

伊利股份 (600887.SH) 乳业行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

市价 (人民币): 41.45 元
目标 (人民币): 52.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)



公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	1.132	1.074	1.454	1.725	2.093
每股净资产(元)	3.768	4.588	7.840	8.997	10.402
每股经营性现金流(元)	2.296	1.507	1.986	2.553	2.942
市盈率(倍)	18.05	20.46	27.17	22.90	18.87
行业优化市盈率(倍)	21.93	29.61	54.17	54.17	54.17
净利润增长率(%)	132.79%	-5.09%	72.96%	18.63%	21.37%
净资产收益率(%)	30.03%	23.41%	18.62%	19.25%	20.21%
总股本(百万股)	1,598.65	1,598.65	2,042.91	2,042.91	2,042.91

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 预计乳制品行业于 2013-17 增长 CAGR 达 12%: 2012 年中国人均液态乳消费量仅为消费习惯相近的日本、韩国的三成; 未来人均收入提升及城镇化将继续带动行业销量增长及产品升级。
- 行业竞争生态优化: 虽中国液态乳行业竞争格局较理想 (CR3 高达 62%) , 但过去龙头间的非理性竞争推高了行业的营销费用率; 然, 随着中粮全面入主蒙牛以及伊利管理层在行权后利益与上市公司高度一致, 行业的竞争将回归理性, 企业盈利能力将逐步回升。
- 政策促行业整合: 伊利作为婴幼儿奶粉行业第一梯队中唯一的国企, 将显著受益于国家推动乳业整合的政策。
- 内外兼修的全能王。内修“效”: 股权激励行权后, 管理层成为第一大股东, 凭借龙头的规模效应, 有能力将费用率降到与同行相当的水平。外练“兵”: 建奶源、推高端、国际化。伊利作为行业内产品最全面、均衡; 团队最稳定、专业, 看好其长期发展前景。
- 原奶疯涨, 焉知非福: 行业理想的竞争格局决定龙头有能力提价转移成本压力, 唯下游产品涨价滞后于原奶上涨; 投资角度, 短期奶价大涨压低毛利率带动股价下滑, 随后 (2014) 毛利率随产品提价而回升将带来股价回升。

投资建议

- 乳制品行业有多项积极因素发酵: 竞争生态优化、政策促整合、产品高端化趋势, 行业盈利能力有望持续提升。伊利作为行业龙头, 将充分享有行业及政策红利; 同时股权激励行权后, 费用率有持续压缩空间。在均价大幅提升弥补销量增长放缓、毛利率提升以及费用率持续压缩的假设下, 预计 2014 公司营业利润增长 43%; 长期看好乳业受益于消费升级的收入增长以及毛利率提升空间以及龙头凭借品牌和渠道强者更强的逻辑。

估值

- 目标价: 给予公司未来 6-12 个月 52.00 元目标价位, 相当于 30x2014EPS。
- 风险: 食品安全事件; 原奶价格进一步大幅上涨; 进口常温奶销量增长大幅超预期。

陈钢 分析师 SAC 执业编号: S1130511030031
(8621)60230228
cheng@gjzq.com.cn

赵晓媛 分析师 SAC 执业编号: S1130513070001
(8621)60230229
zhaoxy@gjzq.com.cn

内容目录

中国人均液态乳销量仅为日韩 30%.....	6
人均奶类消费水平将随收入水平提高及城镇化推进而提升	6
行业竞争生态优化	8
国内乳业竞争格局相对理想	8
“两虎相斗” 恶化行业竞争生态	9
行业竞争将回归理性：蒙牛不再横冲直闯，伊利将“以利”为主	10
布局奶源， 加强质量管理	13
高端产品推陈出新， 助行业盈利能力提升	16
政策促行业整合， 伊利将成为最大受益者之一	20
2011 年的乳业整顿使乳企数量骤减 24%	20
2013 整合政策再出台， 利好行业龙头伊利、蒙牛、贝因美	20
伊利乳业： 内外兼修的全能王	25
内修 “效”	25
外练兵	28
全能、专业	30
收入及盈利预测： 预估 2012-15E 收入/净利 CAGR 分别为 11%/36%	33
原奶疯涨， 焉知非福： 预计 2014 公司毛利率回升 105 个基点	34
估值， 目标价 52 元	36
附录： 三张报表预测摘要	39

图表目录

图表 1： 1H13 乳制品销量增速反弹至 11.6%， yoy	5
图表 2： 1H13 液态乳销量增速反弹至 12.4%， yoy	5
图表 3： 2004-11 中国乳制品行业收入增速 CAGR 为 21%	5
图表 4： UHT 奶， 乳饮料、 婴幼儿奶粉未乳制品行业前三大子行业（2012）	6
图表 5： 乳制品各子行业(2011-17E) CAGR	6
图表 6： 中国人均液态乳消费量仅为日韩 30% 水平	6
图表 7： 亚裔人的乳糖不耐症比例超过 90%.....	6
图表 8： 中等收入户人均鲜奶消费水平比低收入户高 50%	7
图表 9： 农村人均奶类消费量不到城镇一半	7
图表 10： 中国乳制品市场占有率 CR3 为 37% （2012）	8
图表 11： 液态乳市场占有率， CR3 为 62% （2012）	8
图表 12： 中国婴幼儿奶粉市场相对分散： CR3 为 37% （2012）	8
图表 13： 酸奶市场占有率， CR3 为 54% （2012）	8

图表 14: 2006-2010 蒙牛从收入和利润实现了对伊利的全面反超, 但 2011 年伊利致力于“双提”工作以及蒙牛年底的黄曲霉素事件, 使得双方竞争格局再次逆转	9
图表 15: 过度竞争带来的过高的营业费用, 使得中国乳制品行业的盈利能力显著低于国际同行以及国内其他食品子行业龙头 (分初级乳制品与乳消费品公司)	10
图表 16: 2004-09, 蒙牛所得税率大幅低于伊利 (%)	11
图表 17: 蒙牛未来五年战略	11
图表 18: 中粮全产业链布局	12
图表 19: 中粮全面入主后, 蒙牛加快了产业布局力度	12
图表 20: “双提”后伊利广告宣传等宣传费用占收入比重由 2009 年的 16.5% 下滑至 2012 年的 8.9%; 同期净利润率由 2.7% 提升至 4.1%	13
图表 21: 伊利管理层股权激励	13
图表 22: DFA (美国奶牛) 和 Arla (爱氏晨曦) 都是全球排名前十的乳制品加工 ...	15
图表 23: 2012 高端液态奶销售占比达 26%; 预计 2012-17E 其销售额增长 CAGR 为 25%	16
图表 24: 高端产品占蒙牛收入比重近三成: 其高端产品包括特仑苏、冠益乳、未来星、真果粒	17
图表 25: 伊利儿童星奶的高速成长, 高端产品占伊利总收入 35% 左右	17
图表 26: 五大品类占光明的总收入 (只计终端消费奶制品收入) 已由 2010 年的 23% 提升至 2012 年的 43%, 百万元 (左)	17
图表 27: 莫斯利安收入爆发: 2013 收入有望翻番, 2014 增长有望超 50%, 百万元 (左)	17
图表 28: 乳业巨头高端产品系列	18
图表 29: 蒙牛对产品品牌的功能化划分: 其中 奢侈营养和专业营养都是高端产品	19
图表 30: 2011 重新审批生产许可证后, 乳制品企业数量骤减 24%	20
图表 31: 自 5 月底, 国家相关部委针对奶粉行业整顿政策密集出台	21
图表 32: 行业龙头伊利, 蒙牛, 光明, 贝因美会成为整合受益者	22
图表 33: 在非 A 股市场上市的奶粉公司	22
图表 34: 为数众多的中小型奶粉公司将被淘汰, 而区域型的乳制品公司因其奶源资源仍有并购价值	24
图表 35: 各业务发展均衡 (奶粉由于 2012 年安全事件, 收入暂时下滑) ...	25
图表 36: 液态奶占收入占七成以上, 且维持高速增长: 2008-12 收入 CAGR 为 22%	25
图表 37: 伊利人工费用占比	26
图表 38: 伊利的人均产出仅为蒙牛的 56%	26

图表 39: 虽然收入规模高于蒙牛 16%，但伊利的现金循环周期却明显高于蒙牛	26
图表 40: 伊利存货周转天数接近蒙牛的 2 倍	26
图表 41: 应收账款周转天数: 伊利明显低于蒙牛 (2011 年底的黄曲霉素事件, 使得蒙牛暂时放松对客户的收款周期)	26
图表 42: 应付账款周转天数: 两者基本相当	26
图表 43: 过去三年, 伊利毛利率平均高于蒙牛约 430 个基点	27
图表 44: 伊利、蒙牛毛利率差距原因预估: 更好的产品结构使得伊利毛利率高于蒙牛 150 个基点左右	27
图表 45: 2012 伊利收入结构划分	27
图表 46: 2012 蒙牛收入结构划分	27
图表 47: 伊利的广告费用率在 2009 年的“双提”工作后明显逐年下降, 但仍显著高于蒙牛 2.5ppt。	28
图表 48: 管理费用率: 伊利接近同行两倍 (伊利 2012 年管理费用已剔除产品报废的 3.66 亿)	28
图表 49: 经营利润率: 乳业龙头的经营利润率明显低于其他子行业 (方便面、饮料、啤酒及休闲食品) 以及国际同行; 长期而言, 中国乳制品行业经营利润率可以提升到 10% 左右	28
图表 50: 高端产品预计占比 35% 左右	29
图表 51: 伊利的国际化合作	30
图表 52: 专业、全能的乳业龙头	30
图表 53: 国内婴幼儿奶粉市场极其分散: 伊利排第五, 仍属于第一阵营 (2012)	31
图表 54: 超高档婴幼儿奶粉预计增长 CAGR 为 26% (2009-14E)	31
图表 55: 反垄断后主流婴幼儿奶粉高端品牌的价格变动: 伊利是唯一没有明显降价的品牌	32
图表 56: 分项收入和毛利率预估: 受益于高端产品占比提升, 毛利率稳步提升	33
图表 57: 假设毛利率为 30%, 原奶占总成本 50%, 其他成本价格不变的情况下, 原奶价格上涨与产品提价的综合效应下, 毛利率变动百分点的测算: 原奶价格上涨 10%, 均价提价 6% 即可完全消化原奶上涨影响。我们认为 2013 液态乳制造商的毛利率将落在图中的蓝框区域内, 即原奶价格同比上涨 10-12%, 毛利率提升 1 个百分点左右	34
图表 58: 伊利成本结构	35
图表 59: 同比低于 10% 的原奶价格上涨对毛利率没有显著影响:	35
图表 60: 2009-至今 伊利乳业 12 个月前向 PE 倍数均值为 18.8x	36
图表 61: 国内外乳制品公司以及国内食品龙头估值	37
图表 62: DCF 估值表	38

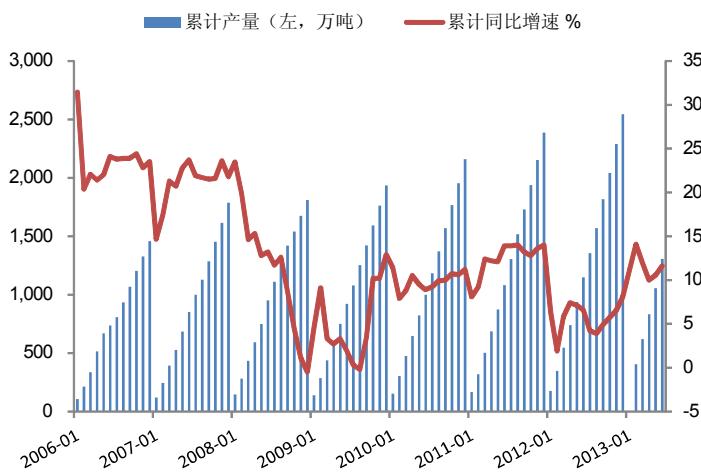
乳制品行业未来五年可翻番

即使经历了 2008-2009 三聚氰胺事件的沉重打击，中国乳制品行业收入在 2004-2011 仍录得 21% 复合增长率。中国人均液态乳消费量仅为消费习惯相近的日本、韩国的三成；展望未来，人均收入提升及城镇化将继续带动行业销量增长及产品升级，Euromonitor 预估中国乳制品行业仍可在 2013-17E 维持 12% 的 CAGR。

受益于蒙牛、伊利运用 UHT 技术进行的激进扩张以及消费端需求的爆发式增长，中国乳制品行业销量在 2000-08 维持 47% 的高复合增长率；2008 年的三聚氰胺事件使行业增速出现短暂下滑，但随后即反弹至 10% 左右增长。1H13 乳制品以及液态乳销量都维持 12% 的高速增长。

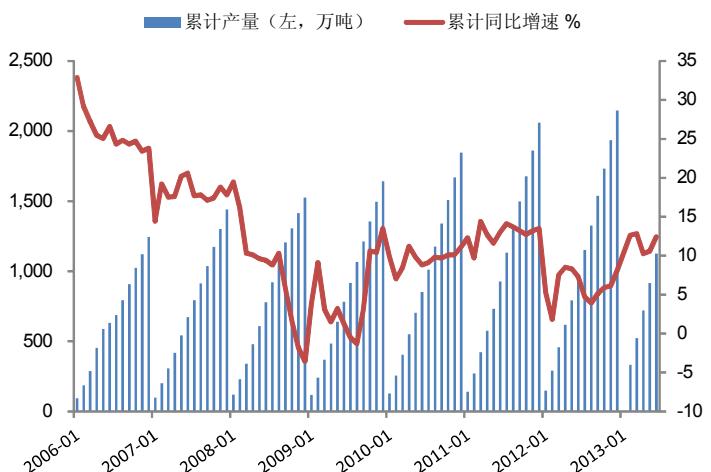
根据 Euromonitor 预估，在大品类的快消品行业（图 4），乳制品的未来增速仅次于即饮茶和纸巾；而在乳制品子行业的未来成长，麦肯锡预估婴幼儿食品、酸奶、冰淇淋的增长最为诱人，高达 15-20%。

图表1：1H13 乳制品销量增速反弹至 11.6%，yoy

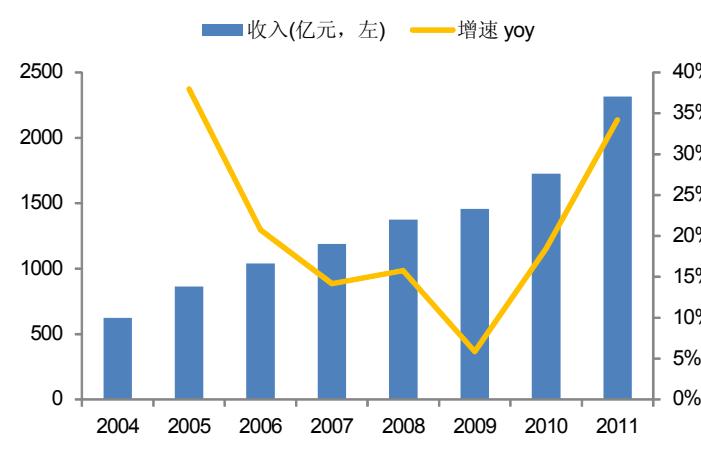


来源：Wind，国金证券研究所

图表2：1H13 液态乳销量增速反弹至 12.4%，yoy

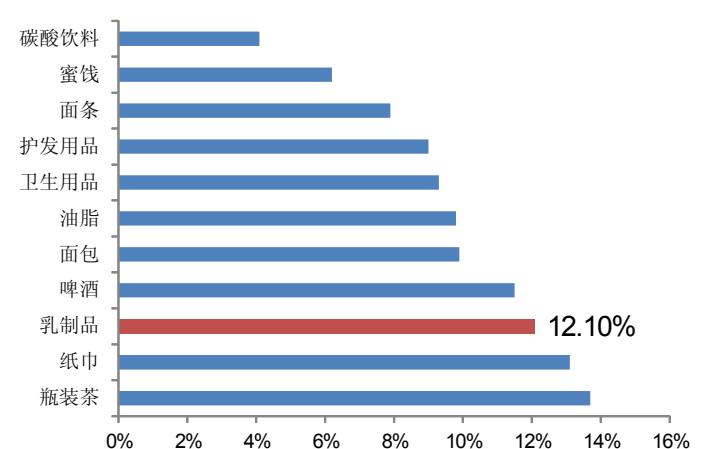


图表3：2004-11 中国乳制品行业收入增速 CAGR 为 21%

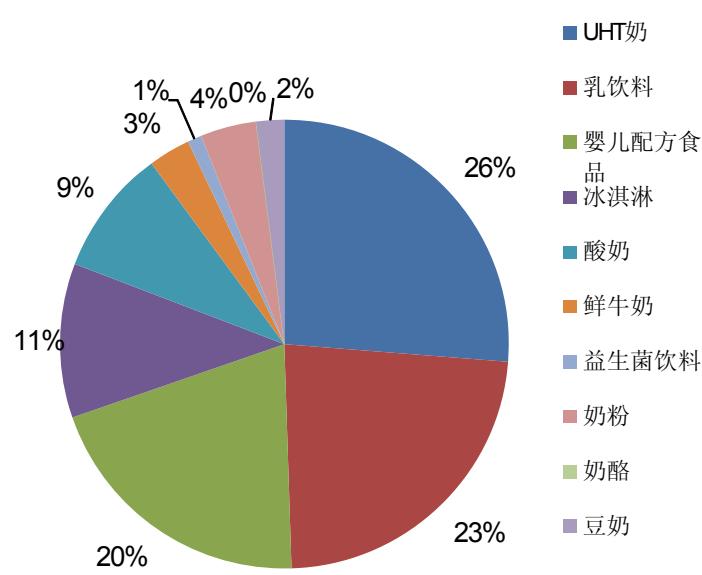


来源：Euromonitor，国金证券研究所

乳制品行业未来增长优于其它快消品同行 (2013-17E CAGR)



