

乳制品

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026705

zanglei@cjis.cn

参与人: 蒋鑫

S0960110110022

0755-82026708

jiangxin@cjis.cn

6 - 12 个月目标价: 28.60 元

当前股价: 20.43 元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2473.41
总股本(百万)	1599
流通股本(百万)	1587
流通市值(亿)	324
EPS (TTM)	0.78
每股净资产(元)	2.82
资产负债率	70.6%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
伊利股份	13.12	8.04	20.68
上证综合指数	3.40	-8.69	-14.33



相关报告

《伊利股份-中报高增长, 净利率出现上行拐点》2011-8-7

《伊利股份-成本趋稳、提价效果显现、费用控制促进净利润大幅提升》2011-5-26

《伊利股份-定向增发项目将加速产能投放进程, 支持未来三年高速增长》2011-5-19

伊利股份

600887

强烈推荐

利润增长大幅超预期, 费用率下降至合理水平

10月28日伊利股份公布三季报, 实现营业收入292.0亿元, 同比增长24.1%, 营业利润同比增长142.3%, 利润总额同比增长146.4%, 归属上市公司股东的净利润同比增长157.5%, 实现每股收益0.89元, 超出市场预期, 目前估值偏低, 维持强烈推荐。

- **三季度单季收入增长16.9%, 较上半年收入增速27.8%略微回落, 预计是因为去年三季度赞助上海世博会较高收入增长基数所致。**前三季度公司营业收入增长24.1%, 略高于行业增速, 主要得益于近几年产能扩张加快大量产能释放以及产品结构不断高端化。三季度收入增速放缓主要是去年三季度赞助上海世博基数较高。
- **原材料价格平稳, 毛利率由二季度的31.25%降至三季度的27.85%, 预计主要是因为公司扩大买赠促销所致,**随着通胀回落, 原料价格或将小幅下降, 产品结构不断高端化, 预计毛利率会逐步提升。三季度营业成本环比增长8.9%, 高于收入的3.7%, 毛利率由二季度的31.25%降至27.85%, 原奶价格自4月至今一直维持在3.2元/公斤, 因此毛利率的下降预计是由于三季度公司加大了买赠促销活动。
- **营业费用率由去年三季度的20.2%大幅降至16.6%, 使得营业利润率从去年三季度的2.6%上升到6.3%, 营业利润同比增长181.2%。**营业费用大幅下降预计主要是广告费用大幅下降, 过去广告费用占营业费用的60%左右, 下降的空间最大。
- **前三季度营销费用率21.2%, 如果未来伊利的广告费用率与蒙牛相同, 竞争趋于合理, 营销费用率应该在18%左右, 目前已降至16.6%。**考虑仍在抢市场阶段, 我们认为继续下降空间不大。今年上半年伊利广告费用率13.8%, 蒙牛广告费用率8.1%。从历史上看, 伊利的广告费用率一直比蒙牛高5-6个百分点, 未来将进入回报期。上半年伊利和蒙牛收入增速基本持平, 均为28%多, 假设未来两者广告费用率相同, 竞争趋于合理, 均维持8%左右, 那么伊利的营业费用率应该在18%。目前已经降至16.6%, 而中国稳定饮奶人数仅4亿人, 还有至少2倍空间, 我们认为只要仍处在抢占市场的阶段, 销售费用率继续下降可能性较小。
- **除去投资收益, 前三季度主营业务归属母公司的净利润率达到4.1%, 三季度单季归属母公司净利润由去年的2.35%提升至5.87%, 未来预计净利率将超过4.5%。**从2003年以来蒙牛的净利率基本维持在4.1-4.5%, 蒙牛上半年净利率4.17%, 三季度伊利已经超过了蒙牛, 预计未来净利率将超过4.5%。
- **短期看费用控制, 长期看产品线延伸, 公司定位世界一流健康食品集团。**费用率降至合理水平后, 未来利润的增长将更加平稳, 与收入增长持平。目前乳制品行业至少还有2倍以上空间, 即使液体乳行业达到饱和以后, 公司仍可通过产品线延伸进入相关行业, 做像雀巢和达能一样的健康食品集团, 收入的高增速可持续。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	29665	38559	48459	60796
同比(%)	22%	30%	26%	25%
归属母公司净利润(百万元)	777	1911	2289	2913
同比(%)	20%	146%	20%	27%
毛利率(%)	30.3%	30.9%	31.2%	31.3%
ROE(%)	18.4%	31.2%	27.2%	25.7%
每股收益(元)	0.49	1.20	1.43	1.82
P/E	42.02	17.09	14.27	11.21
P/B	7.74	5.33	3.88	2.88
EV/EBITDA	27	12	10	8

