

评级：买入 维持评级

公司点评

陈钢
分析师 SAC 执业编号: S1130511030031
(8621)61038215
cheng@gjzq.com.cn

肖皓
联系人
(8621)61038276
xiaoze@gjzq.com.cn

结构升级、费用下降共促长期共赢

事件

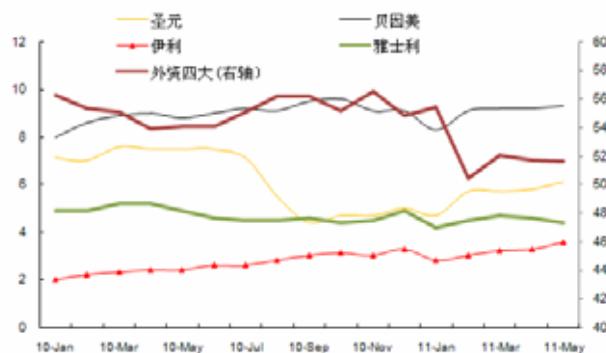
我们近期前往伊利股份调研，简要反馈如下。

强劲的基本面表现：

■ 对奶粉业务的再思考，产品高端化“后发动能”充分。

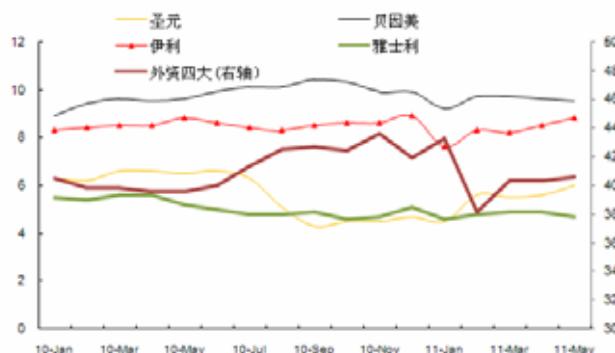
- 我们自去年一直提示伊利奶粉业务在超高端部分的表现。得益于大事件营销带来的美誉度提升以及其他国产奶粉份额的下降，伊利婴幼儿奶粉业务实现了高端化的回归和超越。目前金领冠在高端奶粉板块的份额已经超过了雀巢，预计很快将超越雅士利。

图表4：婴幼儿高端奶粉占有率



来源：国金证券研究所；

图表4：婴幼儿奶粉占有率



来源：国金证券研究所；

图表4：伊利奶粉系列产品



来源：国金证券研究所

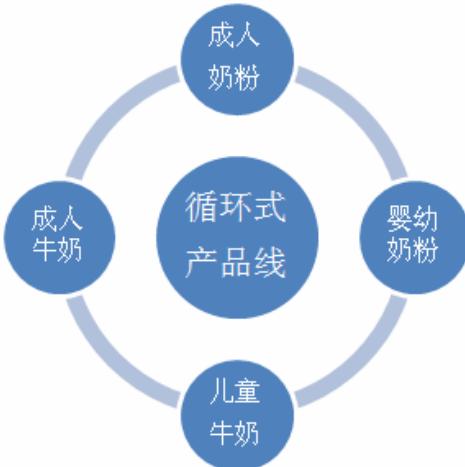
图表4：伊利近年来积极布局高端奶粉产能

奶粉基地	已有产能 (万吨)	新增产能 (万吨)	主要产品 类型	投资期	建成时间
杜尔伯特基地	5	4.5	高端奶粉	2010/5/13	2011年底
天津奶粉基地	-	4.5 (分装 为主)	高端奶粉	2009/7/11	--
金山奶粉基地	6	--	高端奶粉	2007/4/30	2008/6/20
石河子奶粉基地	2.5	--	各类奶粉	--	--
多伦奶粉基地	2	--	各类奶粉	--	--
总计	15.5	9	--	--	--
2011年预计产能 (万吨)		20			

