

伊利股份(600887): 原料奶价格持续回落, 双主营业务发展良好

分析师: 丁思德

执业证书编号: S0300511010008

研究助理: 李国锋

Email: dingside@lxzq.com.cn

日期: 2014年7月9日

www.lxzq.com.cn

要点:

1、 “奶荒”已过, 原料奶价格持续回落。在经历了去年的“奶荒”事件以来, 从今年2月份开始, 原料奶的供应逐步增长, 国内和国际原料奶价格出现回落, 未来还有继续下降的空间, 我国乳制品企业的原料成本压力开始缓解。

2、核心产品液态奶未来依然持续稳定增长。1)由于我国奶源南北分布不均衡以及大部分地区冷链物流落后等原因, 未来几年常温奶仍是我国液体奶市场的消费主流; 2)进口液体奶增长迅速, 但只有国产液体奶的1%, 还不足为虑; 3)我国液体奶人均消费量与国外差距明显, 未来至少还有1倍的成长空间; 4)伊利的金典奶将继续保持高速增长, 安慕希常温酸奶今年已经上市, 市场增长潜力巨大。

3、奶粉行业迎来新的发展机遇, 伊利奶粉业务增长将明显加快。1)国家对婴幼儿奶粉行业的监管力度不断加强, 行业的集中度将不断提高, 龙头企业迎来新的发展机遇; 2)单独二胎政策的放开, 将导致我国每年新增人口200万, 2014年新出生人口将达到1800万人, 婴幼儿奶粉市场需求加大; 3)根据尼尔森公司的预计, 未来三年我国婴儿奶粉将会有14%的年复合增长率, 2016年市场规模将达到1000亿元; 4)伊利在新西兰投资11亿元, 年产4.7万吨婴幼儿奶粉生产线项目将于今年8月份投产, 该生产线将成为伊利新的市场增长点。

4、盈利预测。基于对公司的最近动态跟踪变化, 对盈利预测有一定调整。预计公司2014-2016年EPS分别为1.89元、2.36元和2.87元, 对应PE分别为18、14和12。作为我国乳制品龙头企业, 成长性良好, 我们给予26-27倍PE, 对应目标价为49-51元, 维持“买入”投资评级。

5、风险提示。1)食品质量安全风险; 2)新产品的市场推广风险; 3)进口乳制品的增长超出预期。



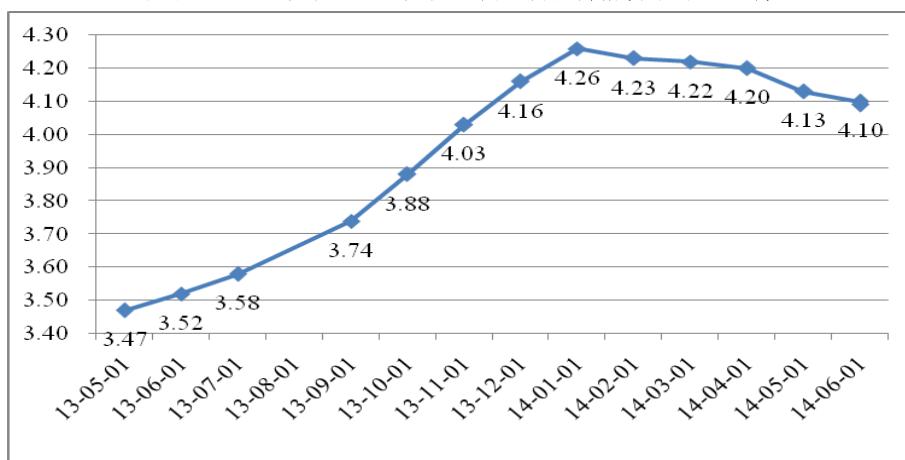
一、原料奶价格自今年2月以来持续回落，乳制品企业的原料成本压力缓解

1、国内原料奶价格

2013年恒天然奶粉肉瘤杆菌事件的发生、新西兰的持续干旱、我国南方夏季异常高温以及东北地区的洪水等多重因素的影响，奶源供不应求的现象十分突出。原料奶价格从2013年6月的3.48元/公斤，上涨到2014年2月的4.27元/公斤，增幅达到23%，保持了连续9个月的高位增长。原料奶价格的大幅增长，极大增加了乳制品企业的原材料成本，2013年伊利液体奶的毛利率为26%，比2012年降低了2个百分点。

大幅上涨的原料奶收购价格刺激农民开始加大奶牛的养殖以及新西兰干旱天气的结束，原料奶的供应量开始增加，价格从今年2月底以来开始进入了下降区间，已经连续下降了近4个月，截止2014年6月10日，原料奶为4.10元/公斤，比前一周下降0.2%，同比上涨17.2%。

图表1 2013年4月-2014年6月国内原料奶价格(单位:元/公斤)