图表4: UHT 奶, 乳饮料、婴幼儿奶粉未乳制品行业前三大子行业 (2012)



图表5: 乳制品各子行业(2011-17E) CAGR

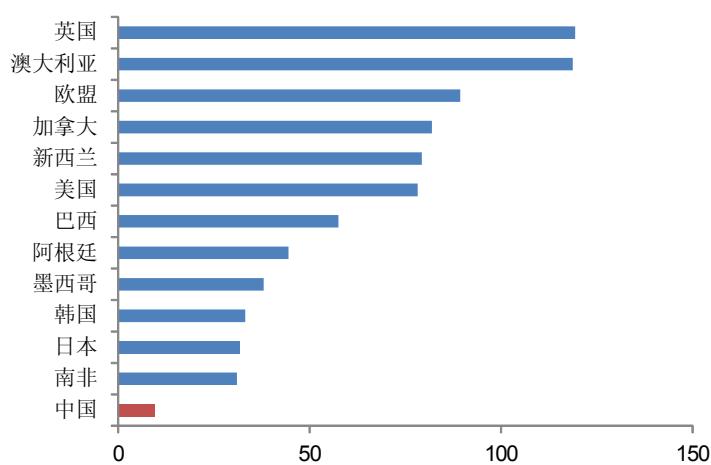


来源: Euromonitor, 麦肯锡, 国金证券研究所

中国人均液态乳销量仅为日韩 30%

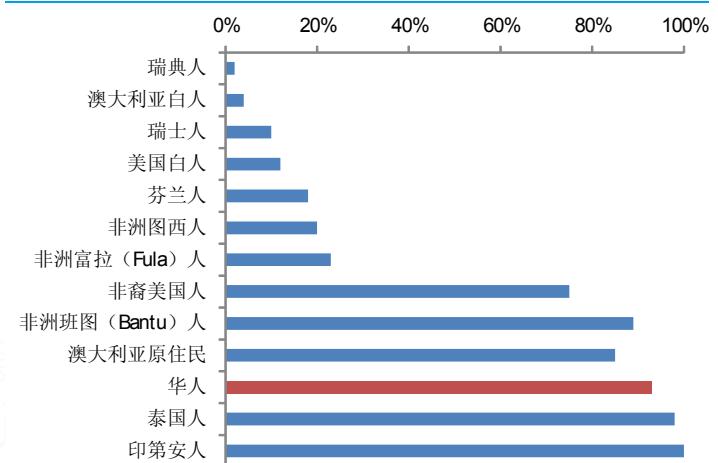
- 生理差异使得亚裔与欧美人在乳制品消费上没有可比性: 欧美国家人均液态乳消费在年均 100L 左右, 但亚裔的日韩消费量仅为 30L, 主要原因在于体内缺少能够分解乳糖的乳糖酶, 普遍存在乳糖不耐症, 不能过量摄入乳糖。与日韩比, 中国人均液态乳消费量仍有 200%以上成长空间。
- 乳糖不耐症: 据科学统计, 全球约 80% 人口存在乳糖不耐症。哺乳动物的幼体在断乳后, 开始逐渐的减少乳糖酶的合成。人类的幼儿在 4 岁的时候通常会失去 90% 的乳糖消化能力, 但欧美人种在进化过程中发生的基因变异使其获得了 4 岁后仍保持合成乳糖酶的能力。

图表6: 中国人均液态乳消费量仅为日韩 30% 水平



来源: 中国奶业协会, Scientific American, 国金证券研究所

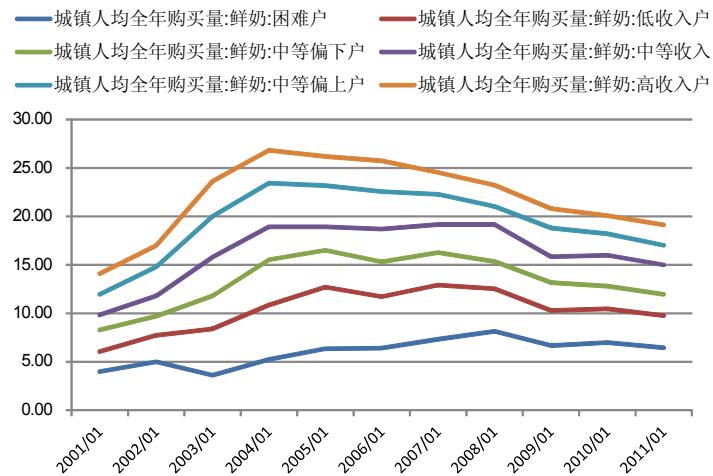
图表7: 亚裔人的乳糖不耐症比例超过 90%



人均奶类消费水平将随收入水平提高及城镇化推进而提升

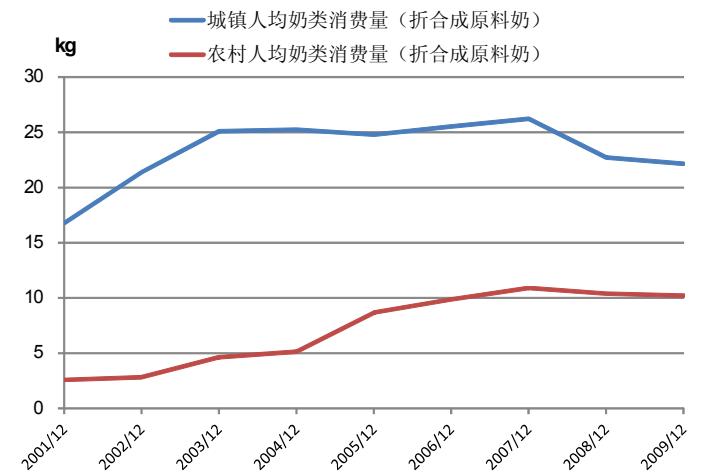
■ 奶制品在中国属于可选消费，将伴随收入水平提高而提升；同时城镇化给居民生活所带来的生活方式的变化（由自给自足的农村模式转移到城镇的生活消费模式），以及城镇更好的冷链配送体系为鲜奶消费提供可能。

图表8：中等收入户人均鲜奶消费水平比低收入户高50%



来源：Wind，国金证券研究所

图表9：农村人均奶类消费量不到城镇一半

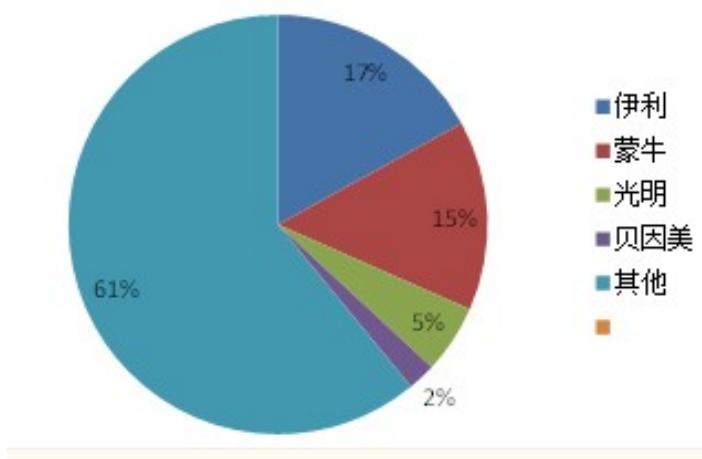


行业竞争生态优化

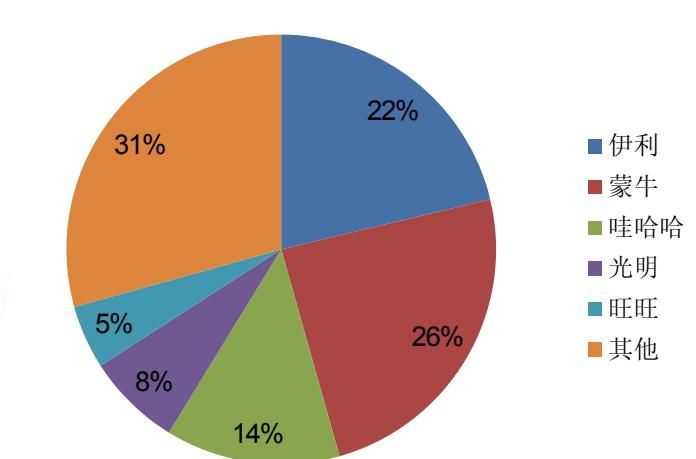
国内乳业竞争格局相对理想

- **液态乳行业 CR3 高达 62%:** 中国乳制品行业 CR3 为 37%（以收入衡量），主要是由于收入占比 43% 的婴幼儿奶粉以及乳饮料子行业的集中度不高所致。而上市乳业收入来源主体的液态乳（图 11）行业 CR3 已高达 62%，如此高的行业集中度在其他快消行业并不多见（据 AC 尼尔森，啤酒行业的 CR3 仅为 48%；矿泉水 CR3 仅为 57%；方便面行业 CR3 也仅为 70%）。

图表10：中国乳制品市场占有率 CR3 为 37% (2012)

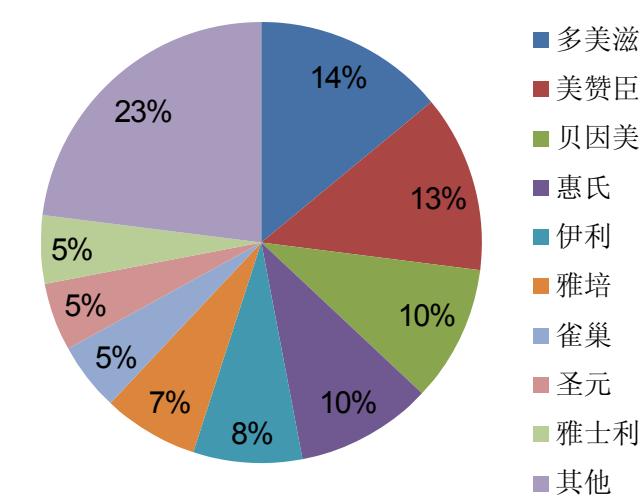


图表11：液态乳市场占有率，CR3 为 62% (2012)

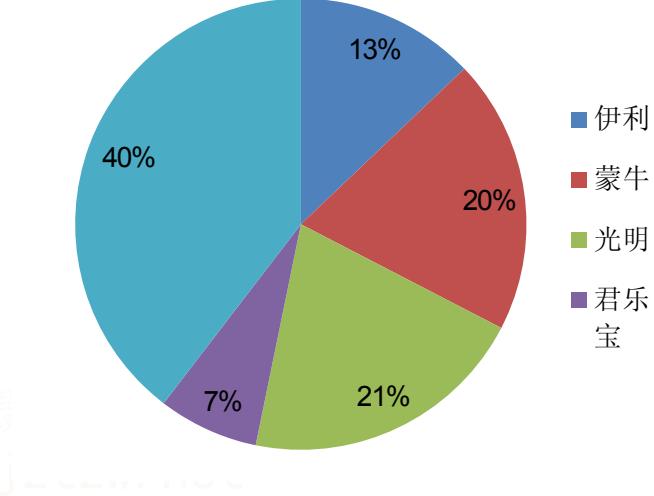


来源：AC 尼尔森，国金证券研究所

图表12：中国婴幼儿奶粉市场相对分散：CR3 为 37% (2012)



图表13：酸奶市场占有率，CR3 为 54% (2012)



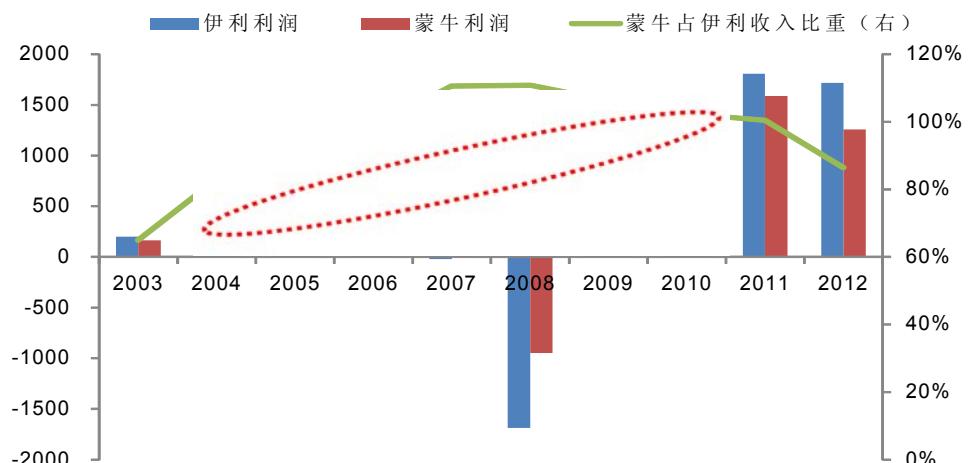
来源：AC 尼尔森，国金证券研究所

“两虎相斗” 恶化行业竞争生态

液态奶行业的竞争格局虽较理想（CR3 达 62%），却由于双寡头伊利与蒙牛之间的相互的激烈竞争，使得整个行业的竞争激烈程度远超过其他的快消品行业，压低了整个行业的盈利能力。

- **本是同根生：**伊利起源于呼和浩特回民区 1956 年成立的养牛合作小组；1993 年，由 21 家发起人发起公司改制，以定向募集方式设立伊利集团；随后公司走向全国，发展壮大，并于 1996 年登陆资本市场，逐渐步入飞速增长期，并在 2003 年从光明乳业手中夺得乳制品龙头地位。而蒙牛的创始人，呼和浩特人牛根生，1978 年进入伊利，从一名洗瓶工官至副总裁，全权负责生产和销售。1999 年，因与董事长对企业未来发展战略存分歧，牛根生从伊利辞职，独立门户创立蒙牛。
- **蒙牛：青出于蓝而胜于蓝：**秉持着“财散人聚，财聚人散”的经营哲学，牛根生吸引来伊利几百名老将，凭借着“蒙牛”的冲劲和超强的营销策划能力（2003 神五，2005 年超女），蒙牛从诞生就谱写了中国乳制品企业成长的传奇。到 2002 年，成立仅三年的蒙牛便销售达 20 亿元攀升至行业第四，并同年引入国际资本；2004 蒙牛在港上市，同年利润赶超伊利；2006 年，液态乳销量超过伊利；2007 年收入全面超过伊利。
- **两虎相斗：**正是因为“同根生”，伊利了解牛根生团队的能力，蒙牛从成立伊始，就受到同城老大哥伊利的格外关注。两者间激烈的竞争就此拉开序幕，并伴随着蒙牛的快速扩张，竞争点燃全国乳制品市场：从蒙牛成立初期的“广告牌被砸事件”，2003-2004“未晚事件”，到 2005 奥运赞助战、2007“投毒”事件、再到 2010 网络公关战。“两虎”之间的激烈竞争虽然促进了中国乳制品行业的快速成长，但同时也带来行业的营销各项费用高企，消费者对乳制品质量信心下滑进而影响中国乳制品行业长远发展等负面因素。
- **过度竞争，提高了行业费用率，压缩了利润空间：**尽管与国际同行相比，中国乳制品消费公司收入主要来自于产品差异化小、低毛利率的液态常温奶，而国际同行（达能、雀巢）收入主要由高毛利率的鲜奶及酸奶，但中国乳制品消费公司的销售及管理费用率却甚至高于国际同行，这导致其盈利能力（图 15）仅为国际同行的 1/3. 另外，与国内其他快消食品巨头相比，尽管毛利率相当，但乳制品消费公司的费用率明显高于后者 4 到 5 个百分点，使得国内乳制品消费公司的经营利润率仅为其他快消品巨头的一半水平。

图表14：2006-2010 蒙牛从收入和利润实现了对伊利的全面反超，但 2011 年伊利致力于“双提”工作以及蒙牛年底的黄曲霉素事件，使得双方竞争格局再次逆转



来源：公司资料，国金证券研究所

图表15：过度竞争带来的过高的营业费用，使得中国乳制品行业的盈利能力显著低于国际同行以及国内其他食品子行业龙头（分初级乳制品与乳消费品公司）

公司	最大收入国家	代码	市值(m\$)	毛利率		销售及管理费		经营利润率	
				2011	2012	2011	2012	2011	2012
国际奶粉公司									
美赞臣营养品公司	N/A	MJN US	15,638	63.0	61.9	41.9	39.6	21.1	22.3
国际奶粉平均			14,165	63.0	61.9	41.9	39.6	21.1	22.3
中国奶粉公司									
合生元	中国	1112 HK	3,432	66.5	65.9	37.2	36.3	29.4	29.7
贝因美	中国	002570 CH	3,204	63.6	64.2	52.0	50.5	11.7	13.6
雅士利国际	中国	1230 HK	1,588	52.0	53.7	42.4	39.2	10.4	15.4
飞鹤乳业	中国	ADY US	146	38.3	51.8	34.7	46.5	3.6	5.3
圣元乳业	中国	SYUT US	257	31.3	41.1	46.9	28.6	-15.7	12.5
中国奶粉平均			1,725	50.4	55.3	42.6	40.2	7.9	15.3
国际乳业消费品公司									
雀巢	N/A	NESN VX	225,357	47.3	47.2	32.5	32.6	15.0	14.9
达能	N/A	BN FP	49,652	50.6	50.1	35.9	35.9	14.7	14.2
Parmalat 公共有限公司	N/A	PLT IM	5,999	20.6	19.9	16.5	16.3	5.1	4.4
卡夫食品	#N/A	PLT IM	33,768	31.3	31.8	16.2	16.5	15.1	15.3
国际乳业消费公司品平均			78,694	37.5	37.3	25.2	25.4	12.5	12.2
中国乳业公司									
伊利股份	中国	600887 CH	12,345	28.8	29.3	24.9	25.3	3.9	3.9
蒙牛乳业	中国	2319 HK	7,676	25.7	25.1	21.4	21.6	4.6	4.0
光明乳业	中国	600597 CH	3,824	32.9	34.8	30.8	31.4	2.1	3.4
中国乳制品消费公司平均			7,948.2	29.1	29.7	25.7	26.1	3.5	3.8
国际初级乳制品公司									
Dean 食品公司	美国	DF US	2,101	23.9	25.3	21.3	21.6	2.6	3.7
恒天然合作社集团有限公司	N/A	FSF NZ	8,865	15.1	15.4	10.6	11.3	5.4	4.8
森永乳业株式会社	日本	2264 JP	760	31.7	30.9	28.4	28.6	3.2	2.3
国际初级乳制品公司平均			3,908.5	23.6	23.9	20.1	20.5	3.7	3.6
国内大众食品龙头									
康师傅控股	中国	322 HK	13,964	26.5	29.9	20.1	24.1	7.4	6.9
中国旺旺控股	中国	151 HK	17,356	34.8	39.5	19.2	19.8	17.7	21.5
青岛啤酒	中国	600600 SH	9,206	36.5	34.5	26.5	26.3	10.0	8.3
双汇发展	中国	000895 SZ	13,665	12.9	17.6	8.2	8.5	4.7	9.1
统一企业中国	中国	220 HK	3,267	29.2	34.6	28.9	31.9	1.3	3.9
燕京啤酒	中国	000729 HK	2,798	33.4	30.9	24.0	24.1	9.4	6.9
国内大众食品龙头平均			10,043	28.9	31.2	21.1	22.4	8.4	9.4