来源：国金证券研究所

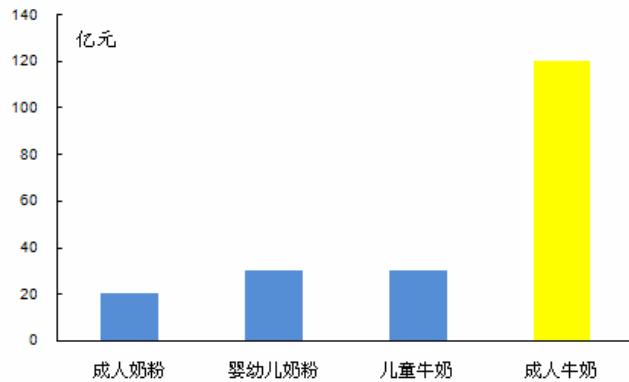
- 后发动能充分：最完整的奶粉产品线，后发优势明显。我们认为伊利在高端化取得相对优异表现，一方面是因为伊利大品牌策略下带来的美誉度提升，另一方面是伊利奶粉业务的完整性。
- 伊利和雀巢是同时在成人奶粉和婴幼儿奶粉中表现强势的品牌，尤其是伊利。成人奶粉->婴幼儿奶粉->儿童牛奶->成人牛奶，伊利成功打造循环式的全产品线，从而更早的布局消费者，有效增加消费者粘性。凭借全产品线的独特优势，我们认为伊利的奶粉业务有望持续实现规模化扩张和结构升级。

图表5：循环式产品线



来源：国金证券研究所；

图表6：伊利分品类销售规模



来源：国金证券研究所；

- 液态奶业务：高附加值产品进入收获期：明星子品类的打造，利于公司盈利能力提升：

- 我们认为行业从比拼整体规模进入比拼明星品类的阶段，资源的合理投放和增长点的前瞻判断显得非常重要。公司未来将着力打造多个 30-50 亿销售的单品，成为各业务单元的主力产品，并构成公司最重要的利润产品方阵。
- 10 年以来公司明星子品类渐成规模，以金领冠、QQ 星儿童成长牛奶、营养舒化奶和畅轻酸奶等为代表的高附加值、高科技含量产品业绩增长显著。10 年奶粉业务中的金领冠增长超过 126%，液态奶业务中的 QQ 星儿童成长奶增幅为 207%，营养舒化奶增幅为 33%，酸奶业务中的畅轻酸奶增幅为 180%。公司“双高”产品占比超过 40%，率先达到行业黄金比例。