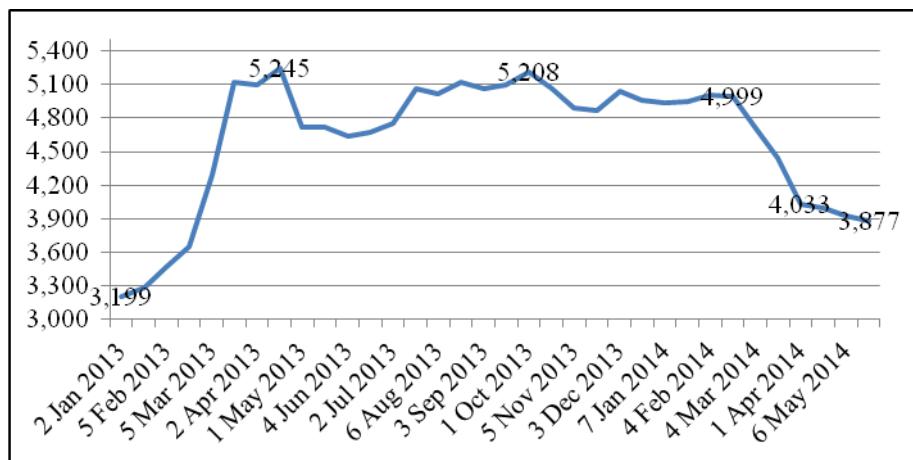


资料来源：农业部，联讯证券投资研究中心

2、新西兰原料奶价格

2013年全球主要奶粉出口国包括新西兰、欧盟、美国、澳大利亚及阿根廷，占到了全球出口量的90%以上，其中新西兰奶粉更是占到了全球出口量的50%，新西兰的原料奶价格直接影响全球奶粉价格走势。不同于去年新西兰等地牛奶产量大幅下滑，今年新西兰、欧洲等地牛奶丰产，供应充足，甚至趋于过剩，导致国际原奶价格下调。新西兰恒天然公司的全球乳制品交易平台（GDT）的价格在近期的交易中呈现下降趋势，自2014年2月4日达到峰值之后，全球乳制品交易平台的价格开始持续下跌。2014年5月20日进行的第116次全球乳制品拍卖中全脂奶粉和脱脂奶粉保持下跌趋势，全脂奶粉均价为3877美元/吨，环比下降1.31%，折合原料奶大约为3.7元/公斤；脱脂奶粉均价为3733美元/吨，环比下降3.6%。

图表2 2013-2014年5月全球乳制品交易平台全脂奶粉拍卖均价（单位：美元/吨）



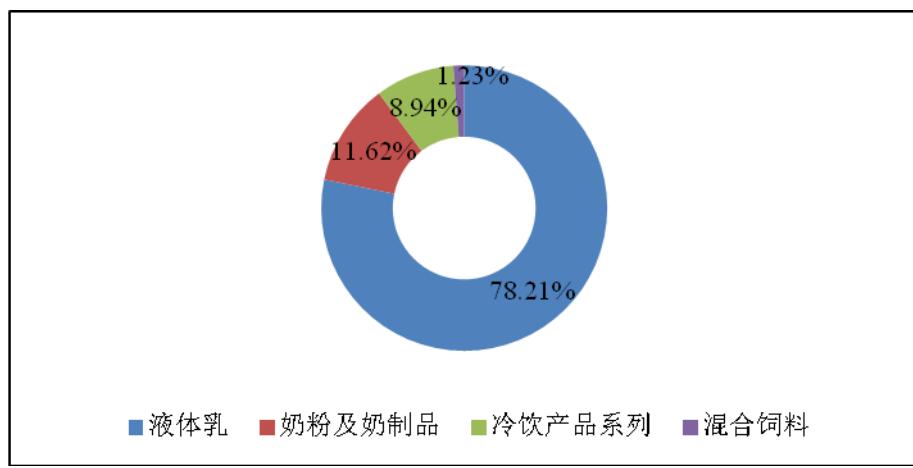
资料来源：Global Dairy Trade (GDT), 联讯证券投资研究中心

由于我国奶牛以家庭养殖为主，奶牛养殖规模发展缓慢，长期以来难以满足国内的市场需求，再加上奶牛养殖的周期较长，我们认为未来几年原料奶的价格会逐步得到降低，未来仍还有下降的空间，乳制品企业的成本压力将逐步缓解，但仍会处于高位运行的区间。

二、液体奶是公司的主导产品，预计未来将有15.8%的年平均复合增长率

液体奶是伊利最主要的收入来源，2013年液体奶占到公司整个收入的78.21%。伊利的液体奶分为两大系列，一个是常温奶系列：包括金奶、QQ星、舒化奶、谷粒多、优酸乳、纯牛奶、安慕希常温酸奶、香蕉牛奶味可滋等；另一个是低温奶系列：包括畅轻、每益添、大果粒、红枣风味酸乳、帕瑞缇。常温奶是伊利的最主要的产品类型。

图表3 2013年公司产品收入构成



资料来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

1、常温奶未来仍是我国液体奶市场的消费主导

目前，我国液体奶市场主要分为高温杀菌的常温奶和低温杀菌的巴氏奶，因此形成了以巴氏奶为

主的城市型乳品企业与主攻常温奶为主的基地型乳品企业的两大阵营，城市型乳品企业以三元、光明等地方性的乳制品企业为代表，基地型乳制品企业以伊利、蒙牛为代表。我国奶源分布的不均衡和绝大多数地区冷链物流的落后未来我国液体奶市场仍以常温奶为主。

（1）奶源分布不均衡

我国北方奶畜的饲草饲料资源丰富，气候地理条件更适合荷斯坦等高产奶畜的繁育生长，因此我国奶源地和乳制品加工企业大部分集中在北方，乳制品生产企业区域布局呈现较为明显的“北多南少”的局面，南方虽有少量乳制品企业，但受到南方奶牛产量低，繁育养殖环境特殊等条件的制约，奶源地难以形成规模；而巴氏奶保质期短，需要全程冷链运输，无法满足南方市场的需求，因此从北方生产常温乳制品运输至南方成为了必然选择。此外，常温乳制品生产企业有能力提供形式多样的产品来满足不同消费者的需要。发达国家中，法国乳制品消费中常温奶占95%，主要原因就是其奶源和乳制品加工较为集中，而消费市场却远离生产中心。

