

**伊利股份(600887)**
**强烈推荐**
**行业：乳品**

## 基本面向好，估值已具备很强吸引力

伊利股份基本面趋势向好，2014年预计公司收入增长将加速，毛利率回升，一季报增长有望超过40%，估值仅20倍，建议积极买入。

◆ **行业景气度依然高，收入及利润在12月均获得明显改善。**2013年乳制品行业收入2831.6亿元，增长14.2%；利润总额增长12.7%，销量增长5.2%，单价提升9.0%。因去年上游原奶短缺造成的收入增速放缓和利润率下降在12月份均获得明显改善，12月行业收入增长32%，单价增长带来的利润率改善更显著，利润总额率在8月后持续提价，12月已回升至9.4%。

◆ **2月成本端压力开始减轻。**国内原奶价格在2月第二周已经企稳，最近两周出现小幅回落。目前一方面全球出口奶粉供应依然偏紧，新西兰奶粉产量在2013Q4创新高后价格依然坚挺说明中国需求旺盛，进口价格依然高于国内说明国内仍存在供需缺口；另一方面国内前两个月大量囤积进口奶粉，加上自身供给在春季会回升，进口奶粉9月后产量将再创新高，进口价格若降至国内价格以下后国内价格将面临下行压力，而短期预计原奶价格将在现价左右波动。

◆ **提价滞后性助力2014年增长加速。**预计2013年伊利收入增长12%，高端液态奶同比增长37%，占液态奶比重达到36%，2014年预计将达到42%；除了高端占比提升，公司还于4月、9月、12月分别对各类产品进行提价，合计提价幅度在10%左右，产品单价上升已超过销量增长速度。2014年原料紧缺缓解后，销量增长将会加快，提价效应也会体现的更充分，预计2014年收入增速将加速达到18%，其中液态奶增长18%，奶粉增长25%。原料企稳，单价提升下2014年毛利率回升，预计营业利润增长超过40%。

◆ **开启全球织网，学习海外技术储备新品。**公司已将织网计划扩展至全球三大奶源区域澳洲、北美、欧盟。基地落户新西兰将加大对新西兰原料掌控并可能推出原装进口高端产品；通过和世界第二大牛奶公司美国DFA合作开启在美国原料布局；与意大利斯嘉达公司技术合作，其开发出使用利乐包的UHT奶、基于UHT派生的混合水果奶冻、微过滤UHT奶等；与荷兰瓦赫宁根大学及研究中心在荷兰合作成立研发中心，在牧场管理、乳品生产和食品安全方面合作。

◆ **基本面向好，积极买入。**预计2013-2015年EPS至1.51、1.75、2.25元，目前股价对应2014年仅20倍，建议积极买入。**催化剂：**6月18日管理层股权激励解禁后释放业绩动力强；政策支持下伊利存在并购预期。

◆ **风险提示：**原料价格涨幅超预期，费用率波动

### 主要财务指标

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	41991	46950	55547	64111
收入同比(%)	12%	12%	18%	15%
归属母公司净利润	1717	3082	3581	4597
净利润同比(%)	-5%	80%	16%	28%
毛利率(%)	29.7%	29.7%	30.4%	31.0%
ROE(%)	23.4%	29.6%	25.6%	24.7%
每股收益(元)	0.84	1.51	1.75	2.25
P/E	41.46	23.10	19.88	15.49
P/B	9.71	6.84	5.09	3.83
EV/EBITDA	28	20	14	11

资料来源：中国中投证券研究总部

### 作者

署名人：蒋鑫

S0960512080006

0755-82026708

jiangxin@china-invs.cn

**6-12个月目标价：** 50.0

当前股价： 34.85

评级调整： 维持

### 基本资料

总股本(百万股)	2,043
流通股本(百万股)	1,833
总市值(亿元)	712
流通市值(亿元)	639
成交量(百万股)	16.05
成交额(百万元)	556.13