资料来源: 中投证券研究所

- 我们在之前的深度报告已经提出乳制品企业的竞争已经进入全产业链的竞争，伊利是不论在奶源、产品、渠道环节都最有优势的企业。公司现在仍在不断加大全产业链的投入力度。
- 在奶源环节，公司不断加大自有奶源，前三季生产性生物资产较年初增加 **6.2 亿元**，增幅 **456%**，主要原因是新设牧场购买奶牛数量增加。增发项目中公司拟投资 12.3 亿在 6 个城市建设奶源基地，公司目前自建牧场原奶占比不足产能的 10%，由于中国规模养殖较少，在没有良好养殖习惯的地区，公司建设示范基地给农户以引导，一方面可以加大弱势市场的掌控力度，另一方面也能减少运输成本。
- 在生产环节，公司不断扩大产能投入，在建工程期末账面余额比期初增加 **6.06 亿元**，增长 **90.9%**。增发项目中已经有 5 个生产基地通过银行贷款 12 亿开始投入建设，剩下的项目也已经开始着手项目用地、立项、环评批文件的获得，也将相继投入建设。目前公司实际的原奶加工量是 300 多万吨每年，增发项目将使产能提升 40% 以上，未来产能的高速增长保证了收入的持续高增长。
- 在产品环节，公司不断推行产品结构高端化，整个高端产品占比超过 **40%**。公司液态奶中普通纯奶的毛利率在 25% 左右，而高端产品的毛利在 40% 左右。上半年公司高端品类收入增长迅速，QQ 星儿童奶同比增长 103%，市场份额已占据 50% 以上，在液态奶总销量中的占比接近 10%；金典有机奶同比增长 243%，舒化奶同比增长 40%，目前在液奶中销量占比超过 5%，已经超过金典的销量；高端奶粉金领冠同比增长 112%，实现了连续三年的翻番式增长，近两年金领冠系列的单品销售预计占到公司奶粉收入的 20% 左右。所有产品品类中，毛利率最高的奶粉连续 5 年销量第一，占全国 21% 的市场份额，目前已经售出了 10 亿罐，每 6 个宝宝中就有一个喝伊利奶粉。公司不断加大高端产品的投入推广力度，高端产品市场份额快速增长，儿童奶和酸奶是空间最大的两个市场，今年公司又推出了高端产品“帕瑞缇”欧式酸奶凝酪，深受白领追捧。
- 在渠道环节，随着全国奶源基地和生产基地的优化布局完善，网络渠道已经辐射到全国县乡镇的各个角落。公司还不断开拓特殊渠道，在过去二、三年内，伊利营养舒化奶就进入了航空营养配餐的菜单；今年，伊利集团还成为唯一一家指定供应京沪高铁北京段的乳制品企业。
- 不断加大食品安全控制。在原奶收购上，每个奶罐都实现了 GPS 追踪，这才之后的加工过程中都是可以追溯到收奶环节的，这就为奶源的安全提供了有力的保障。为了确保市场上的产品批批合格，伊利投入资金 1 亿多元，从美国、日本进口气相色谱-质谱仪、酶标仪、高效液相色谱仪等先进检测设备，能够在 30 分钟内出具三聚氰胺、抗生素及农药残留等项目的检测数据，各项检验检测指标累计达到 899 项，大大超过了国家目前的规定数量。
- 预计今年收入增长在 **20%-30%** 之间，公司的五年规划是 5 年实现 **700** 至 **800** 亿收入。2011 年的目标是实现 UHT 奶 200 多亿，奶粉 60 亿，酸

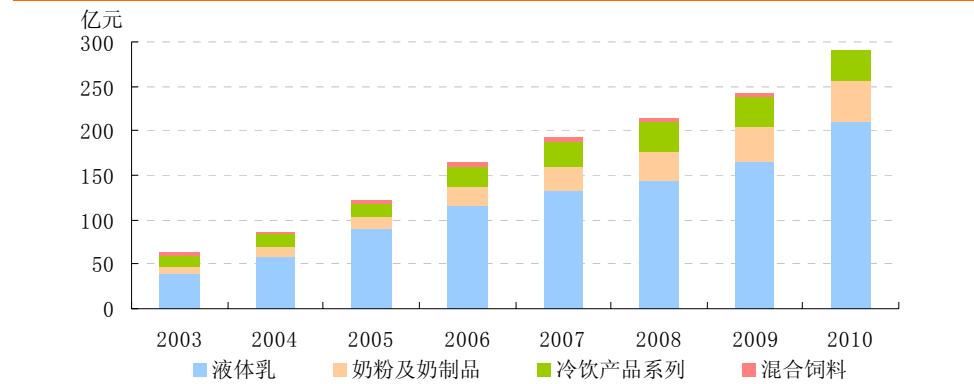
奶 20 多亿，今年收入增长预计在 20%-30%。成本回落以及去年频繁提价的效果将在今年显现，费用的大幅压缩将使今年净利率提升弹性巨大。去年原奶上涨了 30%，原奶占液态奶成本的 50%-60%，占奶粉成本的 40%左右，今年原奶价格从 4 月份已经开始回落，从年初的 3.8 元/公斤降至现在的 3.2 元/公斤，预计全年的原奶平均收购价同比增幅在 10% 左右。加之去年公司对冰淇淋和高端液态奶和奶粉等一些高毛利产品进行了 4 次提价，每次在 5%-10%，还通过对产品进行瘦身以及推出高毛利的新产品等方式间接提价，今年盈利能力会有显著提升。