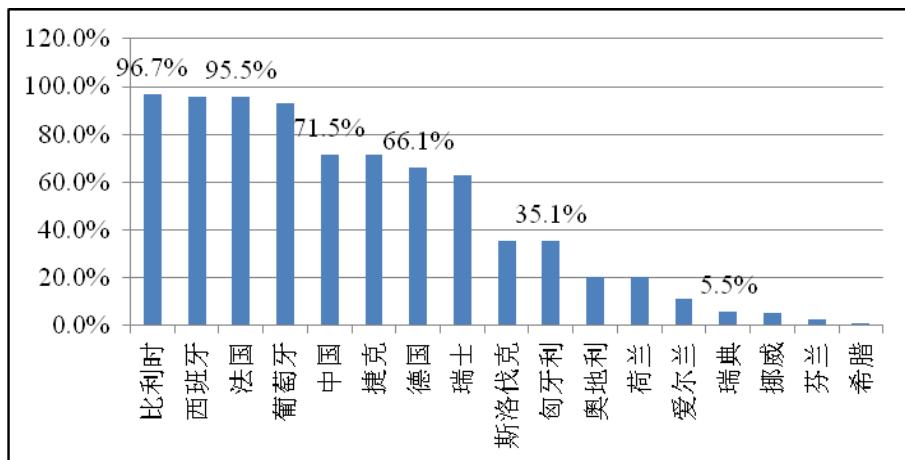
（2）大部分地区冷链物流落后

乳制品具有鲜活易腐性，该特性决定了巴氏奶的生产及销售半径短，需就地加工就近销售，同时必须就近建立充足的奶源基地和完善而庞大的冷链配送体系。在加拿大、美国、澳大利亚等现代农业发达的国家，奶畜的饲养主要是以小规模私人农场的形式存在，奶农参与奶农协会组织，共同投资建设乳制品加工厂，协调销售价格，组织销售渠道等。由于牧场和生产基地地域分布较广，可在乳制品消费市场周边就近建厂，以快速并相对低廉的成本将其从牧场运输至乳制品加工企业，进而进入卖场，最终达到消费者。而我国大规模奶源基地多数离终端市场较远，巴氏奶运输所需冷链体系不健全，设备缺乏，运输成本较高，所以更适于围绕城镇设立的“城市型”乳业生产模式不适宜在全国范围内推广。

（3）较多发达国家常温奶也保持较高水平

在国际市场上，常温奶与巴氏奶都有自己的流行区域，巴氏奶已在全球的奶品消费市场中风靡多年，曾是许多国家牛奶消费的主导产品。但当前，许多国家出于环保、低碳的目的，都在推广常温奶。例如英国常温奶的市场份额只占了不到10%，在欧洲国家中是较低的。英国政府计划在2020年让常温奶占到90%。欧睿国际的数据显示，一些欧洲国家基本上只喝常温奶，常温奶的市场份额比中国还高，例如比利时为96.7%，西班牙为95.7%，法国为95.5%，葡萄牙为92.9%。

图表4 高温灭菌奶（常温奶）在各国消费所占比例



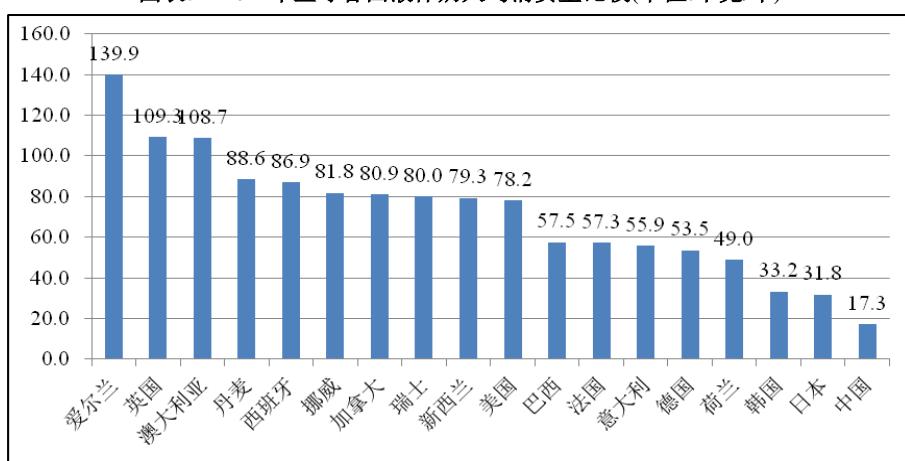
资料来源：欧睿国际（Euromonitor）、中国奶业年鉴，联讯证券投资研究中心

2000年之前，巴氏奶是我国液体奶消费的主要品种，但当时的液体奶品牌均是地方性品牌，因常温奶的出现使得乳品企业中出现了全国性的企业。伊利、蒙牛凭借常温奶产品，在国内巨大的消费市场中成为了国际性的大企业。UHT常温奶在我国的乳制品市场占有率已经由2000年的14.17%，提升到了2009年的71.5%。

2、我国液体奶市场空间巨大，未来将会有1倍的增长空间

从液体奶人均消费量来看，我国奶与世界发达国家相比还有较大的差距，远低于爱尔兰、英国、澳大利亚、新西兰、美国、法国、德国等国家，甚至低于饮食习惯相接近的韩国和日本，随着我国居民生活水平的逐步提高以及对健康的日益重视，未来我国的人均液体奶消费量至少还会有1倍的增长空间。目前只能查到全球其他国家11年数据，但发达国家对奶制品的消费相对稳定。

图表5 2011年全球各国液体奶人均消费量比较(单位:千克/年)



资料来源：Wind（中国为2013年数据），联讯证券投资研究中心

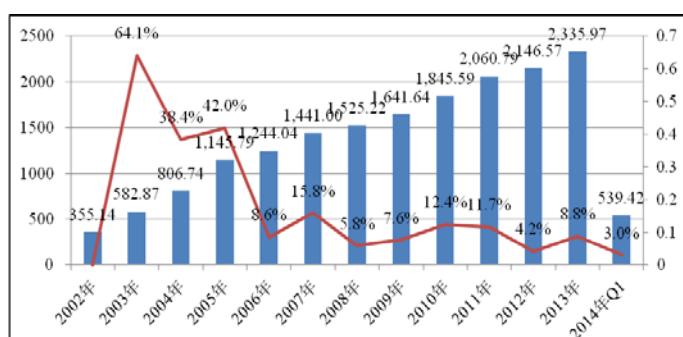
利乐公司的研究显示，由于经济发展、城市化加速以及亚洲中产阶级购买力增强，未来十年全球牛奶消费将大幅增长。全球液体乳制品的需求总量将从2010年的约2700亿升增加到2020年的约3500亿