### 股价表现



### 相关报告

《伊利股份-业绩超预期，成本费用有效控制》2014-01-23

《伊利股份-行权保障未来业绩增长确定性，政策利好将持续》2013-10-31

《伊利股份-业绩超预期，净利率持续提升》2013-09-01

《伊利股份-政策资金支持整合，伊利将存并购预期》2013-06-20

《伊利股份-行权解决唯一缺陷，长期提业绩，短期提估值》2013-6-17

《伊利股份-利润增长略低于预期，二季度恢复性高增长》2013-4-27

《伊利股份-新西兰建厂，提高产品力和品牌力》2012-12-18

《伊利股份 - 业绩符合预期，明年恢复性增长》2012-10-30

《伊利股份 - 业绩符合预期，贡含量异常事件利空出尽》2012-8-2

## 一、行业景气度依然高，收入及利润在 12 月均获得明显改善

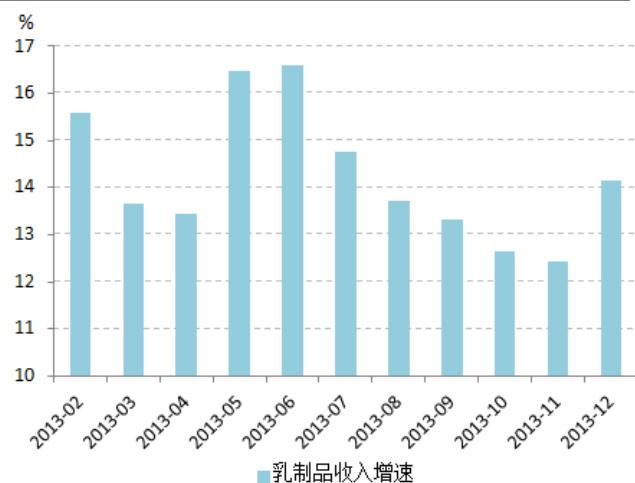
2013 年乳制品行业收入 2831.6 亿元，同比增长 14.2%；利润总额 180.1 亿元，同比增长 12.7%。2013 年行业销量增长 5.2%，单价提升 9.0%。分月来看，因去年上游原奶短缺造成的收入增速放缓和利润率下降在 12 月份均获得明显改善，12 月行业收入增长 32%，单价增长带来的利润率改善更显著，利润总额率在 8 月达到低点 3.8%，8 月后行业持续提价，12 月利润总额率已回升至 9.4%。

**图 1 乳制品行业产量增速（累计）**



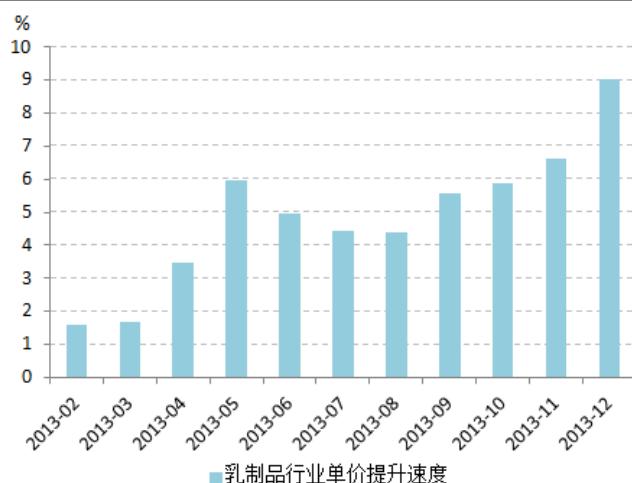
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

**图 2 乳制品行业收入增速（累计）**



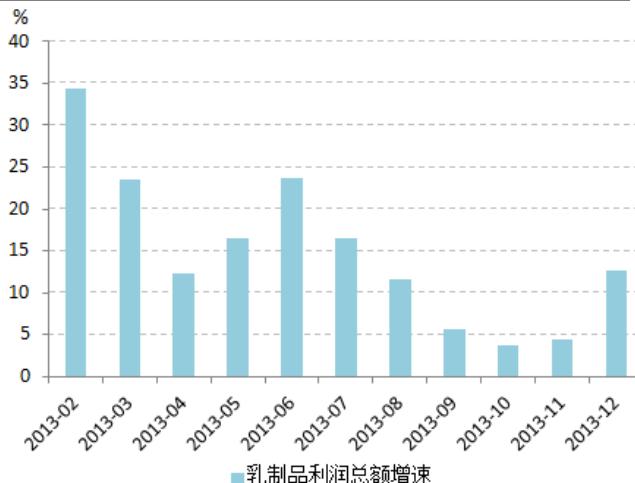
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

**图 3 乳制品行业单价提升速度（累计）**

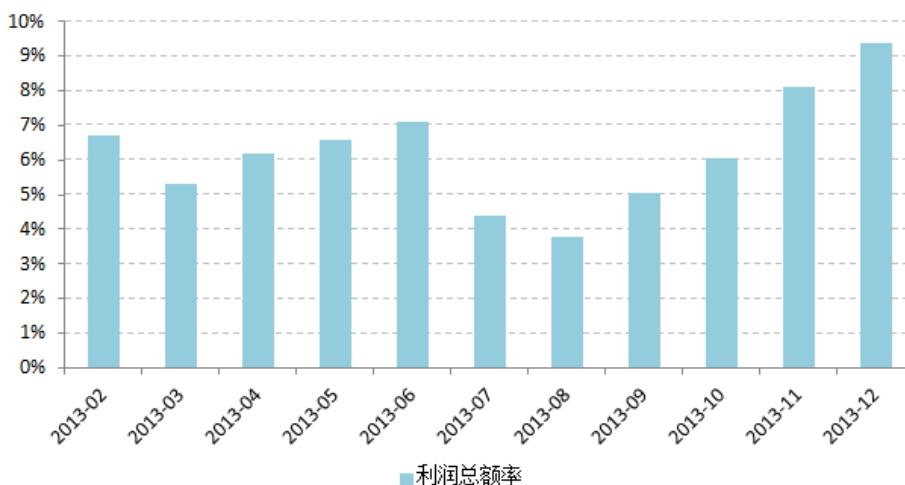


资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

**图 4 乳制品行业利润总额增速（累计）**



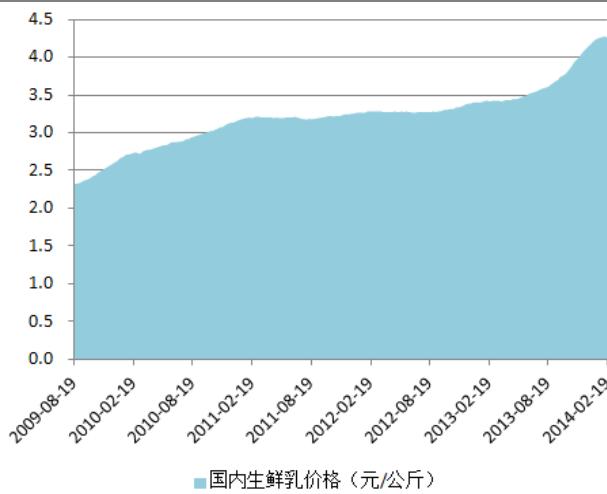
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