- 我们上调 2011-2013 年 EPS 至 1.20, 1.43 和 1.82, 对应的 PE 为 17/14/11 倍，假设增发募集 50 亿，摊薄后 EPS 分别为 1.00, 1.20 和 1.53，对应的 PE 为 20/17/13 倍，给予明年 20 倍 PE，6 个月目标价 28.6 元，维持“强烈推荐”评级。
- 投资风险：原奶价格涨幅超预期，营业费用率波动

表 1 募集资金投向

项目名称	项目总投资 (万元)	拟投入募集资金 (万元)	基地	贡献收入(亿元)
液态奶项目	188,285.76	188,285.76	河北省张北县、山东省临朐县、辽宁省阜新市、宁夏吴忠市、甘肃省兰州市、广州市惠州市	53.35
冷饮项目	27,520.00	27,520.00	在浙江省金华市	3.13
奶粉项目	55,240.75	55,240.75	在黑龙江省杜尔伯特县	25.79
酸奶项目	140,957.77	140,957.77	江苏省苏州市、南京市、陕西省咸阳市、广州市惠州市、天津市武清区	34.78
奶源项目	123,155.74	123,155.74	内蒙古呼和浩特、内蒙古锡林浩特、四川邛崃市、安徽合肥市、湖北黄冈市、江苏南京市	7.82
补充流动资金	164,839.98	164,839.98		
合计	700,000.00	700,000.00		124.87

资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 1 公司收入变化


资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 生产基地分布



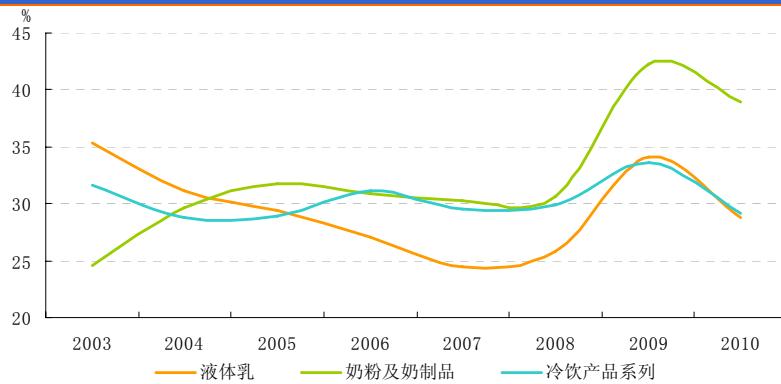
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 分产品收入增速变化



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 4 产品毛利率变化



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2: 伊利 2003 年至今每年新投资产能 (万吨/年)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
UHT 奶	24.1		145.6	61.3				76.7	57.7
冰淇淋			9.1	35.0				5.1	
奶粉		1.5		2.5	4.5		4.5	4.5	
酸奶			7.3	18.3			7.3		
奶酪								0.7	
合计	24.1	1.5	162.1	117.1	4.5	0.0	11.8	87.0	57.5
累计产能	154.1	155.6	317.7	434.8	439.3	439.3	451.1	538.1	595.8

资料来源：公司公告、中投证券研究；注：图中为理论产能，及全年每天 24 小时运转的产能，实际加工能力目前是 300 多万吨。

表 3: 伊利 2003 年后扩产项目

投资时间	扩产项目	达产时间
2011 年 3 月 12 日	广东惠州新建日产 800 吨超高温灭菌奶项目	2012 年 8 月
2011 年 1 月 20 日	宁夏吴忠新建日产 780 吨超高温灭菌奶项目	2011 年 10 月
2010 年 9 月 17 日	河北张北新建日产 1200 吨超高温灭菌奶项目	2012 年 4 月
2010 年 5 月 10 日	杜尔伯特年产 45000 吨配方奶粉项目	2011 年 12 月
2010 年 4 月 13 日	山东临朐新建日产 900 吨超高温灭菌奶及日产 140 吨冷饮项目	已达产
2009 年 12 月 25 日	京津塘地区日产 200 吨酸奶及 20 吨奶酪项目	已达产
2009 年 7 月 10 日	华北地区年生产 4.5 万吨奶粉项目	已达产
2007 年 4 月 27 日	呼和浩特市日处理鲜奶 1200 吨加工奶粉项目	已达产
2006 年 12 月 7 日	山东平阴新建日产 150 吨冷饮项目	已达产
2006 年 12 月 7 日	佛山三水新建日产 150 吨冷饮项目	已达产
2006 年 12 月 7 日	河南平顶山新建日产 100 吨酸奶和 150 吨 UHT 奶项目	已达产
2006 年 9 月 6 日	石河子分公司年产 2.5 万吨中高档系列配方奶粉技术改造项目	已达产
2006 年 8 月 8 日	新建成都日产 430 吨液态奶、150 吨酸奶、260 吨冷饮项目投资	已达产
2006 年 6 月 26 日	新疆新建日产 150 吨冷饮、100 吨酸奶、14 吨速冻食品项目	已达产
2006 年 5 月 17 日	新建湖北省黄冈市日产 1100 吨液态奶项目	已达产
2006 年 5 月 17 日	新建湖北省黄冈市日产 250 吨冰淇淋生产基地项目	已达产
2006 年 5 月 17 日	新建湖北省黄冈市日产 150 吨酸奶项目	已达产
2005 年 10 月 17 日	新建华东日产 500 吨液态奶及日产 250 吨冰淇淋	已达产
2005 年 10 月 17 日	新建山东日产 600 吨液态奶项目	已达产
2005 年 7 月 28 日	京津生产基地二期扩建日产 750 吨液态奶生产线项目	已达产
2005 年 7 月 28 日	乌兰察布乳品厂新增日产 160 吨液态奶生产线项目	已达产
2005 年 7 月 28 日	新建华东日产 200 吨酸奶项目	已达产
2005 年 7 月 28 日	新建辽宁日产 500 吨液态奶生产基地项目	已达产
2005 年 7 月 28 日	黑龙江省肇东市新建日产 1000 吨液态奶项目	已达产
2005 年 4 月 25 日	察哈尔日产 480 吨 UHT 奶项目	已达产
2004 年 8 月 24 日	杜尔伯特年产 15000 吨中高档婴儿配方奶粉生产线项目扩建	已达产
2003 年 6 月 3 日	齐齐哈尔梅里斯日产 90 吨利乐砖 UHT 奶项目	已达产
2003 年 6 月 3 日	收购西安赛高国际食品公司 65% 股权扩建日产 180 吨无菌砖项目	已达产
2003 年 6 月 3 日	赤峰日产 120 吨 UHT 奶项目	已达产

