



净利率存上行空间 2015年市值或过千亿

——伊利股份（600887）调研快报

2012年5月7日

强烈推荐/维持

伊利股份

调研快报

刘家伟

食品饮料行业首席分析师 MSN: ynynljw999@hotmail.com
电话: 010-66554017

执业证书编号: S1480510120001

联系人: 李德宝

电话: 010-66554063

Email: lijdb@dxzq.net.cn**事件:**

4月27日我们对公司进行了调研，与公司领导就行业发展空间、公司营销、费用控制以及募投项目建设等方面进行了交流，认为公司增长拐点已经确立，未来的市场占比和行业地位有望进一步提升。

主要观点:

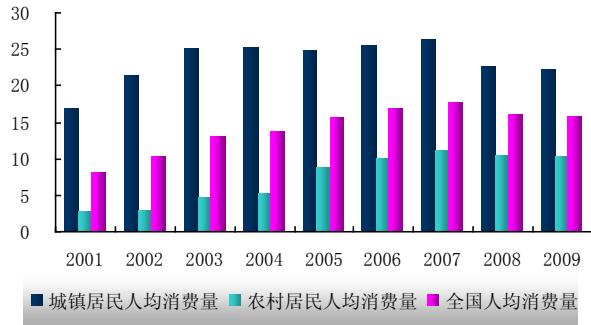
1. 行业长期发展将受益于人均消费量的提升，消费结构升级以及城镇化是人均消费量提升的重要引擎。2009年我国年人均乳制品消费量为15.77千克，不到世界人均水平的1/6，也仅为同我们体质和饮食习惯相近的日韩人均水平的1/3-1/4，即使是国内城镇居民人均乳制品消费量也不及日韩的一半。因此未来随着国内人均收入水平，特别是一、二线城市人均收入水平逐渐向日韩靠近带来的饮食和消费结构升级，高蛋白和高营养价值的乳制品会越来越受到国人的青睐，人均消费量的提升空间也会超过100%。同时，从城乡人均乳制品消费量差别来看，2001年，城镇居民人均消费量为16.76千克，农村居民为2.58千克，城镇是农村的6.5倍。2009年，城镇居民人均消费量为22.15千克，农村居民为10.2千克，农村和城镇之间的差距明显收窄，因此未来随着农村收入水平提升带来的消费升级以及国内城镇化速度加快带来的中产阶级规模迅速壮大，农村居民和全国人均乳制品消费量都会迈上一个更高的台阶，行业规模也会得到持续扩大。

根据《食品工业“十二五”发展规划》，2015年原料乳产量增长33.4%达到5000万吨，按目前13.7亿人口计算，2015年人均原料奶占有量可达36.5千克/年。我们预计到2015年，人均消费量每年可增长8%左右达到25千克/年，为2009年1.58倍。同时，我们以此为基础，对乳制品行业以及公司销售收入规模做了一个简单估算，如果2015年原料乳产量可达到5000万吨，按照加工过程中2%的损耗计算，那么5000万吨的原料乳可折算成4900万吨液态奶产品。目前液态奶产品价格为9.05元/千克（如果用奶粉价格来换算，这个价格其实更高），预计2015年液态奶产品价格上涨15%至10.4元/公斤（每年上涨3%-4%），则2015年乳品行业的市场规模可达5096亿元（4900万吨*1.04万元/吨=5096亿元），相当于2011年的2.2倍，复合增长率约为22%，近似于行业收入近八年的平均增速。

图1：2003-2015E乳制品行业收入规模及同比增速变动情况（单位：亿元）

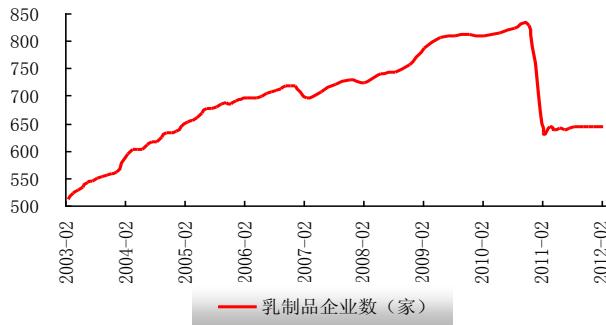
资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 2: 2001-2009 年全国、城镇以及农村居民年人均乳制品消费量 (单位: 千克/人/年)