**图 5 乳制品行业利润总额率 (单月)**


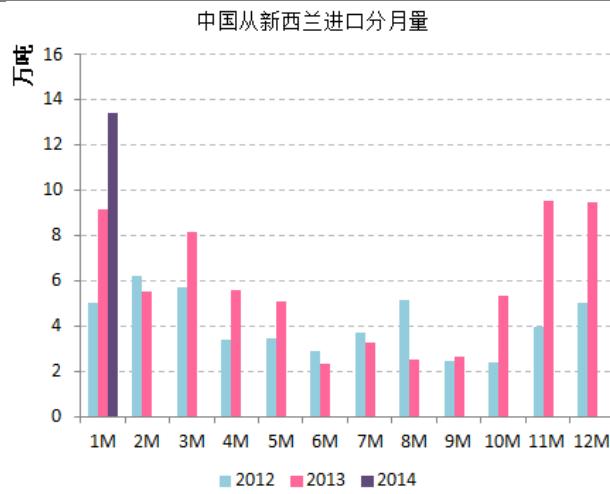
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

## 二、成本端压力开始减轻

国内原奶价格在2月第二周已经企稳，近两周小幅回落。截止2月26日价格为4.23元/公斤，环比降幅为0.5%，同比涨24.6%。一是国内经历暖冬后产量比预期要高，春季将进入产奶旺季，国内供应会上升，对价格向上形成抑制；二是新西兰9月-2月是产奶旺季，期间中国奶粉进口量大幅上涨，对国内需求形成了补充，进一步抑制国内价格上涨。

**图 6 国内生鲜乳价格已经企稳**


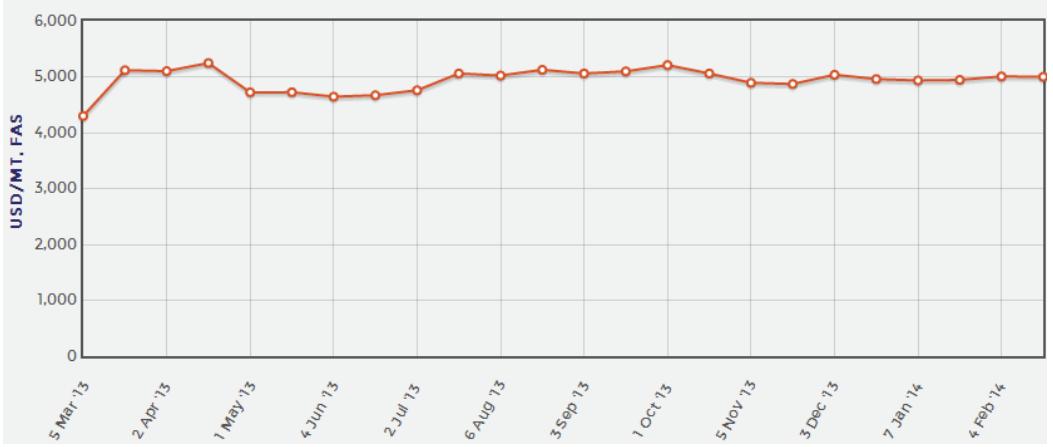
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

**图 7 进口奶粉量大幅增长**


资料来源：USDA、中国中投证券研究总部

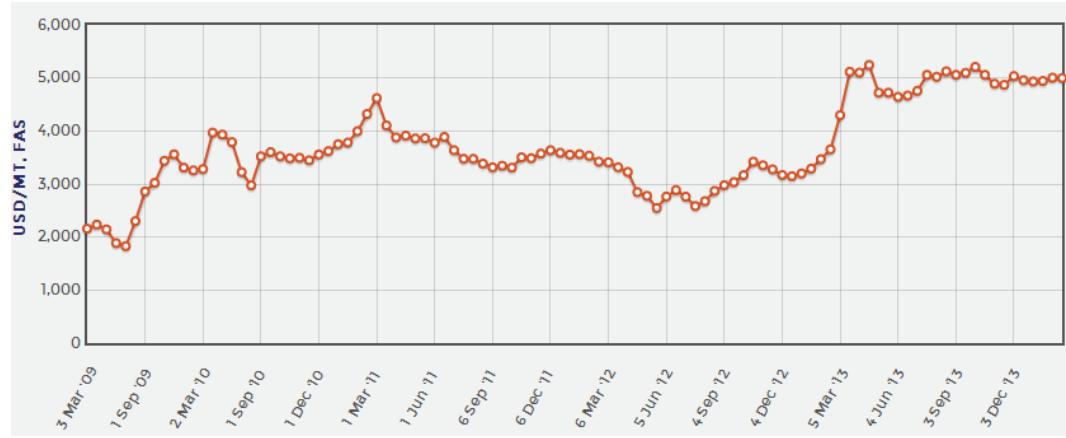
新西兰奶粉价格已连续一年维持在高位，截止3月4日，全脂奶粉价格4703美元/吨，环比下降5.7%；脱脂奶粉价格4658美元/吨，环比下降3.9%。目前南半球牛奶主产区新西兰、澳大利亚产奶高峰期9月-2月已过，逐渐进入干奶阶段，产量将下降；预计Q3新西兰产奶量预计将创新高，9月开始出口奶粉价格有望明显回落，2014-2015年降幅有望达到15%。

