

长期投资价值凸现

买入首次评级

目标价：43.3-49.4 元

投资要点：

- 长期看，千亿收入目标可期
- 期待格局稳定后，销售费用率的降低将带来盈利能力的显著提升
- 原奶价格企稳微降为公司带来短期交易性机会

报告摘要：

- 长期看，千亿收入规模目标可期：**45%乳制品生产企业被淘汰出局，行业继续保持 13%增长过程中将使得拥有全国性品牌、渠道资源及完整品类的龙头企业如伊利受益。伊利股份短期目标是收入规模 500 亿，长期发展目标是收入规模达 1000 亿（对应市场份额 30%左右），公司将通过不断完善产业链结构、扩充产能、加强营销来实现这一目标，长期投资价值凸现。
- 短期看，成本因素将为公司带来短期交易性机会：**公司 2010 年毛利率较上年下降 4.86 个百分点主要系原奶涨价所致；而随着奶牛供需结构的逐步改善原奶价格大幅上涨的概率不大，我们认为下半年原奶价格有望企稳甚至出现小幅下降，从而有望提升公司毛利率进而改善净利率水平，为公司带来短期交易性机会。
- 盈利预测、估值和投资建议：**预计 2011-2013 年收入分别为 358 亿、429 亿和 512 亿，增速分别为 20.6%、19.9%和 19.3%；归属母公司净利润分别为 11.5 亿、15.8 亿和 20.9 亿，增速分别为 48.4%、37.0%和 32.5%；对应的 EPS 分别为 1.443 元、1.976 元和 2.618 元（未考虑增发摊薄）。结合可比上市公司估值情况以及伊利股份正处业绩拐点期，按照 30X11PE/25X12PE 计算，公司合理价值区间应为 43.3-49.4 元，相对目前股价仍有 20%-34%的上涨空间，首次给予“买入”评级。
- 风险提示：**原奶价格上涨超预期、竞争超预期导致净利润增长低于预期的风险。

百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	24324	29665	35781	42906	51167
YOY	12.3%	21.9%	20.6%	19.9%	19.3%
净利润	648	777	1153	1580	2093
YOY	138.4%	20.0%	48.4%	37.0%	32.5%
EPS（元）	0.810	0.972	1.443	1.976	2.618
净利率	2.74%	2.68%	3.30%	3.77%	4.09%

食品饮料行业

联系人：

苏青青

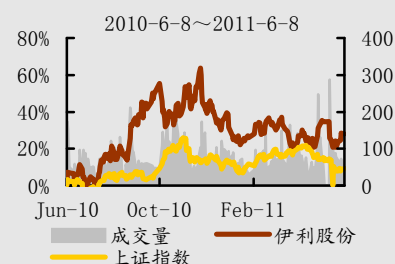
电话：021-51782237

Email: suqingqing@hysec.com

分析师：

黄立军（S1180209070180）

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20110331	15534	
20101231	17579	
20100930	24774	

数据来源：港澳资讯

机构持股汇总

报告日期	20100331	20091231
基金持股	1	1
占流通 A 股比		
持股家数及进出情况		

数据来源：港澳资讯

相关研究

目录

一、原奶价格下降为伊利短期带来交易性机会.....	4
1、原奶价格降幅将有多大？持续时间会有多长？.....	4
2、原奶价格下降会对企业带来多少毛利提升的空间？.....	4
二、销售费用率对净利润影响弹性大，期待格局稳定后费用率的降低.....	5
三、12 亿资金用于自建牧场，伊利改变资源分布格局.....	7
1、牧场规模化是保证奶源产量与质量的唯一途径.....	7
2、伊利以奶联社+自有牧场为主，蒙牛绑定第三方牧场，伊利亟需掌握优质资源.....	8
3、加大自有牧场建设力度，保证奶源长久供应.....	10
四、公司基本情况简介.....	10
1、基本资料简介.....	10
2、历史简介.....	10
3、产品及盈利能力简介.....	12
五、与蒙牛对比，伊利成为进步最快的乳制品企业.....	13
1、奶源分布对比、产品及盈利能力对比.....	13
2、4P 分析法对比分析伊利与蒙牛的竞争差异化及竞争特点.....	13
五、盈利预测与估值.....	16
1、分产品收入及毛利率分拆预测表.....	16
2、价格和毛利率预测.....	18
3、费用率预测.....	18
4、预测结论.....	18
六、风险提示.....	19

插图

图 1: 原奶和包装物价格变动对综合成本影响的敏感性分析	5
图 2: 成本变化对毛利率的敏感性分析	5
图 3: 伊利股份销售费用率明细表 (百万元)	6
图 4: 营业收入增速和销售费用率对净利润规模的敏感性分析表 (百万元)	6
图 5: 我国奶牛存栏量 (万头)	7
图 6: 我国奶牛年均单产量 (吨)	7
图 7: 我国奶牛年均单产量较低	8
图 8: 伊利自有牧场分布图	9
图 9: 蒙牛第三方控制牧场分布图	9
图 10: 走势图	10
图 11: 伊利股份历史收入及净利润变化走势图	11
图 12: 伊利股份近年来扩产项目一览表 (吨/日)	11
图 13: 过去四年产品收入结构图 (百万元)	12
图 14: 液体乳和奶粉业务一直保持稳定快速增长	12
图 15: 液体乳占收入比重为 71%, 成为主要收入来源	13
图 16: 分产品毛利率水平都比较高	13
图 17: 伊利股份目前共拥有大五产品品类共 229 种产品类别, 液态奶和酸奶品类多于蒙牛	14
图 18: 蒙牛乳业目前共拥有七大产品品类共 240 种产品类别, 涵盖从婴幼儿到老人的全部年龄层次	15
图 19: 沃尔玛超市草根调研看, 伊利产品价格普遍低于蒙牛 (元/箱)	15
图 20: 乳制品主要上市公司历史收入及期间增速对比表 (百万元)	16
图 21: 分产品销售收入及毛利率预测表	17
图 22: 鲜奶价格涨势趋缓	18
附表 1: 三张财务报表预测摘要 (百万元)	20

一、原奶价格下降为伊利短期带来交易性机会

近期,原奶价格在流动性趋缓大宗原材料价格整体下降以及相对供给过剩的双重因素下,一改往日快速上涨趋势,价格出现缓慢下降。

为了深入研究原奶价格下降对企业盈利水平的影响,我们将此问题分为两个大问题去研究:

- ◆ 原奶价格的下降幅度以及持续时间的研究。
- ◆ 原奶价格下降对毛利的敏感性分析研究——可以测算出来最大和最小的改善空间;
- ◆ 我们将用两个小标题分别分析这两个小问题。

1、原奶价格降幅将有多大?持续时间会有多长?