2003年6月3日

林甸日产270吨UHT奶项目

已达产

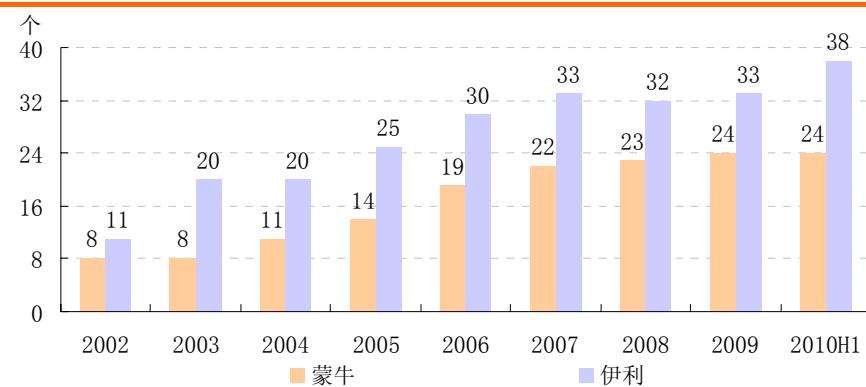
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 5：目前世界主要乳品消费国人均牛奶占有量



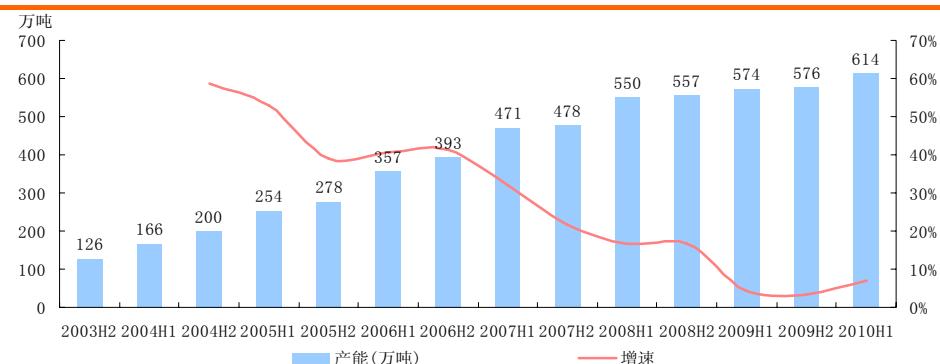
资料来源：bloomberg、CEIC、中投证券研究所

图 6：伊利蒙牛基地数目对比



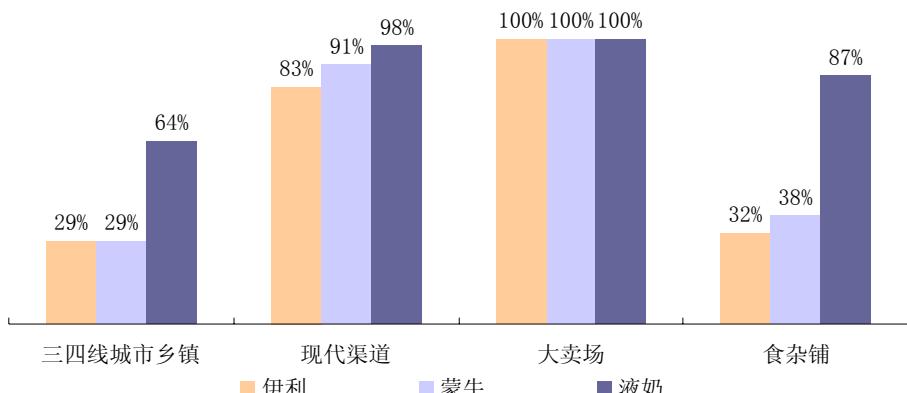
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 7：蒙牛产能扩张速度