图 8 近一年新西兰进口全脂奶粉价格走势



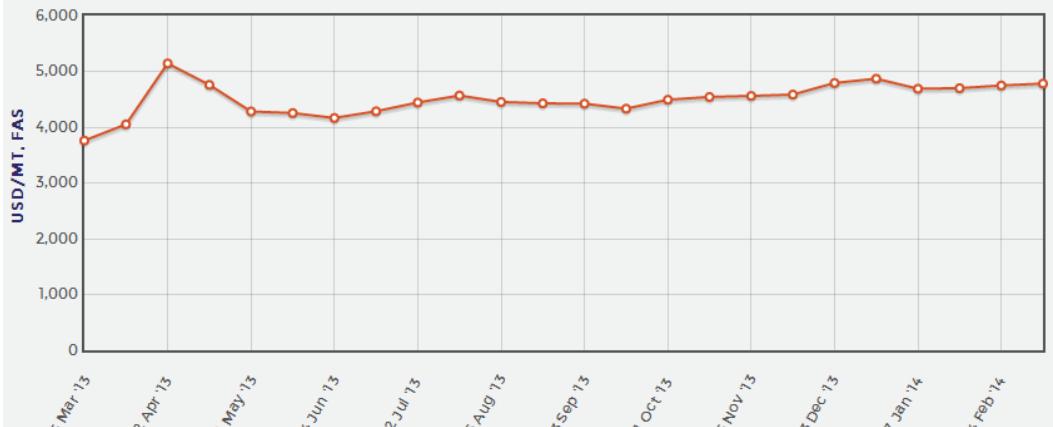
资料来源：USDA、中国中投证券研究总部

图 9 近五年新西兰进口全脂奶粉价格走势



资料来源：USDA、中国中投证券研究总部

图 10 近一年新西兰进口脱脂奶粉价格走势



资料来源：USDA、中国中投证券研究总部

**图 11 近五年新西兰进口脱脂奶粉价格走势**


资料来源：USDA、中国中投证券研究总部

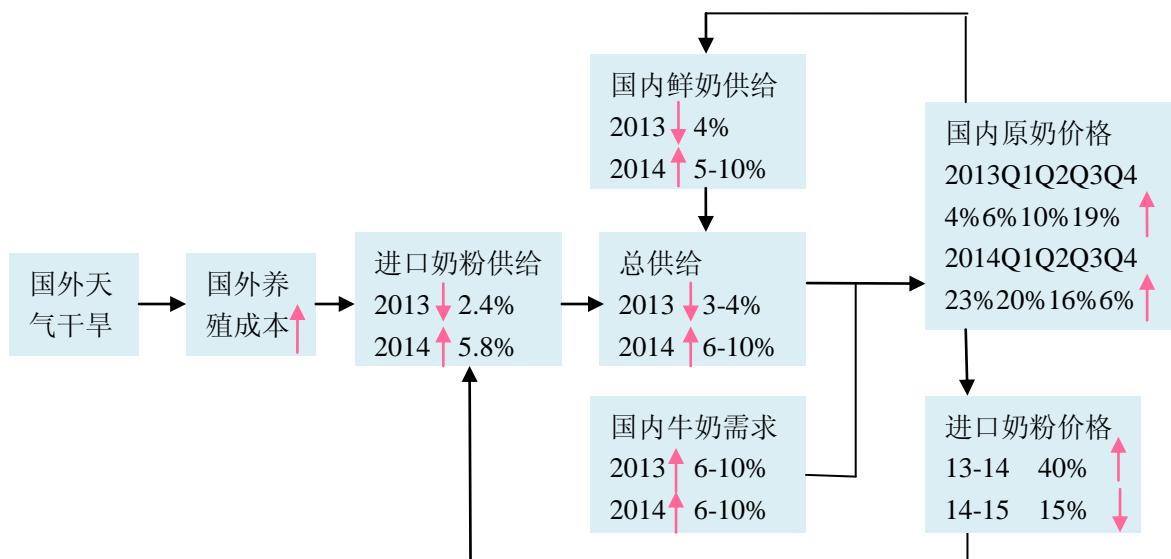
**图 12 新西兰恒天然 3 月-8 月发货的脱脂奶粉及全脂奶粉价格**

脱脂奶粉价格	Contract 1 Mar14	Contract 2 Apr14	Contract 3 May14	Contract 4 Jun14	Contract 5 Jul14	Contract 6 Aug14
Average Winning Price (USD / MT, FAS)	\$4,408	\$4,901	\$4,874	\$4,699	\$4,826	\$4,675
全脂奶粉价格	Contract 1 Mar14	Contract 2 Apr14	Contract 3 May14	Contract 4 Jun14	Contract 5 Jul14	Contract 6 Aug14
Average Winning Price (USD / MT, FAS)	n.a.	\$4,972	\$5,008	\$5,023	\$5,132	n.a.

