

UBS Investment Research

伊利股份

系列报告之三：继续上调目标价至45元

■ 上调目标价和14/15年盈利预测

我们继续看好伊利的股价表现，将12个月目标价从38元上调至45元。考虑到YTD原奶成本涨幅较大，我们小幅下调13年EPS至1.19元（原为1.26元）。我们预计部分高端液态奶产品提价将提升公司盈利能力，且奶粉业务14年开始有望发力。我们上调14/15年EPS至1.61/1.89元（原为1.58/1.82元）。目标价对应14/15年PE分别为28和24倍。

■ 看好理由：液态奶优势继续扩大+奶粉发力+费用率下降

1) 公司销售资源聚焦，金典（高端液态奶产品）YTD销售增速50%以上，液态奶优势有望继续扩大；2) 伊利奶粉业务上半年已基本消化含汞事件影响，管理开始从粗放式向精细化迈进，14年市场份额有望再上一个台阶；3) 规模效应带来的费用率下降是大势所趋。

■ 不必过度解读中报，应关注其长期投资价值

我们预计1H13年收入同比增长10-12%，净利润同比增速在45-55%，剔除去年二季度3.66亿一次性产品召回费用，主业净利润同比增长基本持平。我们认为下半年收入和利润增速，都将快于上半年，我们预计下半年收入和主业利润增速分别为16%/38%。我们认为，季度间费用和政府补贴的不确定性可能带来中报业绩增速的不确定，我们建议不必过度解读中报，应关注其长期投资价值。

■ 估值：重申“买入”评级，股权激励后有助于提升估值

我们认为，在股权激励行权之后，伊利管理层与资本市场的利益趋于一致。作为国内消费品龙头企业，有望长期享受估值溢价。13-15年EPS分别为1.19/1.61/1.89元，目标价上调至45元（推导根据VCAM模型，WACC6.4%）。

重要数据 (Rmb百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	37,266	41,736	47,251	54,375	60,143
息税前利润 (UBS)	1,697	1,649	2,416	3,418	4,154
净利润 (UBS)	1,809	1,717	2,435	3,295	3,851
每股收益 (UBS, Rmb)	1.13	1.07	1.19	1.61	1.89
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.25	0.33	0.26	0.36	0.50

盈利能力和估值	五年历史均值	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润率 (%)	1.3	4.0	5.1	6.3	6.9
ROIC (EBIT) %	17.1	26.7	27.0	31.0	33.6
EV/EBITDA (core) x	17.7	12.9	20.5	15.3	12.8
市盈率 (UBS) (x)	16.7	19.8	29.0	21.4	18.3
净股息收益率 (%)	0.6	1.5	0.7	1.1	1.4

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。
估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2013年08月23日22时34分的股价 (Rmb34.58) 得出；

赵琳

分析师
S1460511040005
lin.zhao@ubssecurities.com
+86-105-832 8186

王鹏

分析师
S1460511040005
dennis.wang@ubssecurities.com
+86-213-866 8837

何淼

分析师
S1460513080001
miao.he@ubssecurities.com
+86-105-832 8478

全球证券研究报告

中国

食品加工

12个月评级

买入
保持不变

12个月目标价

Rmb45.00/US\$7.35

之前: Rmb38.00/US\$6.21

股价

Rmb34.58/US\$5.65

路透代码: 600887.SS 彭博代码600887 CH

2013年8月26日

交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围 Rmb37.36-19.32/US\$6.09-3.10

市值 Rmb70.6十亿/US\$11.5十亿

已发行股本 2,043百万 (ORDA)

流通股比例 72%

日均成交量 (千股) 13,345

日均成交额 (Rmb 百万) Rmb435.3

资产负债表数据 12/13E

股东权益 Rmb15.4十亿

市净率 (UBS) 4.6x

净现金 (债务) Rmb4.70十亿

预测回报率

预测股价涨幅 +30.1%

预测股息收益率 0.7%

预测股票回报率 +30.8%

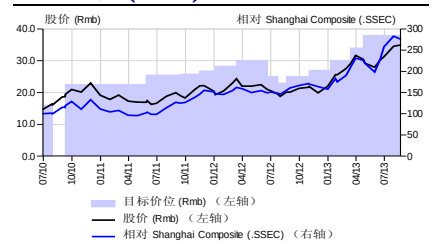
市场回报率假设 8.5%

预测超额回报率 +22.3%

每股收益 (UBS, Rmb)

	12/13E	12/12	12/12
	从	到市场预测	实际
Q1	0.24	0.24	0.25
Q2E	0.26	0.24	0.26
Q3E	0.44	0.42	0.44
Q4E	0.32	0.29	0.32
12/13E	1.26	1.19	1.26
12/14E	1.58	1.61	1.58

股价表现 (Rmb)



资料来源: UBS

www.ubssecurities.com

伊利股份 (SS600887)

评级：买入

投资主题

12个月目标价： Rmb45.0

投资案件

我们看好伊利的核心逻辑是：1) 行业竞争格局变化，伊利液态奶市场占有率重返第一。在蒙牛战略转型过程中，伊利的竞争优势凸显；2) 依靠“政策背书+品牌领先”，伊利奶粉业务逐步恢复，市场占有率明显提升；3) 产品结构升级明显。我们预计，2013年，液态奶高端占比从12年32%提升至36%，金领冠占婴幼儿奶粉业务比重从12年30%左右提升至50%左右；4) 规模优势明显，公司在费用使用的效率上明显提升，费用率未来逐步向下。