来源：彭博，国金证券研究所

行业竞争将回归理性：蒙牛不再横冲直闯，伊利将“以利”为主

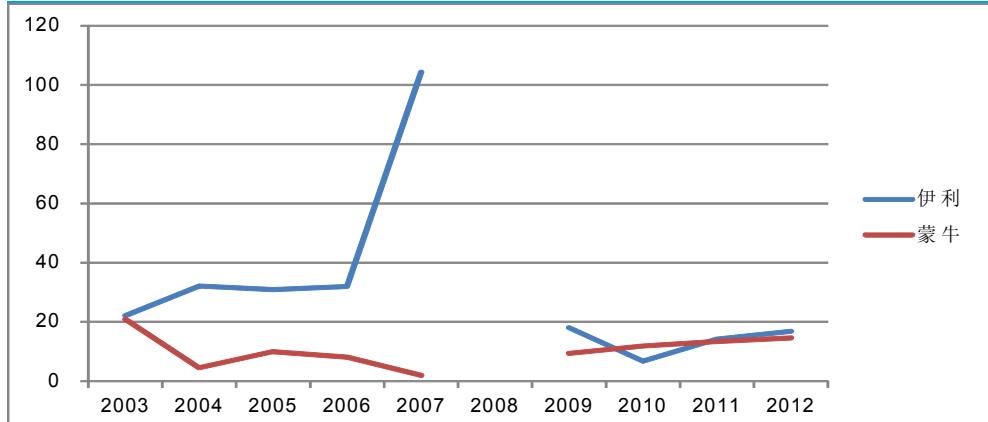
■ 蒙牛：“暂不考虑规模和盈利，质量至上”

- **中粮致力于打造农业全产业链的百年企业：**作为涉农国企排头兵，中粮集团有限公司成立于1949年，从最初的粮油食品贸易公司已发展成为中国领先的农产品、食品领域多元化产品和服务供应商，致力打造从田间到餐桌的全产业链粮油食品企业。旗下拥有中国食品、中粮控股、蒙牛乳业、中粮包装四家港股上市公司，以及中粮屯河、中粮地产和中粮生化三家内地上市公司。
- **中粮全面入主后，蒙牛“暂不考虑规模和盈利，质量至上”：**在2009年中粮入主蒙牛后，宣称“三年不插手经营”，但随着时间流逝，蒙牛仍安全事故不断（尤其是2011年底的黄曲霉素事件）；终于，在2012年4月随着蒙牛创业团队最后一位元老杨文俊卸任总裁，蒙牛彻

底挥别“牛根生时代”，开启“中粮时代”。随着中粮全面掌管蒙牛，蒙牛的企业文化将会发生根本转变，不再是一头勇闯无畏的“猛牛”，而是放慢脚步，由“重营销，重市场”转变为“重奶源，重质量”。现任蒙牛董事长多次强调“暂不考虑规模和盈利，质量至上”；我们从其竞争对手一线销售人员了解到的情况确实也证明了这一点；另一面，背靠中粮丰富的产业以及财务资源，蒙牛有能力进行长远的战略布局，仅2013年上半年蒙牛就发起三起大型行业并购及合作案，主要涉及奶源以及产品线扩充。

- **2012破茧，2013蝶变：**2012蒙牛首现收入负增长，虽然部分可归因于2011年底发生的黄曲霉素的负面影响，同时也是蒙牛内部“破茧”的一个体现：2012年蒙牛重新认识过去的成功，发现现在的问题，中粮团队与蒙牛原团队磨合；同时营销系统及销售系统做了重要变革；2013“蝶变”后将是一个全新的蒙牛，更加注重品控和管理。
- **所得税率提高后，公司盈利面临压力：**由于外资身份、公司设在贫困县（和林格尔县），蒙牛在成立后很长一段时间基本是免税；随着政策的到期，蒙牛的所得税率大幅提升至15-20%的水平。在所得税率大幅提升后，公司有提升经营利润率来维持净利润率的压力。

图表16：2004-09，蒙牛所得税率大幅低于伊利（%）



来源：国金证券研究所

图表17：蒙牛未来五年战略

一个基础	如何提供系统作战能力以及组织能力提升。2012年新旧文化新旧团队融合；实施合理的激励机制。
两个步骤	2013-15，升级转型更多的是内部组织能力的提升，特别是产品、渠道、并购能力的打造；2015-17，全面发展。
三个优势	供应链（全国布局，高效率，快执行，结果导向），奶源布局（拥有的优势奶源）；低温优势，低温的系统能力覆盖全国网络，只要未来能开发更多的产品，能很快提升现有低温系统的效率；高端产品的优势，特仑苏，真果粒。
四个突破	明星产品，2-3个50亿以上的明星产品；销售渠道拓展（更多经销商，渗透三四线城市）；奶粉上突破；进口产品运作

来源：国金证券研究所

图表18：中粮全产业链布局



来源：国金证券研究所

图表19：中粮全面入主后，蒙牛加快了产业布局力度

目标公司	收购时间	总付出	估值 (PE)	并购后 股权%	股份 来源	评价
雅士利 (1230.HK)	2013/6/18	全面要约，总价值约125亿港元	16.5倍12个月前向PE	75%-100%	张氏家族，凯雷资本，公众	此举迅速巩固了蒙牛的婴儿配方业务。加上之前与爱氏晨曦Arla的合作，蒙牛现在可以提供中档到高档各种价位的婴儿配方产品。雅士利的产品毛利更高，有助于在未来提高蒙牛的每股收益。
达能-冷冻业务	2013/5/20	达能注入两个工厂和14亿元现金，蒙牛注入冷冻业务的12个工厂	NA	蒙牛与达能合资的80%	达能中国	蒙牛可以利用达能的技术和研发能力来发展儿童食品业务；达能将持有蒙牛4%的股份。
现代牧业 (1117.HK)	2013/5/7	以3.175亿港元取得现代牧业26.9%的股份	15.2倍12个月前向PE	现代牧业28%股权	KKR和鼎晖投资	蒙牛12-15%的奶源来自现代牧业，此举使得蒙牛成为现代牧业最大股东，加强了蒙牛在奶源上的议价能力
君乐宝	2010/11/22	以4690万取得君乐宝51%的股权	NA	君乐宝51%股权	君乐宝	蒙牛和君乐宝共占据酸奶市场30%以上的份额。在奶源和市场渗透上起到协同作用。

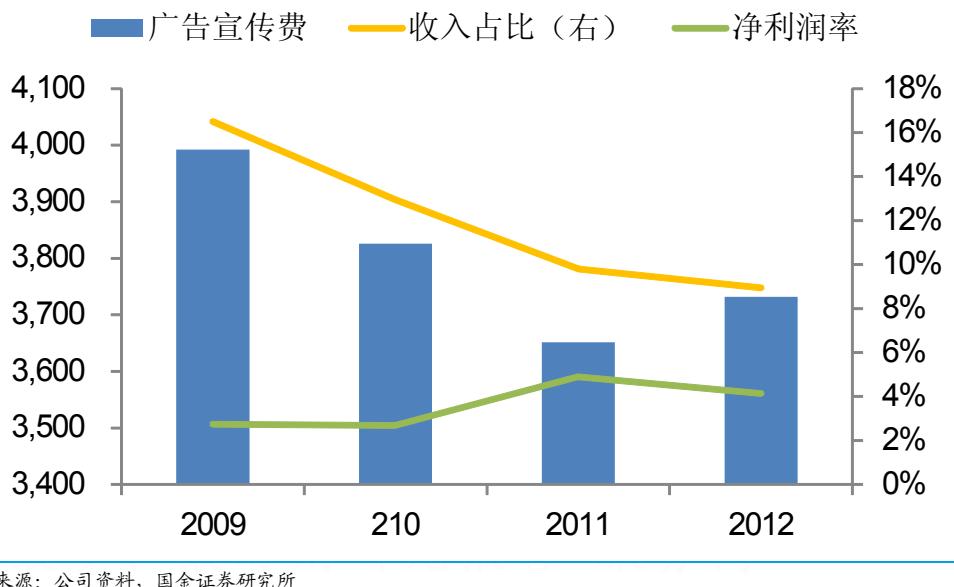
来源：公司资料，国金证券研究所

■ 实施股权激励后，伊利将更加“以利”为主

- “双提”效果显著：自2009年伊利提出“双提”（提高费用使用效率，提高公司盈利能力）以来，我们已经看到其宣传推广费用占收入比重的持续下滑，以及净利润率的持续回升（2012由于奶粉含汞事件

一次性计提 3.66 亿的产品报废损失而略有回落)；随着行业竞争回归理性，费用仍有较大压缩空间。

图表20：“双提”后伊利广告宣传等宣传费用占收入比重由 2009 年的 16.5% 下滑至 2012 年的 8.9%；同期净利润率由 2.7% 提升至 4.1%



来源：公司资料，国金证券研究所

- 管理层完全行权后成第一大股东，行权价格暗含对未来一年半股价信心：2006 年，伊利实施股权激励计划，向公司总裁、3 名总裁助理和其他 29 名公司的核心业务骨干增发 5000 万股，占当时总股本的 9.7%。经历了长达 7 年的等待，2013 年 6 月管理层完成了行权。行权后管理层持股比例高达 8.6%（期间经过增发稀释），超过现时第一大股东呼和浩特投资公司持股比例的 8.05%（虽股权激励计划规定，管理层持股超过呼和浩特投资公司持股比例部分暂时放弃表决权）。行权后管理层利益与上市公司高度一致，激励效果尤为明显；同时，在伊利股价已处在历史高位行权，暗示管理层认为该价位（2013 年 6 月 7 日收盘价 27.8 元）为未来一年半以内低点的判断，也显示了管理层对未来股价的信心。

图表21：伊利管理层股权激励

颁布时间	数量及行权价格	行权条件	实际行权情况	行权成本	抛售条件
2006. 12	相当于当时总股本 9.7% 的股票期权，行权价 13.33，经过增发、派息后调整后相当于现今价格 6.49 元。	行权期限为 8 年，即至 2007 年 12 月至 2014 年 12 月；且首期行权比例不超过 25%	首期 2007 年行权：行权比例仅为 0.1%；此后并未行权。直至 2013 年 6 月 18 号公告：基本完成剩余股票期权行权	行权价加上个人所得税以及资金成本，接近 17 元/股	一年禁售期，且在职期间每年不可抛售超过所持股票的 25%；即首批解禁在 2014 年 6 月 18 日，以及随后 2015、2016、2017 每年可分别抛售所持总股票的 25%。

来源：公司资料，国金证券研究所

布局奶源，加强质量管理

- **“得优质奶源者得天下”：**奶制品质量安全控制涉及到从奶源到生产再到流通整个环节，这其中最为根本的无疑是奶源。中国乳制品行业的奶源之争也随着行业发展（增速放缓，更加注重质量安全、产品升级）发生了变化：从“得奶源者得天下”到“得优质奶源者得天下”，各大乳企纷纷布局优质奶源（关于中国奶源现状及未来发展趋势，请参考我们 11/20 报告《强势奶价下，更看好上游和婴幼儿奶粉》）。但总体上我们认为，对于乳制品行业龙头而言，由于原奶需求量大，**应该将有限的资源集中在自己的优势上，即品牌以及渠道的维护和建设，产品的研发和拓展；对于奶源的唯一要求是可靠、安全，而不是“是不是自有”；**纵观全球的乳制品巨头，无一不是主要依靠外部奶源。
- **伊利：奶联社+自有牧场为主；超过 50%来自规模化牧场。**伊利独家拥有呼伦贝尔、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。与蒙牛、伊利相比，伊利在自有（或合作）牧场的建设上领先一步，投入更大：拥有愈 800 个自有牧场，2009 年又兴建了 1.5 万头的示范园，外加 20 多家奶联社。“奶联社”模式是指：养殖企业创造平台，建设牧场，利用技术、管理、资金有时把奶农的牛作为股份吸收进来。另外，2013 年 7 月伊利公布于美国初级乳制品供应商 DFA（美国奶牛）签署合作备忘录，有望获益于 DFA 先进的牧场管理以及生产管理经验。公司现自建牧场控制奶牛超过 3 万头；**未来奶源规划**，一方面继续扩大自建奶源规模，起到示范作用带动周边的奶牛养殖小区建设；另一方维持和发展与规模化养殖小区和养殖场的稳定合作关系（外部奶源仍将占据公司绝大部分原奶供应），提升合作供奶户的养殖水平和奶源质量。
- **蒙牛：合作管理+自建（或合建）牧场；93%奶源来自规模化农场。**蒙牛起家晚，做市场出身，飞速发展过程中没有资源和时间自建大量自有牧场，大部分通过收购散户奶农的奶源。但 2009 年中粮入主后，开始注重奶源建设：2012 年蒙牛公布在未来 3-5 年投入 30-35 亿用于牧场建设；2012 年 5 月，蒙牛引入战略投资者 arla 乳业，后者购买其 6%股份成为仅次于中粮的第二大股东，Arla 乳业在养殖、牧场管理、研发、质量管理、生产工艺等方面拥有世界领先的优势，蒙牛有望借鉴 Arla Foods 的发展经验，从奶源管理到质量标准都将直接对标国际乳业；2013 年 5 月，蒙牛通过并购股份成为现代牧业最大股东（现代牧业由蒙牛前管理层于 2005 年创立，并于 2010 年登陆港股市场，蒙牛高管层持有其部分股份；图 18）；2013 年 11 月，蒙牛耗资 6000 万美元认购原生态牧业（1431.HK）约 4%股权，后者在国内共养殖 4 万头优质奶牛。目前，蒙牛奶源的 93%都来自于规模化牧场；**未来奶源规划**，通过自建和合作牧场，2015 年前实现 100%奶源来自规模化牧场。
- **光明：通过自建+示范牧场确保奶源；100%来自规模化农场。**光明的收奶标准较行业平均水平高，2008 年的三聚氰胺事件使得光明立即砍掉占比 5%的散奶供应，100%拒收散奶。其原奶供应除了 20%来自控股股东牛奶集团外，其余来自于有合作关系的规模化牧场，自有奶牛仅万头。**未来奶源规划**：光明将通过“自建+示范牧场”来确保奶源供应。示范牧场：公司自建 3000-5000 头的牧场，作为周边集体牧场建立和管理的示范，并通过旗下荷斯坦管理公司为其配种、饲养、管理。目前该示范工程已在武汉、德州启动，下一步将扩大至广州、黑龙江、郑州。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表22: DFA (美国奶牛) 和 Arla (爱氏晨曦) 都是全球排名前十的乳制品加工商

企业	国家	主厂区所在地	牛奶加工量 (百万吨)	占全球产品比重
恒天然	新西兰	国际化生产	20.5	3.00%
美国奶牛	美国	美国	17.1	2.50%
雀巢	瑞士	国际化生产	14.9	2.20%
迪安食品	美国	美国	11.8	1.70%
皇家富仕兰	荷兰	荷兰	10.3	1.50%
拉克塔利斯	法国	国际化生产	10.2	1.50%
爱氏晨曦	丹麦/瑞典	丹麦/瑞典	8.7	1.30%
达能	法国	国际化生产	8	1.20%
加利福尼亚乳业	美国	美国	7.7	1.10%
卡夫	美国	国际化生产	7.5	1.10%