为了研究这一问题,我们建议投资者从以下角度去梳理分析脉络:

- ◆ 决定原奶价格走势的因素在于供给与需求;
- ◆ 为何近期原奶价格会下降?是因为 45%企业被淘汰出局后,被那部分企业所掌控的原奶相对于剩余 55%生产企业而言成了相对供给过剩量;
- ◆ 改变目前原奶供给相对过剩的未来可能情况有两个: 1,这部分相对过剩奶源的去向; 2,下游乳制品制造企业的规模扩张情况;
- ◆ 对于放出来的这部分奶源,我们认为目前监管系统还未有一个清晰的说法,因此在此之前这部分奶源都将被放在市场上出售,短期看奶源仍将相对过剩。
- ◆ 而对于下游乳制品制造企业来说,规模扩张还在进行中,短期规模难以上来,且伊利自有牧场规模、现代牧业、圣牧高科等规模化奶牛养殖基地的规模都在扩张,因此下游规模扩张不会影响短期原奶价格趋势。

2、原奶价格下降会对企业带来多少毛利提升的空间?

第一步,我们需要确定原奶价格以及包装物价格变动对成本的影响区间。这里面包含了假设前提,假设伊利产品原奶成本占比为 65%、包装物占比 25%、其余(折旧、人工、白糖等)占比 10%,假设依据有两点:

- ◆ 据我们调研了解,蒙牛自有可控牧场程度比伊利高,蒙牛原奶成本占比约为 50%-60%,而包装物占成本比重约为 20-30%,因此预计伊利原奶成本占比高于 60%,预计为 65%左右;
- ◆ 结合其他外部资料,我们假设伊利原奶成本比重为 65%、包装占成本比重为 25%,其余部分占 10%。

第二步,做原料价格变化对成本进而对毛利率的敏感性分析,通过测算结果,我们得出以下结论:

- ◆ 原奶价格下降 20%、包装物价格下降 4%时综合成本降幅最大,为 14%,反之亦然;

- ◆ 根据目前已有情况，我们判断原奶价格下降幅度为 5%左右，而包装物价格相对稳定，因此判断今年伊利综合成本会下降 3%；
- ◆ 假设今年综合成本下降 3%，那么预计全年毛利空间将提升 2.1 个百分点，而这一测算结果基本与 1Q 毛利提升结果相吻合；
- ◆ 伊利 2011 年 1Q 毛利率为 31.9%，而 2010 年全年毛利率为 30.3%，今年 1Q 毛利较去年有所提升主要是由于原奶价格下降所致。

图 1：原奶和包装物价格变动对综合成本影响的敏感性分析

		原奶价格变动区间								
		-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
包装物价格变化区间	-4%	-14%	-11%	-8%	-4%	-1%	2%	6%	9%	12%
	-3%	-14%	-11%	-7%	-4%	-1%	3%	6%	9%	12%
	-2%	-14%	-10%	-7%	-4%	-1%	3%	6%	9%	13%
	-1%	-13%	-10%	-7%	-4%	0%	3%	6%	10%	13%
	0%	-13%	-10%	-6%	-3%	0%	3%	7%	10%	13%
	1%	-13%	-10%	-6%	-3%	0%	4%	7%	10%	13%
	2%	-13%	-9%	-6%	-3%	1%	4%	7%	10%	14%
	3%	-12%	-9%	-6%	-3%	1%	4%	7%	11%	14%
	4%	-12%	-9%	-5%	-2%	1%	4%	8%	11%	14%

资料来源：宏源证券研究所

图 2：成本变化对毛利率的敏感性分析

		报告期成本变化区间								
		-5%	-4%	-3%	0%	1%	2%	3%	4%	5%
已知毛利率	22%	3.9%	3.1%	2.3%	0.0%	-0.8%	-1.6%	-2.3%	-3.1%	-3.9%
	24%	3.8%	3.0%	2.3%	0.0%	-0.8%	-1.5%	-2.3%	-3.0%	-3.8%
	25%	3.7%	3.0%	2.2%	0.0%	-0.7%	-1.5%	-2.2%	-3.0%	-3.7%
	27%	3.7%	2.9%	2.2%	0.0%	-0.7%	-1.5%	-2.2%	-2.9%	-3.7%
	28%	3.6%	2.9%	2.2%	0.0%	-0.7%	-1.4%	-2.2%	-2.9%	-3.6%
	30%	3.5%	2.8%	2.1%	0.0%	-0.7%	-1.4%	-2.1%	-2.8%	-3.5%
	31%	3.4%	2.7%	2.1%	0.0%	-0.7%	-1.4%	-2.1%	-2.7%	-3.4%
	32%	3.4%	2.7%	2.0%	0.0%	-0.7%	-1.4%	-2.0%	-2.7%	-3.4%
	33%	3.4%	2.7%	2.0%	0.0%	-0.7%	-1.3%	-2.0%	-2.7%	-3.4%
	34%	3.3%	2.6%	2.0%	0.0%	-0.7%	-1.3%	-2.0%	-2.6%	-3.3%
	35%	3.3%	2.6%	2.0%	0.0%	-0.7%	-1.3%	-2.0%	-2.6%	-3.3%

资料来源：宏源证券研究所

二、销售费用率对净利润影响弹性大，期待格局稳定后费用率的降低

伊利股份费用率明显高于其他乳品上市公司，尤其是销售费用率中的广告宣传费，占销售费用比重为 56%，由于这一项中包含了北京 2008 年奥运会的赞助款项，因此 2010 年广告宣传费用下降 4%。

由于伊利股份期间费用率水平高，而净利率水平较低，因此若能提高费用使用效率，那么净利润的提高弹性将很大：

- ◆ 以 2011 年为例，测算销售费用率降低对净利润的拉动作用。
- ◆ 通过弹性分析，我们测算出，若收入增速保持 20%，而销售费用率降低 1 个百分点，那么在毛利率和其他费用水平不变的情况下，预计净利润规模可达 13.1 亿元，同比增长 69%。
- ◆ 但预计今年由于增发 70 个亿，所投项目未来两年都将处于建设期，由于不能贡献大规模利润因此会导致对净利润的摊薄，预计净利润规模增速不会保持如此快的增速。且目前伊利股份市场份额还有很大提升空间，预计公司还会继续之前的宣传力度，因此今明两年我们预计销售费用率不会明显降低。
- ◆ 通过这个情景分析，我们看出伊利股份净利率对销售费用率的拉动弹性很大。而只要伊利和蒙牛两家合计占乳制品市场份额达 50% 以上时，我们认为这个时候就是费用率大幅下降的拐点时期。

图 3：伊利股份销售费用率明细表（百万元）

项目	2010	2009	YOY	2010 年占比
职工薪酬	830	673	23%	12%
折旧修理费	38	38	0%	1%
差旅费	104	79	31%	2%
物耗劳保费	25	15	65%	0%
办公租赁费	228	268	-15%	3%
广告宣传费	3826	3992	-4%	56%
装卸运输费	1686	1368	23%	25%
其他	70	63	11%	1%
合计	6807	6496	5%	100%
销售费用率	33%	27%	6.2	

资料来源：定期报告，宏源证券研究所

图 4：营业收入增速和销售费用率对净利润规模的敏感性分析表（百万元）

	5%	7%	10%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%
28%	2392	2438	2506	2552	2574	2597	2620	2643	2666	2688	2711	2734
29%	2081	2120	2180	2219	2239	2259	2279	2299	2318	2338	2358	2378
30%	1769	1803	1853	1887	1904	1921	1938	1955	1971	1988	2005	2022
31%	1458	1486	1527	1555	1569	1583	1597	1610	1624	1638	1652	1666
32%	1146	1168	1201	1223	1234	1245	1255	1266	1277	1288	1299	1310
33%	835	851	875	890	898	906	914	922	930	938	946	954
34%	523	533	548	558	563	568	573	578	583	588	593	598
35%	212	216	222	226	228	230	232	234	236	238	240	242
36%	-100	-102	-104	-106	-107	-108	-109	-110	-111	-112	-113	-114