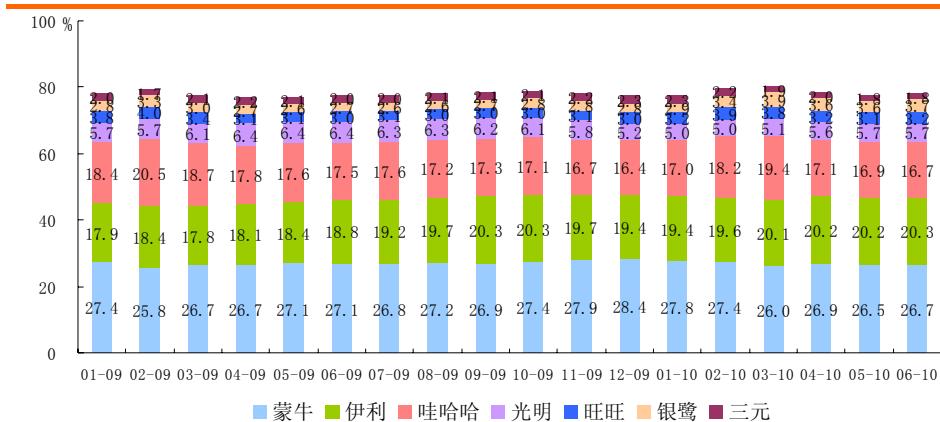
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 8: 2009 年液态奶铺货率



资料来源：AC 尼尔森、中投证券研究所

图 9: 液态奶前 7 大品牌市场占有率变化



资料来源：AC 尼尔森、中投证券研究所

图 10: 伊利蒙牛毛利率

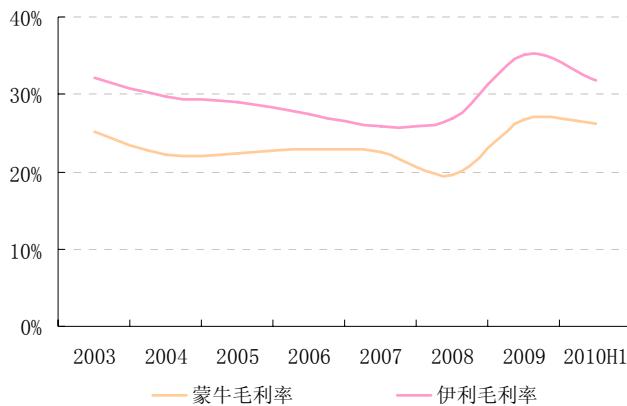


图 11: 伊利蒙牛销售费用率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 12: 毛利率 - 销售费用率

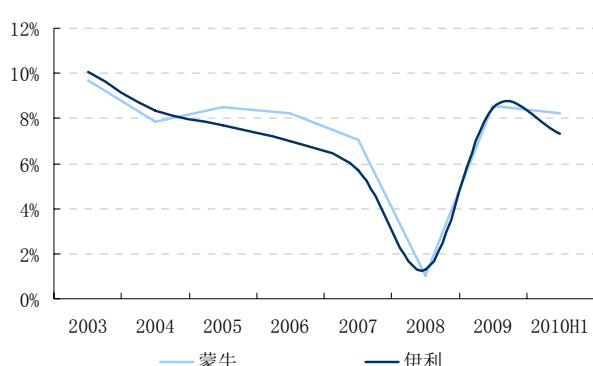
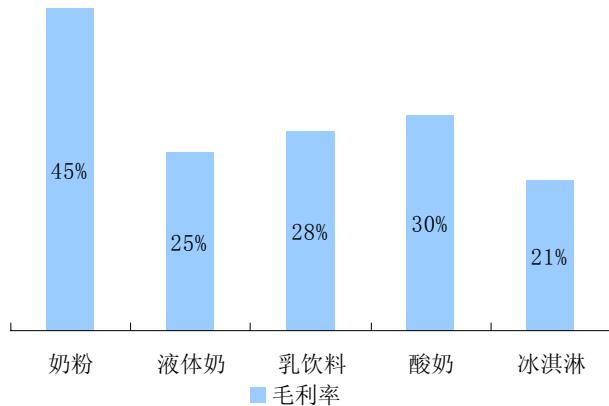


图 13: 蒙牛各类产品毛利率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 14: 伊利净利润和净利率