我们认为，在股权激励行权之后，管理层与资本市场的利益基本趋于一致，作为国内消费品龙头企业，伊利有望长期享受估值溢价。我们给予“买入”评级。

乐观情景

我们假设奶粉增速快于预期，13/14/15年收入增速为15%/30%/20%；且产品结构升级毛利率改善超预期，基于瑞银VCAM工具（WACC 6.4%）得出每股估值52元，高于现在目标价18%，对应2014年PE为30倍。

悲观情景

我们假设竞争加剧，费用率提升高于预期，基于瑞银VCAM工具（WACC 6.4%）得出每股估值35元，低于现在目标价22%，对应2014年PE为25倍。

近期催化剂

在乳制品行业大整合的背景下，我们不排除未来公司参股或者收购上游大型牧场或婴幼儿奶粉企业。

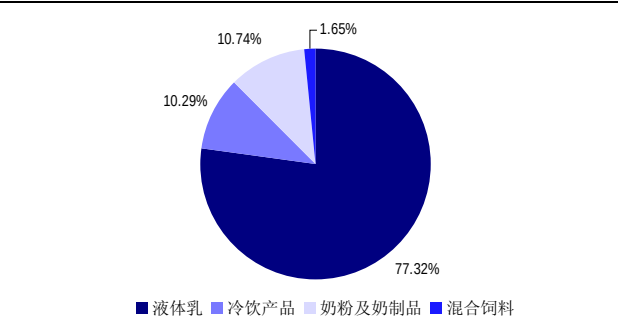
业务描述

伊利股份成立于1993年，专门从事乳品生产，公司下设液态奶、冷饮、奶粉、酸奶和原奶五大事业部，所属企业八十多个。伊利雪糕、冰淇淋连续十年产销量居全国第一，公司已成为国内年销售过百亿仅有的两家奶制品生产企业之一。

行业展望

我们认为，由于人均消费量（特别是一二线城市）基数已经达到较高水平，液态奶行业增速未来将有所放缓。但长期来看，伴随着城镇化以及二三四线城市消费升级推动，液态奶消费升级明显。近几年，QQ星、金典、特仑苏、莫斯利安等高端明星产品的销售增速要远快于行业增速。国产婴幼儿奶粉龙头企业有望通过“政策背书+母婴渠道优势”实现弯道超车，市场占有率有望明显提升。

收入按产品分布(2012年)



数据来源：公司公告

各类产品的毛利分布

单位：百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
毛利					
液体乳	7,145	9,081	10,573	12,410	13,856
冷饮	1,258	1,386	1,437	1,540	1,649
乳制品	2,403	1,771	1,909	2,493	2,954
混合饲料	64	110	126	139	153
总计	10,871	12,348	14,046	16,581	18,611

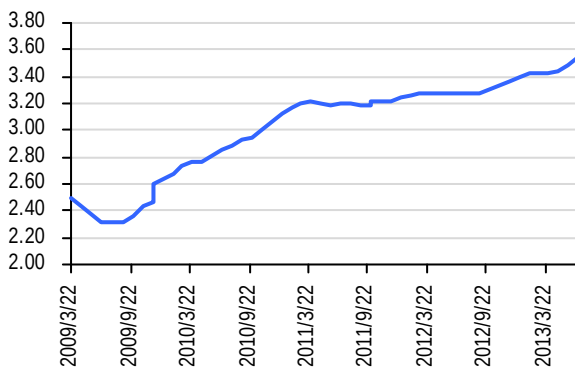
数据来源：瑞银证券估算

高端产品提价缓解成本压力

原奶价格上涨推动企业高端化发展

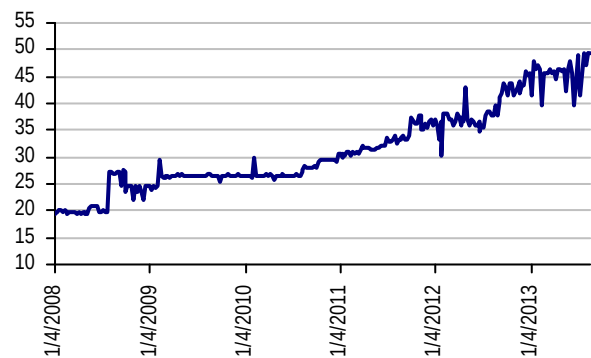
今年，国内原奶价格持续上涨，年初至今较去年同期上涨5.4%，其中，高端原奶价格同比涨幅超过10%。我们认为，国内原奶价格上涨的原因是：（1）液态奶行业消费升级明显（近几年高端产品维持30%以上增长），国内奶牛养殖的规模化程度较低，导致高端缺奶严重；（2）去年肉牛价格大幅上涨（12年较11年价格平均上涨18%），导致部分养殖散户杀牛现象严重，而奶牛养殖从青年牛引进到怀孕一般要一年半左右的时间。

图1: 中国原奶价格（人民币/千克）



数据来源：中国农业部

图2: 历史牛肉价格（元/吨）



数据来源：Wind

奶价上涨推动企业主动高端化。我们认为，液态奶的高端化趋势不仅因为消费者对食品安全意识的日渐提高，并且，原奶供应紧缺使得企业放弃低端产品，聚焦高端产品的发展。

伊利高端产品占比快速提升

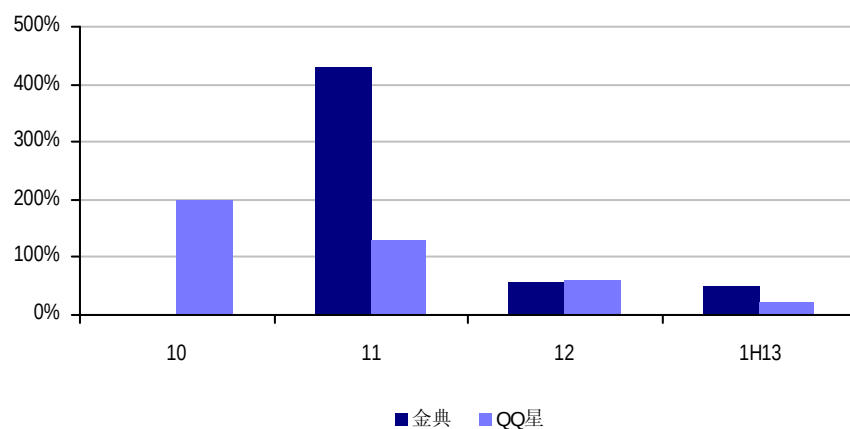
伊利高端产品占比快速提升。我们预计，伊利高端产品（6大系列）占比已从12年上半年的31%上升到34%，其中金典和QQ星增长相对更快。