升，2020年全球液体奶制品需求量将比2010年增长约30%，中印两国的液体乳制品消费量有望占据全球总消费量的三分之一强，而亚太地区消费量将再次超过全球其他地区消费总量。我们认为，未来我国液体奶人均消费量未来有1倍的增长空间。

3、进口液体奶对国产液体奶的冲击未来几年还较为有限

我国液体奶的产量从2002年的355万吨，增长到2013年的2336万吨，其中2013年比2012年同比增长8.8%。同时，从2008年三聚氰胺事件以来，我国进口液体奶开始出现，并保持高速增长的势头，进口液体奶从2008年的0.83万吨增长到2013年的19.48万吨，年均复合增长率达到87.84%，其中2013年比2012年同比增长91.56%。

图表6 2002-2014年Q1我国液体奶产量及增速(单位:万吨)



资料来源：Wind, 联讯证券投资研究中心

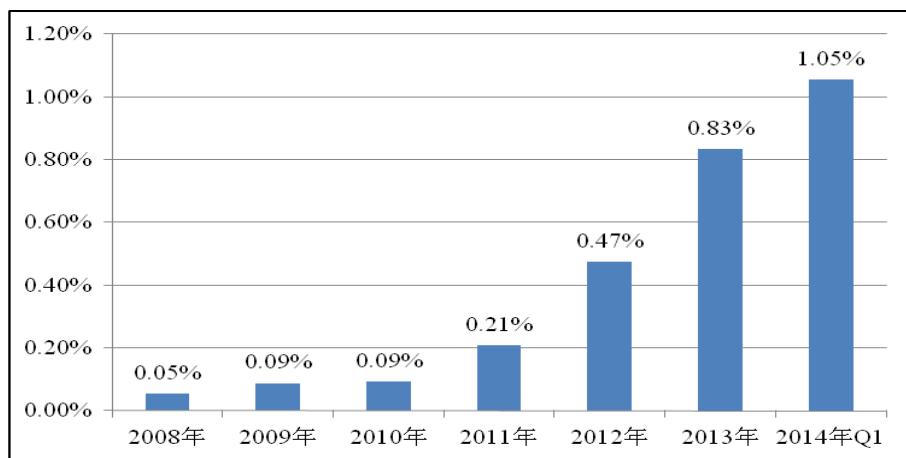
图表7 2008-2014年Q1我国液体奶进口量及增速(单位:万吨)



资料来源：Wind, 联讯证券投资研究中心

尽管液体奶进口量的增长速度较快，2013年和2014年一季度，进口液体奶只占国内产量的0.83%和1.05%，占比仍较小。进口液体奶的产品种类十分单一，基本是保质期为1年的常温奶，且消费渠道主要是二线城市的电商。同时，主要考虑到产品保质期、运输环节成本、质量安全、退货等问题，部分经销商对进口液体奶仍持有保留意见，因此进口液体奶不会像进口葡萄酒那样对国内产业造成巨大冲击，对国内液体奶企业的影响还较为有限，未来几年仍是液体奶消费的补充。

图表8 液体奶进口量占国内消费量比例



资料来源:Wind, 联讯证券投资研究中心

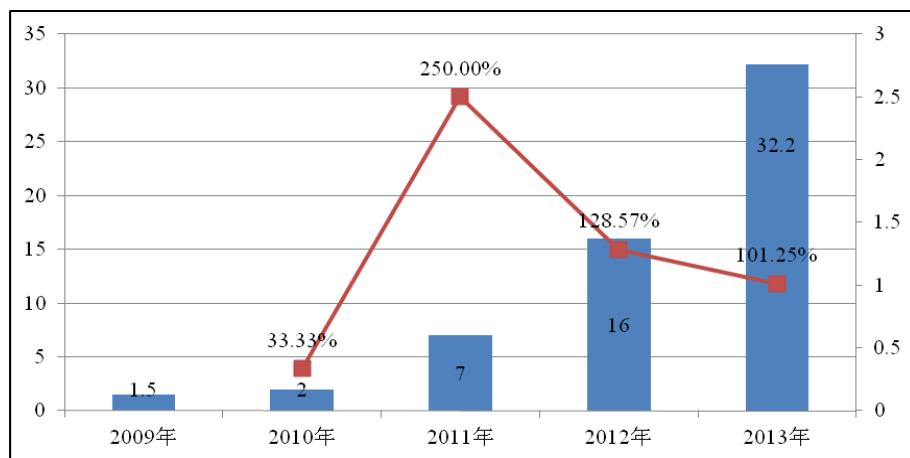
4、金典牛奶和常温酸奶将会高速增长

在乳业遭遇信任危机之后2009年，我国的高端奶开始走向快速发展期。2013年7月30日，伊利金典有机奶全程可追溯系统正式上线。该系统可在金典官网查询到有机牧场、原奶检验、无菌生产、成品检验、认证查询五大环节全过程，金典也成为国内首个真正实现产品全程可追溯的乳品品牌。基于消费升级，金典牛奶迎来高速增长，从2011到2013年，伊利金典牛奶销售收入从10亿元，增长到34亿元，年均复合率达到84%，已经成为伊利液体奶中增长最快的品种，未来几年金典牛奶也会继续保持至少50%的增长率。

常温酸奶由于口感香浓，深受消费者喜爱，同时因为常温特性，可在4°C-25°C下，保存时间长达5个月，便于运输和携带。随着人们消费水平的日益提高，酸奶的营养价值得到越来越多的认可，成为必需品。而一般酸奶需要冷藏且保质期短的特点，影响了消费者的日常饮用。常温酸奶与低温酸奶需要冷链运输不同，常温酸奶具备迅速推向全国市场的条件。