资料来源: 中国奶业年鉴, 东兴证券研究所 注: 乳制品消费量全部折合成原料奶计算, 其中鲜奶和酸奶按 1:1 折算, 奶粉按 1:7 折算

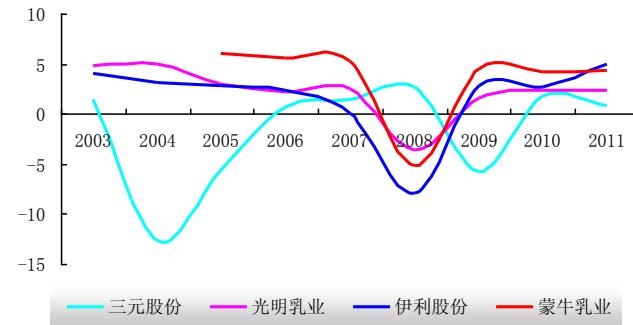
图 3: 2003 年以来国内乳制品企业数变化情况



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

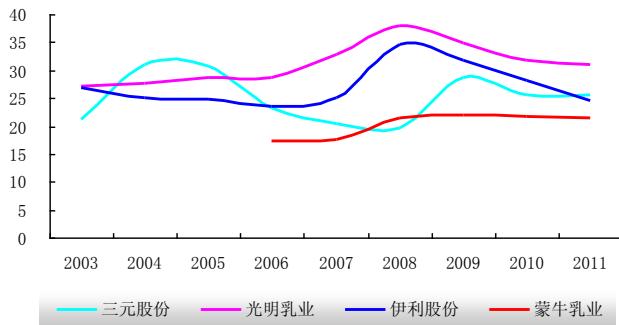
2. 公司作为行业龙头将首先受益, 经测算, 公司在 2015 年市值或过千亿, 是目前市值的 2.7 倍。2010 年公司国内乳制品行业市场占有率为 17%, 是年 12 月工信部、发改委、质检总局联合组织开展乳品行业审核清理工作, 很多资质和生产能力较差的乳制品企业逐渐被市场淘汰, 这对于提升行业集中度和公司市场份额有积极作用。2011 年公司已超越蒙牛成为乳品行业收入规模最大企业。由于公司产销动能充足, 可以预计到 2015 年, 其国内市场占有率可提升 3 个百分点左右至 20% 甚或更高, 因此销售额可达 1019 亿元 ($5096 \times 20\%$), 保守估计净利润率维持 5%, 则净利润可达 51 亿元左右; 以增发前股本 15.99 亿股计算, 则 EPS 可达 3.2 元左右; 以 20 倍市盈率测算, 股价为 63.74 元, 市值规模可达 1019 亿元, 为当前市值 374 亿元的 2.7 倍。

图 4: 03-11 年四大乳品企业净利率变化情况 (单位: %)



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

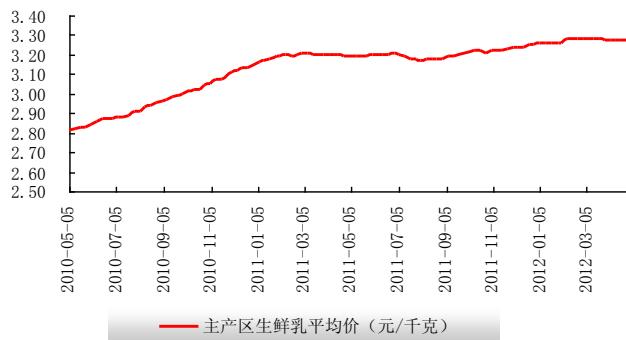
图 5: 03-11 年四大乳品企业期间费用率变化情况 (单位: %)