我们预计，金典上半年增长50%以上，高于公司和市场的预期。主要原因是：（1）公司今年的主要重点在于金典，各项营销资源都向金典倾斜。公司今年目标是金典销售规模接近特仑苏的一半。（2）6月份开始，公司加大了金典促销力度。每销售一提金典，与销售相关的从业务员到区域经理合计提成5.4元/提，销售积极性大幅提高。当然，公司在设计提成条件时，严格规定了经销商的安全库存指标和日销售进货指标，以防止业务员恶意压货。我们预计6-7月份，金典销售同比增长70%以上。

我们预计，QQ星上半年增长20%左右，增速较去年略有放缓。主要原因是：

（1）公司今年整体推广活动明显减少（一季度还有迪斯尼旅游），主要资源聚焦金典系列；（2）以前儿童奶赠品是玩具，现在由于国家3C认证，基本上不送赠品；（3）QQ星整体销售规模已经较大，边际销售贡献略有所下降。

图3:伊利高端产品（金典/QQ星）增速

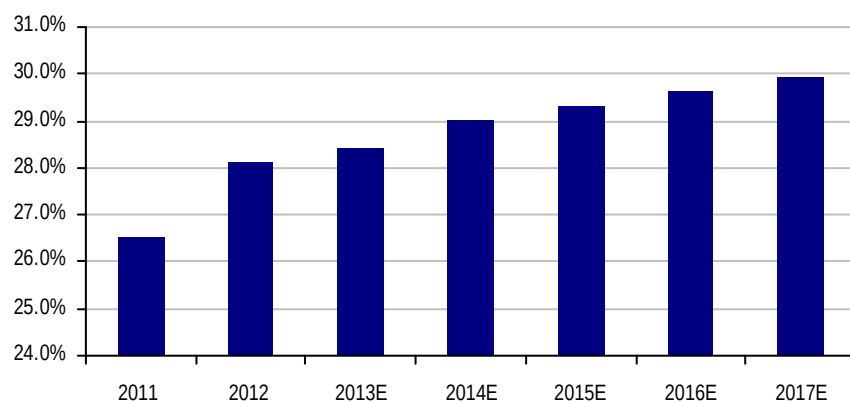


数据来源：公司数据；瑞银证券估算

提价将有效缓解成本压力

近期，金典终端价提价5-10%。我们预计，公司的出厂价也会相应调整，且年底之前，其他液态奶产品（如利乐枕、百利包、舒化奶等）也会提价。提价将有效缓解公司成本压力，我们测算，通过提价以及销售结构升级，13-14年，伊利液态奶毛利率分别为28.4%和29.0%，继续提升。

图4:伊利液态奶历史毛利率及假设



数据来源：公司数据；瑞银证券估算

奶粉业务下半年开始发力

国产龙头凭借“政策背书+渠道优势”实现弯道超车

国家政策背书+母婴渠道优势”，国产龙头企业有望弯道超车。（1）国家对国产婴幼儿奶粉的保护将明显提升国产品牌的产品力，有利于恢复国产品牌在消费者心智中的形象。（2）新西兰肉毒杆菌事件之后，国产龙头占比超过外资龙头占比的趋势开始形成。我们认为，13年底，前十大品牌中，国产龙头占比有望超过50%；（3）贴牌和国产小品牌的减少将明显提升国产龙头品牌在母婴渠道的占比。

表1:主要婴幼儿奶粉企业收入（单位：百万元）

公司名称	2012年收入
多美滋	5,733
贝因美	5,354
美赞臣	5,094
伊利（1）	3,600
合生元	2,715
雅培	2,578
美素	1,609

数据来源：公司数据；瑞银证券估算；注明：（1）伊利为婴幼儿奶粉收入

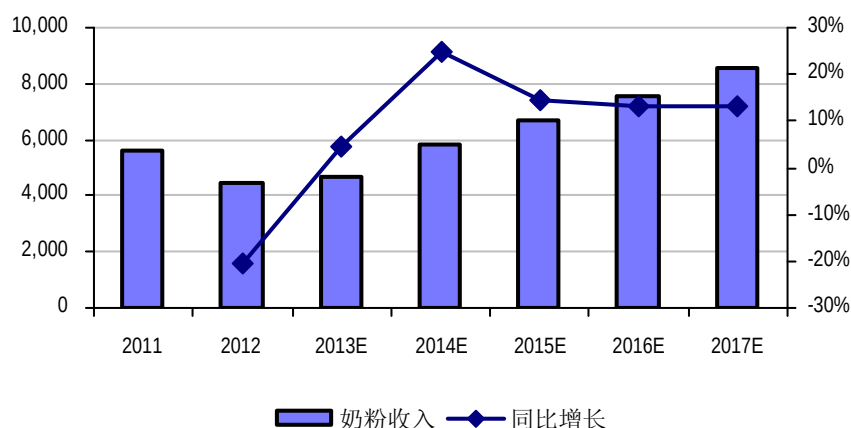
伊利奶粉业务再出发

受去年含汞事件影响，今年上半年伊利奶粉收入同比持平或略有下降。

伊利奶粉事业部近期也做了相应的调整：（1）调高了全年销售计划，高于我们的预期。我们预计13年奶粉收入47亿，同比增长5%，如果考虑上半年奶粉收入同比下降5%左右，下半年预计增长20%左右；（2）调整事业部内部结构，单独拆分KA渠道、母婴渠道和电商渠道，管理更精细化；（3）从竞争对手方高价挖人，提高市场营销能力。