2008年底，光明“莫斯利安”上市，率先在国内市场推出常温酸奶概念，随即创造了光明乳业单品月度销售记录，2009年实现销售收入1.5亿元，2010年12月，“莫斯利安”被光明推向全国市场。2010-2013年“莫斯利安”的销售额分别为2亿元、7亿元、16亿元和32亿元，实现了跨越式的增长，成为光明多年来少有的行业明星产品。我让认为，2014年“莫斯利安”的销售额有望达60亿元。

图表9 2009-2013年光明常温牛奶销售额(单位:亿元)



资料来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

尼尔森预计到2015年，我国常温酸奶的市场规模将达到100亿元，基于常温酸奶广阔的市场空间，伊利于2014年1月推出安慕希常温酸奶。伊利安慕希常温酸奶从今年二、三月份开始在北京、长沙等几个城市试点销售，我们认为伊利安慕希常温酸奶的推出，凭借伊利良好的品牌形象，行业的竞争会加剧，但仍会保持较高的市场增长率，2014年伊利常温牛奶将实现10亿元的销售收入。

基于以上分析，我们认为伊利液体奶2014、2015、2016年将分别保持15.5%、16%和16%的增长率，销售收入分别达到428.7亿元、497.3亿元和576.8亿元，年均复合增长率为15.8%。

三、婴儿奶粉业务迎来新的发展机遇，预计未来三年复合增长率达到28%

1、国内外婴幼儿奶粉企业遭遇大洗牌

(1) 进口婴幼儿奶粉企业49家通过审查

为贯彻落实国务院关于进一步加强婴幼儿乳粉质量安全工作的部署，2013年9月23日，国家质量监督检验检疫总局《质检总局关于加强进口婴幼儿配方乳粉管理的公告》(2013年第133号)，公告要求自2014年4月1日起，进口婴幼儿配方乳粉的中文标签必须在入境前已直接印制在最小销售包装上，不得在境内加贴。产品包装上无中文标签或者中文标签不符合中国法律法规和食品安全国家标准的，一律按不合格产品做退货或销毁处理。自2014年5月1日起，未经注册的境外生产企业的婴幼儿配方乳粉不允许进口婴幼儿配方乳粉，其报检日期到保质期截止日不足3个月的，不予进口。另外，严禁进口大包装婴幼儿配方乳粉到境内分装，进口的婴幼儿配方乳粉必须已罐装在向消费者出售的最小零售包装中。

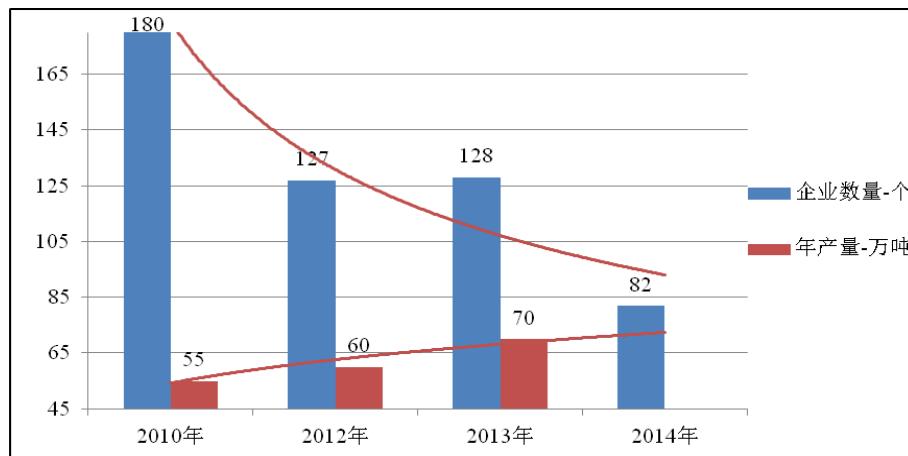
截至2014年6月1日，国家质检总局公布了两批获得进口婴幼儿配方乳品境外生产企业的注册名单，有49家生产企业共115个品牌获得认证。此前我国市场进口奶粉品牌多达约800-1000个，这在很大程度上遏制住曾在中国市场泛滥的“假洋鬼子”，这些“假洋鬼子”基本上是由中国人在海外注册，然后找海外工厂代加工贴牌生产并专供中国市场。此次的规范认证，很多进口奶粉品牌被淘汰。49家海外工厂生产的婴幼儿奶粉进入中国市场的品牌有115个。

(2) 目前,国内婴幼儿奶粉企业缩减到82家

2013年6月,国务院发布《关于进一步加强婴幼儿配方乳粉质量安全工作意见的通知》,为认真贯彻落实国务院部署要求,国家食药总局制定了一系列制度和措施,以提升婴幼儿配方乳粉质量安全水平,于2013年12月发布了《婴幼儿配方乳粉生产许可审查细则(2013版)》,国家食药总局部署各地开展婴幼儿配方乳粉生产许可审查和再审核工作,对全国133家婴幼儿配方乳粉生产企业开展了生产许可审查工作,对未通过审查的企业两年内将停止生产。截至2014年5月底,本次审查结束,在全国133家企业中,82家获得通过,没有通过企业共51家。伊利目前生产婴幼儿奶粉成品的有天津伊利乳业有限责任公司、内蒙古金海伊利乳业有限责任公司和杜尔伯特伊利乳业有限责任公司三家工厂,均通过审核,取得生产许可证。

随着婴幼儿奶粉企业审查工作的结束,全国婴幼儿配方乳粉生产企业由2010年的180家减少到2014年的82家,婴幼儿奶粉的产品质量得到大幅提高,消费者对国产奶粉的信息将得到重建,行业集中度将进一步提升,有利于国产奶粉龙头企业的做强做大。