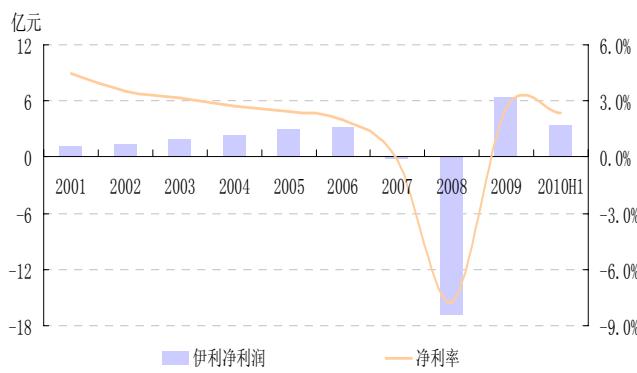
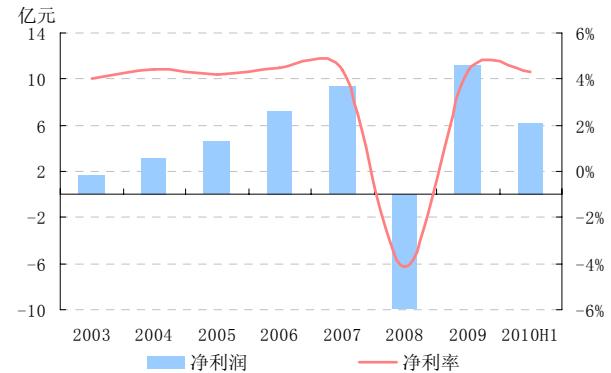
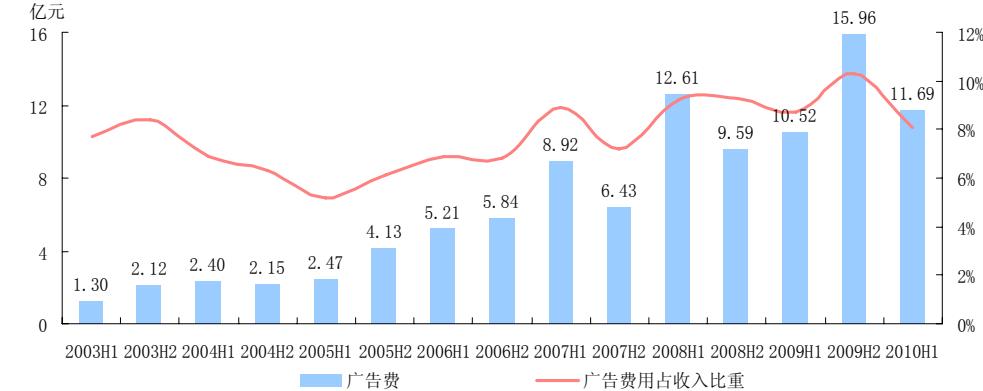


图 15: 蒙牛净利润和净利率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 16: 蒙牛广告投入



资料来源：公司公告、中投证券研究所

附录：中投证券食品饮料团队近1年来发布的报告

伊利股份-利润增长大幅超预期，费用率下降至合理水平	2011/10/28
洽洽食品-利润增速超预期，目前估值偏低	2011/10/25
皇氏乳业-收入持续高增长，利润率有待提升	2011/10/24
双汇发展-三季度环比大幅改善，明年利润率弹性巨大	2011/10/22
山西汾酒-短期业绩波动不改长期品牌复兴趋势——2011年三季报点评	2011/10/20
好想你-季报点评：业绩触底的弹性品种	2011/10/20
洽洽食品-传统炒货销量增长加快，利润率高弹性已显现——跟踪报告	2011/10/20
贵州茅台-净利高增长，预收创新高——2011年三季报点评	2011/10/17
贵州茅台-新管理层上任有望带来茅台价值重估	2011/10/12
贵州茅台-中档酒经重新定位，将有望成为新利润增长点——2011年秋季糖酒会经销商大会点评	2011/10/11
白酒-高档酒提价预期延后，行业整体高增长持续——发改委限价座谈会点评	2011/9/25
好想你-调研简报：经销商期权激励政策促进未来持续的高增长	2011/9/23
双汇发展-调研简报：产销量同比已有增长，盈利能力不断提升	2011/9/23
五粮液-基本面持续强劲，十二五末市值有望冲击5000亿——深圳投资者交流会纪要	2011/9/8
贵州茅台-中报业绩超预期，印证了今年将是茅台业绩高增长的新起点——2011年中报点评	2011/8/30
五粮液-提价幅度超市场预期，明年业绩有望继续增长40%+	2011/8/30
水井坊-中高档酒下滑趋势扭转，控股权稳定后关注如何重塑品牌渠道	2011/8/26
酒鬼酒-定增获批利好兑现，复兴进程有待跟踪	2011/8/24
白酒-高景气度下白酒行业的发展趋势及风险隐患——中投证券白酒行业研讨会会议纪要	2011/8/24
皇氏乳业-成本拐点已现，期待省外扩张	2011/8/22
双汇发展-中报符合预期，预计三季度环比大幅改善	2011/8/18
五粮液-基本面强劲大超预期，上调12个月目标价至55元——五粮液调研简报	2011/8/16
青岛啤酒-成本拐点渐显，期待四季度毛利率回升	2011/8/13
伊利股份-中报高增长，净利率出现上行拐点	2011/8/5
葡萄酒-进口酒冲击对国产酒的影响——中投证券葡萄酒行业研讨会会议纪要	2011/8/4
酒鬼酒-基本面向好，定向增发方案获批将成股价催化剂	2011/8/3
洽洽食品-调研简报：基本面持续好转，成长空间巨大	2011/8/1
五粮液-年内团队有望彻底稳定，基本面良好，股价回落正是买入良机——董事会秘书辞职公告点评	2011/8/1
酒鬼酒-费用控制显效，期待省内持续发力	2011/7/28
洽洽食品-中报符合预期，毛利率持续回升	2011/7/27
双汇发展-恢复符合预期，价值回归继续推进	2011/7/24
洽洽食品-股价连续上涨点评：进入利润率拐点的休闲食品新贵	2011/7/22
五粮液-公司研究：老茅市值创新高，五粮液还远吗？（差29%！）	2011/7/21
酒鬼酒-营销中心拟前移至长沙，加快决策速度	2011/7/13
葡萄酒行业深度研究系列报告一以资源、品牌、渠道全产业链视角，畅享葡萄酒行业下一个黄金10年	2011/7/12
CPI再超预期，中报向好，进入旺季催生酒类行情——食品饮料股价异动点评	2011/7/12
洽洽食品-下一个中国旺旺(深度报告)	2011/7/07
酒鬼酒-销售好转，增发稳步推进，关注管理持续改善为复兴奠定扎实基础	2011/6/28
双汇发展-利空出尽走出阴霾，重上高速发展轨道	2011/6/22
2011年食品饮料行业中期策略报告-通胀预期变化下高端品和大众品的轮动表现	2011/6/20
五粮液-重申我们推荐五粮液的三逻辑，公司是抗通胀、增速预期有提升、低估值的绝佳品种	2011/6/12
泸州老窖-集中主业，决战高端——股东大会、投资者交流会点评	2011/6/10