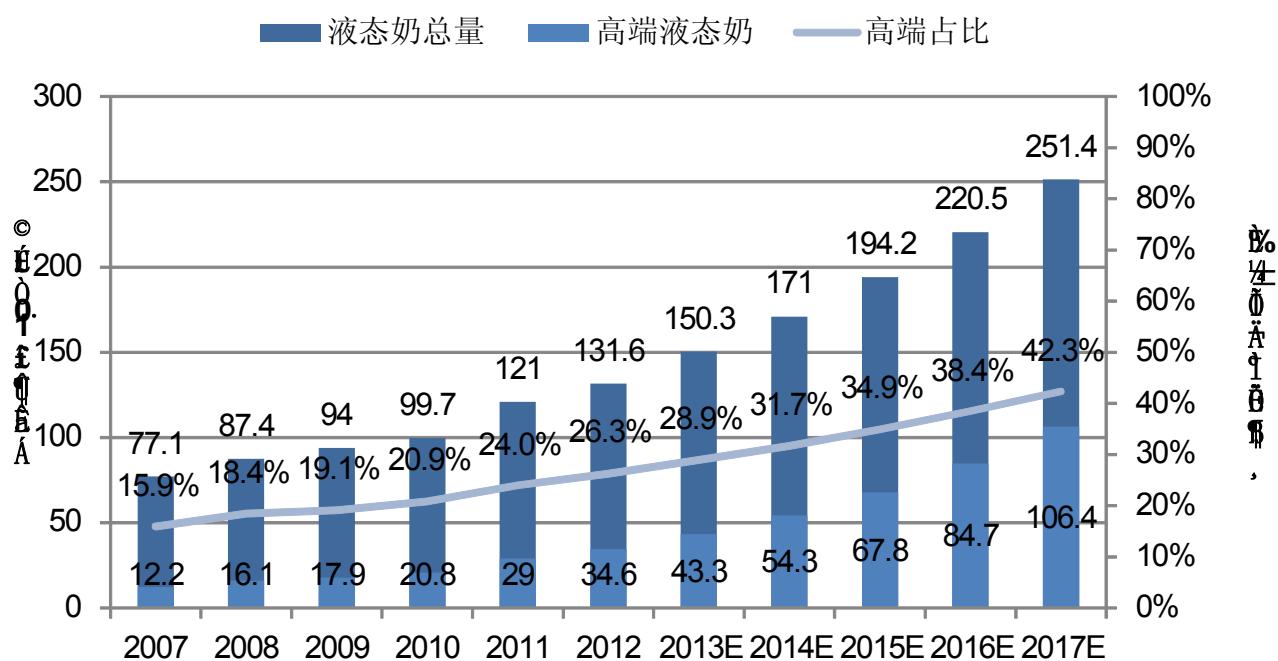
来源: IFCN, 国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www. jztzw. net

高端产品推陈出新，助行业盈利能力提升

- **产品高端化趋势明显。**收入水平增加带来的消费升级长期利好高端产品的需求增长，同时健康消费理念的增强也使得高端乳制品尤为被消费者青睐。近些年，碳酸类饮料以及即饮茶等非健康饮品增速明显下滑（据 AC 尼尔森，2012 即饮茶（不含奶茶）销售额同比下滑 4.7%，1H13 继续下滑 8.7%）甚至出现负增长，而乳饮品由于其健康、营养的特质，越来越得到消费者认同。目前，三大乳企的高端产品销售占比都在 30%左右（若不计工业奶粉及新西兰奶粉销售，光明高端产品销售占比超过 40%），由于高端产品的增速远高于一般产品，其占比仍将持续提升。
- **行业毛利率将在高端产品带领下持续提升。**对比国内乳企与国际乳企的毛利率（图 15），不难看出，国内乳企接近 30%的毛利率水平远低于国际乳业巨头达能、雀巢 50%的毛利率水平。我们认为，目前国内乳制品市场中的进口产品直接销售占比不足 10%，而较高的国内奶源成本是所有市场参与者共同面对的，所以低毛利率水平不能归咎于较高的奶源成本，而主要是由于产品结构不合理引起。国内乳企过半收入来自于毛利率不足 30% 的常温奶，而毛利率较高的高端奶类产品（毛利率接近 50%）占比仍较少。

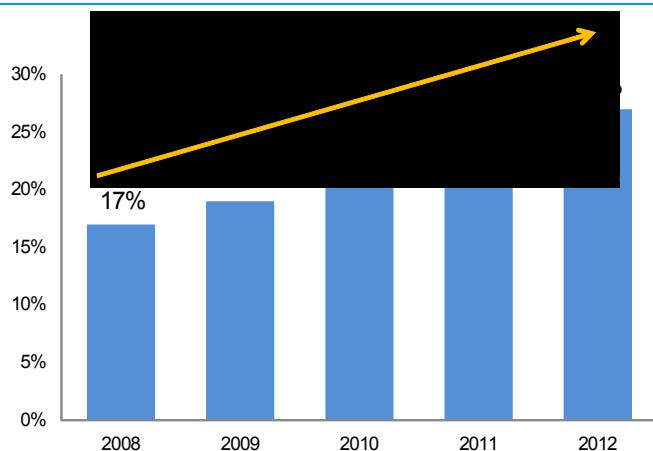
图表23：2012 高端液态奶销售占比达 26%；预计 2012-17E 其销售额增长 CAGR 为 25%



来源：Frost&Sullivan，国金证券研究所，高端液态奶指单价超过 12 元/升的液态奶

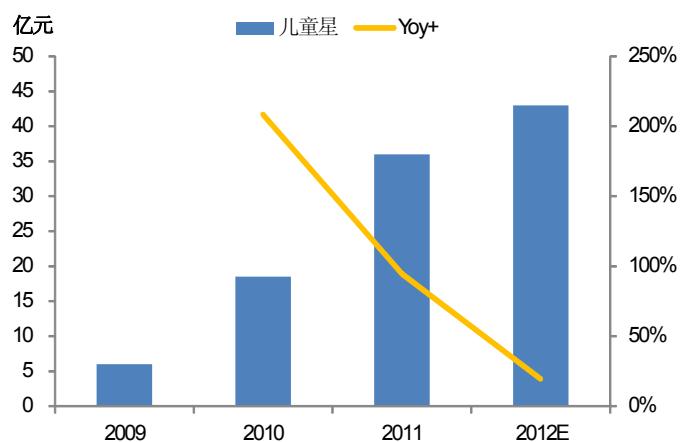
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表24: 高端产品占蒙牛收入比重近三成: 其高端产品包括特仑苏、冠益乳、未来星、真果粒

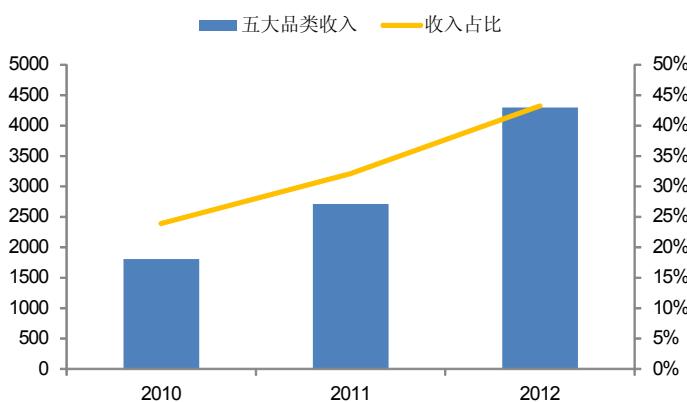


来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表25: 伊利儿童星奶的高速增长, 高端产品占伊利总收入 35%左右



图表26: 五大品类占光明的总收入 (只计终端消费奶制品收入) 已由 2010 年的 23% 提升至 2012 年的 43%, 百万元 (左)



来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表27: 莫斯利安收入爆发: 2013 收入有望翻番, 2014 增长有望超 50%, 百万元 (左)



中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www. jztzw. net

图表28：乳业巨头高端产品系列

	常温奶	鲜奶	酸奶	乳饮品	奶粉	冰激凌
伊利						
光明						
蒙牛						

来源：国金证券研究所

www.jztzw.net

图表29：蒙牛对产品品牌的功能化划分：其中奢侈营养和专业营养都是高端产品



来源：国金证券研究所

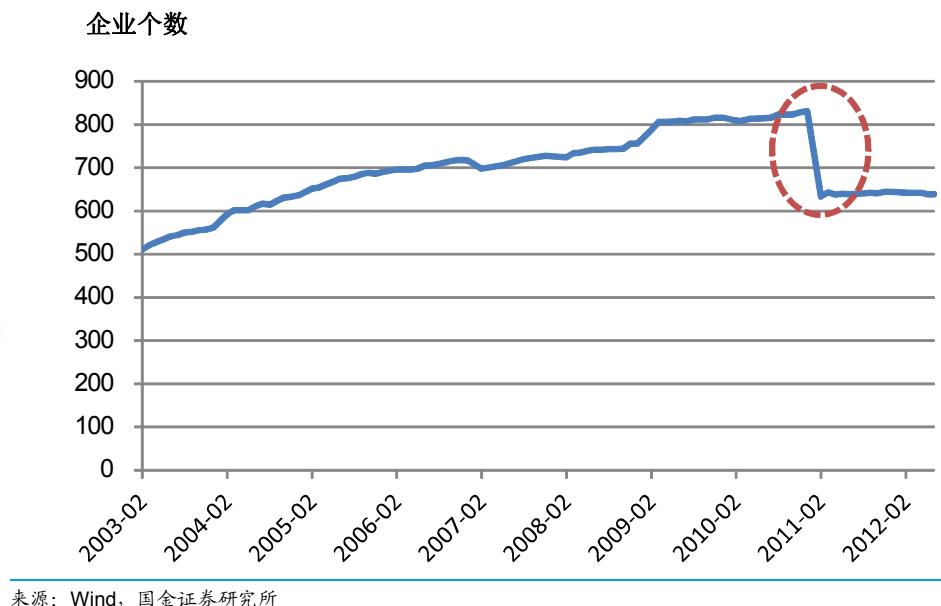
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www. jztzw. net

政策促行业整合，伊利将成为最大受益者之一

2011 年的乳业整顿使乳企数量骤减 24%

- 2011 年初，国家启动了乳品企业审查清理和生产许可证重新审核工作：全国乳制品制造企业由 831 家大幅减少 24% 至 633 家；其中，婴幼儿配方奶粉企业从 145 家减少到 114 家，减幅 21%，大大改善行业竞争生态。

图表30：2011 重新审批生产许可证后，乳制品企业数量骤减 24%



2013 整合政策再出台，利好行业龙头伊利、蒙牛、贝因美

- 2013 年政策出台背景。仅从今年 5 月底开始，相关部门就密集召开会议，出台举措，意在加快促进奶粉行业整合节奏。政策出台根本原因在于：国人随着生活水平提高对于食品安全要求愈为重视，但现实却是国内各食品子行业屡屡爆出安全问题。而直接原因在于奶粉行业的安全问题最为牵动普通老百姓神经，尤其是在年初香港限购奶粉后，国内奶粉安全第一时间受到舆论一致诟病。政府希望通过加快行业整合，肃清为数众多的不规范的小型企业，鼓励大企业通过并购做大做强，以利于行业规范与监管，稳步有序的开展食品安全问题整治。

图表31：自5月底，国家相关部委针对奶粉行业整顿政策密集出台

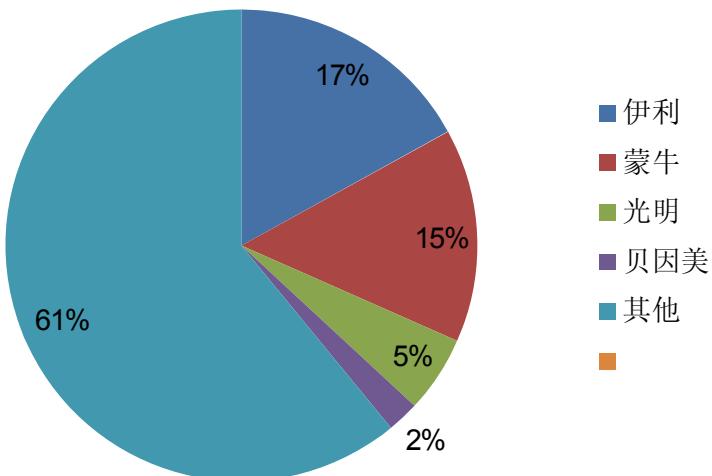
日期	相关部委	相关政策	主要内容
5月31日	国务院	会议	李克强总理强调：支持婴幼儿奶企业兼并重组；开展质量安全专项行动； 监管网上销售，严把准入门槛，严惩质量问题。
6月4日	工信部	《提高乳粉质量水平提振社会消费信心行动方案》	督促企业强化管理；强化 行业准入标准 ；推进 产业结构调整 ；推进企业技术改造；完善标准；加强舆论引导。
6月16日	食药监总局等九部委	《关于进一步加强婴幼儿配方乳粉质量安全工作意见》	主要为落实5月31日国务院会议相关内容，另提出： 参照药品管理办法严格管理 ；坚决淘汰生产条件不合格奶企； 严禁贴牌生产、进口大包奶粉再分装 。
6月27日	食药监总局	修订《婴幼儿奶粉生产许可细则》	新增：婴幼儿奶粉管理将参照 药品生产企业GMP认证模式 ，要求产企业实施《粉状婴幼儿配方食品良好生产规范》。
6-7月	发改委	反垄断调查	对高端奶粉品牌的市场垄断行为（纵向垄断，对经销商和零售商的价格控制）进行反垄断调查，涉事企业为 主要外资奶企 ，以及部分内资 合生元、贝因美 。最终，对相关6家不积极配合调查、主动整改的的乳企实施6.7亿元的罚款。
8月4号	质检总局	禁止进口恒天然乳清产品	虽然恒天然“肉毒杆菌”事件被澄清是乌龙事件，但对恒天然相关产品，乳清粉、乳清蛋白粉以及奶基粉的禁令仍未解开。
8月11日	食药监	《企业生产婴幼儿配方乳粉许可条件审查细则（2013版）（征求意见稿）》	一是要求实施HACCP（危害分析和关键控制点体系）和GMP管理体系（“优良制造标准”，是一套适用于制药、食品等行业的强制性标准）；二是要求有 自建控奶源 ；三是要求企业有 研发能力 ；四是全面提高了管理要求，特别是原辅材料的采购要求；五是全面提高生产条件的要求。
10月29日	食药监；计生委；工商局	关于进一步规范母乳代用品宣传和销售行为的通知	一、严格婴儿配方食品质量安全和标签监管，婴儿配方食品标签标识上，应用醒目的文字标注说明母乳喂养优越性的宣传标语，不得印有婴儿图片，不得使用“人乳化”、“母乳化”或类似名词；二、 严禁医疗机构及其人员宣传和销售母乳代用品 ；三、规范母乳代用品广告宣传；四、加大违法违规行为的惩处力度
12月3日	食药监	禁贴牌生产境外配方奶粉国家	不得接受委托生产；不得在国内生产其仅在境外注册商标和企业名称、地址的婴幼儿配方乳粉，不得在国内生产标注为 境外企业名称、地址的婴幼儿配方乳粉 ；不得采购或进口婴幼儿配方乳粉直接进行装罐、装袋、装盒，或者改变包装、标签生产婴幼儿配方乳粉。
传言	工信部	推动婴幼儿配方乳粉行业企业兼并重组工作方案	大力推动实施婴幼儿配方乳粉企业的兼并重组工作，力争到2018年底，培育形成3-5家年婴幼儿配方乳粉销售收入超过50亿元的大型企业集团，婴幼儿配方乳粉行业企业总数整合到50家左右，前十家国内品牌企业行业集中度超过80%

来源：国金证券研究所

■ **大吃中，小淘汰，不新设：**据工信部统计，全国有婴幼儿配方乳粉生产企业127家，年产量约60万吨，但年产量在3万吨以上的企业仅有3家。工信部提出：将大力推动实施婴幼儿配方乳粉企业的兼并重组工作，争取用2年时间，形成10家左右年销售收入超过20亿元的具有自主知识产权的知名品牌和国际竞争力的大型企业集团，将行业集中度提高到70%以上。我们认为，未来奶粉行业的整治规律将是：大吃中，小淘汰，不新设。

■ **大吃中：**促行业整合政策无疑利好龙头企业，如伊利，蒙牛，光明，贝因美，三元，尤其是其中的国有企业，更能受益于政策支持，通过并购进一步扩大优势。并购标的方面，我们认为，那些具有一定品牌影响力及渠道资源的中大型的奶粉公司或者拥有自身奶源的区域型的液态奶公司，对行业龙头有较大并购价值。一些上市公司如澳优，大庆乳业，圣元，银桥乳业；非上市公司如完达山，福建明一，上海晨冠，湖南亚华，福建长富等。

图表32：行业龙头伊利，蒙牛，光明，贝因美会成为整合受益者



来源：Wind, 国金证券研究所

图表33：在非A股市场上市的奶粉公司

代码	公司	市值 (百万\$)	2012收入 (百万RMB)	PE (2012)
1112 HK	合生元	2,520	3,382	21.8x
1230 HK	雅士利国际	1,575	3,655	18.8x
SYUT US	圣元	266	2,100	13.7x
1007 HK	大庆乳业	219	1,000	N.A.
1717 HK	澳优	186	2,000	N.A.
ADY US	飞鹤	146	1,642	5.7x
CDG SP	银桥国际	38	1,847	15.4x

来源：国金证券研究所，以 2013.07.05 收盘价计；澳优和大庆乳业于 2012.03 开始停牌至今，其市值为停牌前数字，收入为估计数字；银桥国际收入中奶粉收入为 6.77 亿 RMB；飞鹤已于 2013.06.28 完成私有化，雅士利亦于 2013.06.18 被蒙牛并购。

- **小淘汰：**而对于那些小型企业由于大都生产条件不规范，也没有大企业所重视的品牌或渠道资源，并不具有并购价值，我们认为为数众多的小型企业将随着整个行业的整顿、市场的规范以及大品牌的进一步扩张最终消亡。大量的小型乳粉企业将被清场，这是近期出台（图 31）的相关政策的一个重点：
- **为期四个月清理审核：**工信部将同国家发改委、国家食品药品监督管理总局，对 2011 年以来新建和改扩建的婴幼儿配方乳粉企业项目，开展为期 4 个月的清理审核工作，将淘汰一批不合格的乳粉企业。
- **实施 GMP 生产管理，淘汰小企业：**将在婴幼儿配方乳粉生产全行业普遍实施 GMP，即《粉状婴幼儿配方食品良好生产规范》，对婴幼儿乳粉质量的管理将参照药品管理。计划利用两年时间，通过技术改造等多方面支持，使清理整顿后的行业生产企业，全部完成 GMP 改造并通过认证。
- **部分假“洋品牌”将被淘汰。**仅在 2012 年第 12 届国际婴童展会上，据我们调研有超过 200 家各种“洋品牌”奶粉，除去其中约 20 家真实的“洋品牌”，其余大都为国人在国外注册商标，国内销售的假“洋品牌”。因应中国方面要求，新西兰也出台政策规定，自 2013 年