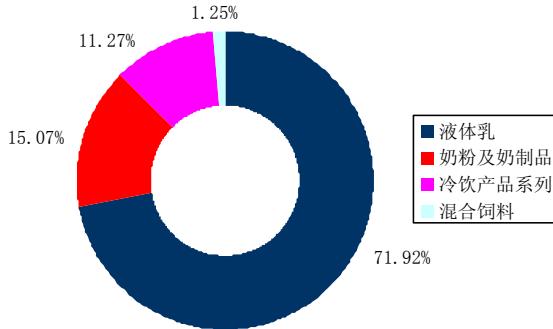
资料来源: WIND, 东兴证券研究所

3. 公司净利率还有提升空间, 预计今年可达 5%。主要动力有以下三个:

公司净利率提升动力之一: 行业集中度提升以及规模优势的体现。由于规模效应带来的费用率下降, 行业利润率水平和行业市场集中程度有着非常强的正相关关系。目前美国和欧洲乳制品行业前四名的市场占有率为 60% 左右, 其乳业龙头迪恩食品和雀巢食品的乳业业务的净利润率分别达到 6% 和 12% 左右。而目前国内乳制品行业净利率长期保持在 5% 以下, 我们预计与行业前三名的市场占有率一直徘徊在 45% 左右有较大关系。因此未来随着乳制品企业数量的减少, 资源进一步向乳品大企业集中, 行业集中度在进一步提升, 寡头垄断局面正在形成。届时, 行业龙头净利率必定会随着行业净利率“水涨船高”。目前伊利和蒙牛的规模优势已经开始显现, 二者净利率从 2010 年开始不断提升, 而且相比蒙牛, 伊利期间费用率还有大约 3 个百分点的下降空间, 因此我们持续看好公司期间费用率下降带来的净利率提升。

图 6：最近两年生鲜乳价格变动情况


资料来源：WIND，东兴证券研究所

图 7：2011 年公司主营产品占比情况


资料来源：WIND，东兴证券研究所

公司净利率提升动力之二：12 年原材料价格上涨空间有限。公司产品主要原材料为生鲜乳和包装材料。近两年来，生鲜乳价格一路上扬，特别是 10 年涨幅达到 18.8%。但在 11 年生鲜乳价格上涨速度开始回落，11 年生鲜乳价格只上涨 2.85%。12 年初至 4 月底，生鲜乳价格已上涨 3.48%，但 4 月价格环比 3 月已回落 0.01 元/千克，表明目前生鲜乳价格上涨动力疲软，特别是随着 CPI 下行趋势的确定，玉米和大豆等饲料价格未来上涨空间有限。除此之外，公司奶源充足，且布局较合理，且“奶联社”模式逐渐成熟，其生鲜奶供应价有望得到较好控制。包装材料方面，公司是包装材料供应商的大客户，具有较强渠道话语权，而且公司都已经和包装材料供应商建立长期合作关系，因此包装材料价格有望继续保持稳定。

公司净利率提升动力之三：公司产品结构升级。2011 年，公司液态奶、奶粉以及冰淇淋业务的销售收入分别占总收入的 71.92%、15.07% 以及 11.27%，相比与蒙牛和其他乳制品企业，公司的各项业务发展更均衡。根据公司对业务的规划，未来公司将要大力拓展酸奶、奶酪等高毛利率产品的市场。目前在国内酸奶占整个乳品市场的份额大约为 15%，而国外这一比例一般会达到 40%，因此随着消费者逐渐青睐酸奶产品，其市场空间可得到大幅提升，更为重要的是，酸奶毛利率一般为白奶的 1.5-2 倍。奶酪在国外主流消费产品，但是在国内只是小众产品。近年来随着国内消费者对奶酪健康价值的认知程度加深以及国外饮食文化对国内的不断冲击，国内消费者开始消费奶酪产品，因此近两年奶酪进口量不断增加，市场规模不断扩大。奶酪产品毛利率也较高，一般在 40% 以上。因此我们预计，随着酸奶、奶酪以及奶粉等高毛利率产品的收入占比逐步提升，公司的毛利率和净利率都会得到稳步提升。