五粮液-增长预期大幅加强，估值相对显著偏低	2011/6/09
洽洽食品-调研简报：二季度毛利率大幅回升，目前市盈率偏低	2011/6/08
双汇发展-发货量已恢复九成，资产重组不改变重组结果	2011/5/30
伊利股份-成本趋稳、提价效果显现、费用控制促进净利润大幅提升	2011/5/25
伊利股份-定向增发项目将加速产能投放进程，支持未来三年高速增长	2011/5/18
青岛啤酒-品牌加速升级，销售持续扩张	2011/5/11
洽洽食品-调研简报：收入有望突破30亿，利润弹性来自原材料价格下降	2011/5/02
光明乳业-一季报点评：海外收购贡献收入增长主要来源	2011/4/30
伊利股份-年报、一季报点评：收入保持高速增长，盈利能力逐步回升	2011/4/30
双汇发展-年报、一季报点评：一季度收入增速大幅降低，销量逐步恢复	2011/4/28
水井坊-调整影响短期业绩，期待并购提升价值——2010年年报点评	2011/4/28
贵州茅台-如期而至的高增长书写十二五开局新篇章——2011年1季报点评	2011/4/23
酒鬼酒-增长仍有余力，增发尚需时日——2011年1季报点评	2011/4/22
双汇发展-股价逼近要约收购价格，估值偏离基本面	2011/4/21
双汇发展-瘦肉精事件创造绝佳的中长期买入机会	2011/4/19
皇氏乳业-调研简报：与分众传媒合作，五一开始水牛奶在上海大规模铺货	2011/4/14
洽洽食品-一季报点评：收入快速增长，成本趋稳促盈利能力回升	2011/4/14
白酒-整体波澜不惊，个体静待催化剂	2011/4/11
白酒-短期禁止涨价不改白酒年内确定性增长——发改委评价酒类企业涨价行为点评	2011/4/7
蒙牛乳业-蒙牛乳业业绩公告点评：长期受惠于行业整合的龙头企业	2011/4/4
光明乳业-区外市场销售提速，差异化战略见成效	2011/4/1
贵州茅台-放量、提高出厂价平抑终端价过快增速是公司最佳的战略措施——季克良接受采访报道点评	2011/3/29
泸州老窖-2011年将重返业绩增长的快车道——2010年业绩年报点评	2011/3/27
洽洽食品-糖酒会休闲食品行业调研简报—薯片行业空间巨大	2011/3/25
金字火腿-巴玛火腿在糖酒会上面向全国招商	2011/3/25
水井坊-2011年仍是调整转型年	2011/3/24
贵州茅台-期待“十二五”的开局之年——2010年年报点评	2011/3/21
洽洽食品-稳居炒货龙头 打造休闲食品新贵	2011/3/14
伊利股份-加大重点消费市场产能布局 建设华南地区运营中心	2011/3/14
金字火腿-旧时王谢堂前燕，飞入寻常百姓家	2011/3/4
皇氏乳业-2010年业绩快报点评：产能释放效应将在2011年逐步显现	2011/2/27
乳制品行业-新政点评：许可证重审和降低进口奶粉关税加速乳制品行业整合	2011/2/26
食品饮料-白酒板块股价异动点评——成长确定性强，估值吸引力大	2011/2/21
双汇发展-以史为鉴，双汇十二五末股价超300元，市值超4000亿	2011/2/16
伊利股份-加码宁夏吴忠液态奶项目，产能布局进一步优化	2011/1/20
伊利股份-品牌升级推动公司向世界一流健康食品集团迈进	2010/12/21
乳制品行业-从奶源、产品、渠道全产业链精选优势企业	2010/12/20
皇氏乳业-高端差异化产品水牛奶即将迈开全国化战略步伐	2010/12/20
光明乳业-国内首款常温酸奶在全国上市，引领公司进入突变期	2010/12/3
伊利股份-深耕产业链，扩大自有奶源，加大产能布局，渠道继续下沉	2010/11/29
蒙牛乳业-高端产品奶源供给瓶颈突破在即	2010/11/29
光明乳业-期待常温奶在华东地区的蚕食式扩张	2010/11/10
皇氏乳业-水牛奶，三年即将甲天下	2010/10/29