6月20日起，所有在新西兰生产并出口到中国的婴幼儿奶粉品牌需要在初级生产部登记注册。

- **不新设：**《双提》中提到：强化行业准入管理，严格按照准入条件要求核准新建和改（扩）建项目；工信部进一步提到，两年内即“十二五”期间，将不再核准新建的婴幼儿乳粉企业项目。
- **龙头伊利、蒙牛、贝因美等国内奶企有望成为政策最大受益者**
 - 工信部促行业整合政策明确提出：力争到2018年底，培育形成3-5家年婴幼儿配方乳粉销售收入超过50亿元的大型企业集团，婴幼儿配方乳粉行业企业总数整合到50家左右，前十家国内品牌企业行业集中度超过80%。国产品牌龙头贝因美，国有企业伊利、蒙牛、光明、三元无疑成为政策重点支持对象。
 - 伊利、蒙牛的雅士利、贝因美、合生元是目前所有国产品牌里从知名度和规模上可以与外资相媲美的国内品牌，其规模优势将进一步拉大，有望成长为国内市场真正龙头。

中国价值投资网 www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

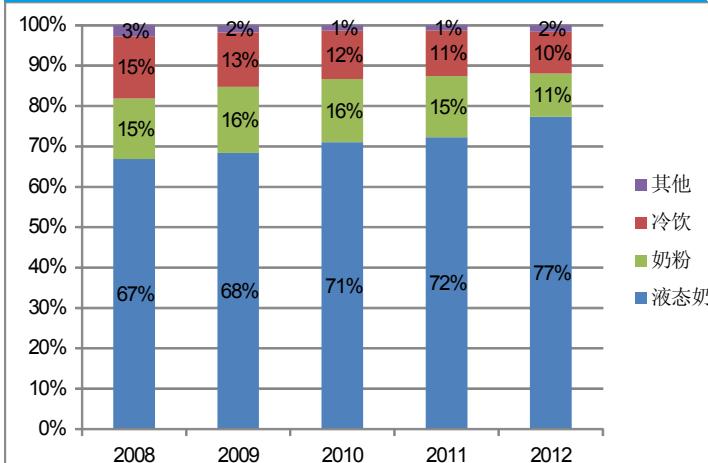
图表34：为数众多的中小型奶粉公司将被淘汰，而区域型的乳制品公司因其奶源资源仍有并购价值

	中小型奶粉公司	区域型乳制品公司
1	贝登（福建）婴幼儿营养品有限公司	安徽白帝乳业有限公司
2	大庆市绿叶乳品有限公司	宝鸡惠民乳业有限公司
3	敦化美丽健乳业有限公司	北京艾莱发喜食品有限公司
4	多加多乳业(天津)有限公司	常州红梅乳业有限公司
5	甘南藏族自治州燎原乳业有限责任公司	成都明旺乳业有限公司
6	广东东泰乳业有限公司	大连九羊食品有限公司
7	广东一家人食品有限公司	大连三寰乳业有限公司
8	广州市美素力营养品有限公司	大连心乐乳业有限公司
9	哈尔滨惠佳贝食品有限公司	丹东升泰乳业有限公司
10	哈尔滨乳多宝乳业有限责任公司	福建澳牛乳业有限公司
11	哈尔滨森永乳品有限公司	福建大乘乳业股份有限公司
12	哈尔滨太子乳品工业有限公司	福建省闽牛乳业有限公司
13	海伦兴安岭乳业有限公司	福建长富乳品有限公司
14	杭州味全生技食品有限公司	广东燕塘乳业股份有限公司
15	黑龙江澳乐滋乳业有限公司	广州风行牛奶有限公司
16	黑龙江辰鹰乳业有限公司	杭州新希望双峰乳业有限公司
17	黑龙江红星集团天津食品有限公司	河南花花牛乳业股份有限公司
18	黑龙江华丹乳业有限公司	河南科迪乳业有限公司
19	黑龙江明翔乳业有限责任公司	黑龙江龙丹乳业科技股份有限公司
20	黑龙江农垦多元乳业有限公司	湖南亚华乳业有限公司
21	黑龙江省索康营养科技有限公司	淮南益益营养食品科技有限公司
22	淮南益益营养食品科技有限公司	吉林省乳业集团广泽有限公司
23	济南佳宝乳业	江苏春晖乳业有限公司
24	江西金薄金生态科技有限公司	江苏梁丰食品集团有限公司
25	江西雄鹰乳业有限公司	江西阳光乳业股份有限公司
26	迈高乳业（青岛）有限公司	洛阳巨尔乳业有限公司
27	南京奶业	南京川田乳品有限公司
28	内蒙古呼伦贝尔农垦雪花乳业有限公司	南京金阳光乳品有限公司
29	宁夏红果乳业有限公司	宁波市牛奶集团有限公司
30	齐齐哈尔英顿乳业有限公司	青岛新希望琴牌乳业有限公司
31	青岛索康营养科技有限公司	青岛迎春乐食品有限公司
32	蕊盛蕊（广州）乳业有限公司	厦门久牧乳业有限公司
33	山西红星乳业	山东清大乳业有限公司
34	陕西关山乳业有限责任公司	山东三元乳业有限公司
35	陕西和氏乳品有限公司	山东阳春羊奶乳业有限公司
36	陕西金牛乳业有限公司	山东伊怡乳业有限公司
37	陕西美恩乳业股份有限公司	山西古城乳业集团有限公司
38	陕西省定边县乳品实业有限公司	上海恩波露食品有限公司
39	陕西圣唐秦龙乳业有限公司	上海乳品一厂
40	陕西优利士乳业有限责任公司	深圳市晨光乳业有限公司
41	上海花冠营养乳品有限公司	沈阳乳业有限责任公司
42	上海纽贝滋营养乳品有限公司	双喜乳业（苏州）有限公司
43	西安贝多营养食品有限公司	四川菊乐食品有限公司
44	西安宏兴乳业有限公司	四川省杨森乳业有限责任公司
45	西安市百跃乳业有限公司	四川新希望乳业有限公司
46	西安喜洋洋生物科技有限公司	四川雪宝乳业有限公司
47	新希望乳业控股	台农（厦门）农牧有限公司
48	雅贝氏（深圳）乳业有限公司	天津中芬乳业有限公司
49	宜品乳业有限公司	天津子母乳品有限公司
50	云南新希望邓川蝶泉乳业有限公司	铁岭市大牛乳品有限公司
51	肇州县摇篮乳业有限责任公司	威海嘉盛乳业有限公司
52	中宁县黄河乳制品有限公司	威海金宝乳业有限公司
53		维维乳业有限公司
54		武汉统一企业食品有限公司
55		武汉维维乳业有限公司
56		西安银桥生物科技有限责任公司
57		徐州卫岗乳品有限公司
58		烟台完达山工业园投资开发有限责任公司
59		扬州市邗江润扬奶牛场
60		长治市九牛寨乳业有限公司
61		浙江李子园牛奶食品有限公司
62		郑州光明山盟乳业有限公司
63		金华市佳乐乳业有限公司
64		珠海维维大亨乳业有限公司

伊利乳业：内外兼修的全能王

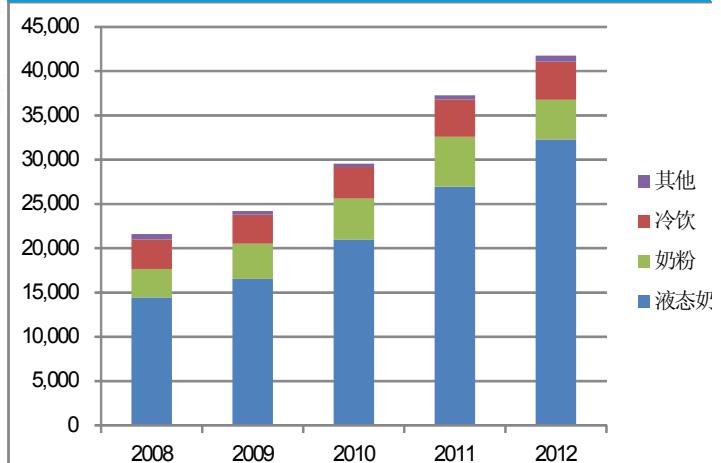
- **内修“效”**：过去，作为国有企业的伊利，经营效率明显低于民营的竞争对手（中粮收购前的蒙牛），主要体现在经营费用率的高企；但在2013年6月份股权激励行权后，管理层成为第一大单一股东，机制理顺后，凭借龙头的规模效应，公司有能力将费用率降到与同行相当的水平。
- **外练“兵”**：建奶源、推高端、国际化。随着中国乳业逐步走出十年恶性竞争的泥潭，市场由无序野蛮的“数量竞争”开始转向良性可持续的“质量竞争”：龙头纷纷布局奶源，力推产品结构升级，借力国际合作，有利于龙头增强长期竞争力，巩固优势，强者更强。
- **全能、专业**：乳业行业里，伊利产品最全面、均衡，尤其是在外资品牌霸占的国内婴幼儿奶粉行业，伊利仍能占据第一阵营；未来婴幼儿奶粉业务有望在政策扶持下市占率重拾增长，毛利率在高端产品热销下持续攀升；另外公司团队最稳定、专业，看好公司长期发展前景。

图表35：各业务发展均衡（奶粉由于2012年安全事件，收入暂时下滑）



来源：公司资料，国金证券研究所

图表36：液态奶占收入占七成以上，且维持高速增长：2008-12收入（百万）CAGR 为22%

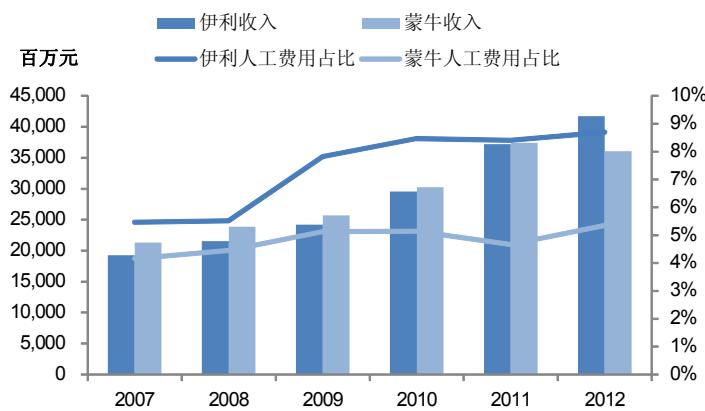


内修“效”

- **经营效率提升空间大**：伊利与蒙牛，两者仅在奶粉业务上有明显差别（不考虑蒙牛在2013年收购雅士利的影响），而最主要的业务液态奶，无论从规模、品类、品牌、定位、渠道，两者都不相伯仲。但过去，由于体制的不同，使得两公司的经营效率差距巨大：伊利的人均产出仅为蒙牛的56%；人工费用占比(8.7%)大幅高于蒙牛(5.3%)；存货周转天数接近蒙牛的2倍。随着2013年6月管理层期权行权，管理层成为公司第一大股东，完全有动力逐步提升经营效率。

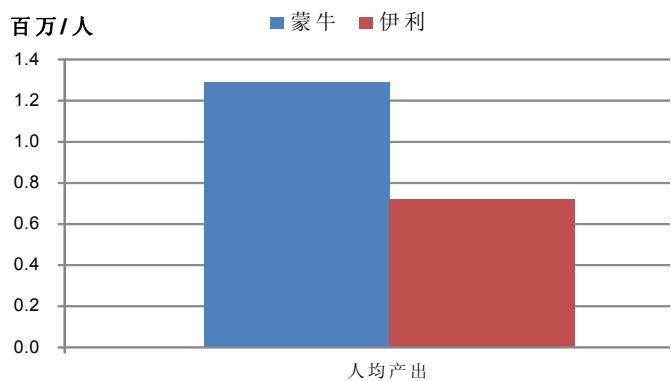
中国价值投资网 最有价值研究机构服务商
www.jztzw.net

图表37: 伊利人工费用占比

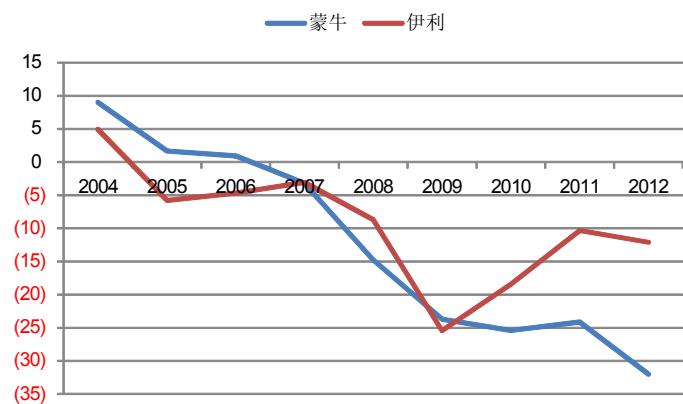


来源: 国金证券研究所

图表38: 伊利的人均产出仅为蒙牛的 56%

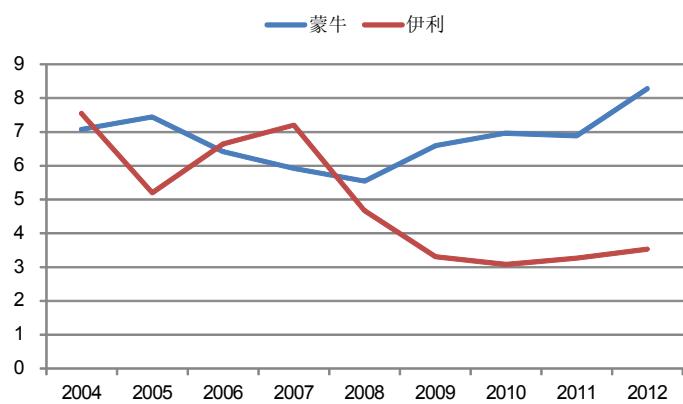


图表39: 虽然收入规模高于蒙牛 16%，但伊利的现金循环周期却明显高于蒙牛



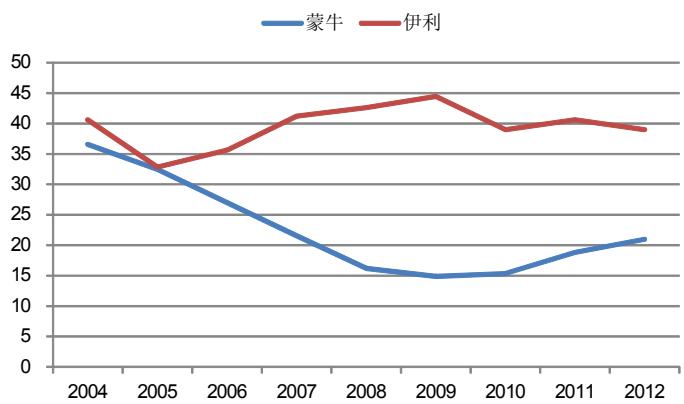
来源: 国金证券研究所

图表41: 应收账款周转天数: 伊利明显低于蒙牛 (2011年底的黄曲霉素事件, 使得蒙牛暂时放松对客户的收款周期)

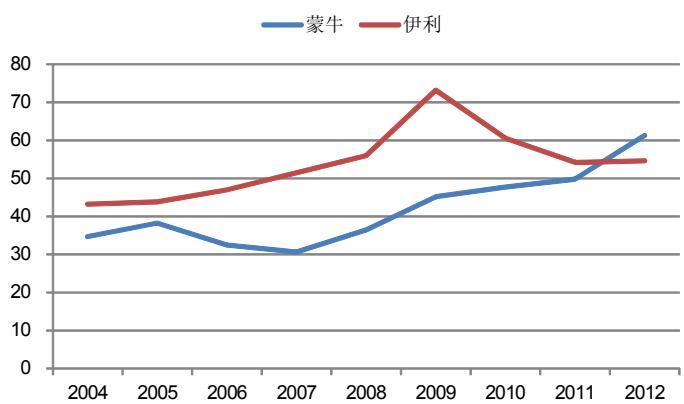


来源: 国金证券研究所

图表40: 伊利存货周转天数接近蒙牛的 2 倍



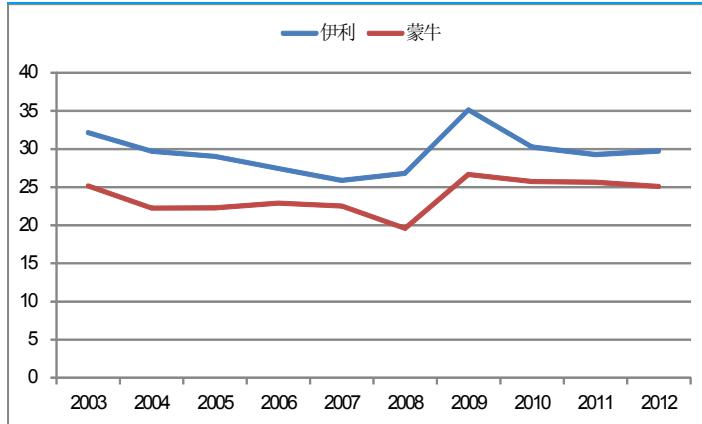
图表42: 应付账款周转天数: 两者基本相当



■ 毛利率率较蒙牛高不完全是成本与费用间归集方式不同所致。2010-13 伊利毛利率平均高于蒙牛 430 个基点，我们估算主要是由于核算方式不同所致(占 65%)，另外(35%)还有两者产品结构差异：高毛利率(40%)以