资料来源：USDA、中国中投证券研究总部

欧盟奶粉价格保持平稳上涨，涨幅逐渐放缓，北半球进入春季天气渐暖，产量有所提高，牛奶产量同比增长 4.4%。截止 2 月 10 日，脱脂奶粉 4612 美元/吨，环比增长 1.37%，同比增长 28.13%，全脂奶粉 5187 美元/吨，环比增长 0.24%，同比增长 27.3%。2015 年欧盟配额取消，部分奶农已经开始扩大养殖规模，预计 2015 年欧盟产量会有 5-10% 的增长。

总体来讲，我们预期短期内国内原奶价格将在目前的位置波动，而当进口价格降至低于国内价格后国内价格面临下行压力。一方面，目前全球出口奶粉供应依然偏紧，新西兰奶粉产量在 2013 年 Q4 创新高后价格依然坚挺已经说明中国需求旺盛，目前新西兰进口奶粉 5 美元/公斤运到中国后的价格要高于国内鲜奶价格；另一方面，今年前两个月国内企业大量囤积进口奶粉，而国内自身原奶供给在春季旺季会回升，进口价格不会进一步恶化，9 月后进口奶粉产量会创新高，如果价格跌至国内价格以下国内将面临价格下行压力 短期预计是在现价左右波动。各大企业 2013 年下半年对产品大幅提价，2014 年毛利率将回升。

**图 13 2013 年国内原奶价格决定体系**


资料来源：中投证券研究总部

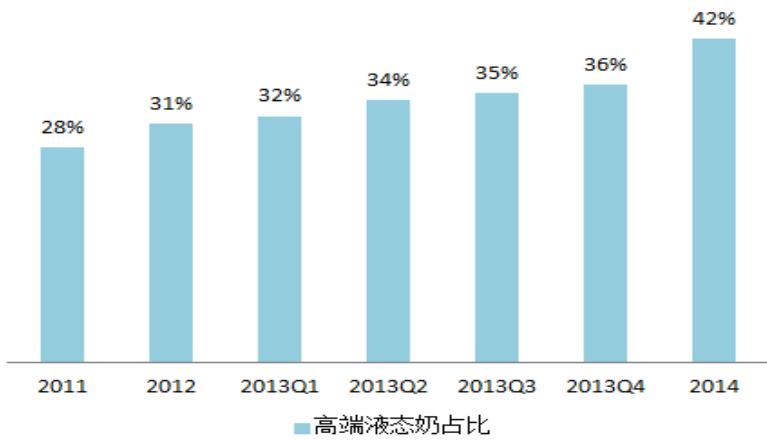
### 三、提价滞后性助力 2014 年增长加速

利润增长的三个主要来源销量增长、单价提升、费用率下降，其中消费升级带动的单价提升已成为公司增长最主要的来源。

预计 2013 年伊利收入增长 12% 达到 470 亿元，其中高端液态奶产品（儿童奶、金典、舒化奶、果优、谷粒多、味可滋等）同比增长 37%，占液态奶的比重预计达到 36%，2014 年预计将达到 42%；在政策大环境支持下，预计奶粉 2013 年下半年恢复性高增长 40% 以上，全年奶粉收入增长超过 20%，其中金领冠占比预计提升由 28% 提升至 34%。除了高端占比提升，根据调研，伊利还于 4 月、9 月、12 月分别对各类产品进行了提价，包括奶粉、高端奶和普通白奶，合计提价幅度在 10% 左右，将共同推动产品单价上升，预计已超过销量增长速度。预计 2013 年伊利在液态奶和奶粉的市场份额分别为 25.1% 和 8.1%。

考虑 2013 年原料紧缺，预计 2014 年销量增长将会有所加快，提价的效应也会体现的更充分，因此 2014 年收入增速将快于 2013 年，预计达到 18% 的增长，其中液态奶增长 18%，奶粉增长 25%。

另一大乳制品巨头蒙牛乳业也表现出同样的趋势。蒙牛公告显示，2013H1 收入增长的 13% 中，销量增长约 4%、结构升级贡献增长约 7%、直接提价贡献 2%，上半年成本上涨 8% 但毛利率提升。预计 2013 年蒙牛五大明星产品（特仑苏、真果粒、优益 C、冠益乳以及未来星）同比增长 34%，占液态奶比重亦提高 5 个百分点至 34%，最大单品特仑苏 2013 年收入同比增长 35% 达到 68 亿元，占公司总收入约 16%，优益 C 同比增长 90% 以上。明星品牌高于整体毛利率 8-10 个百分点，高毛利明星产品的高增长是其收入增长和盈利提升最主要的来源。预计 2013 年蒙牛的液态奶、奶粉份额分别为 25.5%、6.3%。蒙牛也于 2013 年 4 月提价 5%，9 月再次提价 5%。

**图 14 伊利高端液态奶占比提升明显**


资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

2月采购的原奶价格环比亦小幅下降0.5%，单价提升下2014年毛利率逐季提高。行业销量增长放缓，提高盈利能力早已成为双寡头的共识，尤其考虑目前全球原奶供应仍处于紧张，我们预计费用率维持下降趋势。广告费方面未来有可能顺应趋势，减少电视广告投放，提高互联网等新媒体的精准人群投放。即使保守按照近3年的情况，广告费用保持在36-38亿元，其余销售费用与销售收入保持接近10%的比例，2014年销售费用率将下降约0.9个百分点，营业利润增长预计超过40%。

## 四、全行业共同推动结构升级，新品上量值得期待

公司2014年重点培育的新产品包括安慕希、味可滋奶昔和香蕉牛奶，将成为2014年新增长点。其中安慕希为常温酸奶，卖点为“比其他产品多35%蛋白质、甄选优质牧场奶源和希腊菌种发酵”同时保质期长达5个月，目前产品已经在浙江和山东销售，并于近日的年度经销商订货会上面向全国销售；味可滋聘请黑白配范玮琪和陈建州浓情代言，风味奶昔赞助热门电影《北京爱情故事》，产品已在全国上市，后又引入风靡韩国的香蕉牛奶，已经在湖南、江苏上市。