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产				
现金	7558	10975	14834	19899
应收账款	3342	6009	8617	12114
其它应收款	257	386	485	608
预付账款	113	154	194	243
存货	1240	960	1201	1504
其他	2584	3466	4337	5430
	23	0	0	0
非流动资产				
长期投资	7805	8388	9166	9948
固定资产	606	600	600	600
无形资产	5591	6186	6808	7409
其他	461	491	521	551
	1147	1111	1237	1388
资产总计				
流动负债	15362	19364	24000	29847
短期借款	10198	12358	14650	17515
应付账款	2698	2648	2648	2648
其他	3704	5333	6672	8354
	3796	4378	5330	6512
非流动负债				
长期借款	652	537	537	537
其他	60	60	60	60
	592	477	477	477
负债合计				
少数股东权益	10850	12895	15187	18051
股本	294	340	395	465
资本公积	799	1599	1599	1599
留存收益	2654	1854	1854	1854
归属母公司股东权益	766	2676	4965	7878
	4219	6129	8418	11331
负债和股东权益				
经营现金流量	15362	19364	24000	29847

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流				
净利润	1475	3737	4060	5030
折旧摊销	796	1957	2344	2983
财务费用	610	606	726	859
投资损失	-21	-8	-48	-94
营运资金变动	-12	-222	-20	-20
其它	60	1547	1045	1298
	42	-142	13	2
投资活动现金流				
资本支出	-2181	-1030	-1500	-1627
长期投资	1987	1215	1477	1604
其他	-226	-7	0	0
	-420	179	-23	-23
筹资活动现金流				
短期借款	-87	-40	48	94
长期借款	13	-50	0	0
普通股增加	-50	0	0	0
资本公积增加	0	799	0	0
其他	-48	10	48	94
现金净增加额				
	-793	2668	2608	3497

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入				
营业成本	29665	38559	48459	60796
营业税金及附加	20686	26663	33362	41772
营业费用	88	116	145	182
管理费用	6807	8020	10080	12646
财务费用	1521	1928	2423	3040
资产减值损失	-21	-8	-48	-94
公允价值变动收益	-10	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润				
营业外收入	12	222	20	20
营业外支出	302	300	300	300
利润总额				
所得税	58	345	414	526
净利润				
少数股东损益	796	1957	2344	2983
归属母公司净利润				
EBITDA	777	1911	2289	2913
EPS (元)	1195	2660	3196	4035
	0.97	1.20	1.43	1.82

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	22.0%	30.0%	25.7%	25.5%
营业利润	-9.0%	240.4%	22.1%	29.9%
归属于母公司净利润	20.0%	145.8%	19.8%	27.3%
获利能力				
毛利率	30.3%	30.9%	31.2%	31.3%
净利率	2.6%	5.0%	4.7%	4.8%
ROE	18.4%	31.2%	27.2%	25.7%
ROIC	15.2%	63.2%	83.9%	136.4%
偿债能力				
资产负债率	70.6%	66.6%	63.3%	60.5%
净负债比率	25.86	21.39%	18.16	15.28%
流动比率	0.74	0.89	1.01	1.14
速动比率	0.49	0.61	0.72	0.83
营运能力				
总资产周转率	2.08	2.22	2.24	2.26
应收账款周转率	114	116	111	111
应付账款周转率	5.82	5.90	5.56	5.56
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.49	1.20	1.43	1.82
每股经营现金流(最新摊薄)	0.92	2.34	2.54	3.15
每股净资产(最新摊薄)	2.64	3.83	5.27	7.09
估值比率				
P/E	42.02	17.09	14.27	11.21
P/B	7.74	5.33	3.88	2.88
EV/EBITDA	27	12	10	8

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张 镛：中投证券研究所首席行业分析师。

蒋 鑫：中投证券研究所食品行业分析师，南开大学经济学硕士，天津大学信息工程工学学士。

柯海东：中投证券研究所酒类行业分析师，中山大学财务与投资学硕士，华中科技大学工业设计工学学士，武汉大学营销管理双学士。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434