图表7：高附加值产品



来源：国金证券研究所；

图表8：高附加值产品形成销售规模

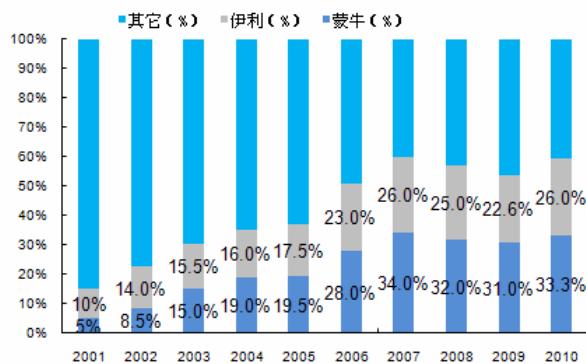


来源：国金证券研究所；

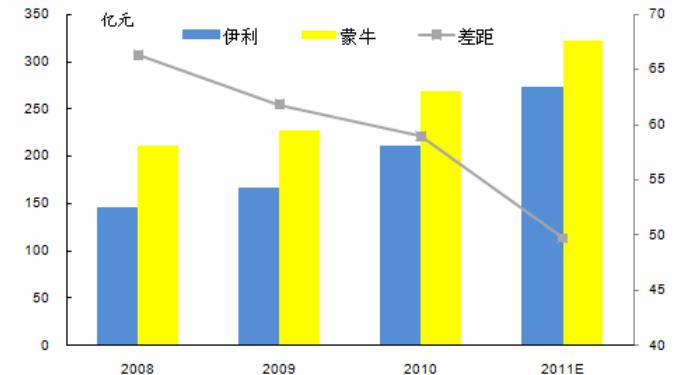
- 伊利大事件宣传攻势缩小与蒙牛的差距，双寡头竞合关系利于费用率压缩：

- 从 08 年的奥运、10 年的世博、11 年牵手迪士尼、换标行动及产品入驻京沪高铁，多个大事件宣传无不彰显公司对品牌建设高起点大力度的投入。品牌美誉度的提升有力的支持公司产品结构升级，以金领冠为代表的高端产品在 10 年以及 11 年上半年的大幅增长即是品牌势能厚积薄发的最佳佐证。

- 08年以来，伊利与蒙牛的液态奶业务规模差距逐步缩小，双寡头局面进一步巩固。我们认为乳业双强从你追我赶的局面走向双寡头局面，有利于达成寡头默契，打破费用投放和竞争的恶性循环，整体行业费用投放有望进入下降通道。

图表9：液态奶的寡头垄断格局


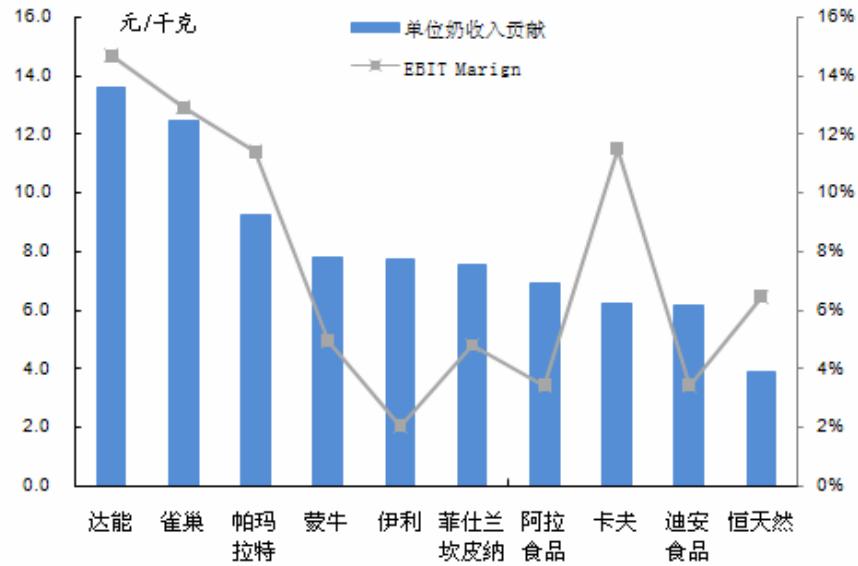
来源：国金证券研究所;

图表10：伊利与蒙牛的液态奶业务差距正在缩小


来源：国金证券研究所;

■ 世界乳企盈利能力的比较：

- 对比世界前 20 大乳业企业，我们发现中国乳企盈利能力普遍偏低，尤其是伊利的盈利能力居末。我们引入单位奶收入贡献指标（每购入一吨原奶能创造的收入）以衡量企业产品附加值高低，结果显示单位奶收入贡献指标越高，盈利能力（EBIT Margin）越强。需要说明的是，卡夫和恒天然结果与此结果相悖，其原因是卡夫的主要以零食为主、产品结构可比性低，恒天然则是大宗原料产品为主，虽附加值低但享有一定定价权，因此盈利能力突出。
- 从单位奶收入贡献上来看，伊利产品结构在世界大型乳企中排名居中，盈利能力提升空间犹存，如果产品附加值能得到持续提升的话，盈利能力应能实现世界平均水平（EBIT Margin 3%-5%）。