**图 15 新品常温酸奶安慕希**


资料来源：中投证券研究总部

**图 16 新品味可滋香蕉牛奶**


资料来源：中投证券研究总部

蒙牛也推出了类似的高端新品，常温酸奶纯甄、奶特、香蕉牛奶。常温酸奶“纯甄”据报道在销售首月销售额达到8千万元；风味奶“奶特”与《我是歌手第二季》的“下节精彩”合作使其得以广泛宣传，是蒙牛计划培育10亿元以上的单品；此外蒙牛与环球影片公司达成战略合作，“香蕉大眼睛快乐牛奶饮品”与电影《神偷奶爸2》中的卡通形象“小黄人”进行结合，旨在将香蕉奶打造成中国时尚年轻群体的新宠饮品。全行业共同推进产品升级，更多高端新品有望上量。

## 四、全球织网已开启

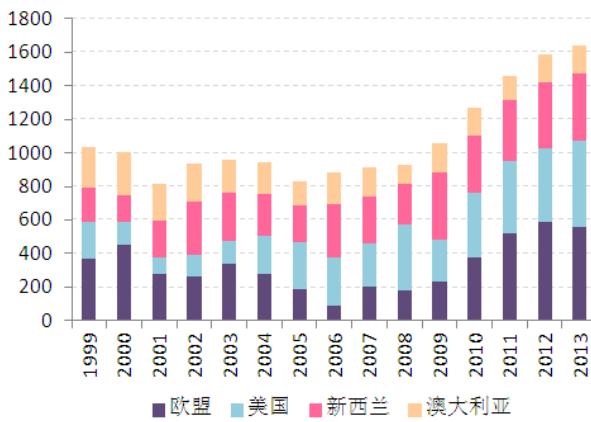
近两年国内原奶稀缺、消费升级加速，在此背景下，公司在技术研发、上游奶源采购服务等方面积极展开与海外的合作，将织网计划扩展至全球。全球三大奶源区域，澳洲、北美、欧盟，均已有实质性进展。

**表 1 2013年以来公司在产品技术合作以及上游原料掌控方面的举措**

	激励相对强	激励相对弱
2014.2.24	与荷兰瓦赫宁根大学及研究中心在荷兰合作成立研发中心，共同拓展全球食品领域的合作成果	
2013.11.13	与意大利斯嘉达公司达成战略合作伙伴关系，其是意大利最大的乳品生产商，技术世界领先	
2013.9.10	通过在香港的全资子公司伊利国际发展有限公司投资辉山乳业，投资金额5000万美元	
2013.7.23	与内蒙古自治区人民政府、呼和浩特市人民政府和呼伦贝尔市人民政府成立内蒙古乳业技术研究院	
2013.7.5	与美国最大的牛奶公司DFA签署了谅解备忘录，拟在战略采购、牧场服务等方面建立战略合作关系	
2012.12	在新西兰投资建设的年产4.7万吨婴幼儿配方奶粉项目	

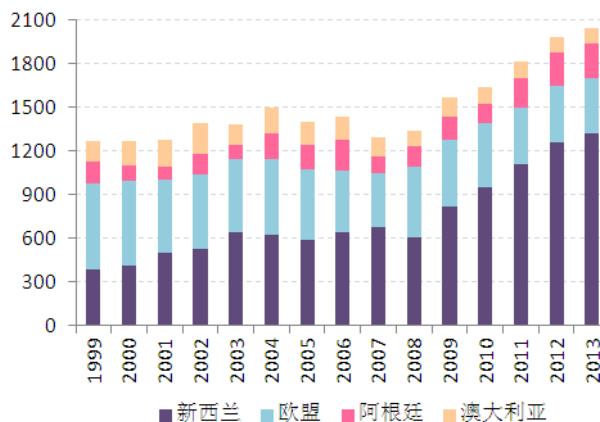
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

**图 17 脱脂奶粉进口占比**



资料来源：USDA，中投证券研究总部

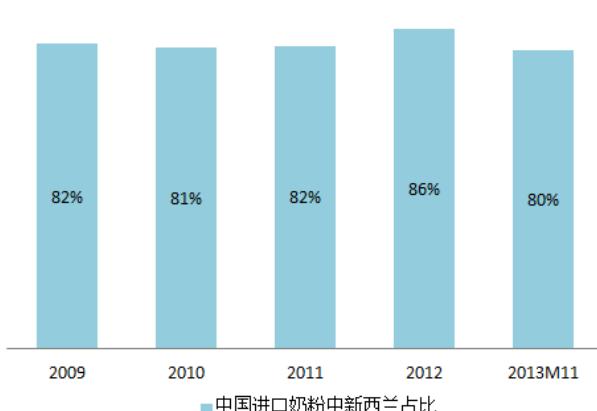
**图 18 全脂奶粉进口占比**



资料来源：USDA，中投证券研究总部

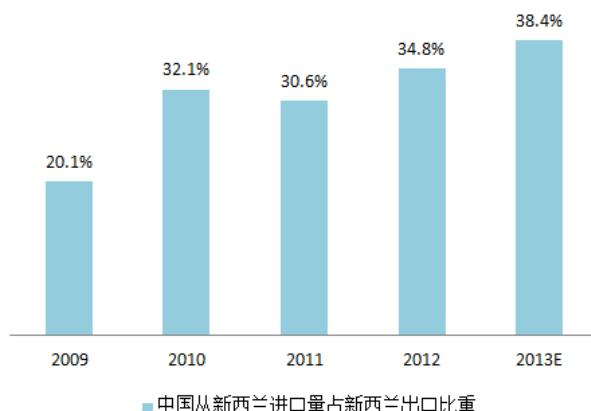
公司在新西兰建设婴幼儿配方奶粉基地，一方面因新西兰拥有丰富的高品质原料，当国内原料不足或价格高于新西兰时，保证原料供应且平抑成本；另一方面考虑中国妈妈对进口奶粉的青睐，也能借机推出原装进口高端产品。新西兰是中国进口原料的主要来源，占80%比重。