我们认为，伊利奶粉业务从今年下半年开始将重回增长。（1）总部对奶粉事业部的重视程度越来越高，支持力度也加大。近期新西兰肉毒杆菌事件之后，公司在部分市场相应增加了10%左右的费用投入，抢占份额；（2）伊利奶粉业务以前是依靠液态奶的品牌拉力销售，在近期增加了大量销售人员以及事业部结构精细化划分之后，伊利奶粉的渠道推力大大增强。（3）目前伊利奶粉渠道整体库存水平30-40天。

图5: 伊利奶粉业务收入, 增速以及预测

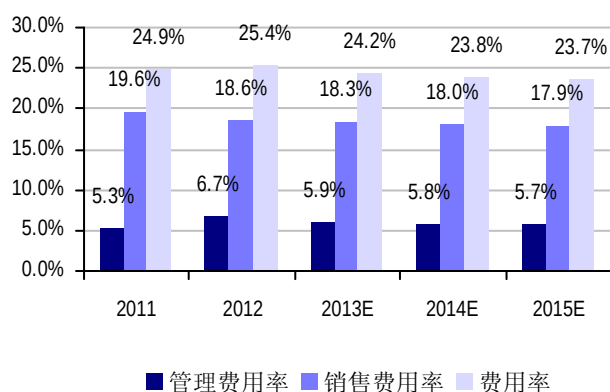


数据来源: 公司数据; 瑞银证券估算

费用率下降是大趋势

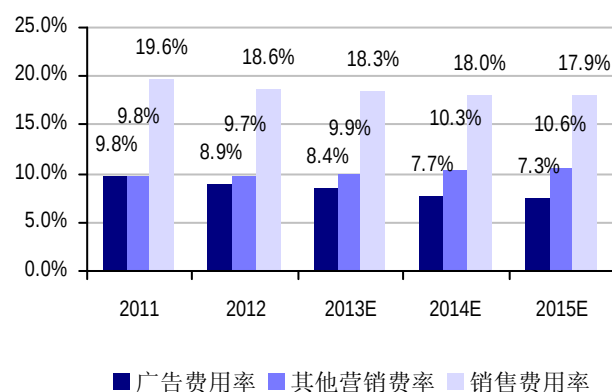
根据我们研究, 在消费品行业的双寡头垄断格局中, 市场份额领先一方对于费用使用的效率和从容度要明显优于另一方, 即规模优势导致费用率优势明显。伊利液态奶的销售规模在去年与蒙牛持平后, 规模效应逐步体现, 且我们认为奶粉业务费用率未来也会逐步下降: (1) 规模化程度提高, 线上广告费占比下降; (2) 伊利线下费用主要在公司体外循环 (从经销商的毛利中直接扣除), 线下费用率不会上升。

图6: 伊利各项费用率假设



数据来源: 公司数据; 瑞银证券估算

图7: 伊利销售费用率分拆假设



数据来源: 公司数据; 瑞银证券估算

上调盈利预测和目标价

考虑到YTD原奶成本涨幅较大，我们小幅下调13年EPS至1.19元。我们预计部分高端液态奶产品提价将提升公司盈利能力，且奶粉业务14年开始有望发力。我们上调14/15年EPS至1.61/1.89元。

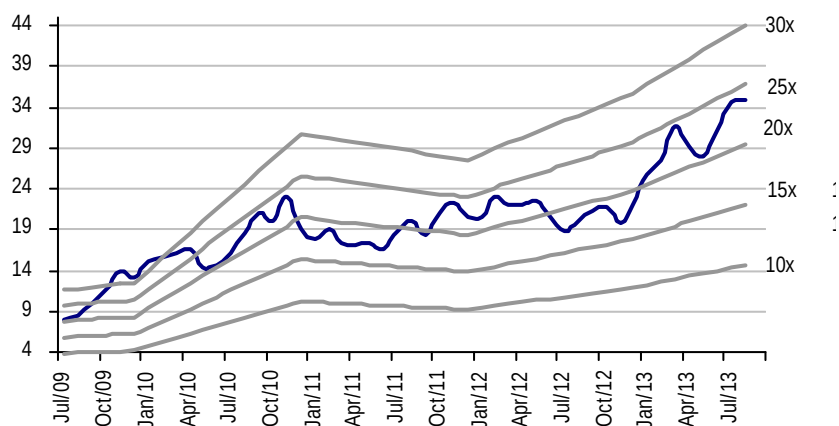
表2:盈利预测假设变化

人民币 百万元	2013E		2014E		2015E	
	调整前	调整后	调整前	调整后	调整前	调整后
主营业务收入增长	13.2%	13.2%	13.1%	15.1%	10.5%	10.6%
奶粉及奶制品	4.5%	4.5%	14.4%	24.8%	14.4%	14.4%
毛利率	29.6%	29.2%	29.9%	30.0%	30.3%	30.4%
净利润	2,566	2,435	3,218	3,295	3,721	3,851
EPS	1.26	1.19	1.58	1.61	1.82	1.89