图表11：世界乳企盈利能力比较


来源：国金证券研究所；注：达能、雀巢和卡夫的销售收入口径为乳业产品销售。

盈利预测及投资建议：长期共赢，伊利中长期增长轨迹明晰

- 考虑到上半年良好的销售情况，我们上调整体盈利预测：销售收入 11-13 年分别为 379.65、453.25 和 525.89 亿元，同比增长 28%、19.4% 和 16%。净利润分别为 13.40、17.51 和 20.96 亿元，同比增 72.42%、30.67% 和 19.70%。对应增发后完全摊薄 EPS 为 0.659、0.861 和 1.030 元。考虑 11 年一次性投资收益，则增厚当年 EPS 到 0.747 元。我们建议给予 12 年 25 倍，目标价 21.52 元。

图表12：销售预测

项目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
液态奶						
平均售价(元/吨)	5,157.78	5,415.67	5,848.93	6,433.82	6,755.51	7,093.29
增长率(VOY)	7.79%	5.00%	8.00%	10.00%	5.00%	5.00%
销售数量(万吨)	280.00	305.68	358.78	430.54	495.12	554.53
增长率(VOY)	1.08%	9.17%	17.37%	20.00%	15.00%	13.00%
销售收入(百万元)	14,441.80	16,554.80	20,984.87	27,700.03	33,447.78	39,334.59
增长率(VOY)	8.96%	14.63%	26.76%	32.00%	20.75%	17.60%
毛利率	25.78%	34.08%	28.80%	30.50%	30.50%	30.50%
销售成本(百万元)	10,718.70	10,912.92	14,941.23	19,251.52	23,246.21	27,337.54
增长率(VOY)	7.07%	1.81%	36.91%	174.67%	20.75%	17.60%
毛利(百万元)	3,723.09	5,641.88	6,043.64	8,448.51	10,201.57	11,997.05
增长率(VOY)	14.79%	51.54%	7.12%	180.46%	20.75%	17.60%
占总销售额比重	66.90%	68.39%	71.03%	72.96%	73.80%	74.80%
占主营业务利润比重	64.20%	66.46%	67.70%	69.78%	69.97%	70.23%
冷饮						
平均售价(元/吨)	6,510.26	6,705.56	7,040.84	7,744.93	8,132.17	8,538.78
增长率(VOY)	4.73%	3.00%	5.00%	10.00%	5.00%	5.00%
销售数量(万吨)	51.00	48.67	50.34	54.37	59.80	60.00
增长率(VOY)	15.91%	-4.57%	3.43%	8.00%	10.00%	10.00%
销售收入(百万元)	3,320.23	3,263.63	3,544.22	4,210.53	4,863.17	5,123.27
增长率(VOY)	21.39%	-1.70%	8.60%	18.80%	15.50%	5.35%
毛利率	29.96%	33.66%	29.15%	30.50%	30.50%	30.50%
销售成本(百万元)	2,325.49	2,165.09	2,511.08	2,926.32	3,379.90	3,560.67
增长率(VOY)	20.70%	-6.90%	15.98%	106.95%	15.50%	5.35%