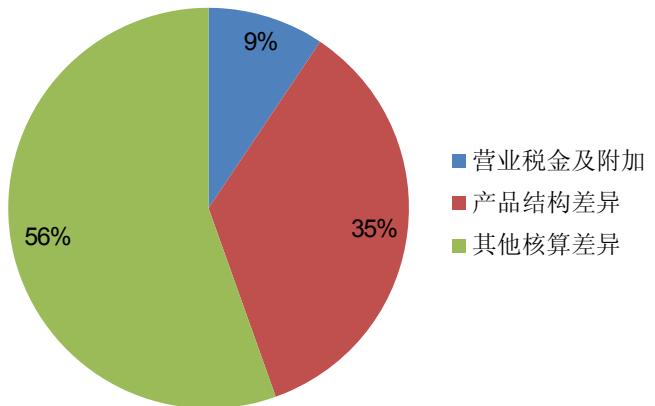
上) 的奶粉业务占伊利收入超过 10%; 另外伊利的冷饮业务高端产品占比高于蒙牛。

图表43: 过去三年, 伊利毛利率平均高于蒙牛约 430 个基点

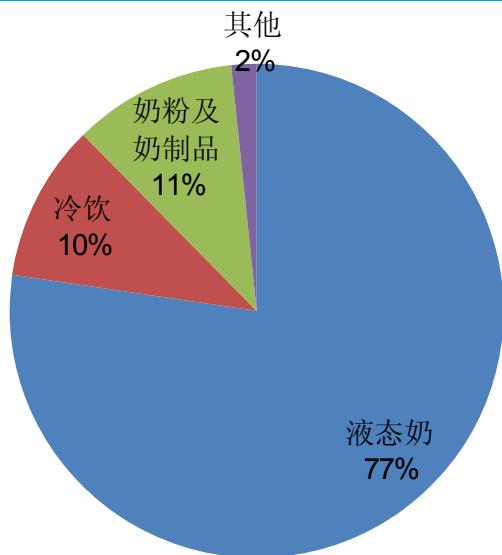


来源: 国金证券研究所

图表44: 伊利、蒙牛毛利率差距原因预估: 更好的产品结构使得伊利毛利率高于蒙牛 150 个基点左右

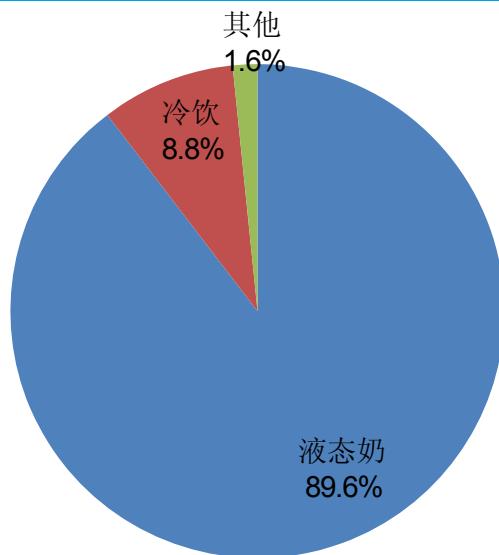


图表45: 2012 伊利收入结构划分



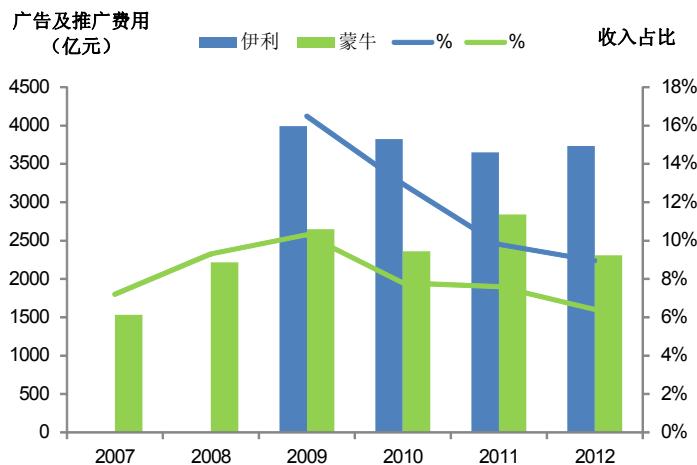
来源: 国金证券研究所

图表46: 2012 蒙牛收入结构划分



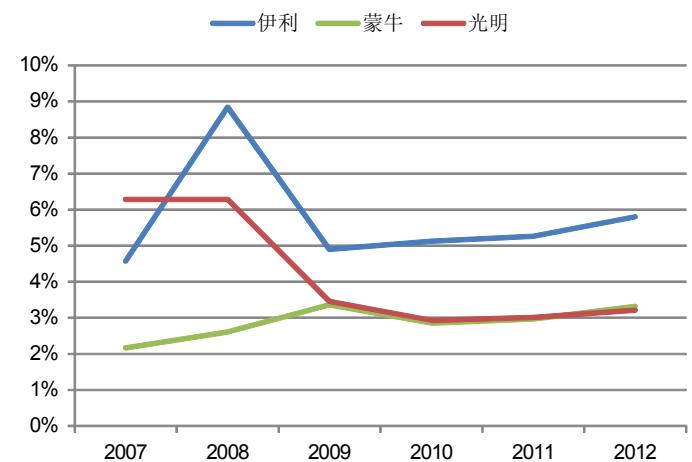
- **费用率压缩空间大, 经营利润率将逐步提升。**广告费用率方面, 对于快消品而言, 保持持续的广告推广是必须的, 结合其他国内快消食品公司的广告费用率, 我们认为 5-10%的广告费用率属于正常区间; 随着双龙头间的竞争缓和, 伊利、蒙牛的广告费用率将逐渐下滑至区间下沿; 而目前伊利的广告推广费用率高达 9%, 压缩空间大。管理费用率方面, 国内快消食品龙头大都在 2-3%之间, 伊利的费用率接近 6%, 压缩空间大。长期而言, 我们预计伊利的经营利润率有潜力由 4%缓步上升至 10%的水平。

图表47：伊利的广告费用率在2009年的“双提”工作后明显逐年下降，但仍显著高于蒙牛2.5ppt。

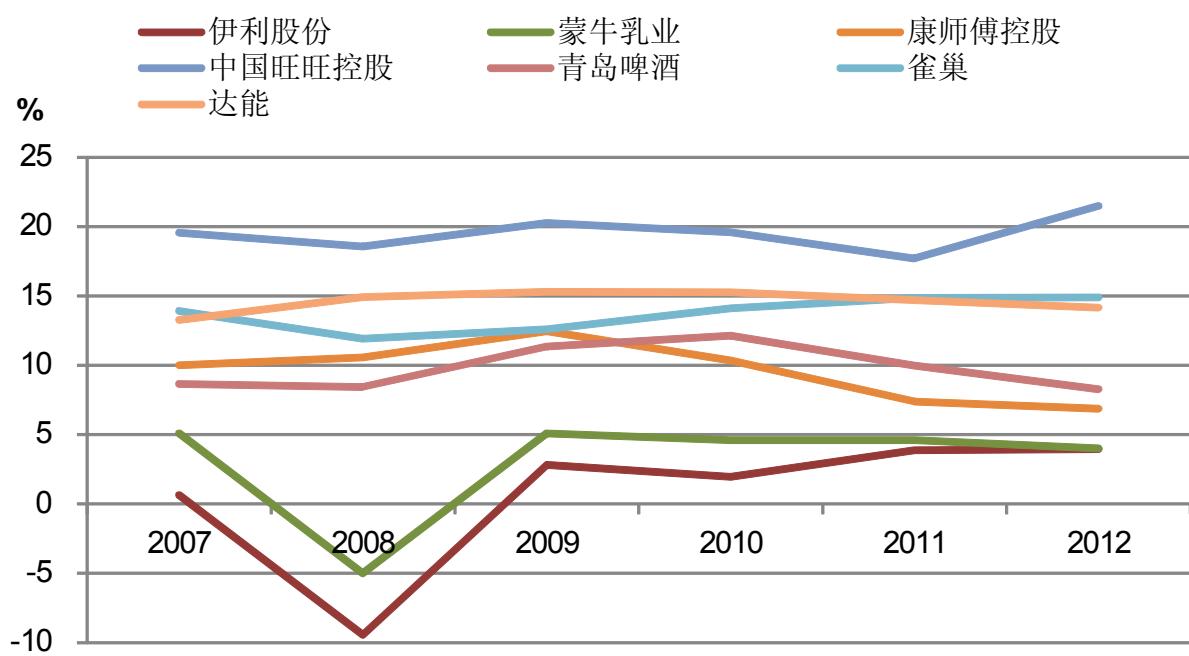


来源：国金证券研究所

图表48：管理费用率：伊利接近同行两倍（伊利2012年管理费用已剔除产品报废的3.66亿）



图表49：经营利润率：乳业龙头的经营利润率明显低于其他子行业（方便面、饮料、啤酒及休闲食品）以及国际同行；长期而言，中国乳制品行业经营利润率可以提升到10%左右



来源：国金证券研究所

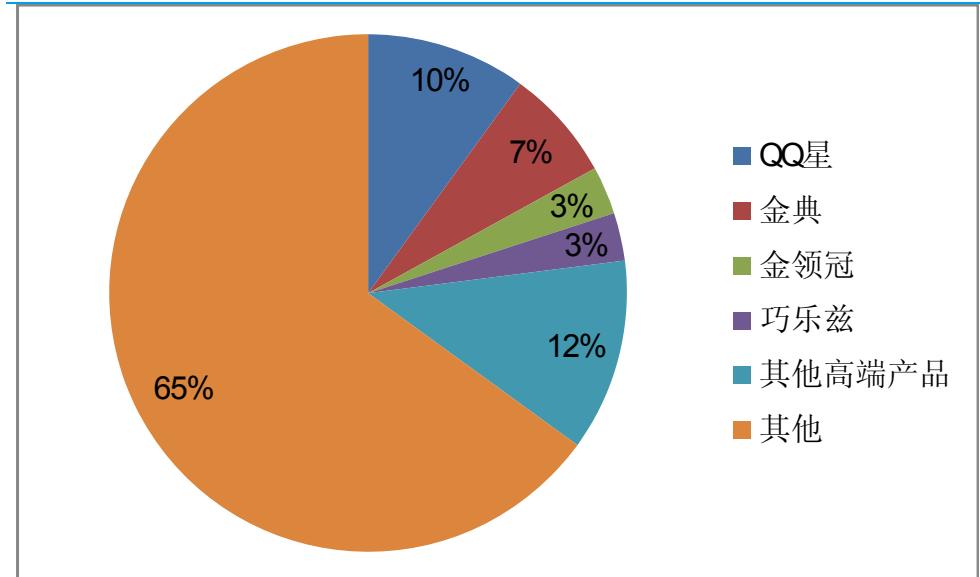
外练兵

- **投资奶源。**目前公司自建牧场控制奶牛超过3万头，未来奶源规划：一方面继续扩大自建奶源规模，起到示范作用带动周边的奶牛养殖小区建设；另一方面维持和发展与规模化养殖小区和养殖场的稳定合作关系（外部奶源仍将占据公司绝大部分原奶供应）。2013年初公司定向增发募得资金50亿元，其中15亿元将用于在呼市、锡盟、合肥、黄冈、肇东建立十座

5000 头左右的现代化牧场。另外，2013 年 7 月公司与美国初级乳制品供应商 DFA (美国奶牛) 签署合作备忘录，有望借鉴 DFA 先进的牧场管理经验；2013 年 9 月，伊利耗资 3.1 亿 RMB 认购辉山乳业 1.1% 股份，后者为中国第二大规模化牧场，截至 2013 年 9 月共养殖 13 万头奶牛。但总体上我们认为，由于资源有限，下游的奶制品企业应该将资源集中在自己的优势上，即品牌以及渠道的维护和建设，产品的研发和拓展；对于奶源的唯一要求是可靠、安全，而不是“是不是自有”；纵观全球的乳制品巨头，无一不是主要依靠外部奶源。

■ **推高端（冠名“爸爸去哪儿了”）：**公司的高端产品毛利率超过 40%，主要为 QQ 星、金典有机奶、舒化奶、金领冠奶粉、巧乐兹等（图 50），预计 2013 年销售额占比 35% 左右。Frost & Sullivan 预计 2012-17E 中国高端液态奶 CAGR 高达 25%，未来公司高端产品占比仍将持续提升，带动公司毛利率提升；与国际乳制品龙头达能、雀巢 50% 的毛利率相比，国内乳制品龙头产品结构升级的空间仍很大。公司获得湖南卫视现象级真人秀节目《爸爸去哪儿》2014 独家冠名权，虽然价格（3.1 亿）较高，但我们仍看好其对公司高端品牌的宣传作用：其一，《爸爸去哪儿》创造了高达 89% 的美誉度，超过此前的《中国好声音》、《非诚勿扰》等其他主流当红节目，同时其在中心城市高达 5.2% 的收视率也创下国内电视 10 点档收视率的新纪元；其二，奶制品的营养特性与节目内容（亲子、温暖）契合度高，能够进行大量的软性广告植入，将对公司高端产品推广产生显著作用；其三，我们认为冠名该节目不会对公司压缩费用率的努力构成压力，赞助费预计仅占公司 2014 年度广告推广费用支出的 8% 左右，我们看好该赞助的推广效应，这符合公司提升费用使用效率的原则。

图表50：高端产品预计占比 35% 左右



来源：国金证券研究所

■ **国际化：**国家政策支持有能力的大型企业走出国门，寻找技术、开拓市场；而国内乳业最大的瓶颈在于奶源，其次是高端乳制品（酸奶、奶酪等）的研发和推广经验。近两年，乳业企业纷纷走出国门，寻找奶源，尤其是婴幼儿奶粉公司（圣元、雅士利、合生元、澳优、贝因美）都已在国外控制奶源。乳业龙头蒙牛 2013 年也连续公布与欧洲乳业巨头 Arla 乳业以及达能合作（图 19）；光明在新西兰控股了新莱特后，市场也预期公司将仍会有下一步的海外布局动作。

图表51：伊利的国际化合作

合作伙伴	内容	针对问题
意大利斯嘉达	斯嘉达是意大利最大的乳品生产商，主营业务包括液态奶、奶酪、番茄酱及其他食品的生产，其拥有的膜过滤专利技术在行业内处于世界领先地位	常温奶，奶源
美国DFA	与DFA (Dairy Farmers of America) 达成战略合作伙伴关系：，拟在战略采购、牧场服务等方面建立长期战略合作关系，并就未来乳品相关项目建立了战略性优先权关系。 DFA是美国最大的牛奶公司，在美国拥有8500家牧场，拥有遍布全美48个州的密集销售网络，在美国本土独立拥有21个大型奶品生产加工基地。	奶源，乳制品
新西兰自建	投资11亿在新西兰建婴儿新建配方奶粉产能4.7万吨，预计2014年6月投产	奶粉、奶源

来源：国金证券研究所

全能、专业

- 作为国内乳业龙头里产品线最为齐全的公司，伊利与竞争对手相比，除了液态奶的领先优势外，在其他的子行业也优势明显：冷饮产销量连续 19 年全国第一，伊利奶粉、奶茶粉产销量自 2005 年起即跃居全国第一位。尤其是奶粉（包括中老年和婴幼儿奶粉，其中婴幼儿奶粉占比超过 80%）领域，其规模远远高于蒙牛和光明，位居国内婴幼儿奶粉领域第一梯队。

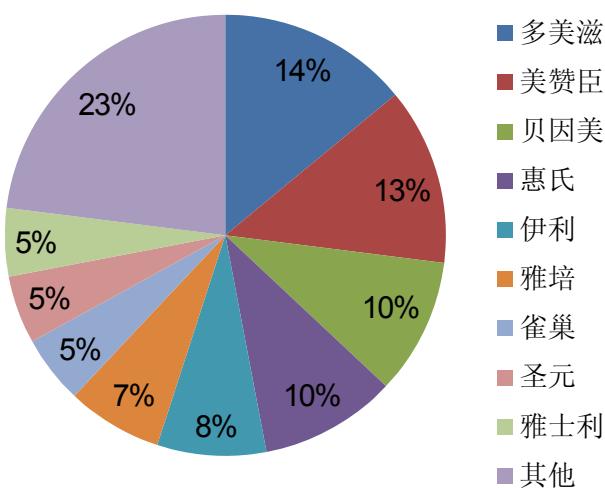
图表52：专业、全能的乳业龙头

液态奶 	冷饮
奶粉 	酸奶

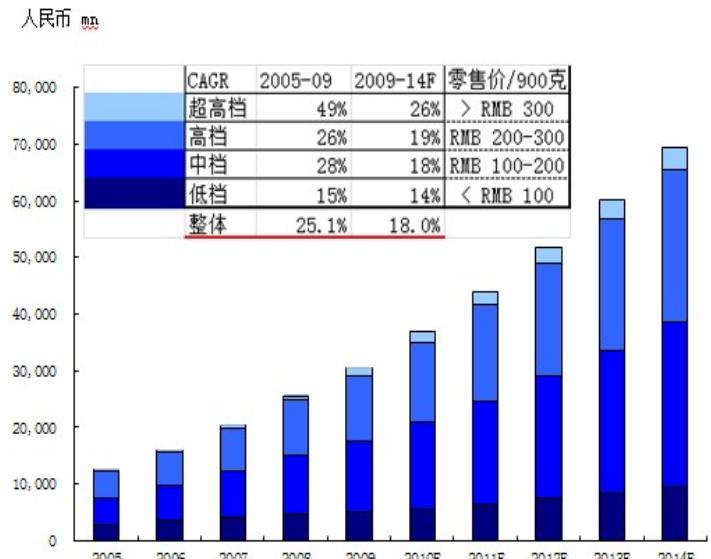
来源：国金证券研究所

- **婴幼儿奶粉是“黄金”行业。**婴幼儿奶粉行业三高：单价高，毛利率高，品牌粘性高，是真正的“黄金”行业。我们预计中国婴幼儿奶粉行业于2013-15E可维持10%的复合增长，主要是由奶粉喂养渗透率的提升以及产品结构的快速升级驱动（具体可参照我们10/03报告《“天时人和”压“地不利”》）；而单独二胎的放开将进一步扩大市场容量，我们预计该政策将在2015-19新增约800万婴儿，占当期新生儿10%（具体可参照我们10/16报告《单独二胎放开将新增800万婴儿》）。
 - **伊利占据极为有利位置。**三聚氰胺事件后，外资奶粉霸占国内婴幼儿奶粉市场，但伊利以其多年的品牌及客户积累、强大的渠道仍能在第一阵营占据一席之地。未来，政策将淘汰占比超过10%的贴牌、直接进口分装的小企业，扶持国产奶粉，伊利无疑会成为最大受益者。伊利作为国内婴幼儿奶粉行业的龙头企业之一，在中端市场优势明显；而近年来，高端子品牌“金领冠”增长迅速，2013年预计同比增长50%，销售突破10亿，占总体婴幼儿奶粉30%；高端产品毛利率60% vs 奶粉业务整体40%，其高速增长将显著拉动奶粉整体毛利率的提升。目前奶粉业务已经完全从2012年中的“含汞”事件阴影走出，且恢复速度超市场预期。
 - **公司团队稳定、专业。**除了公司高管，伊利核心管理层骨干也都是股权激励计划受益人，包括五大事业部的总经理（行权后股权价值每人都4亿左右）以及其他核心管理团队共33人。同时，绝大部分管理层都是由公司培养、成长起来，团队稳定、专业。相比而言，最大的竞争对手蒙牛，由于2012年中粮全面入主，短时间内团队难免出现动荡，而乳业是极其复杂的行业，需要不停地“疯狂运转”，质量安全极其重要又涉及多个环节，专业、稳定的团队非常重要。相信，蒙牛短期的震荡将会给伊利更多的空间。