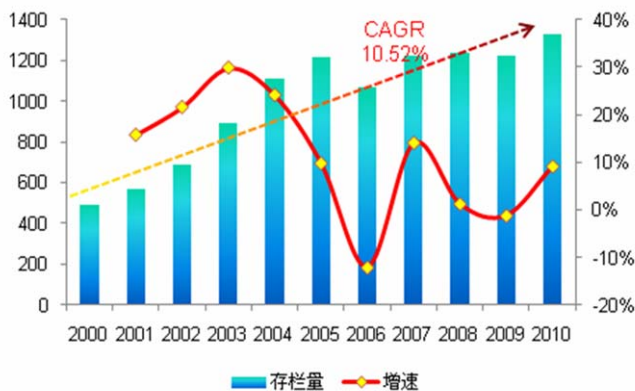
资料来源：宏源证券研究所

三、12 亿资金用于自建牧场，伊利改变资源分布格局

1、牧场规模化是保证奶源产量与质量的唯一途径

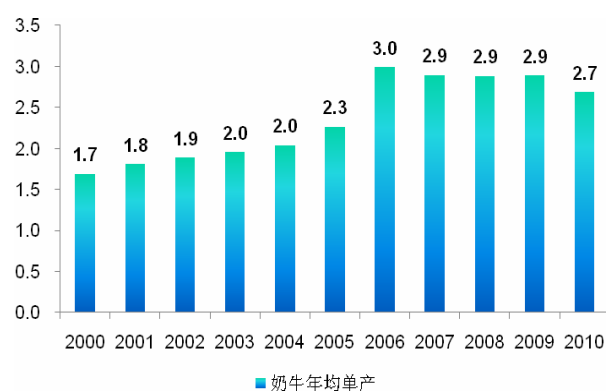
目前奶牛养殖以散养为主，规模化牧场程度还不高：21 世纪以来，我国乳制品行业快速发展，我国奶牛存栏数也稳步上涨。根据中国奶业年鉴的数据，我国 1975 年奶牛存栏 40.6 万头，2004 年过千万头。目前稳定在 1300 万头左右，2000-2010 年十年 CAGR 为 10.52%。但我国奶牛多数处于小规模农户散养状态，100 头以上规模化养殖场奶牛存栏量仅占总存栏量的不足 20%。

图 5：我国奶牛存栏量（万头）



资料来源：中国奶业年鉴，宏源证券研究所

图 6：我国奶牛年均单产量（吨）



资料来源：华通人，宏源证券研究所

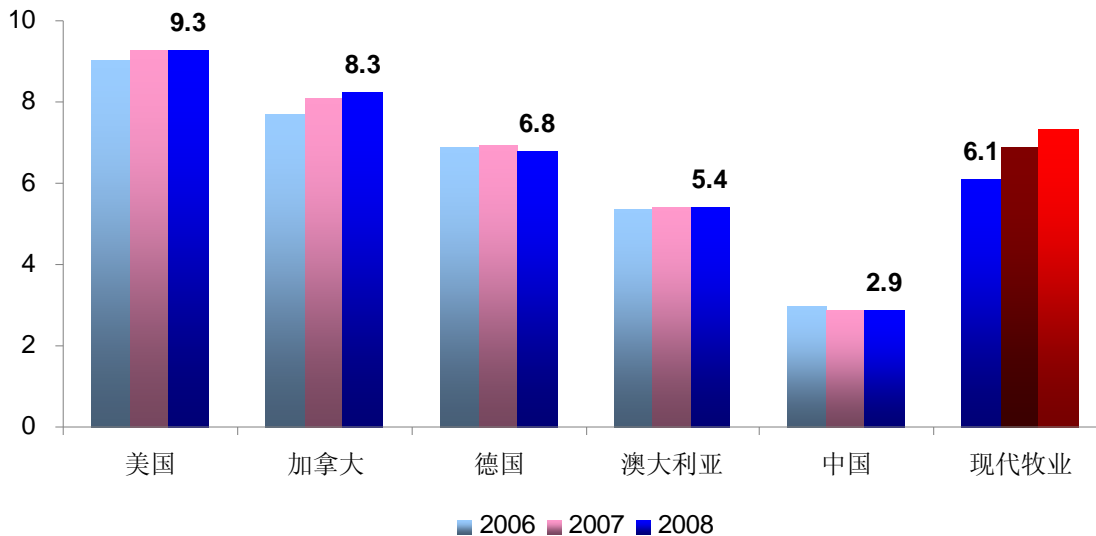
此外，我国奶牛年均单产量不高且增长缓慢：2008 年约 2.9 吨/年，而主要发达国家奶牛年均单产在 5-9 吨/年，这主要是由于：

- ◆ 养殖条件及喂养技术等与发达国家尚有一定差距。
- ◆ 我国奶牛小规模农户散养比例过高，而小规模散养也是效率最低的养殖方式，发达国家主要以大规模牧场养殖方式为主，便于利用资金、技术等优势，奶牛单产较高。

加大规模化养殖比例已经势在必行：

- ◆ 规模化养殖有助于提高奶牛单产量：《奶业整顿和振兴规划纲要》指出要加大力度推进奶牛养殖规模化，努力提高 100 头以上规模化养殖区奶牛比重，同时我国也产生了一批像现代牧业、圣牧高科一类的规模化养殖企业。由现代牧业的招股书中看到，现代牧业的奶牛年均单产在 7.3 吨/年左右（2008 年数据），这更加证明了规模化养殖可提高奶源单产。
- ◆ 规模化养殖可用同一管理方式保证原奶的健康与安全：由于资金能力有限，农户无法引进先进牛种、更无法有效实施检测检疫、贮藏杀菌、预防口蹄疫等流行病，提供的牛奶质量就无法保证。但牧场由于奶牛数量较大，如果不注重安全健康管理，奶牛由于感染引起的业绩风险会很大。且由于在资金的人力方面更具有农户不具备的优势，也使得牧场提供的原奶健康性比农户散养的高很多。

图 7：我国奶牛年均单产量较低



注：现代牧业从左往右依次为 2008-2010 年数据，数据标注均为 2008 年数据。

资料来源：年报，宏源证券研究所

2、伊利以奶联社+自有牧场为主，蒙牛绑定第三方牧场，伊利亟需掌握优质资源

伊利自三聚氰胺事件之后就意识到奶源控制对于全产业链结构的乳制品行业的重要性，公司是国内最早重视奶源建设的乳制品企业之一。2006 年以来，公司已投入 27 亿元用于自建或合建牧场：

- ◆ 2009 年 9 月，公司在呼和浩特土左旗兵州亥乡的 15000 头奶牛科技示范园投入使用，2010 年，20 多家奶联社也相继投入使用。
- ◆ 目前，公司 800 多家大小牧场布局全国，并独家拥有呼伦贝尔、锡林郭勒、新疆天山三大黄金奶源基地，控制了中国最优质的奶源，目前公司自有奶源供给率超过 50%。