毛利(百万元)	994.74	1,098.54	1,033.14	1,284.21	1,483.27	1,562.60
增长率(VOY)	23.03%	10.43%	-5.95%	109.71%	15.50%	5.35%
占总销售额比重	15.38%	13.48%	12.00%	11.09%	10.73%	9.74%
占主营业务利润比重	17.15%	12.94%	11.57%	10.61%	10.17%	9.15%
奶粉及奶制品						
平均售价(元/吨)	37,596.58	39,476.41	41,450.23	46,838.76	50,585.87	54,632.74
增长率(VOY)	11.96%	5.00%	5.00%	13.00%	8.00%	8.00%
销售数量(万吨)	8.60	10.04	11.15	12.04	13.01	14.05
增长率(VOY)	6.17%	16.75%	11.07%	8.00%	5.00%	5.00%
销售收入(百万元)	3,233.31	3,963.63	4,622.67	5,641.50	6,580.25	7,675.21
增长率(VOY)	18.87%	22.59%	16.63%	22.04%	16.64%	16.64%
毛利率	30.62%	42.25%	38.98%	41.00%	43.00%	45.00%
销售成本(百万元)	2,243.27	2,289.00	2,820.75	3,328.49	3,750.74	4,221.36
增长率(VOY)	18.31%	2.04%	23.23%	129.34%	12.69%	12.55%
毛利(百万元)	990.04	1,674.64	1,801.92	2,313.02	2,829.51	3,453.84
增长率(VOY)	20.17%	69.15%	7.60%	130.39%	22.33%	22.07%
占总销售额比重	14.98%	16.37%	15.65%	14.86%	14.52%	14.59%
占主营业务利润比重	17.07%	19.73%	20.18%	19.10%	19.41%	20.22%
其它(方便食品及混合饲料)						
销售收入(百万元)	592.79	426.16	393.44	413.11	433.77	455.46
增长率(VOY)	18.92%	-28.11%	-7.68%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	15.41%	17.42%	12.42%	15.00%	15.00%	15.00%
销售成本(百万元)	501.44	351.92	344.58	351.15	368.70	387.14
增长率(VOY)	18.54%	-29.82%	-2.09%	117.74%	5.00%	5.00%
毛利(百万元)	91.35	74.24	48.87	61.97	65.07	68.32
增长率(VOY)	21.04%	-18.73%	-34.18%	116.04%	5.00%	5.00%
占总销售额比重	2.75%	1.76%	1.33%	1.09%	0.96%	0.87%
占主营业务利润比重	1.58%	0.87%	0.55%	0.51%	0.45%	0.40%
销售总收入(百万元)	21588.12	24208.22	29545.20	37965.18	45324.97	52588.53
销售总成本(百万元)	15788.90	15718.94	20617.64	25857.47	30745.56	35506.72
毛利(百万元)	5799.22	8489.29	8927.56	12107.71	14579.41	17081.81
平均毛利率	26.86%	35.07%	30.22%	31.89%	32.17%	32.48%