图表10 国内婴幼儿配方乳粉企业的数量和产量



资料来源:中国乳制品工业协会,联讯证券投资研究中心

(3)《推动婴幼儿配方乳粉企业兼并重组工作方案》获得国务院批复

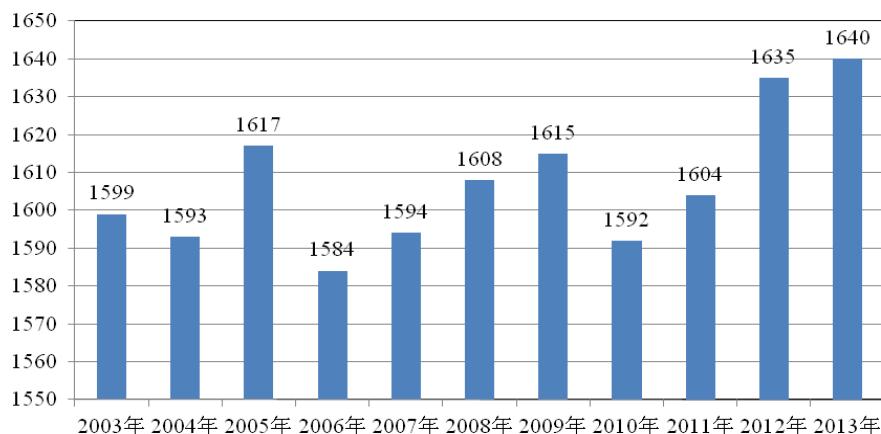
2014年6月6日,工业和信息化部、发展改革委、财政部、食品药品监管总局制定的《推动婴幼儿配方乳粉企业兼并重组工作方案》获得国务院批复。该方案提出,到2015年底争取形成10家左右年销售收入超过20亿元的大型婴幼儿配方乳粉企业集团,前10家国产品牌企业的行业集中度达到65%;到2018年底,争取形成3—5家年销售收入超过50亿元的大型婴幼儿配方乳粉企业集团,前10家国产品牌企业的行业集中度超过80%。未来几年,许多中小型婴幼儿奶粉企业被大型企业并购的速度将会明显加快,龙头企业的竞争实力将显著提高。

2、单独二胎政策扩大奶粉行业的需求,为行业带来利好

从2003-2013年,我国大陆每年新出生人口基本维持在1600万左右。2013年11月15日,十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》对外发布,其中提到“坚持计划生育

的基本国策，启动实施一方是独生子女的夫妇可生育两个孩子的政策”，这标志着“单独二孩”政策将正式实施。根据国家卫生和计划生育委员会的预测，单独二孩政策放开后，全国每年将新增人口200万人。可以预计2014年我国新出生人口将达到1850万人，婴幼儿奶粉企业将明显受益。

图表11 2003-2013年我国新出生人口数量(单位:万人)

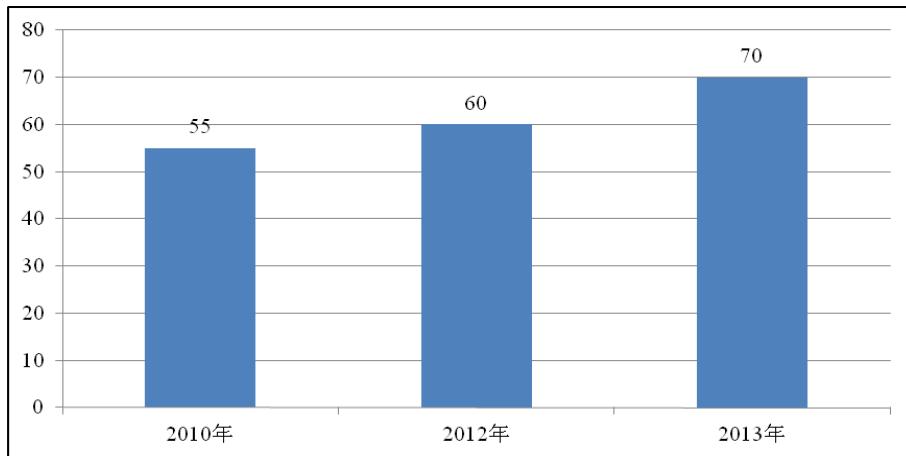


资料来源:国家统计局, 联讯证券投资研究中心

3、婴幼儿进口奶粉增长迅速，国内龙头仍占有一定市场，并可能取得新的突破

2010年我国婴幼儿奶粉产量为70万吨，2013年达到70万吨，同比增长15%，前15家主流品牌的产量约占行业总产量的70%以上。

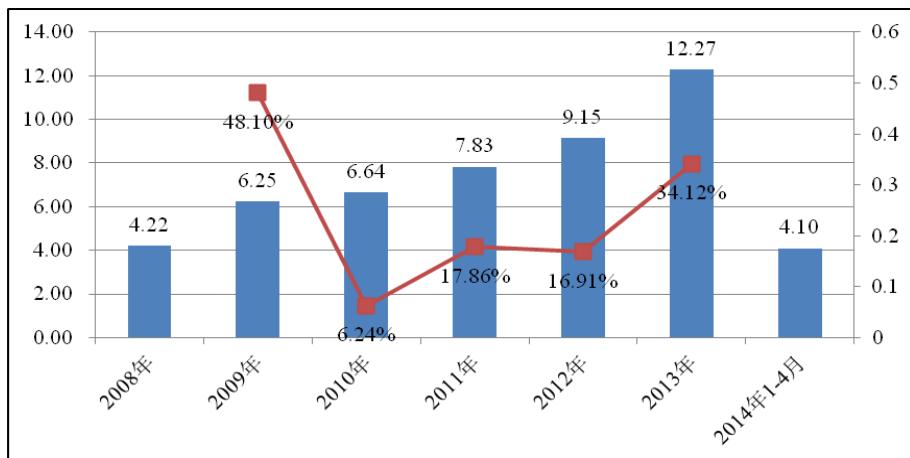
图表12 2010-2013年我国婴幼儿配方奶粉产量(单位:万吨)