由于我国奶牛牧业规模化发展历史较短，目前零散的农户奶源在产业链中仍然起着重要的作用，伊利通过农户散养模式收购的奶源仍占到将近 50%，而主要竞争对手蒙牛则通过利利益捆绑的方式先于伊利掌握大型牧场资源，相对于蒙牛而言，伊利在牧场资源占有方面稍慢一步：

- ◆ 在伊利大量投资自建牧场的同时，作为公司主要竞争对手的蒙牛并未自建牧场，而是采取通过和第三方规模化牧场签订长期协议来保证奶源供应；
- ◆ 现代牧业 97%以上的原奶都销售给了蒙牛，且与蒙牛于 2008 年底签订了 10 年长期协议。圣牧高科以同样方式为蒙牛提供原奶，蒙牛也通过此种方式控制了超过 10 座超大型万头牧场；

图 8：伊利自有牧场分布图



资料来源：宏源证券研究所

图 9：蒙牛第三方控制牧场分布图



资料来源：宏源证券研究所

3、加大自有牧场建设力度，保证奶源长久供应

奶源控制程度最高的当属自有牧场，虽然公司一直在建设牧场，生产性生物资产也由 2007 年的 0 上升到 2010 年的 1.36 亿元，但和主要竞争对手蒙牛相比，伊利控制的奶源仍显匮乏。目前，伊利自建牧场控制了约 3 万头奶牛，而蒙牛通过第三方牧场控制了超过 8 万头奶牛，而且现代牧业已经在香港上市，在建项目以及备用空间还可增加奶牛存栏 6 万头，圣牧高科也计划未来几年发展新建 18-20 座 3000-5000 头规模的牧场。

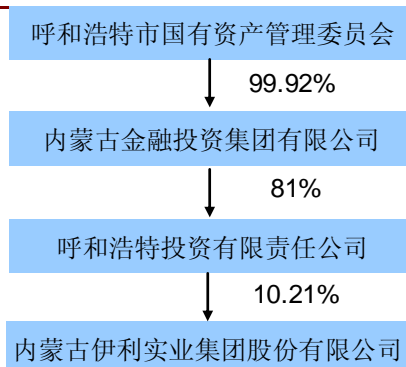
- ◆ 面对激烈的竞争和严峻的形式，公司显然加快了自建牧场进度和力度，近期公司计划增发募集 70 亿元用于扩张产能和自建奶源，其中将投入 12.32 亿元用于在呼和浩特、锡林浩特、四川邛崃、安徽合肥、湖北黄冈、江苏南京六大奶源基地新建牧场，计划将再增加公司奶牛存栏 3 万逾头，极大保证了公司奶源长久供应。

四、公司基本情况简介

1、基本资料简介

伊利股份大股东为呼和浩特市国有资产管理委员会，其直接控股比例为 8.26%。

图 10：走势图



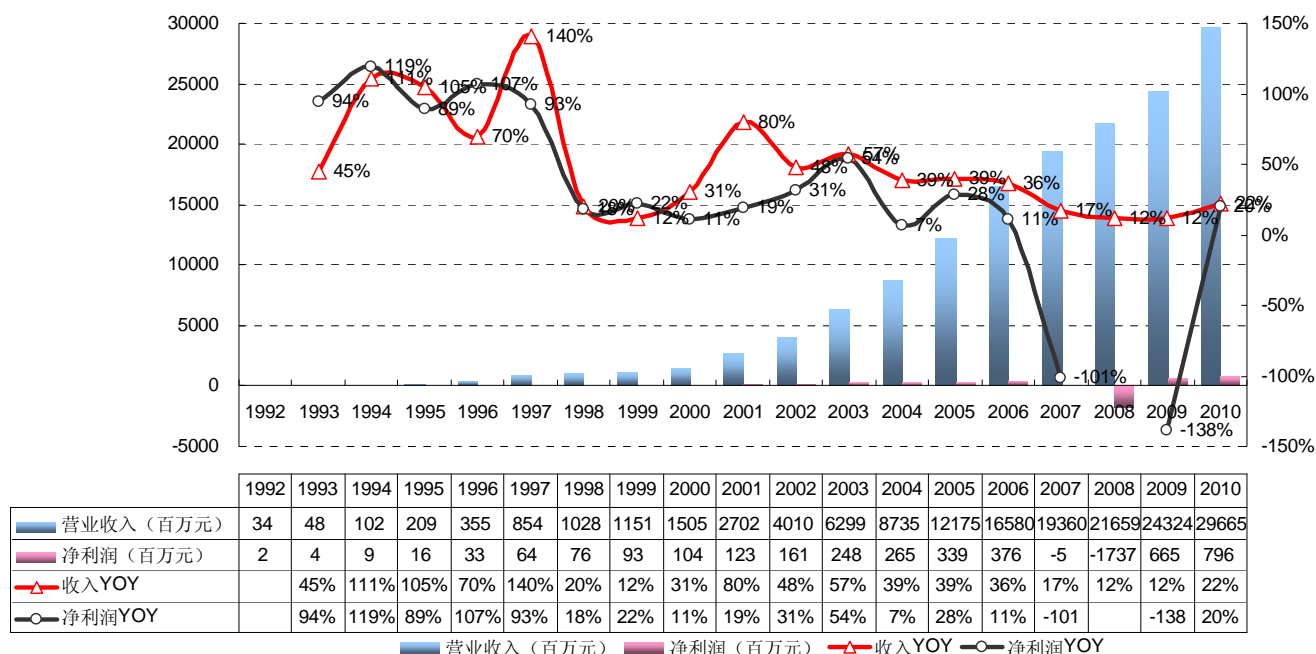
资料来源：年报，宏源证券研究所

2、历史简介

我们用一张历史的收入及净利润变化走势图将伊利股份过去十几年历史归纳起来，总结来看，伊利股份的历史发展可以归纳为以下几个方面：

- ◆ 1992-1997 年：收入规模还未上亿，发展起步期；
- ◆ 1998-2006 年：高速增长期，伊利和蒙牛基地型乳品企业常温奶战略获得市场发展机遇；
- ◆ 2007-2008 年：三聚氰胺事件导致行业亏损；
- ◆ 2009-至今：恢复期

图 11: 伊利股份历史收入及净利润变化走势图



资料来源：年报，宏源证券研究所

近年来伊利从未停止过扩张的步伐，募投项目较多：

- ◆ 目前共拥有液态奶产量 300 多万吨，奶粉产量十多万吨，冰激凌产能 80 万吨（因为淡旺季因素实际产量约 40 万吨大），酸奶产量十多万吨。
- ◆ 未来各产品线产能将保持每年 20% 的增速。