图 19 中国进口奶粉 80%以上来自新西兰



资料来源：USDA，中投证券研究总部，注：2013M11为今年前11个月的进口量

图 20 中国进口新西兰奶粉占新西兰出口的 38%



资料来源：USDA，中投证券研究总部

通过和美国 DFA 合作开启在美国的原料布局。DFA 是世界上第二大牛奶公司，向全球客户供应牛奶及奶制品。年收入超过 80 亿美元，产量超过 630 亿磅，占全球原奶供应的 2.5%，占美国原料供应的 30%，其下上万个奶农，180 万头奶牛。客户包括迪恩食品、卡夫、达能等。2013 年国内原料紧缺，新西兰干旱，伊利通过与 DFA 合作加大对美国原料布局，在未来原料采购中拥有更多选择。

与意大利斯嘉达公司达成战略合作伙伴关系为开发高端新品做技术储备。斯嘉达公司主要在意大利经营牛奶及奶制品，是意大利第三大乳品企业，仅次于帕玛拉特和 Granarolo，2011 年公司收入达到 2.85 亿欧元，日产量 1300 吨。斯嘉达公司成立于 1969 年，由一群本地奶牛养殖企业合并，它开发出 UHT 奶并发明利乐包，将牛奶实现规模化稳定生产和长距离运输。后来延伸至销售乳清、番茄酱、果汁、甜点、鸡尾酒、奶酪。在 90 年代初，公司开发了基于超高温灭菌派生的混合水果奶冻，替代了部分消费者日渐减少的酸奶需求。2000 年后公司又开发出了无乳糖牛奶；2010 年公司采用了一种专利，推出微过滤 UHT 奶，产品可以在常温下长时间储存。伊利与斯嘉达公司合作可以学习其领先世界的技术，为推出高端新品做储备。

伊利与荷兰瓦赫宁根大学及研究中心在荷兰合作成立研发中心，将在牧场管理、乳制品生产和食品安全方面展开合作，目前已有 10 名研发人员到研发中心工作。瓦赫宁根大学及研究中心由瓦赫宁根大学、万豪劳伦斯坦农学院以及农业科研机构组成，始建于 1876 年，是荷兰最早提供农业教育的学院。在食品安全和食品质量方面，瓦赫宁根大学及研究中心启动和参与过的欧盟项目高达 31 项（共 80 项）；在农业方面，瓦赫宁根大学及研究中心的文献引用量在世界范围内排名第三；在植物和动物科学方面，该大学的文献引用量世界排名第五；农业技术方面，瓦赫宁根大学为世界不同地区设计不同的温室系统，将高效经济生产与最少的能源、水和营养物投入相结合，提高全球各地农业的生产力，同时瓦赫宁根大学独特的生物防控技术，即利用天敌来对付植物病虫害的技术，为保障食品安全和环境保护的研究领域开拓了新的方向。伊利与合作成立研发中心，将提高牧场管理水平，减少食品安全问题。

## 五、投资建议：基本面向好，积极买入

- ✧ **投资逻辑**：乳制品行业依然具备成长性，结构升级不断加快，目前成本压力最大的时候已经过去，去年提价的效果在今年充分体现，收入增长有望加快，毛利率向好，预计一季报增长 40%以上；公司已将视野扩展至全球，不断与海外进行技术合作，增加新品储备，2014 年更多高端新品有望上量。
- ✧ **盈利预测**：预计 2013-2015 年 EPS 至 1.51、1.75、2.25 元，经过近几个月调整，目前股价对应 2014 年仅 20 倍，建议积极买入。
- ✧ **催化剂** 2014 年 6 月 18 日管理层股权激励解禁，14 年释放业绩高增长动力强劲；政策支持下乳品行业的兼并重组已经进入高峰期，伊利存在并购预期。
- ✧ **风险提示**：原料价格涨幅超预期，费用率波动

**附：财务预测表****资产负债表**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>				
现金	6207	13207	17310	23283
应收账款	2004	7079	10120	15056
其它应收款	289	470	555	641
预付账款	136	329	389	449
存货	648	990	1161	1326
其他	2995	4292	5029	5747
<b>非流动资产</b>				
长期投资	13608	13857	14507	15090
固定资产	568	600	600	600
无形资产	8900	10108	10753	11031
其他	832	1022	1212	1402
<b>资产总计</b>				
流动负债	1308	15947	17075	18978
短期借款	2578	2648	2648	2648
应付账款	4361	6603	7738	8841
其他	3308	2127	1942	2057
<b>非流动负债</b>				
长期借款	813	482	482	482
其他	5	5	5	5
<b>负债合计</b>				
少数股东权益	12290	16428	17557	19460
股本	190	221	264	319
资本公积	1599	2043	2043	2043
留存收益	1845	1845	1845	1845
归属母公司股东权益	3892	6527	10108	14706
<b>负债和股东权益</b>				
归属母公司股东权益	7335	10415	13996	18593
<b>现金流量表</b>				
<b>经营活动现金流</b>				
净利润	2409	6324	4806	6756
折旧摊销	1736	3113	3624	4653
财务费用	915	1033	1242	1423
投资损失	49	-73	-142	-188
营运资金变动	-27	0	0	0
其它	-350	2575	70	869
<b>投资活动现金流</b>				
资本支出	-3057	-1392	-1908	-2008
长期投资	3102	1165	1705	1805
其他	4	28	0	0
<b>筹资活动现金流</b>				
普通股增加	49	-198	-203	-203
资本公积增加	-905	142	142	188
短期借款	0	444	0	0
长期借款	-7	0	0	0
其他	-488	-372	142	188
<b>现金净增加额</b>				
资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元	-1554	5075	3041	4936