来源：国金证券研究所

图表13：三张表预测（假设增发摊薄后）

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	21,659	24,324	29,665	37,965	45,325	52,589							
增长率		12.3%	22.0%	28.0%	19.4%	16.0%							
主营业务成本	-15,849	-15,778	-20,686	-25,857	-30,746	-35,507							
% 销售收入	73.2%	64.9%	69.7%	68.1%	67.8%	67.5%							
毛利	5,809	8,545	8,979	12,108	14,579	17,082							
% 销售收入	26.8%	35.1%	30.3%	31.9%	32.2%	32.5%							
营业税金及附加	-122	-109	-88	-171	-204	-237							
% 销售收入	0.6%	0.4%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%							
营业费用	-5,532	-6,496	-6,807	-8,618	-10,289	-11,885							
% 销售收入	25.5%	26.7%	22.9%	22.7%	22.7%	22.6%							
管理费用	-1,915	-1,191	-1,521	-1,708	-2,040	-2,366							
% 销售收入	8.8%	4.9%	5.1%	4.5%	4.5%	4.5%							
息税前利润 (EBIT)	-1,760	750	563	1,610	2,047	2,594							
% 销售收入	n.a	3.1%	1.9%	4.2%	4.5%	4.9%							
财务费用	-14	-22	21	22	100	119							
% 销售收入	0.1%	0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.2%							
资产减值损失	-296	-77	10	-4	-1	-1							
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0							
投资收益	20	15	12	220	10	10							
% 销售收入	-1.0%	1.9%	1.4%	11.0%	0.4%	0.3%							
营业利润	-2,050	665	606	1,849	2,156	2,721							
营业利润率	n.a	2.7%	2.0%	4.9%	4.8%	5.2%							
营业外收支	94	146	248	150	150	150							
税前利润	-1,956	812	854	1,999	2,306	2,871							
利润率	n.a	3.3%	2.9%	5.3%	5.1%	5.5%							
所得税	219	-147	-58	-440	-507	-718							
所得税率	n.a	18.1%	6.8%	22.0%	22.0%	25.0%							
净利润	-1,737	665	796	1,559	1,799	2,154							
少数股东损益	-49	18	19	40	48	58							
归属于母公司的净	-1,687	648	777	1,519	1,751	2,096							
净利润率	n.a	2.7%	2.6%	4.0%	3.9%	4.0%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	-1,737	665	796	1,559	1,799	2,154							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
非现金支出	814	568	600	661	808	958							
非经营收益	-243	111	19	-47	-156	-156							
营运资金变动	1,350	685	60	2,438	934	1,029							
经营活动现金净流	183	2,030	1,475	4,611	3,385	3,984							
资本开支	-804	-564	-1,972	-1,468	-1,659	-1,610							
投资	-140	-75	-226	-1	0	0							
其他	34	-76	17	220	10	10							
投资活动现金净流	-910	-715	-2,181	-1,249	-1,649	-1,600							
股权筹资	11	14	17	6,632	0	0							
债权筹资	1,772	-43	-37	-3,336	1	2							
其他	-68	-69	-67	-68	-4	-4							
筹资活动现金净流	1,715	-98	-87	3,228	-3	-2							
现金净流量	989	1,216	793	6,590	1,733	2,382							
每股指标							回报率						
每股收益							净资产收益率	-60.50%	18.81%	18.42%	12.28%	12.40%	12.93%
每股净资产							总资产收益率	-14.32%	4.92%	5.06%	6.47%	6.52%	6.78%
每股经营现金流							投入资本收益率	-25.70%	9.34%	7.17%	9.84%	10.96%	11.64%
增长率							增长率为						
主营业务收入增长率							主营业务收入增长率	11.87%	12.30%	21.96%	27.98%	19.39%	16.03%
EBIT增长率							EBIT增长率	N/A	-142.59%	-24.89%	186.02%	27.12%	26.70%
净利润增长率							净利润增长率	#####	N/A	20.00%	95.49%	15.25%	19.70%
总资产增长率							总资产增长率	15.79%	11.64%	16.80%	53.70%	14.33%	15.08%
资产管理能力							资产管理能力						
应收账款周转天数							应收账款周转天数	3.4	3.1	2.9	3.5	3.5	3.5
存货周转天数							存货周转天数	43.3	44.6	39.0	40.0	40.0	40.0
应付账款周转天数							应付账款周转天数	57.8	72.6	62.7	75.0	75.0	75.0
固定资产周转天数							固定资产周转天数	85.2	76.7	68.8	63.3	58.6	54.4
偿债能力							偿债能力						
净负债/股东权益							净负债/股东权益	2.38%	-33.64%	-11.88%	-77.72%	-80.02%	-83.96%
EBIT利息保障倍数							EBIT利息保障倍数	-121.8	33.5	-27.2	-71.7	-20.4	-21.9
资产负债率							资产负债率	72.60%	71.79%	70.63%	45.89%	46.01%	46.15%

来源：国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-05-13	买入	15.80	N/A
2	2010-06-09	买入	15.04	N/A
3	2010-08-30	买入	17.60	N/A
4	2010-10-29	买入	20.18	N/A
5	2011-02-09	买入	17.97	51.00 ~ 51.00
6	2011-05-02	买入	17.01	53.59 ~ 53.59
7	2011-05-19	买入	17.63	N/A
8	2011-05-30	买入	17.34	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
- 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
- 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534
传真: (8621)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn
邮编: 201204
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: (8610)-66215599-8792
传真: (8610)-61038200
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn
邮编: 100032
地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: (86755)-33089915
传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 518000
地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室