图 12: 伊利股份近年来扩产项目一览表（吨/日）

投资时间	地区	液态奶（吨/日）	酸奶（吨/日）	冷饮（吨/日）	奶粉	其他	达产时间	投资金额（亿元）
May-06	湖北黄冈	1100 吨 UHT 奶						4.14
Jun-06	新疆		100	150 吨		14 吨速冻产品		1.67
Aug-06	成都	430 吨液态奶	150 吨	260 吨				3.76
2006.9	石河子				2.5 万吨/年配方奶粉			2.08
2006.12	山东平阴			150 吨				1.02
2006.12	佛山			150 吨				1.14
Apr-07	呼和浩特				1200 吨			3.77
Jun-07	呼和浩特							1.66
Jul-09	天津滨海				4.5 万吨/年		Jul-10	2.89

Dec-09	天津		200 吨			20 吨奶酪	May-11	3.82
Apr-10	山东临朐	900 吨 UHT 奶		140 吨			Aug-11	3.9
May-10	黑龙江杜尔伯特				4.5 万吨/年配方奶粉		Jan-12	5.52
Sep-10	河北张北	1200 吨 UHT 奶					May-12	3.46
Jan-11	宁夏吴忠	780 吨 UHT 奶					Apr-12	3.59
Mar-11	广东惠州	800 吨 UHT 奶					Aug-12	4.57
May-11		18.8 亿元	14.1 亿元	2.75 亿元	5.52 亿元	12.3 亿元奶源项目		70

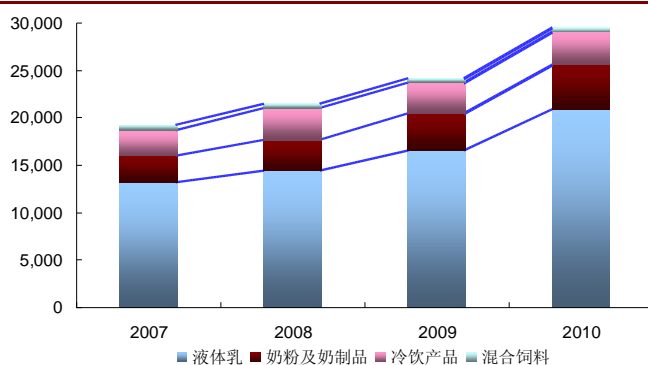
资料来源：公司公告，宏源证券研究所

3、产品及盈利能力简介

2010 年伊利营业收入已达 296.7 亿元，成为国内乳制品生产企业中规模仅次于蒙牛乳业（2010 年营业收入为 302.7 亿元）第二大乳制品生产企业：

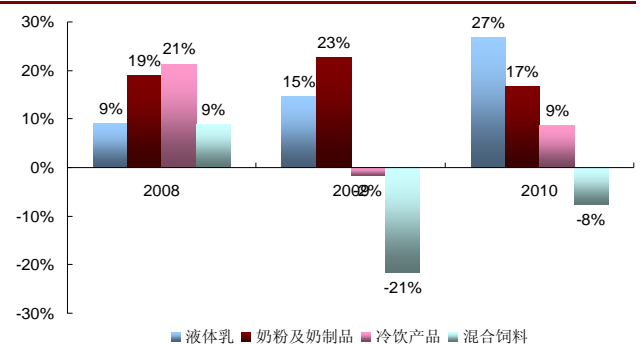
- ◆ 公司产品共分为四大类：液体乳（2010 年收入为 209.9 亿元，YOY27%）、奶粉及奶制品（2010 年收入为 46.2 亿元，YOY17%）、冷饮（2010 年收入为 35.4 亿元，YOY9%）、混合饲料（2010 年收入为 3.9 亿元，YOY-8%）；
- ◆ 毛利率看，2010 年液体乳、奶粉及奶制品、冷饮和混合饲料的毛利率分别为 29%（-5bp）、39%（-3bp）、29%（-5bp）、12%（-5bp）；毛利率较 2009 年大幅下滑的原因主要是由于 2010 年原奶价格较 2009 大幅上涨所致；
- ◆ 对比分析，目前收入占比最大的是液体乳产品，而且这一产品过去三年分别以 9%、15%和 27%的增长速度进行发展，但盈利能力稍微低于奶粉和冷饮产品（图 3-6）；

图 83：过去四年产品收入结构图（百万元）



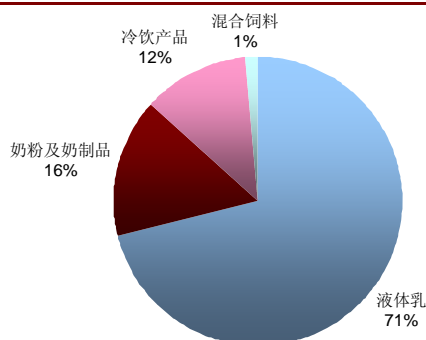
资料来源：公司年报，宏源证券研究所

图 14：液体乳和奶粉业务一直保持稳定快速增长



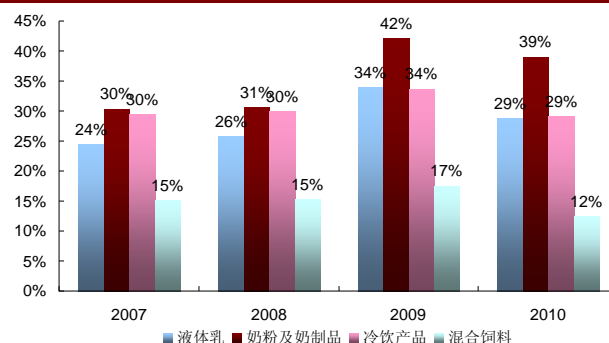
资料来源：公司年报，宏源证券研究所

图 15: 液体乳占收入比重为 71%，成为主要收入来源



资料来源：公司年报，宏源证券研究所

图 96: 分产品毛利率水平都比较高



资料来源：公司年报，宏源证券研究所

五、与蒙牛对比，伊利成为进步最快的乳制品企业

1、奶源分布对比、产品及盈利能力对比

伊利从一开始就注重奶源基地的建设，而伊利奶源基地经营模式的变迁也充分体现了管理方面的灵活机智：

- ◆ 在其他企业还在全国圈地，争抢奶源时，伊利已开始着手农业标准化创新上。在奶源基地创新上，伊利实施了三步走的战略。第一步：实施了“公司+农户”的发展模式；第二步：2000 年，伊利实施了“公司+牧场小区+奶户”的发展模式；第三步：2005 年，伊利第七牧场成功建立，“公司+规范化牧场园区”的发展模式正式诞生了。
- ◆ 2006 年，伊利又提出了即将逐步实施的第四步走的发展模式，即建立由奶牛养殖户、政府职能部门、奶站经营者等组成的奶牛合作社，发展战略是：“入社自愿、退社自由、民主管理、自主经营、利益共享、风险共担”。这种模式可以为社员提供技术咨询、资金协调、科普宣传、疫病防治等服务，引导社员科学管理和规范喂养，同时负责统一收奶、统一验质，统一交售，从而进一步打通奶户与企业之间的渠道，保证高品质奶源的稳定供应。