4.2012 年恰逢龙年，“婴儿潮”有望成为公司提升成长性的重要催化剂。我们曾经在 2012 年 3 月 9 日《龙年婴儿潮：凸现乳业与补钙市场机会——东兴证券研究所 2012 年婴儿潮专题报告》中提出，综合测评 2012 年有五大因素助推我国新生儿有望达到 1850 万人，新增 241 万人，同比增长 15%。这五大因素是：育龄人口稳定、2011 年登记结婚人数明显增长、龙年生育愿望创新高、龙年生育可操作性强和 2011 下半年各地孕妇数量大增，龙年春节后新生儿增速非常明显。我们的测算表明，生育新高潮将带来婴儿奶粉、补钙、纸尿裤、疫苗、玩具等市场扩张。以 2012 年婴儿同比增长 15% 新增 241 万人为核心假设指标进行综合测算表明，全年我国因为婴儿潮将相应增加奶粉市场需求约 110.3 亿元、补钙市场 3 亿元、纸尿裤 105 亿元、疫苗 3.16 亿元和玩具市场 20 亿元。

根据 AC 尼尔森的最新数据，截至 2011 年上半年，伊利婴幼儿奶粉以 13.0% 的销量份额领衔国产奶粉品牌，稳稳跻身于中国奶粉市场第一阵营。伊利奶粉以 21% 的销量份额稳坐中国奶粉市场第一把交椅；近三年来，伊利高档婴幼儿奶粉始终保持着超过 100% 增长速度；截止目前，伊利已经累计为 3000 万中国宝宝的健康

成长提供专业的营养支持，受到千万级妈妈的信赖。所以，我们推算 2012 龙年婴儿潮有望给公司增加 14 亿元以上销售收入 ($110.3 \times 13\% = 14.339$ 亿元)，增厚 EPS0.16 元。

结论：

2011 年公司营业收入达到 374.51 亿元，超过蒙牛的 373.88 亿元。这是公司自 07 年以来营业收入首次超过蒙牛，并正式确立行业领头羊地位。未来随着公司在实际所得税率上与蒙牛的差距逐渐缩小，以及公司在产品结构和奶源上的优势逐步体现，乳品行业双寡头格局将会朝有利于公司的方向发展，公司作为行业龙头的地位也将会因此得到巩固。未来国内乳制品人均消费量的提高、消费结构升级以及行业集中度的提升将是行业发展最主要的驱动力，公司作为行业龙头将率先受益。而且经过简单测算，公司在 2015 年市值可过千亿，是目前市值的 2.7 倍，目前投资价值已充分凸显。

盈利预测与评级：

考虑到乳业集中度提升给公司带来的费用率下降和净利率上升、增发对公司业绩的提振作用、产品品质优势与结构升级、营销深化，以及龙年婴儿潮形成的新增奶粉需求预期等诸多积极因素，我们认为公司净利润增速已经出现拐点，公司预计的 2012 年主营业务收入为 420 亿元应是出于稳健和保守角度，中性偏乐观收入可增长 27% 至 475 亿元。同时，2012 年公司净利率达到 5% 也是大概率事件，因此净利润可增长 31.46% 至 23.78 亿元，按目前总股本 15.99 亿股计算（暂不考虑增发对股本的摊薄），12 年 EPS 可达 1.49 亿元。公司作为乳制品行业龙头，给予 12 年目标价 40 元、对应 PE26.89 倍属合理，提升空间近 67%，故继续给予“强烈推荐”评级。

风险提示：

行业或公司出现大规模的食品安全事件、生鲜乳等原材料价格大幅攀升以及竞争对手大幅侵蚀公司市场份额都会导致公司业绩下滑。

表 1：伊利股份 2012-2014 年盈利预测表

主要指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	29,664.99	37,451.37	47,563.24	59,454.05	74,317.57
(+/-)	21.96%	26.25%	27.00%	25.00%	25.00%
经营利润(EBIT)	605.69	1,746.01	2616.56	3728.61	5080.22
(+/-)	-8.98%	188.27%	49.86%	42.50%	36.25%
净利润	777.20	1,809.22	2378.37	2972.97	3716.21
(+/-)	20.00%	132.79%	31.46%	25.00%	25.00%
每股净收益(元)	0.97	1.13	1.49	1.86	2.32
市盈率(倍)	39.35	18.05	15.74	12.59	10.07

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业首席分析师，消费品研究小组负责人，研究所所长助理，1993 年进入证券市场，2007 年加盟东兴证券研究所。

联系人简介

李德宝

食品科学硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我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。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，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。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

- 看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；
- 中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；
- 看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。