦对乳制品行业影响相对有限，特别是下游乳制品销售企业，由于进口大包粉占比较少，同时大包粉进口占比最大来源国并非美国，可选替代供给国较多，并且后期随着国际原奶价格与国内生鲜乳价格趋同，进口大包粉的价格优势消失，大包粉进口量或将进一步下降。另外，我国乳业龙头通过收购新西兰、澳洲等原奶大国的优质奶源，实现对国外奶源的掌控权，进一步规避了贸易战对原奶端的影响。但上游畜牧业由于先前的行业格局，美国已成为中国奶牛饲料的重要出口国之一，特别是完全依赖美国出口，保障高产奶牛的首蓿草，短时期内无论国产的主动替代，还是西班牙的被动替代都存在困难。而大豆进口量影响相对较小，贸易战后，美豆进口缺口快速转移至巴西，短期内美豆进口占比已从 30% 大幅下降至 18%。但采取反制措施以来，整体饲料价格中枢上移，畜牧业在成本上抬，终端价格被大型乳企主导的情况下，利润端空间被压缩。我们建议关注拥有海外优质奶源的下游乳制品加工企业龙头。

6 风险提示

中美贸易摩擦升级、食品安全问题。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元
 电话：021-61649996

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	联系电话
北京	张媛	15810039831
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856