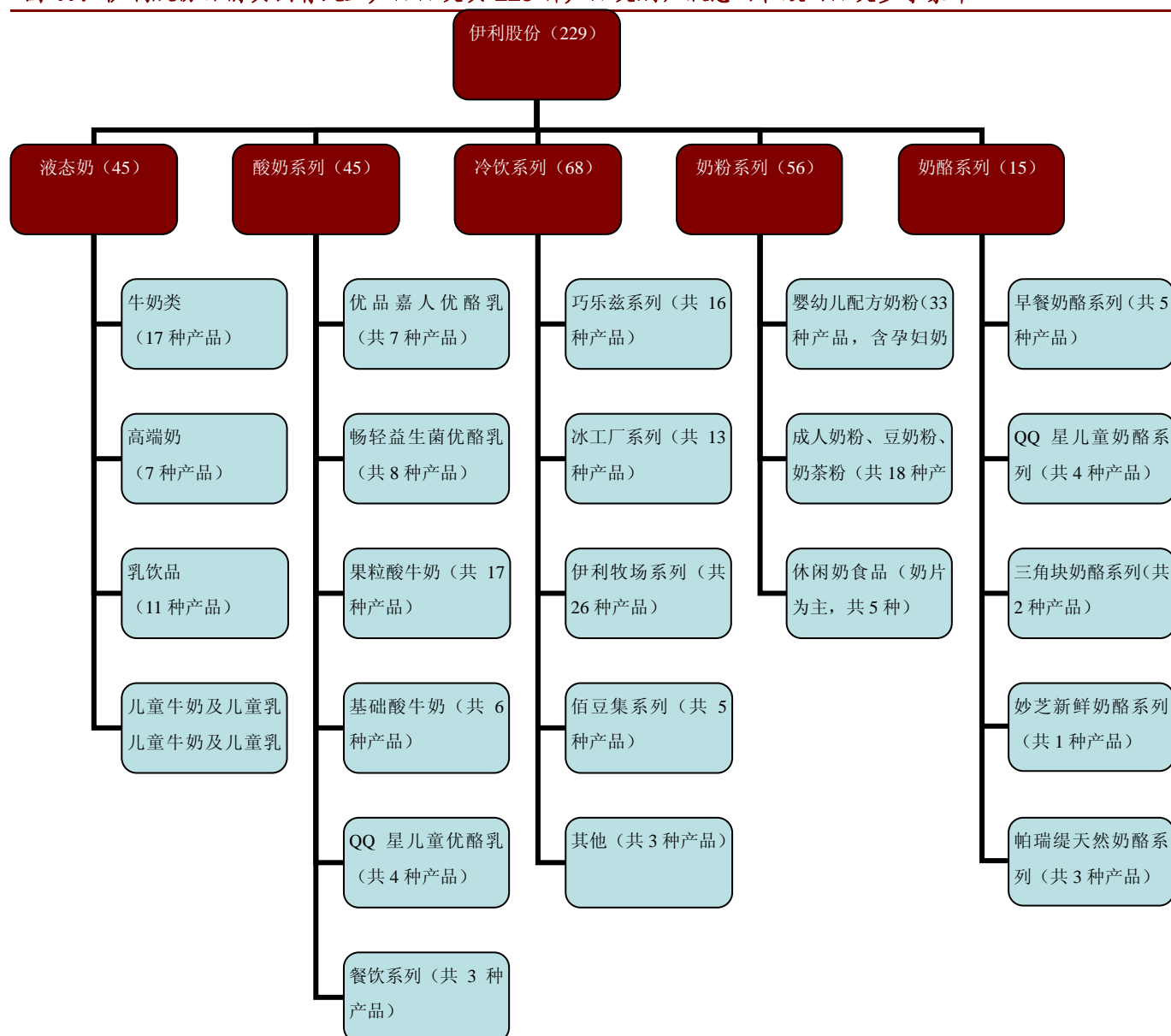
目前伊利集团掌握了新疆天山、内蒙古呼伦贝尔和锡林郭勒等三大黄金奶源基地，是中国规模最大的优质奶源基地。

2、4P 分析法对比分析伊利与蒙牛的竞争差异化及竞争特点

为了进一步对比分析伊利与蒙牛的各自竞争特点，我们将从产品、价格、促销和渠道（4P 分析法）四方面对伊利和蒙牛做一个全面的对比分析：

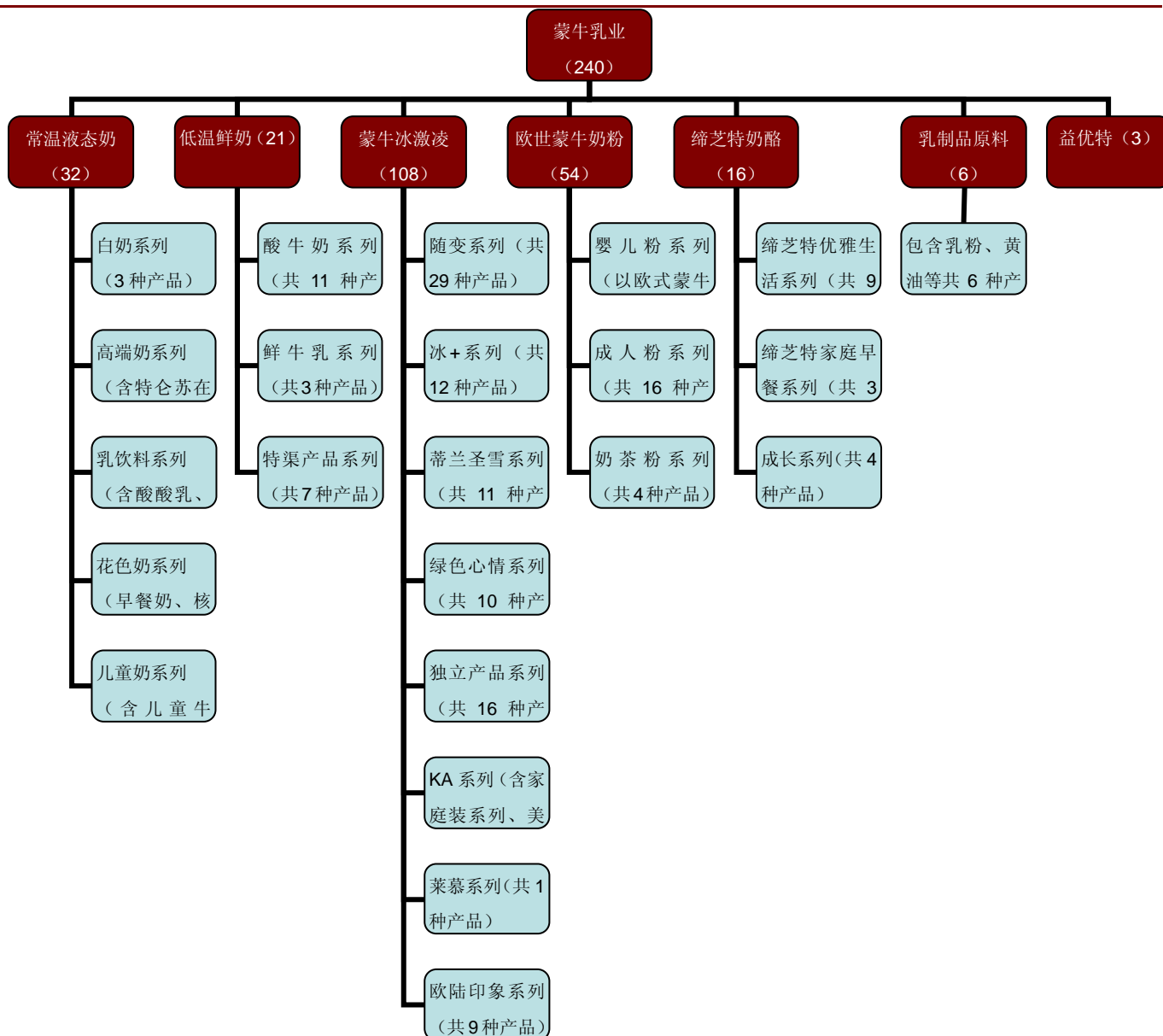
产品角度看：伊利和蒙牛产品种类丰富，在液态奶和酸奶项目上，伊利开发出的产品类别多于蒙牛。但目前两家在液态奶上已经形成寡头垄断市场格局，因此未来可一同分享液态奶市场容量继续增大的成长机会（详见行业报告《乳制品行业景气上行拐点显现》一文）。