资料来源:中国乳制品工业协会, 联讯证券投资研究中心

2008年以来，国内频发乳制品质量安全事故，消费者对国产婴幼儿配方奶粉缺乏信心，更多的消费者青睐于进口奶粉，婴幼儿奶粉的进口量大幅增长。2008-2013年，我国婴幼儿配方奶粉进口量从4.22万吨增长到12.27万吨，其中，2013年比2012年同比增长34.12%。

图表13 2010-2013年我国婴幼儿配方奶粉进口量(单位:万吨)



资料来源：中国海关总署，联讯证券投资研究中心

从婴幼儿奶粉进口国家来看，来自荷兰2.51万吨，占比20.46%；法国2.26万吨，占比18.42%；新西兰1.97万吨，占比16.06%；新加坡1.57万吨，占比12.80%；丹麦1.12万吨，占比9.13%，这五个国家占到总进口量的76.85%。

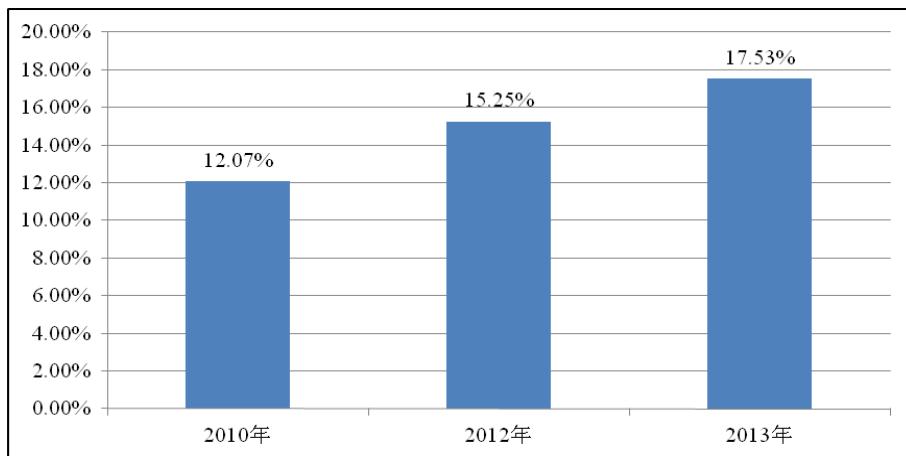
图表14 2013年婴幼儿配方奶粉主要进口国

进口国家	进口量 (万吨)	占比
荷兰	2.51	20.46%
法国	2.26	18.42%
新西兰	1.97	16.06%
新加坡	1.57	12.80%
丹麦	1.12	9.13%
爱尔兰	0.76	6.23%
韩国	0.68	5.53%
德国	0.21	1.72%
瑞士	0.2	1.66%
美国	0.2	1.62%
英国	0.11	0.86%

资料来源：中国海关总署，联讯证券投资研究中心

虽然进口奶粉增长迅速，但在全国范围内来看进口奶粉占比仍较低。2013年进口婴幼儿奶粉占我国婴幼儿奶粉产量的比例为17.53%，国产婴幼儿奶粉仍为我国消费市场的主导。

图表15 进口婴幼儿奶粉占我国婴幼儿奶粉的产量比例



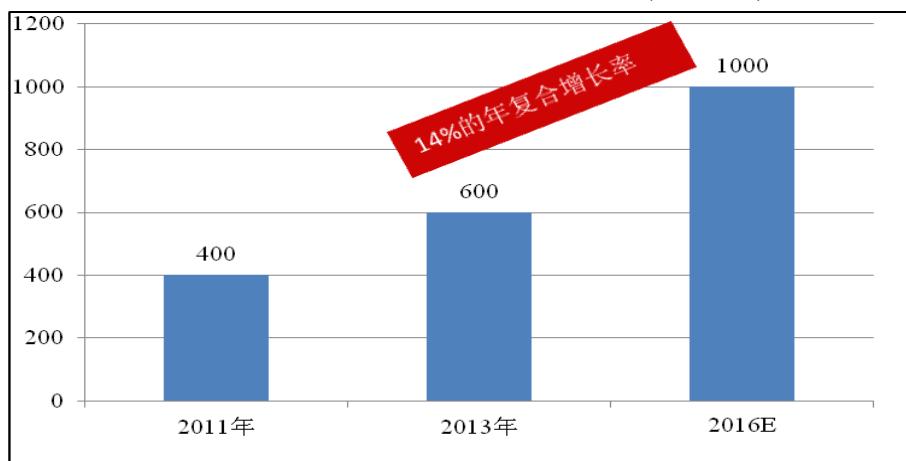
资料来源：中国乳制品工业协会，联讯证券投资研究中心

随着国家不断出台政策各项政策整顿国内婴幼儿奶粉市场，行业集中度不断提升，以伊利和贝因美为代表的我国婴幼儿奶粉龙头企业，不断积极加强产品的质量安全，提高产品质量，在工艺、技术、配方等方面与洋奶粉之间的差距在逐步缩小，消费者对国产奶粉的信心也在逐步得到恢复，未来仍可以在婴幼儿奶粉市场中占据一席之地，并有望获得新的突破。

4、2016年我国婴幼儿奶粉市场容量将达到1000亿元

我国婴幼儿奶粉的市场容量巨大，增长十分迅速，2011年为400亿元，2013年达到了600亿元，两年增长了50%。根据尼尔森今年的预测，未来三年婴儿奶粉将会以接近14%的年复合增长率，到2016年我国婴幼儿奶粉将达到1000亿元的市场规模，市场潜力巨大。

图表16 2011-2016年我国婴幼儿奶粉市场规模(单位:亿元)