数据来源：瑞银证券估算

我们上调目标价至45元，目标价对应14/15年PE分别为28和24倍。我们认为，在股权激励行权之后，管理层与资本市场的利益基本趋于一致。作为国内消费品龙头企业，伊利有望长期享受估值溢价。

图8:伊利PE band



数据来源：WIND，瑞银证券估算

表 3: 伊利股份[600887.SS]UBS-VCAM 估值概要

相对年 财年	+1E 2013E	+2E 2014E	+3E 2015E	+4E 2016E	+5E 2017E	+6E 2018E	+7E 2019E	+8E 2020E	+9E 2021E	+10E 2022E
息税前利润	2,416	3,418	4,154	4,820	5,655	6,248	6,586	6,928	7,272	7,615
折旧及摊销*	971	1,126	1,293	1,479	1,665	1,762	1,916	2,083	2,264	2,460
资本支出	(3,400)	(3,400)	(3,000)	(3,000)	(3,000)	(2,403)	(2,467)	(2,519)	(2,557)	(2,577)
运营资本变动	3,069	549	448	471	529	422	668	737	812	895
所得税 (营运)	(370)	(522)	(628)	(729)	(851)	(937)	(988)	(1,039)	(1,091)	(1,142)
其他	(221)	(285)	(231)	(238)	(269)	(1,092)	(1,201)	(1,321)	(1,452)	(1,596)
自由现金流	2,465	886	2,036	2,802	3,729	4,000	4,515	4,869	5,249	5,655
增长		-64.0%	129.7%	37.7%	33.1%	7.3%	12.9%	7.8%	7.8%	7.7%

估值	长期假设值	加权平均资本成本
明计现金流现值	46,062	无风险利率
期末价值 (第 20 年) 现值	39,421	权益风险溢价
企业价值	85,483	贝塔系数
占永续价值百分比	46%	债务/权益比
联营公司及其他	568	边际税率
-少数股东权益	210	权益成本
现金盈余**	5,410	债务成本
-债务***	4,138	WACC
权益价值	87,114	
已发行股数 [m]	2,042.9	
每股权益价值 (Rmb/股)	42.60	
权益成本	6.4%	
股息收益率	0.9%	
1年期目标价 (Rmb/股)	45.00	

估值对应指标	期末假设值
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	VCH (年数)
企业价值 / 息税前利润	对应的自由现金流增长
自由现金流收益率	投资资本回报率增幅
市盈率 (现值)	企业价值 / 息税折旧摊销前利润
市盈率 (目标)	

相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	10.0%	6.0%	5.0%
息税前利润率	6.5%	4.7%	4.0%
资本支出/销售收入	2.2%	2.1%	2.0%
投资资本回报率	27.2%	24.4%	12.1%

财年	2013E	2014E	1年预期
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	25.2x	18.8x	20.7x
企业价值 / 息税前利润	35.4x	25.0x	27.9x
自由现金流收益率	2.9%	1.0%	1.7%
市盈率 (现值)	35.8x	26.5x	29.2x
市盈率 (目标)	37.8x	28.0x	30.8x

无风险利率	3.50%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	0.59
债务/权益比	5.8%
边际税率	25.0%
权益成本	6.4%
债务成本	6.8%
WACC	6.4%
VCH (年数)	20
对应的自由现金流增长	5.3%
投资资本回报率增幅	5.7%
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	8.9x

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明
* 折旧和非商誉摊销
** 无须维持运营的现金部分
** 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