图 17：伊利股份目前共拥有大五产品品类共 229 种产品类别，液态奶和酸奶品类多于蒙牛



资料来源：公司网站，宏源证券研究所

图 18: 蒙牛乳业目前共拥有七大产品品类共 240 种产品类别, 涵盖从婴幼儿到老人的全部年龄层次



资料来源: 公司网站, 宏源证券研究所

价格角度分析, 我们通过从沃尔玛超市草根调研来的结果看, 伊利价格相对蒙牛稍低, 但伊利高端产品价格并不低于蒙牛, 且高端产品种类多于蒙牛。

图 19: 沃尔玛超市草根调研看, 伊利产品价格普遍低于蒙牛 (元/箱)

产品名称	价格	每箱数量	容量(ml)	产品名称	价格	每箱数量	容量(ml)
伊利纯牛奶	24.6	12	240	蒙牛纯鲜牛奶	27.9	8	485
伊利早餐奶	26.9	12	230	蒙牛早餐奶	28.9	12	230
伊利纯牛奶	28	8	485	蒙牛纯牛奶	28.9	12	240
谷粒多	36	12	250	蒙牛真果粒	40.3	12	250
伊利果之优酸乳	39	12	250	蒙牛酸酸乳	31.8	12	250
伊利原味优酸乳	43.2	24	250	蒙牛高钙牛奶	39.8	16	240

伊利儿童成长牛奶	48.5	15	190	蒙牛未来星	42	12	190
伊利低脂营养舒化奶	46.8	12	250	蒙牛奶特朱古力	43.6	12	243
营养舒化奶乳铁蛋白	52.8	12	250	蒙牛新养道珍养	48.5	12	250
QQ 星儿童成长	57	15	190	特仑苏	54	12	250
伊利金典纯牛奶	58	12	250				

资料来源：宏源证券研究所

促销方面，在四家上市公司中，2010 年伊利股份以 38.广告费用位居四家上市公司广告投入之首，与其 2010 年销售规模相比，伊利股份的广告费用占收入的比重也是最高（13%）。

此外我们发现，伊利股份的广告费用相比较 2009 年出现了小幅下滑（-4%），我们认为费用出现下滑的原因主要是由于公司与蒙牛乳业过去几年跑马圈地式的全国扩张已经完成，而这几年随着国家对乳制品生产企业准入门槛的不断限制，使得行业内企业的生态环境得到了进一步好转，因此间接上缓解了龙头企业竞争程度，因此其广告费用略有下滑。

图 20：乳制品主要上市公司历史收入及期间增速对比表（百万元）

	2009	2010	YOY	2010 年收入	2010 广告费用占收入比重
三元股份	70.2	79.2	13%	2572	3%
皇式乳业	3.6	21.2	489%	411	5%
伊利股份	3992.2	3826.0	-4%	29665	13%
光明乳业	357.4	352.2	-1%	9572	4%

资料来源：wind，公司年报，宏源证券研究所

渠道方面，伊利和蒙牛的品牌和渠道都已形成全国性布局，因此随着乳制品市场空间的进一步增大，伊利和蒙牛可共享行业发展盛宴。

六、盈利预测与估值

1，分产品收入及毛利率分拆预测表

图 21：分产品销售收入及毛利率预测表

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
产品一：液态奶业务（常温奶、酸奶等）						
营业收入（百万元）	14442	16555	20985	25811	31232	37478
YOY		15%	27%	23%	21%	20%
营业成本（百万元）	10719	10913	14941	17810	21394	25673
YOY		2%	37%	19%	20%	20%
毛利额（百万元）	3723	5642	6044	8002	9838	11806
YOY		52%	7%	32%	23%	20%
毛利率	26%	34%	29%	31%	32%	32%
占销售收入比重	67%	68%	71%	72%	73%	73%
占毛利额比重	64%	66%	67%	70%	70%	71%
产品二：奶粉业务						
营业收入（百万元）	3233	3964	4623	5547	6657	7988
YOY		23%	17%	20%	20%	20%
营业成本（百万元）	2243	2281	2821	3328	3961	4713
YOY		2%	24%	18%	19%	19%
毛利额（百万元）	990	1683	1802	2219	2696	3275
YOY		70%	7%	23%	22%	21%
毛利率	31%	42%	39%	40%	41%	41%
占销售收入比重	15%	16%	16%	16%	16%	16%
占毛利额比重	17%	20%	20%	19%	19%	20%
产品三：冷饮业务						
营业收入（百万元）	3320	3264	3544	3899	4483	5156
YOY		-2%	9%	10%	15%	15%
营业成本（百万元）	2325	2151	2476	2729	3138	3609
YOY		-7%	15%	10%	15%	15%
毛利额（百万元）	995	1112	1068	1170	1345	1547
YOY		12%	-4%	9%	15%	15%
毛利率	30%	34%	30%	30%	30%	30%
占销售收入比重	15%	13%	12%	11%	10%	10%
占毛利额比重	17%	13%	12%	10%	10%	9%
产品三：其他业务（含饲料、冰激凌、奶酪）						
营业收入（百万元）	663	541	513	523	534	545
YOY		-18%	-5%	2%	2%	2%
营业成本（百万元）	562	433	448	419	427	436
YOY		-23%	4%	-7%	2%	2%
毛利额（百万元）	102	109	65	105	107	109
YOY		7%	-40%	61%	2%	2%
毛利率	15%	20%	13%	20%	20%	20%
占销售收入比重	3%	2%	2%			
占毛利额比重	2%	1%	1%			
营业总收入（百万元）	21659	24324	29665	35781	42906	51167
营业总成本（百万元）	15849	15778	20686	24286	28920	34430
毛利额（百万元）	5809	8545	8979	11495	13986	16736
毛利率	27%	35%	30%	32%	33%	33%