图表53：国内婴幼儿奶粉市场极其分散：伊利排第五，仍属于第一阵营（2012）



图表54: 超高档婴幼儿奶粉预计增长 CAGR 为 26% (2009-14E)



来源：国金证券研究所

图表55：反垄断后主流婴幼儿奶粉高端品牌的价格变动：伊利是唯一没有明显降价的品牌

品牌	系列	价格 (RMB/罐)	价格 (RMB/g)	反垄断后 同比降价幅度	上市时间	奶源	定位
国际品牌							
惠氏	启赋	388-408	0.43-0.45	5-10%	02/2011	原装进口	超高端
	金装	158-248	0.18-0.26	三段 10%	06/2011	奶源进口	中高端
雅培	菁智	390-470	0.43-0.52	三段 10%	10/2011	原装进口	超高端
	金装亲护	329-352	0.40-0.43	二段 3%	07/2011	原装进口	超高端
	喜康宝	225	0.19-0.25	0%	07/2009	原装进口	高端
美赞成	安婴儿	178-229	0.20-0.25	0%	09/2008	奶源进口	高端
多美滋	优阶贝护(原金盾贝护)	199-218	0.22-0.24	10%	06/2010	奶源进口	高端
雀巢	蔼儿舒	358	0.9	8%	11/2008	原装进口	超高端
	超级能恩	272-325	0.30-0.36	15%	07/2010	原装进口	超高端
	能恩	168-241	0.19-0.27	15%	07/2010	奶源进口	中高端
国内品牌							
合生元	超级呵护	478-480	0.53	5-10%	11/2009	原装进口	超高端
	超级金装	378-386	0.42-0.43		07/2008	原装进口	超高端
	金装	278-290	0.31-0.32		07/2008	原装进口	高端
	呵护	228-238	0.25-0.26		06/2010	原装进口	高端
澳优	能力多	328	0.41	涨价20%	06/2007	原装进口	超高端
	健优	246	0.31	20%	11/2007	奶源进口	高端
贝因美	金爱+	345-390	0.35-0.39	25%	08/2011	奶源进口	超高端
	冠军宝贝	222-280	0.22-0.28	30%	08/2010	国内奶源	高端
伊利	金领冠	186-229	0.21-0.25	0	05/2008	国内奶源	高端

来源：红孩子网，国金证券研究所；粉色为超高端产品；价格数据先后于2012年6月，2013年7月收集于红孩子网（<http://redbaby.suning.com>）

收入及盈利预测：预估 2012-15E 收入/净利 CAGR 分别为 11%/36%

预计 2013/14 收入分别增长 11.5%/12.8%：其中，市场担忧在奶源持续短缺的情况下，公司 2014 年收入增速会继续下滑，我们并不认同。我们预计 2014 收入增速比 2013 稍高的逻辑是基于：经过 2013 年的提价（尤其是 7 月份均价提升 7% 左右），均价大幅提升将成为收入增长的动力。例如，液态奶方面，虽然我们预计销量增速由 7% 下降至 4%，但均价提升幅度将由 5.5% 提升至 9%。另外，奶粉业务收入增速将继续恢复，1H13 公司的奶粉业务仍处在恢复阶段，同比下滑 4%；预计 2014 仍维持较高增速（18%）。

费用率持续下滑：在公司持续的提升费用使用效率和压缩费用的努力下，预计营业费用率由 2012 的 18.5% 下滑至 2013/14 的 17.9%/17.6%，其中 2013 年的大幅度下滑主要是由于 2H13 奶源不足引起的产品供不应求，促销费用支出大幅减少；另外，预计管理费用率由 2012 的 6.69% 下滑至 2013/14 的 5.4%/5.2%，其中 2013 大幅下滑，主要是由于 2012 年含汞事件带来了 3.66 亿的产品报废损失，剔除后，2012 年管理费用率为 5.8%。

2013/14 正常营业利润增长（不计 2012 产品报废损失）预估同比增长 33.5%/43.4%。

图表56：分项收入和毛利率预估：受益于高端产品占比提升，毛利率稳步提升

项 目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
液态奶					
平均售价（元/吨）	6,258.91	6,509.27	6,867.27	7,485.33	7,709.89
增长率 (YOY)	8.00%	4.00%	5.50%	9.00%	3.00%
销售数量（万吨）	430.31	495.77	530.47	551.69	590.31
增长率 (YOY)	18.84%	15.21%	7.00%	4.00%	7.00%
销售收入（百万元）	26,932.70	32,270.73	36,428.81	41,295.70	45,512.00
增长率 (YOY)	28.34%	19.82%	12.89%	13.36%	10.21%
毛利率	26.53%	28.14%	27.84%	28.800%	29.300%
冷饮					
平均售价（元/吨）	8,308.19	9,139.01	9,321.79	9,601.45	9,889.49
增长率 (YOY)	18.00%	10.00%	2.00%	3.00%	3.00%
销售数量（万吨）	50.81	46.99	44.64	44.64	44.64
增长率 (YOY)	0.95%	-7.53%	-5.00%	0.00%	0.00%
销售收入（百万元）	4,221.72	4,294.35	4,161.22	4,286.06	4,414.64
增长率 (YOY)	19.12%	1.72%	-3.10%	3.00%	3.00%
毛利率	29.81%	32.27%	30.00%	30.00%	30.00%
奶粉及奶制品					
平均售价（元/吨）	47,494.07	49,393.84	52,851.40	56,551.00	59,378.55
增长率 (YOY)	13.50%	4.00%	7.00%	7.00%	5.00%
销售数量（万吨）	11.88	9.08	9.99	10.99	11.86
增长率 (YOY)	7.54%	-23.58%	10.00%	10.00%	8.00%
销售收入（百万元）	5,642.13	4,484.40	5,278.14	6,212.37	7,044.83
增长率 (YOY)	22.05%	-20.52%	17.70%	17.70%	13.40%
毛利率	42.59%	39.49%	41.00%	43.00%	43.00%
其它(方便食品及混合饲料)					
销售收入（百万元）	468.97	686.64	686.64	720.98	757.02
增长率 (YOY)	19.20%	46.42%	0.00%	5.00%	5.00%
毛利率	13.66%	16.01%	14.50%	14.50%	14.50%
销售总收入（百万元）	37265.51	41736.12	46554.82	52515.11	57728.49
增长率 (YOY)		12%	11.5%	12.8%	10%
平均毛利率	29.17%	29.58%	29.33%	30.38%	30.83%

来源：公司资料，国金证券研究所

原奶疯涨，焉知非福：预计 2014 公司毛利率回升 105 个基点

- **强势奶价延续至 1H15，但涨幅会明显下滑。**我们认为该轮奶价上涨：第一也是最为根本性因素是 2012 年散户奶农的大量加速退出，奶牛养殖周期决定其影响会持续至 1H15；刺激性诱因为新西兰干旱，引起进口奶粉价格大幅攀升 50%，替代性需求下刺激奶价上涨，但新西兰奶产量目前已从干旱期恢复，明年预计进口奶粉价格会走软。总体，我们预计 2014/15 全年原奶均价同比涨幅为 9%/3%，即较 10 月 30 日奶价 3.88 元/kg 上涨 3%/3%（具体请参考我们 11/20 报告《强势奶价下更看好上游和婴幼儿奶粉》）。
- **理想的竞争格局决定龙头有能力通过提价转移成本压力：**在 2014/15 原奶价格同比+11%/3% 的假设下，我们预计由于液态奶均价（包括产品结构升级和直接提价）同比+10%/4%，2014/15 液态奶毛利率仍可同比上升约 1%/2%。另外，产品结构升级使得毛利率在温和奶价上涨时仍能提升：高端产品（零售价超过 12 元/L，毛利率大都在 40-50%）在三大乳企的销售占比都在 30-35% 之间，且近些年高端产品仍在维持近 30% 的高速增长（见图 23）。从图 59 也可以看到：2011 年全年原奶价格+11%，三公司毛利率平均仅下滑 1 个百分点；2012 全年原奶价格+3%，三公司毛利率平均提升 1 个百分点；1H13 原奶价格+5%，三公司毛利率仍悉数提升，平均提升 0.9 个百分点。
- **原奶疯涨，焉知非福。**从行业的长远健康发展而言，较高的奶价可以维持上游较高的盈利能力，有利于发展高质量的奶源，减少由于上游奶源引起的食品安全事件。对于下游乳制品行业的盈利而言，短期原奶价格的大幅上涨会挤压下游的毛利率，但基于合理的竞争生态，下游完全有能力通过涨价转移成本压力，只不过下游的价格上涨会滞后于上游。所以，我们认为 2013 的原奶价疯长，明显侵蚀了下游毛利率，而进入 2014，奶价进一步上涨空间不大，但下游产品提价已经完全反映，下游乳制品行业毛利率将回升，我们预计 2013/14 伊利毛利率同比-25/+105 基点。从投资角度而言，由于短期奶价大涨拉低毛利率带动股价下滑后，随后的毛利率回升将会带动股价回涨。

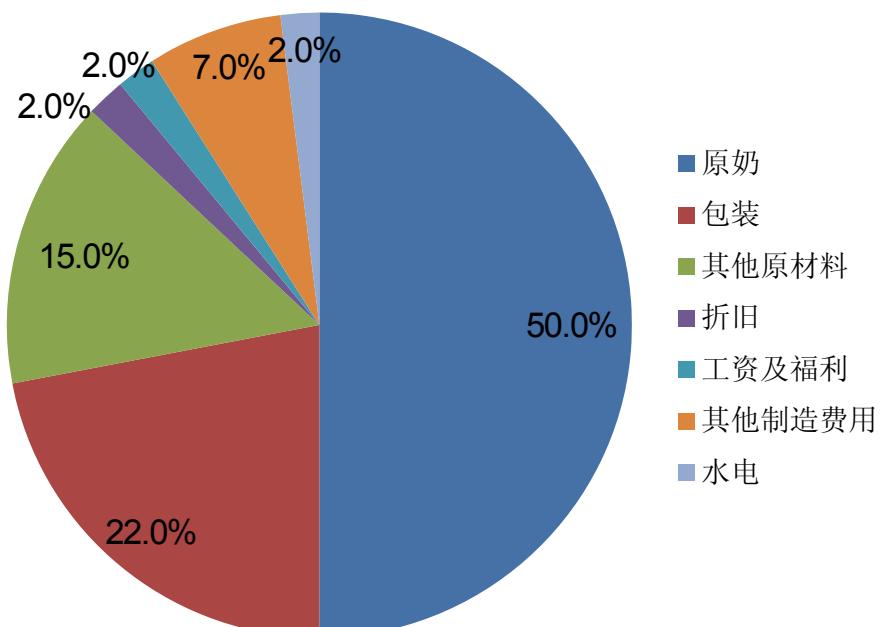
图表57：假设毛利率为 30%，原奶占总成本 50%，其他成本价格不变的情况下，原奶价格上涨与产品提价的综合效应下，毛利率变动百分点的测算：原奶价格上涨 10%，均价提价 6% 即可完全消化原奶上涨影响。我们认为 2013 液态乳制造商的毛利率将落在图中的篮框区域内，即原奶价格同比上涨 10-12%，毛利率提升 1 个百分点左右

产品提价	原奶上涨					
	3%	5%	10%	12.5%	15%	20%
2%	0.34	-0.34	-2.06	-2.92	-3.77	-5.49
4%	1.68	1.01	-0.67	-1.51	-2.36	-4.04
6%	2.97	2.31	0.66	-0.17	-0.99	-2.64
8%	4.21	3.56	1.94	1.13	0.32	-1.30
10%	5.41	4.77	3.18	2.39	1.59	0.00

来源：国金证券研究所

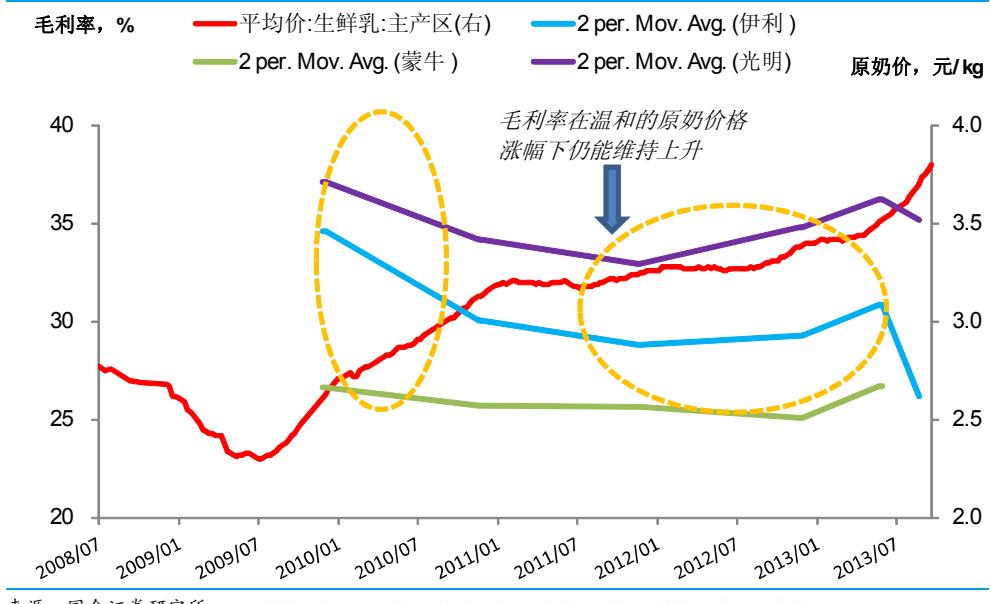
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表58: 伊利成本结构



来源: 国金证券研究所

图表59: 同比低于10%的原奶价格上涨对毛利率没有显著影响:

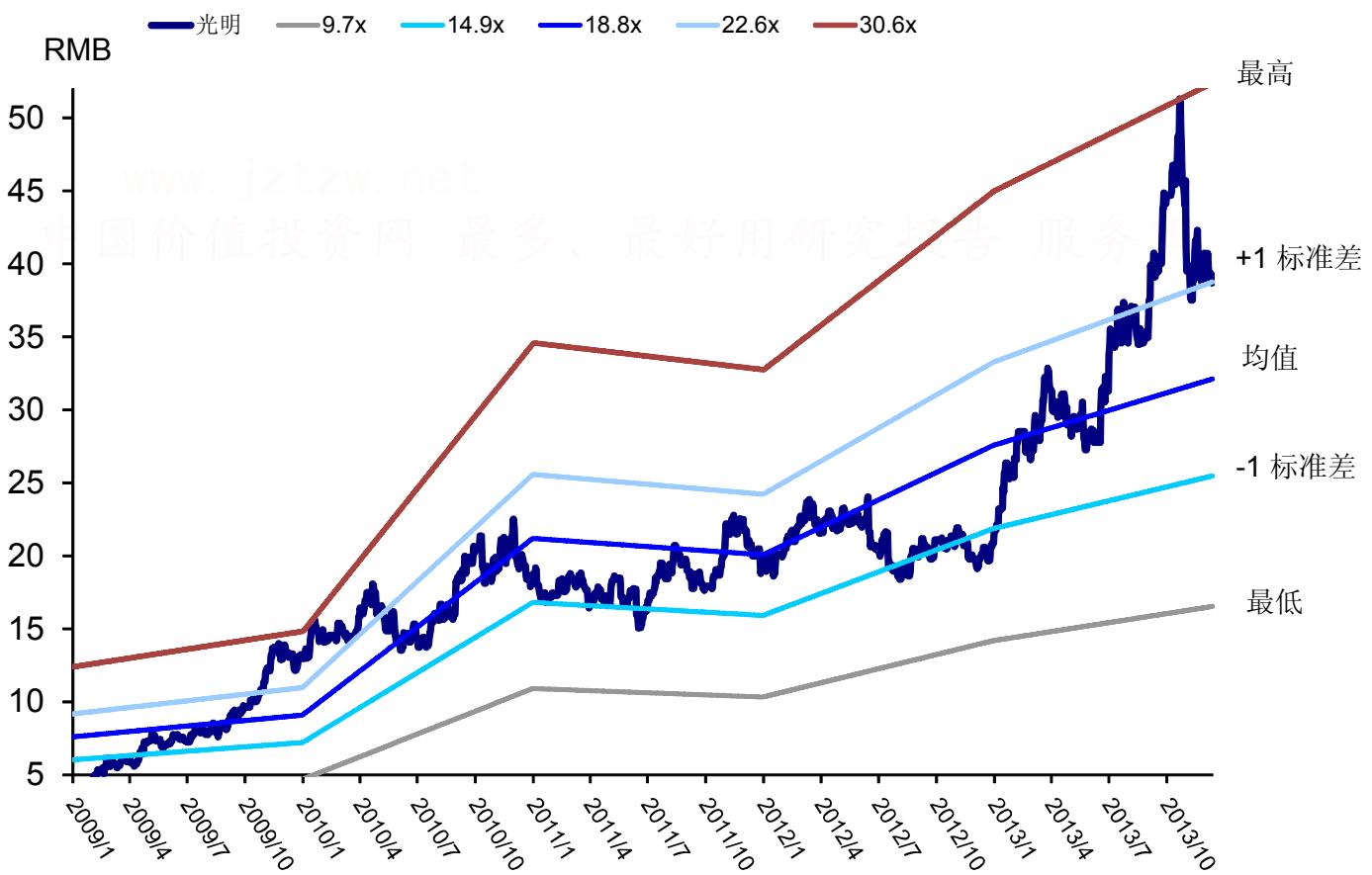


来源: 国金证券研究所

估值，目标价 52 元

- **目标价 52 元相当于 30×2014 EPS：**受益于行业竞争环境改善以及公司经营效率大幅提升，预估公司 2012-15E 净利润复合增长 36%；作为增长稳健、空间广阔，且明显受益于消费升级的行业龙头，同时受益于行业整合政策，给予其 **30×2014 EPS 的目标价。**
- **30×2014EPS 略高于其国内及国际同行：**主要是由于公司所处的优势行业（乳业）以及龙头地位，以及公司经营效率提升带来的盈利的高速增长。

图表60：2009-至今 伊利乳业 12 个月前向 PE 倍数均值为 18.8x



来源：彭博，国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表61：国内外乳制品公司以及国内食品龙头估值

公司	代码	价格	货币	市值 (m\$)	PE倍数			EPS增长率 (%)			ROE(%)			EV/EBITDA			
					2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014	
伊利股份	600887 CH	38.9	CNY	13,068	37.4x	28.4x	22.9x	-8.0	31.5	17.3	21.8	17.9	18.5	26.5x	21.9x	16.5x	
中国奶粉公司																	
贝因美	002570 CH	30.9	EUR	44,796	48.6x	25.6x	20.1x	9.0	-4.3	6.5	14.5	13.9	13.9	10.8x	10.8x	10.4x	
合生元	1112 HK	66.5	HKD	5,161	43.6x	32.5x	25.0x	35.6	34.1	30.3	31.2	37.4	39.7	32.2x	21.5x	16.6x	
雅士利国际	1230 HK	3.5	HKD	1,588	25.8	24.3	20.8	66.7	6.2	16.9	12.5	14.9	15.8	16.6x	13.6x	11.2x	
圣元乳业	SYUT US	4.5	USD	257	170.4	16.1	14.2	-85.3	960.0	13.2	N.A.	N.A.	N.A.	23.5x	23.5x	10.1x	
中国奶粉平均				1,788	58.8x	24.6x	20.0x	6.5	249.0	16.7	19.4	22.1	23.1	20.8x	17.4x	12.0x	
中国乳制品消费公司																	
伊利股份	600887 CH	38.9	CNY	13,068	37.4x	28.4x	22.9x	-8.0	31.5	17.3	21.8	17.9	18.5	26.5x	21.9x	16.5x	
蒙牛乳业	2319 HK	35.6	HKD	8,425	35.3x	32.3x	24.3x	-12.9	9.0	33.1	11.0	11.1	12.8	17.1x	15.1x	11.3x	
光明乳业	600597 CH	23.3	CNY	4,704	89.7x	58.7x	37.2x	13.0	48.1	53.2	8.2	10.9	14.7	34.6x	26.3x	19.2x	
中国乳制品消费公司平均				8,732.3	54.1x	39.8x	28.1x	-2.6	29.5	34.5	13.6	13.3	15.3	26.1x	21.1x	15.7x	
国际乳业消费品公司																	
雀巢	NESN VX	64.8	CHF	235,408	19.0x	18.8x	17.6x	14.7	1.3	6.5	17.9	17.2	16.9	13.1x	13.0x	12.3x	
达能	BN FP	51.5	EUR	44,796	17.1x	17.8x	16.7x	9.0	-4.3	6.5	14.5	13.9	13.9	10.8x	10.8x	10.4x	
Parmalat	PLT IM	2.5	EUR	6,183	20.2x	20.0x	18.9x	-5.2	0.8	5.7	5.8	6.6	6.7	8.6x	8.4x	7.9x	
卡夫食品	KRAF US	53.7	USD	32,016	18.7x	19.2x	16.8x	-4.0	-2.9	14.2	31.1	46.6	46.8	12.7x	11.7x	10.7x	
国际乳业消费品公司平均				79,601	18.7x	19.0x	17.5x	3.6	-1.3	8.2	17.3	21.1	21.1	11.3x	11.0x	10.3x	
中国初级乳制品公司																	
现代牧业	1112 HK	3.99	HKD	2,484	36.8x	34.7x	18.4x	63.5	5.9	88.9	8.0	7.8	12.7	33.8x	29.0x	15.6x	
辉山乳业	6863 HK	2.75	HKD	5,110	N.A.	29.1x	22.0x	N.A.	N.A.	32.4	N.A.	16.3	10.2	N.A.	25.4x	18.8x	
中国初级乳制品平均				3,796.7	36.8x	31.9x	20.2x	63.5	5.9	60.7	8.0	12.0	11.5	33.8x	27.2x	17.2x	
国际初级乳制品公司																	
Dean 食品公司	DF US	17.4	USD	1,646	6.8x	19.8x	15.2x	-114.9	-65.7	30.0	33.0	10.7	12.6	5.4x	11.9x	11.6x	
恒天然	FSF NZ	5.6	NZD	7,463	13.8x	13.0x	25.5x	NA	5.9	-49.1	N.A.	12.0	6.3	N.A.	12.4x	15.8x	
森永乳业	2264 JP	299.0	JPY	740	15.9x	14.6x	14.8x	-23.7	9.4	-1.3	N.A.	4.4	4.2	5.5x	6.0x	6.8x	
国际初级乳制品公司平均				3,282.9	12.2x	15.8x	18.5x	-69.3	-16.8	-6.8	33.0	9.0	7.7	5.4x	10.1x	11.4x	
国内大众食品龙头																	
康师傅控股	322 HK	23.1	HKD	16,669	36.6x	37.7x	30.7x	8.4	-2.9	22.8	18.2	15.8	17.4	15.1x	15.2x	12.7x	
中国旺旺控股	151 HK	11.2	HKD	19,167	34.6x	29.0x	25.0x	32.2	19.3	16.0	34.6	34.2	33.5	23.4x	19.8x	17.2x	
青岛啤酒	600600 SH	45.0	CNY	10,010	34.6x	28.9x	25.7x	1.2	19.7	12.2	13.6	14.5	14.5	19.3x	17.1x	15.1x	
双汇发展	000895 SZ	44.5	CNY	16,109	33.9x	25.0x	20.2x	116.5	35.9	23.5	9.4	20.6	26.6	21.5x	15.9x	12.6x	
统一企业中国	220 HK	7.8	HKD	3,602	25.6x	25.9x	24.4x	174.3	-1.2	6.0	11.3	9.9	9.9	13.3x	13.1x	11.0x	
燕京啤酒	000729 HK	7.6	CNY	3,499	30.8x	27.0x	23.7x	-27.1	13.8	14.3	6.0	7.5	7.0	12.4x	14.8x	13.9x	
国内大众食品龙头平均				0	11,509	32.7x	28.9x	25.0x	50.9	14.1	15.8	15.5	17.1	18.1	17.5x	16.0x	13.7x

来源：彭博，国金证券研究所，以12月12号收盘价为准

■ 绝对估值法：目标价 48 元

图表62：DCF 估值表

会计年度截止日: 12/31	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
EBIT	2,526.00	3,665.01	4,577.20	5,356.09	6,256.42	7,103.01	7,946.22	8,753.68	9,542.28	9,971.24
所得税税率	1.0%	16.8%	16.8%	17.8%	18.8%	19.8%	20.8%	21.8%	25.0%	25.0%
EBIT*(1-所得税税率)	2,500.74	3,049.00	3,807.87	4,402.28	5,079.72	5,696.06	6,292.78	6,844.69	7,156.71	7,478.43
折旧与摊销	1,144.91	1,369.64	1,539.43	1,729.17	1,871.41	1,989.92	2,084.68	2,179.44	2,250.46	2,297.74
营运资金的净变动	320.12	785.61	651.81	580.98	571.29	537.39	483.93	419.22	361.78	331.57
资本性投资	-2,510.00	-2,510.00	-2,510.00	-1,010.00	-1,010.00	-510.00	-510.00	-1,010.00	-510.00	-510.00
递延税项变动	-2.37	0.00	0.00	367.89	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产损失准备	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
FCF	1,453.41	2,694.26	3,489.11	6,070.33	6,512.42	7,713.36	8,351.39	8,433.35	9,258.95	9,597.73
PV(FCF)	1335.40	2274.50	2706.36	4326.21	4264.44	4640.74	4616.64	4283.43	4320.93	4115.36
估值										
现金流折现值	36,884									2.00%
企业终值估值	143,190									92.80%
企业终值折现	61,397									0.89
公司总值	98,281									3.62%
投资	585									0.00%
公司净债务	5									6.57%
少数股东权益	190									25%
股权价值	98,672									4.9%
发行在外股 (百万)	2,042.91									0.00
每股价值	48.30									8.84%

来源：国金证券研究所

 中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
 www.jztzw.net

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	29,665	37,451	41,991	46,555	52,515	57,728
增长率	26.2%	12.1%	10.9%	12.8%	9.9%	
主营业务成本	-20,686	-26,486	-29,505	-32,901	-36,560	-39,930
% 销售收入	69.7%	70.7%	70.3%	70.7%	69.6%	69.2%
毛利	8,979	10,966	12,486	13,654	15,955	17,798
% 销售收入	30.3%	29.3%	29.7%	29.3%	30.4%	30.8%
营业税金及附加	-88	-233	-249	-279	-315	-346
% 销售收入	0.3%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-6,807	-7,291	-7,778	-8,334	-9,244	-9,931
% 销售收入	22.9%	19.5%	18.5%	17.9%	17.6%	17.2%
管理费用	-1,521	-1,971	-2,810	-2,514	-2,731	-2,886
% 销售收入	5.1%	5.3%	6.7%	5.4%	5.2%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	563	1,471	1,649	2,526	3,665	4,635
% 销售收入	1.9%	3.9%	3.9%	5.4%	7.0%	8.0%
财务费用	21	49	-49	79	89	87
% 销售收入	-0.1%	-0.1%	0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	10	-28	-11	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	12	254	27	40	40	40
% 税前利润	1.4%	11.9%	1.3%	1.3%	0.9%	0.8%
营业利润	606	1,746	1,616	2,645	3,794	4,762
营业利润率	2.0%	4.7%	3.8%	5.7%	7.2%	8.2%
营业外收支	248	390	471	370	463	463
税前利润	854	2,136	2,087	3,015	4,257	5,224
利润率	2.9%	5.7%	5.0%	6.5%	8.1%	9.0%
所得税	-58	-304	-351	-30	-715	-878
所得税率	6.8%	14.2%	16.8%	1.0%	16.8%	16.8%
净利润	796	1,832	1,736	2,985	3,541	4,346
少数股东损益	19	23	19	15	18	22
归属于母公司的净	777	1,809	1,717	2,970	3,523	4,324
净利润率	2.6%	4.8%	4.1%	6.4%	6.7%	7.5%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	796	1,832	1,736	2,985	3,541	4,346
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	600	759	925	1,145	1,370	1,539
非经营收益	19	-242	98	-412	-503	-503
营运资金变动	60	1,321	-350	323	786	650
经营活动现金净流	1,475	3,670	2,409	4,040	5,194	6,033
资本开支	-1,972	-3,762	-3,082	-2,096	-2,047	-2,047
投资	-226	272	4	0	0	0
其他	17	14	21	40	40	40
投资活动现金净流	-2,181	-3,476	-3,057	-2,056	-2,007	-2,007
股权募资	17	1	0	6,632	0	0
债权募资	-37	194	-411	-2,580	1	2
其他	-67	-328	-494	-12	-985	-1,169
筹资活动现金净流	-87	-133	-905	4,040	-984	-1,167
现金净流量	-793	62	-1,554	6,024	2,202	2,859

资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	3,342	3,921	2,004	8,028	10,230	13,089
应收款项	393	652	556	714	805	885
存货	2,584	3,310	2,995	3,606	3,906	4,157
其他流动资产	1,240	845	653	823	914	998
流动资产	7,558	8,727	6,207	13,170	15,856	19,129
% 总资产	49.2%	43.8%	31.3%	46.9%	49.7%	52.9%
长期投资	623	581	585	585	585	585
固定资产	6,447	9,533	11,758	13,134	14,285	15,266
% 总资产	42.0%	47.8%	59.3%	46.7%	44.7%	42.2%
无形资产	466	719	897	842	831	821
非流动资产	7,805	11,202	13,608	14,929	16,070	17,040
% 总资产	50.8%	56.2%	68.7%	53.1%	50.3%	47.1%
资产总计	15,362	19,930	19,815	28,099	31,925	36,170
短期借款	2,746	2,993	2,580	0	0	0
应付款项	6,684	8,646	8,044	9,296	10,479	11,461
其他流动负债	768	1,227	854	1,836	2,106	2,455
流动负债	10,198	12,866	11,478	11,132	12,585	13,916
长期贷款	60	7	5	5	6	8
其他长期负债	592	751	808	806	806	806
负债总计	10,850	13,624	12,290	11,942	13,396	14,729
普通股股东权益	4,219	6,024	7,335	15,952	18,306	21,196
少数股东权益	294	282	190	205	223	245
负债股东权益合计	15,362	19,930	19,815	28,099	31,925	36,170

比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	0.972	1.132	1.074	1.454	1.725	2.117
每股净资产	5.278	3.768	4.588	7.840	8.997	10.418
每股经营现金净流	1.845	2.296	1.507	1.986	2.553	2.965
每股股利	0.000	0.250	0.280	0.484	0.575	0.705
回报率						
净资产收益率	18.42%	30.03%	23.41%	18.62%	19.25%	20.40%
总资产收益率	5.06%	9.08%	8.67%	10.57%	11.04%	11.96%
投入资本收益率	7.17%	13.56%	13.56%	15.47%	16.45%	17.98%
增长率						
主营业务收入增长率	21.96%	26.25%	12.12%	10.87%	12.80%	9.93%
EBIT增长率	-24.89%	161.29%	12.08%	53.20%	45.09%	26.46%
净利润增长率	20.00%	132.79%	-5.09%	72.96%	18.63%	22.74%
总资产增长率	16.80%	29.73%	-0.57%	41.80%	13.62%	13.29%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.9	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5
存货周转天数	39.0	40.6	39.0	40.0	39.0	38.0
应付账款周转天数	62.7	55.7	54.1	55.0	56.0	56.0
固定资产周转天数	70.5	68.5	77.4	76.6	75.9	75.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-11.88%	-14.61%	7.72%	-49.66%	-55.18%	-61.01%
EBIT利息保障倍数	-27.2	-29.9	33.5	-31.9	-41.1	-53.5
资产负债率	70.63%	68.36%	62.02%	42.50%	41.96%	40.72%

来源：公司年报、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
 www.jztzw.net

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	5	29	31	76
增持	0	0	5	5	9
中性	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.16	1.18	1.15

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-02-29	增持	22.74	30.00 ~ 30.00
2 2012-04-24	增持	22.19	N/A
3 2012-06-15	中性	21.85	N/A
4 2012-08-21	买入	20.13	21.20 ~ 26.50
5 2012-10-31	买入	21.69	20.00 ~ 24.50
6 2012-12-18	买入	20.16	20.00 ~ 24.50
7 2013-10-31	买入	41.13	N/A

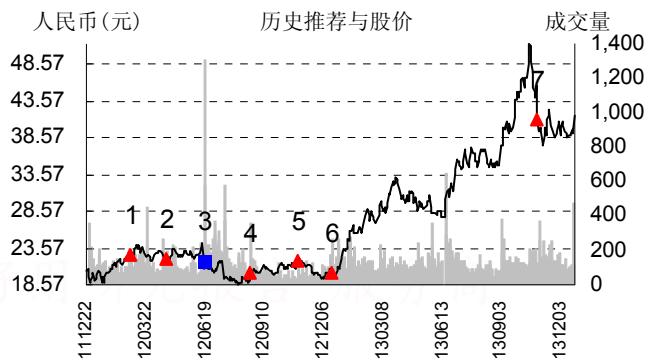
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

中国价值投资网 | 最多 | 最好用 研究报告服务商
www.jztzw.net

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，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靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认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唯一因素。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。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271
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: 010-6621 6979
传真: 010-6621 6793
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn
邮编: 100053
地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378
传真: 0755-83830558
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 518000
地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net