数据来源: UBS-VCAM

伊利股份

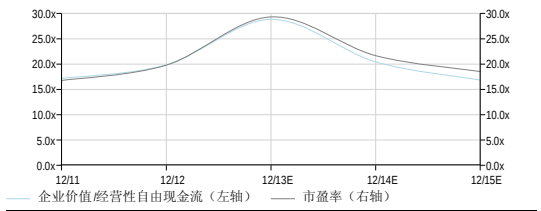
损益表（Rmb 百万）	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业收入	21,538	24,208	29,545	37,266	41,736	47,251	13.2	54,375	15.1	60,143	10.6
营业费用（不含折旧）	(22,540)	(23,034)	(28,441)	(35,182)	(39,344)	(43,864)	11.5	(49,831)	13.6	(54,697)	9.8
息税折旧摊销前利润（UBS）	(983)	1,230	1,155	2,405	2,529	3,387	33.9	4,544	34.2	5,447	19.9
折旧	(502)	(481)	(592)	(709)	(880)	(971)	10.3	(1,126)	15.9	(1,293)	14.9
营业利润（息税前利润，UBS）	(1,485)	750	563	1,697	1,649	2,416	46.5	3,418	41.5	4,154	21.5
其他盈利和联营公司盈利	(181)	85	270	390	487	493	1.3	445	-9.7	356	-20.1
净利息	(14)	(22)	21	49	(49)	(8)	-84.6	54	-	80	47.3
非正常项目（税前）	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前利润	(1,681)	812	854	2,136	2,087	2,901	39.0	3,918	35.0	4,590	17.1
税项	219	(147)	(58)	(304)	(351)	(435)	24.1	(588)	35.0	(688)	17.1
税后利润	(1,462)	665	796	1,832	1,736	2,466	42.1	3,330	35.0	3,901	17.1
非正常项目（税后）	(274)	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	49	(18)	(19)	(23)	(19)	(32)	67.6	(35)	12.0	(50)	41.2
净利润（本地会计准则）	(1,686)	648	777	1,809	1,717	2,435	41.8	3,295	35.3	3,851	16.9
净利润（UBS）	(1,412)	648	777	1,809	1,717	2,435	41.8	3,295	35.3	3,851	16.9
税率（%）	0	18	7	14	17	15	-10.8	15	0.0	15	0.0
不计非正常项目前税率（%）	0	18	7	14	17	15	-9.5	15	-0.4	15	-0.9
每股（Rmb）	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
每股收益（本地会计准则）	(1.05)	0.41	0.49	1.13	1.07	1.19	10.9	1.61	35.3	1.89	16.9
每股收益（UBS）	(0.88)	0.41	0.49	1.13	1.07	1.19	10.9	1.61	35.3	1.89	16.9
每股股息净值	0.00	0.00	0.00	0.25	0.33	0.26	-21.7	0.36	41.8	0.50	37.5
每股现金收益	(0.57)	0.71	0.86	1.57	1.62	1.67	2.6	2.16	29.8	2.52	16.4
每股账面净值	1.74	2.15	2.64	3.77	4.59	7.54	64.3	8.79	16.6	10.17	15.8
资产负债表（Rmb 百万）	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
有形固定资产净值	5,267	5,337	6,311	8,617	10,412	14,201	36.4	16,490	16.1	18,212	10.4
无形固定资产净值	225	265	461	676	832	815	-2.0	798	-2.1	781	-2.1
净营运资本（包括其他资产）	(1,373)	(2,029)	(1,919)	(2,652)	(1,814)	(3,854)	112.4	(4,758)	23.5	(5,211)	9.5
其他负债	(1,331)	(1,498)	(1,482)	(1,824)	(1,892)	(806)	-57.4	(806)	0.0	(806)	0.0
运营投入资本	2,788	2,075	3,371	4,818	7,537	10,356	37.4	11,724	13.2	12,976	10.7
投资	516	387	606	567	568	568	0.0	568	0.0	568	0.0
运用资本总额	3,304	2,462	3,976	5,385	8,106	10,925	34.8	12,293	12.5	13,544	10.2
股东权益	2,789	3,443	4,219	6,024	7,335	15,402	110.0	17,954	16.6	20,784	15.8
少数股东权益	438	267	294	282	190	222	16.6	257	15.9	307	19.4
总股东权益	3,228	3,710	4,512	6,305	7,525	15,623	107.6	18,211	16.6	21,091	15.8
净债务 /（现金）	77	(1,248)	(536)	(921)	581	(4,698)	-	(5,918)	26.0	(7,546)	27.5
其他视同债务的减值准备	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	3,304	2,462	3,976	5,385	8,106	10,925	34.8	12,293	12.5	13,544	10.2
现金流量表（Rmb 百万）	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业利润（息税前利润，UBS）	(1,485)	750	563	1,697	1,649	2,416	46.5	3,418	41.5	4,154	21.5
折旧	502	481	592	709	880	971	10.3	1,126	15.9	1,293	14.9
营运资本变动净值	1,176	691	(54)	1,916	(383)	653	-	549	-15.8	448	-18.4
其他（经营性）	(103)	440	606	(814)	664	(610)	-	679	-	244	-64.0
经营性现金流（税前/息前）	90	2,361	1,708	3,507	2,810	3,430	22.1	5,772	68.3	6,139	6.4
收到/（支付）利息净值	93	(186)	(83)	(143)	(51)	(8)	-85.1	54	-	80	47.3
已付股息	(68)	0	0	0	(400)	(524)	31.09	(524)	0.00	(743)	41.78
已缴付税项	0	(147)	(58)	(304)	(351)	(435)	24.1	(588)	35.0	(688)	17.1
资本支出	(820)	(571)	(1,987)	(3,789)	(3,102)	(3,400)	9.6	(3,400)	0.0	(3,000)	-11.8
并购/处置净值	16	(53)	(14)	489	24	0	-	0	-	0	-
其他	(164)	(218)	(251)	1,814	(69)	61	-	(95)	-	(160)	68.1
股份发行	11	14	17	1	0	6,155	-	0	-	0	-
净债务的现金流（增加）/减少	(843)	1,201	(669)	1,575	(1,138)	5,279	-	1,220	-76.9	1,628	33.5
外汇/非现金项目	15	124	(43)	(1,190)	(363)	0	-100.0	0	-	0	-
资产负债表净债务增加/减少	(828)	1,325	(712)	385	(1,502)	5,279	-	1,220	-76.9	1,628	33.5
核心息税折旧摊销前利润	(983)	1,230	1,155	2,405	2,529	3,387	33.9	4,544	34.2	5,447	19.9
维护资本支出	(502)	(481)	(592)	(709)	(880)	(954)	8.4	(1,109)	16.2	(1,276)	15.1
维护营运资本净支出	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前经营性自由现金流（OpFCF）	(1,485)	750	563	1,697	1,649	2,433	47.5	3,435	41.2	4,170	21.4

资料来源：公司报表、UBS 估算。（UBS）估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。附注：对于部分公司而言，所提供的数据是该公司完整账目的摘录。

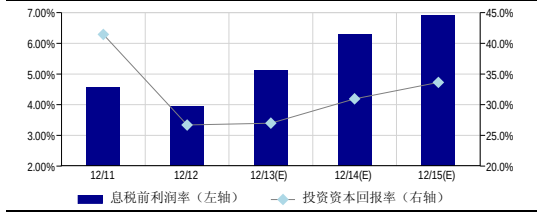
公司概况

伊利股份成立于 1993 年，专门从事乳品生产，公司下设液态奶、冷饮、奶粉、酸奶和原奶五大事业部，所属企业八十多个。伊利雪糕、冰淇淋连续十年产销量居全国第一，伊利超高温灭菌奶连续七年产销量居全国第一，公司已成为国内年销售过百亿仅有的两家奶制品生产企业之一。