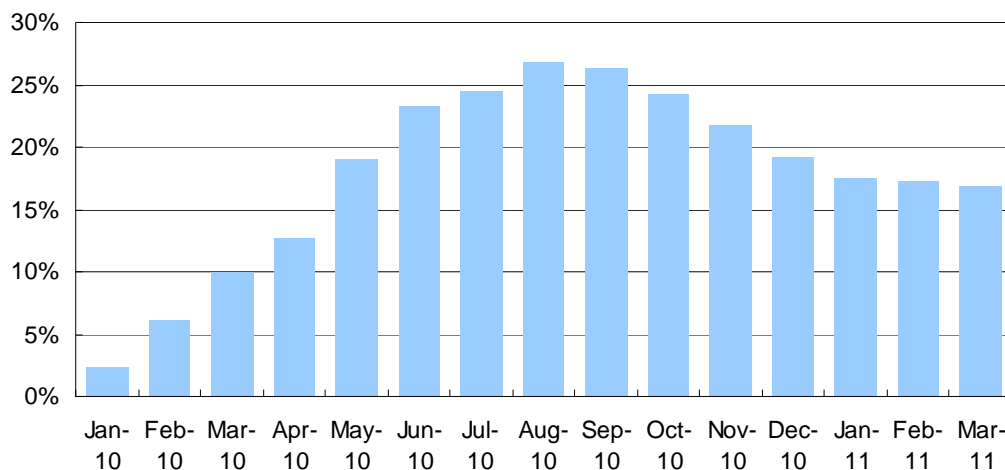
资料来源：宏源证券研究所

2、价格和毛利率预测

影响毛利率的主要因素有产品结构和成本因素：

- ◆ 产品结构方面，未来乳制品行业增长最快的应是功能性乳品，且随着居民收入水平的增长，消费升级趋势凸显，伊利应能通过产品结构的优化来改善整体盈利水平；
- ◆ 成本因素方面，三聚氰胺事件发生后，优质奶源成为商家必争资源，短时间内改变了乳品上游资源的供需结构，因此近几年来原奶价格一直呈现快速涨势趋势。但一方面随着国内生产企业数量的减少使得原奶下游需求趋缓，另一方面国内企业加快了奶牛资源的部署（如现代牧业、圣牧高科、伊利自有牧场等建设）使得奶牛供给有所增加，因此我们认为未来成本方面的上涨势头将有所减缓。

图 22：鲜奶价格涨势趋缓



资料来源：wind，宏源证券研究所

3、费用率预测

我们认为随着乳制品行业格局的逐渐清晰与稳定，寡头垄断格局的逐步形成有利于费用率的降低，但预计费用率的降低不是一蹴而就的事情，而是随着公司规模的逐步壮大慢慢实现的一个过程。

今明两年是抢占市场份额的关键年，本次增发也是公司认清了当前有利形势因此希望通过扩产为今后市场份额提升做铺垫，因此我们预计今明两年销售费用率不会有明显的降低。我们预计 2011-2013 年销售费用率分别为 23%、23%和 22.5%，

4、预测结论

预计 2011-2013 年收入分别为 358 亿、429 亿和 512 亿，增速分别为 20.6%、19.9%和 19.3%；归属母公司净利润分别为 11.5 亿、15.8 亿和 20.9 亿，增速分别为 48.4%、37.0%和 32.5%；对应的 EPS 分别为 1.443 元、1.976 元和 2.618 元（未考虑增发摊薄）。

结合可比上市公司估值情况以及伊利股份正处业绩拐点期，按照 30X11PE/25X12PE 计算，公司合理价值区间应为 43.3-49.4 元，相对目前股价仍有 20%-34%的上涨空间，首次给予“买入”评级。

七、风险提示

原奶价格上涨超预期导致净利率低于预期的风险：我们预计下半年原奶价格或有 5%左右的降幅，若但不排除原奶价格降幅未达这一程度导致净利率低于预期的风险。

竞争超预期导致净利润增长低于预期的风险：在一部分企业退出、行业仍有较快发展速度的情况下，竞争加剧将使企业营销费用增加、毛利率下降从而导致净利率低于预期。

附表 1: 三张财务报表预测摘要 (百万元)

利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	21658.59	24323.55	29664.99	35780.73	42905.83	51166.71
减: 营业成本	15849.14	15778.07	20686.31	24286.02	28920.05	34430.31
营业税金及附加	121.52	108.83	87.78	135.97	163.04	194.43
营业费用	5532.39	6496.09	6807.07	8229.57	9868.34	11512.51
管理费用	1915.43	1190.96	1520.81	1789.04	2145.29	2558.34
财务费用	14.45	22.40	-20.71	-48.88	-93.88	-50.50
资产减值损失	295.68	76.90	-10.20	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	20.01	15.13	11.77	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	-2050.01	665.41	605.69	1389.01	1902.99	2521.62
加: 其他非经营损益	94.37	146.46	247.94	0.00	0.00	0.00
利润总额	-1955.64	811.88	853.62	1389.01	1902.99	2521.62
减: 所得税	-218.93	146.61	57.86	208.35	285.45	378.24
净利润	-1736.71	665.27	795.76	1180.66	1617.54	2143.38
减: 少数股东损益	-49.26	17.61	18.57	27.55	37.74	50.01
归属母公司股东净利润	-1687.45	647.66	777.20	1153.12	1579.80	2093.37
资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	3131.22	3880.14	2838.86	8623.28	9432.13	13727.37
应收和预付款项	587.01	879.39	1632.22	760.83	2096.68	1307.55
存货	2020.37	1835.65	2583.65	3024.94	3653.83	4297.47
其他流动资产	36.05	2.78	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	515.97	386.84	605.60	605.60	605.60	605.60
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	5318.20	5424.33	6447.37	7547.62	11447.87	10848.12
无形资产和开发支出	224.72	265.23	461.11	408.14	355.18	302.21
其他非流动资产	17.66	15.28	22.49	20.11	17.74	17.74
资产总计	11851.20	12689.64	14591.31	20990.53	27609.03	31106.06
短期借款	2703.00	2684.88	2697.83	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	5477.32	5821.06	6683.90	7600.30	9101.26	10454.91
长期借款	54.63	109.73	59.73	59.73	3559.73	3559.73
其他负债	388.68	364.04	637.81	637.81	637.81	637.81
负债合计	8623.63	8979.70	10079.27	8297.83	13298.79	14652.44
股本	799.32	799.32	799.32	799.33	799.33	799.33
资本公积	2649.20	2655.24	2653.63	9653.62	9653.62	9653.62
留存收益	-659.26	-11.60	765.57	1918.69	3498.48	5591.86
归属母公司股东权益	2789.26	3442.96	4218.52	12371.63	13951.43	16044.80
少数股东权益	438.31	266.98	293.52	321.06	358.80	408.81
股东权益合计	3227.57	3709.94	4512.04	12692.70	14310.23	16453.61
负债和股东权益合计	11851.20	12689.64	14591.31	20990.53	27609.03	31106.06
现金流量表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	197.03	2051.23	1481.68	3428.37	2209.97	5239.73
投资性现金净流量	-909.58	-715.42	-2181.14	-2000.00	-5000.00	-1000.00
筹资性现金净流量	1715.00	-98.14	-86.79	4356.05	3598.88	55.50
现金流量净额	1002.50	1237.67	-786.28	5784.42	808.85	4295.24

资料来源: wind, 宏源证券研究所

分析师简介:

苏青青: 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海交通大学材料学硕士, 曾任职于国金证券, 2010 年新财富团队成员, 2011 年 4 月加盟宏源证券研究所。

覆盖公司: 好想你、贝因美、伊利股份

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。