**利润表**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	41991	46950	55547	64111
营业成本	29505	33016	38688	44207
营业税金及附加	249	282	333	385
营业费用	7778	8273	9471	10771
管理费用	2810	2817	3333	3847
财务费用	49	-73	-142	-188
资产减值损失	11	20	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	27	0	0	0
<b>营业利润</b>	1616	2616	3845	5069
营业外收入	502	500	500	500
营业外支出	31	30	30	30
<b>利润总额</b>	2087	3086	4315	5539
所得税	351	-28	690	886
<b>净利润</b>	1736	3113	3624	4653
少数股东损益	19	31	43	55
<b>归属母公司净利润</b>	1717	3082	3581	4597
EBITDA	2579	3575	4944	6304
EPS (元)	1.07	1.51	1.75	2.25

**主要财务比率**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>成长能力</b>				
营业收入	12.1%	11.8%	18.3%	15.4%
营业利润	-7.5%	61.9%	47.0%	31.8%
归属于母公司净利润	-5.1%	79.5%	16.2%	28.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	29.7%	29.7%	30.4%	31.0%
净利率	4.1%	6.6%	6.4%	7.2%
ROE	23.4%	29.6%	25.6%	24.7%
ROIC	17.4%	44.8%	49.2%	68.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	62.0%	60.7%	55.2%	50.7%
净负债比率	21.03	16.20	15.15	13.67
流动比率	0.54	0.83	1.01	1.23
速动比率	0.28	0.56	0.72	0.92
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	2.11	2.00	1.89	1.83
应收账款周转率	135	120	108	107
应付账款周转率	6.75	6.02	5.40	5.33
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.84	1.51	1.75	2.25
每股经营现金流(最新摊薄)	1.18	3.10	2.35	3.31
每股净资产(最新摊薄)	3.59	5.10	6.85	9.10
<b>估值比率</b>				
P/E	41.46	23.10	19.88	15.49
P/B	9.71	6.84	5.09	3.83
EV/EBITDA	28	20	14	11

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

## 相关报告

报告日期	报告标题
2014-01-23	《伊利股份-业绩超预期，成本费用有效控制》
2013-10-31	《伊利股份-行权保障未来业绩增长确定性，政策利好将持续》
2013-09-01	《伊利股份-业绩超预期，净利率持续提升》
2013-06-20	《伊利股份-政策资金支持整合，伊利将存并购预期》
2013-06-17	《伊利股份-行权解决唯一缺陷，长期提业绩，短期提估值》
2013-04-27	《伊利股份-利润增长略低于预期，二季度恢复性高增长》
2012-12-18	《伊利股份-新西兰建厂，提高产品力和品牌力》
2012-10-30	《伊利股份 - 业绩符合预期，明年恢复性增长》
2012-08-20	《伊利股份 - 业绩符合预期，贡含量异常事件利空出尽》
2012-06-14	《伊利股份 - 伊利紧急召回部分乳粉产品事件点评》
2012-04-23	《伊利股份 - 费用使用效率提升，净利率提高具备持续性》
2012-02-28	《伊利股份 - 收入稳健增长，费用率持续下降兑现净利率提升》
2011-10-30	《伊利股份-利润增长大幅超预期，费用率下降至合理水平》
2011-08-07	《伊利股份-中报高增长，净利率出现上行拐点》
2011-05-26	《伊利股份-成本趋稳、提价效果显现、费用控制促进净利润大幅提升》
2011-05-19	《伊利股份-定向增发项目将加速产能投放进程，支持未来三年高速增长》
2011-05-03	《伊利股份-年报及一季报点评：收入保持高速增长，盈利能力逐步回升》
2011-03-14	《伊利股份-加大重点消费市场产能布局，建设华南地区运营中心》
2011-01-20	《伊利股份-加码宁夏吴忠液态奶项目，产能布局进一步优化》
2010-12-21	《伊利股份-品牌升级推动公司向世界一流健康食品集团迈进》
2010-11-29	《伊利股份-深耕产业链，扩大自有奶源，加大产能布局，渠道继续下沉》

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于+10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

蒋 鑫：中投证券研究所食品行业分析师，2010 年加入中投证券，南开大学经济学硕士，天津大学信息工程工学学士。

重点覆盖：伊利股份、双汇发展、汤臣倍健、海天味业、贝因美、光明乳业、中炬高新、三全食品、洽洽食品、承德露露、涪陵榨菜、克明面业、煌上煌、好想你

## 免责条款

本报告由中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

**中国中投证券有限责任公司研究总部**

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

### 深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务  
中心 A 座 19 楼  
邮编：518000  
传真：(0755) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际  
大厦 15 层  
邮编：100032  
传真：(010) 63222939

### 上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦  
16 楼  
邮编：200041  
传真：(021) 62171434