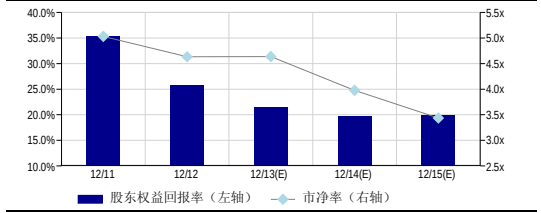
价值（企业价值/经营性自由现金流与市盈率）



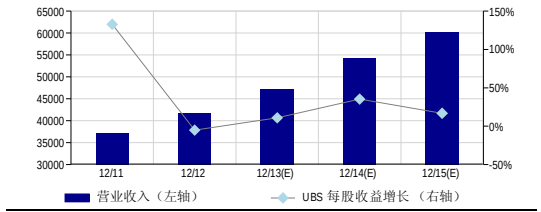
盈利能力



股东权益回报率与市净率



增长（UBS每股收益）



估值 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
市盈率（本地会计准则）	17.0	16.8	19.8	29.0	21.4	18.3
市盈率（UBS）	16.7	16.8	19.8	29.0	21.4	18.3
股价/每股现金收益	8.7	12.0	13.1	20.7	16.0	13.7
净股息收益率（%）	0.6	1.3	1.5	0.7	1.1	1.4
市净率	4.9	5.0	4.6	4.6	3.9	3.4
企业价值/营业收入（核心）	0.7	0.8	0.8	1.5	1.3	1.2
企业价值/息税折旧摊销前利润（核心）	17.7	12.1	12.9	20.5	15.3	12.8
企业价值/息税前利润（核心）	NM	17.2	19.8	28.7	20.3	16.7
企业价值/经营性自由现金流（核心）	NM	17.2	19.8	28.5	20.2	16.7
企业价值/运营投入资本	6.0	7.1	5.3	7.8	6.3	5.6

企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
平均市值	30,313	33,981	70,643	70,643	70,643
+ 少数股东权益	282	190	222	257	307
+ 平均净债务（现金）	(892)	(892)	(892)	(892)	(892)
+ 养老金义务及其他	0	0	0	0	0
- 非核心资产价值	(567)	(568)	(568)	(568)	(568)
核心企业价值	29,136	32,711	69,405	69,440	69,490

增长率（%）	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	18.0	26.1	12.0	13.2	15.1	10.6
息税折旧摊销前利润（UBS）	-	108.3	5.1	33.9	34.2	19.9
息税前利润（UBS）	-	NM	-2.8	46.5	41.5	21.5
每股收益（UBS）	-	132.8	-5.1	10.9	35.3	16.9
每股现金收益	-	83.9	3.2	2.6	29.8	16.4
每股股息净值	-	-	31.1	-21.7	41.8	37.5
每股账面净值	27.3	42.8	21.8	64.3	16.6	15.8

利润率（%）	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税折旧摊销前利润/营业收入	3.4	6.5	6.1	7.2	8.4	9.1
息税前利润/营业收入	1.3	4.6	4.0	5.1	6.3	6.9
净利润（UBS）/营业收入	1.5	4.9	4.1	5.2	6.1	6.4

资本回报率（%）	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润的投资资本回报率（UBS）	17.1	41.4	26.7	27.0	31.0	33.6
税后投资资本回报率	-	35.5	22.2	22.9	26.2	28.5
净股东权益回报率	12.4	35.3	25.7	21.4	19.8	19.9

偿付比率	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润/净利息	-	-	NM	NM	-	-
股息保障倍数（UBS 每股收益）	-	4.5	3.3	4.6	4.4	3.8
股息支付率（%，UBS 每股收益）	-	22.1	30.5	21.5	22.5	26.5
净债务/息税折旧摊销前利润	NM	NM	0.2	NM	NM	NM

效益比率 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入/运营投入资本	8.3	9.1	6.8	5.3	4.9	4.9
营业收入/固定资产	4.4	4.6	4.1	3.6	3.4	3.3
营业收入/净营运资本	NM	NM	NM	NM	NM	NM

投资比率 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
经营性自由现金流/息税前利润	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
资本支出/营业收入（%）	6.7	10.2	7.4	7.2	6.3	5.0
资本支出/折旧	3.2	5.3	3.5	3.5	3.0	2.3

资本结构（%）	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
净债务/总权益	(8.6)	(15.3)	7.9	(30.5)	(33.0)	(36.3)
净债务/（净债务 + 权益）	(9.4)	(18.0)	7.3	(43.9)	(49.2)	(57.0)
净债务（核心）/企业价值	(3.2)	(3.1)	(2.7)	(1.3)	(1.3)	(1.3)

资料来源：公司报表、UBS 估算。（UBS）估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。
估值：根据该年度的平均股价得出，（E）：根据2013年08月23日22时34分的股价（Rmb34.58）得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

赵琳

分析师

S1460511020005
lin.zhao@ubssecurities.com
+86-105-832 8186

王鹏

分析师

S1460511040005
dennis.wang@ubssecurities.com
+86-213-866 8837

何淼

分析师

S1460513080001
miao.he@ubssecurities.com
+86-105-832 8478

■ 伊利股份

伊利股份成立于1993年，专门从事乳品生产，公司下设液态奶、冷饮、奶粉、酸奶和原奶五大事业部，所属企业八十多个。伊利雪糕、冰淇淋连续十年产销量居全国第一，伊利超高温灭菌奶连续七年产销量居全国第一，公司已成为国内年销售过百亿仅有的两家奶制品生产企业之一。

■ 风险声明

我们认为公司的下行风险主要包括：对外部风险的反应非常敏感。不利的经济环境可能会制约该行业的发展，尤其是SARS、疯牛病等疾病的爆发和政府政策可能会给该行业的发展带来全面的或地方性风险；食品安全风险；原材料涨价可能压缩公司利润。

■ 分析师声明

每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为UBS（瑞银）。

关于UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

UBS(瑞银)投资研究：全球股票评级及分布

UBS(瑞银) 12个月评级	评级类别	所占比例 ¹	投行服务覆盖率 ²
买入	买入	46%	35%
中性	持有/中 性	44%	37%
卖出	卖出	10%	21%
短期评级	评级类别	所占比例 ³	投行服务覆盖率 ⁴
买入	买入	低于1%	33%
卖出	卖出	低于1%	20%

1：全球范围内，12个月评级类别中此类公司占全部公司的比例

2：12个月评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

3：全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例

4：短期评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

来源：UBS(瑞银)。上述评级分布为截止至2013年06月30日。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银12个月评级	定义
买入	股票预期回报超出市场回报预期6%以上
中性	股票预期回报在市场回报预期的±6%的范围内
卖出	股票预期回报低于市场回报预期6%以上
瑞银短期评级	定义
买入	买入：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内上涨
卖出	卖出：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内下跌

主要定义

预测股票收益率（FSR） 指在未来的12个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率

市场收益率假设（MRA） 指一年期当地利率加上5%（假定的并非预测的股票风险溢价）

处于观察期（UR）： 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应

短期评级 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变

股票目标价 的投资期限为未来12个月。

例外和特殊案例

英国和欧洲投资基金的评级和定义： 买入：结构、管理、业绩、折扣等因素积极；中性：结构、管理、业绩、折扣等因素中性；减持：结构、管理、业绩、折扣等因素消极。

主要评级段例外（CBE）： 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由UBS Securities LLC任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受NASD和NYSE有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中述及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司： 赵琳; 王鹏; 何 淼.

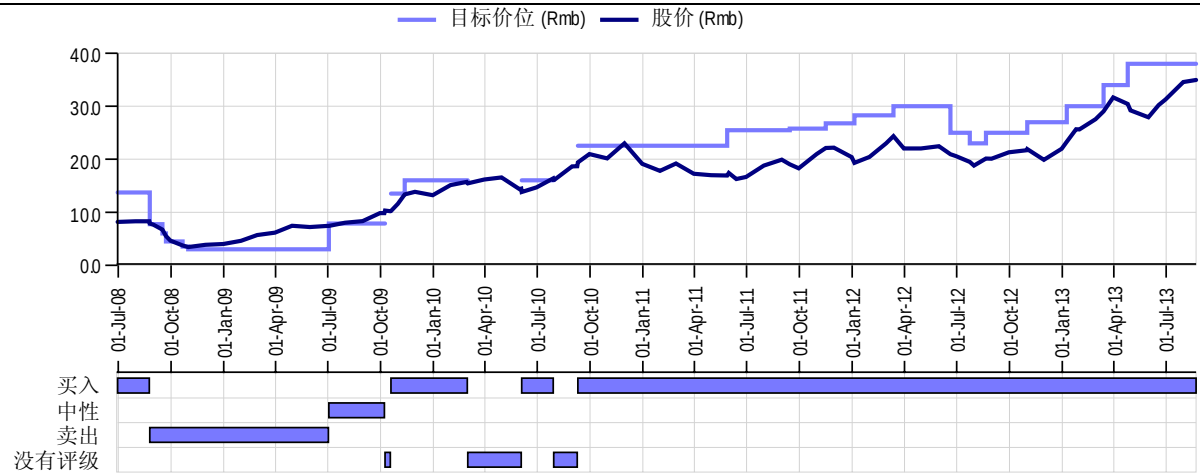
涉及报告中提及的公司的披露

公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
伊利股份	600887.SS	买入	不适用	Rmb34.96	2013年08月22日

资料来源：UBS（瑞银）。所有价格均为当地市场收盘价
本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

伊利股份 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2013年8月22日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表:既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用 and 解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区:除非在此特别申明,本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。**法国:**由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国审慎监管局(ACP)和金融市场管理局(AMF)监管。如果 UBS Securities France S.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A.编制。**德国:**由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙:**由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其:**由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此,本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》(法律编号:6362)规定颁发的许可。因此,在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下,本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是,根据第 32 号法令第 15 (d) (ii)条之规定,对于土耳其共和国居民在海外买卖证券,则没有限制。**波兰:**由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddział w Polsce 分发。**俄罗斯:**由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士:**仅由 UBS AG 向机构投资者分发。意大利:由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会(CONSOB)监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非:**由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列:**UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局(ISA)监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格投资者”,任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯:**本文件由瑞银集团(及/或其子公司、分支机构或关联机构)分发。瑞银集团是一家上市的公司,注册于瑞士,注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel 和 Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia (瑞银集团子公司)的批准,该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司,商业注册号 1010257812,注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务,并接受其监管,业务牌照号 08113-37。**美国:**由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构--UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者;或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(“非美国关联机构”)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.,而非通过非美国关联机构执行。**加拿大:**由 UBS Securities Canada Inc.或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc.是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**香港:**由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡:**由 UBS Securities Pte. Ltd.[mica (p) 033/11/2012 和 Co. Reg. No.: 198500648C]或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜,请向 UBS Securities Pte Ltd., 一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问;或向 UBS AG 新加坡分行,一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业,并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本:**由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd.编制,则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者,出版人及发布人。**澳大利亚:**由 UBS AG (澳大利亚金融服务执照号:231087)和/或 UBS Securities Australia Ltd (澳大利亚金融服务执照号:231098)分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求,因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品,零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。**新西兰:**由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议,它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜:**由 UBS AG Dubai Branch 分发,仅供专业客户使用,不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国:**由 UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行在韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚:**本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x)於马来西亚分发。**印度:**Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI 注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437。

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2013版权所有。钥匙标识与UBS都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