资料来源:AC尼尔森，联讯证券投资研究中心

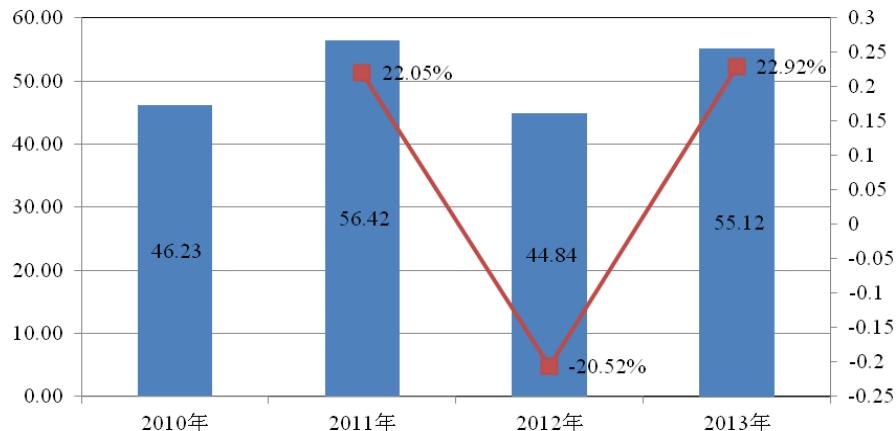
5、伊利奶粉业务未来将快速增长

(1) 奶粉业务增速最快、毛利率最高

2012年6月12日奶粉中发生的汞超标事件，伊利积极应对，6月13日伊利开始将2011年11月-2012年5

月内生产的全优2、3、4段奶粉全部召回，同时查验原因并及时妥善处理。2012年奶粉收入只有44.84亿元，同比下降了20.52%。经过整治，2013年奶粉业务实现销售收入55.12亿元，同比增长22.92%，在各种产品中也是增速最高的。

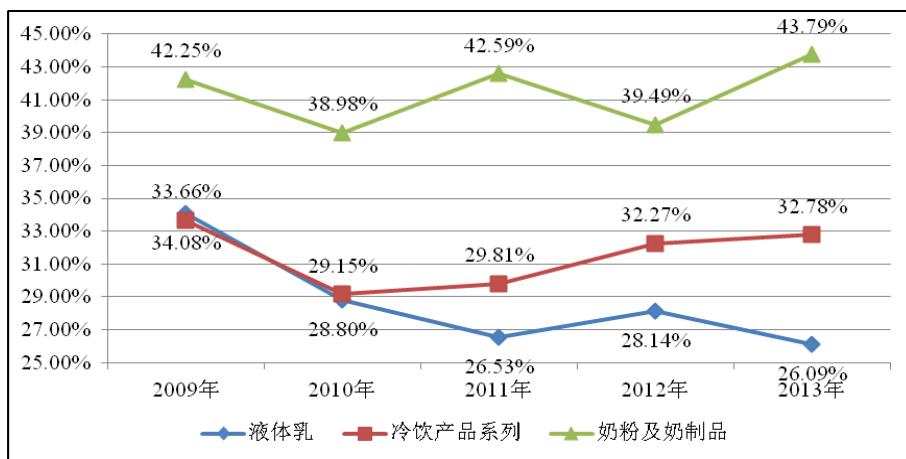
图表17 2011-2016年伊利奶粉收入(单位:亿元)



资料来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

在伊利的三大类产品中，奶粉的毛利率最高，一直保持在40%左右的水平，2013年奶粉毛利率达到43.79%，同比增长4.5个百分点。

图表18 伊利的奶粉毛利率最高



资料来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

(2) 在新西兰新建4.7万吨婴幼儿奶粉生产线项目，计划今年6月份达产

近年来，我国乳制品市场需求快速增长，但是国内奶牛养殖规模却发展缓慢，原奶的供应一直处于偏紧的状态，价格一直高位运行，新西兰凭借发达的畜牧业，原奶的供应较为充足，价格低廉，在全球范围内具有较强的市场竞争力。以2014年6月份的全球各国原料奶价格为例，每公斤原料奶价格新西兰3.5元/公斤，低于全球大多数国家和地区。

图表19 2014年6月全球各国原料奶价格比较(单位:元/公斤)



注：国际奶价的信息来源是当地奶农或相关企业，可能只代表部分地区价格，非整个国家的总体水平，仅供参考。

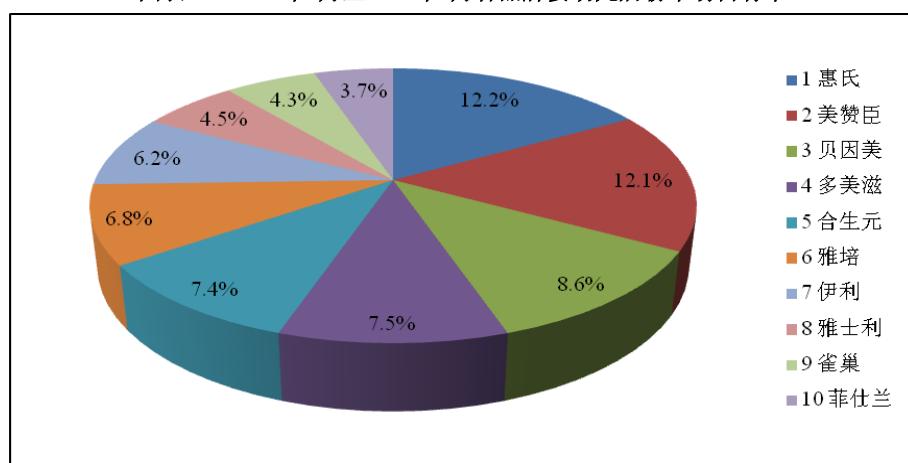
资料来源：北京东方戴瑞乳业信息咨询有限公司，联讯证券投资研究中心

2012年12月，伊利发布对外投资公告，伊利将通过下属境外全资子公司伊利国际发展有限公司及香港金港商贸控股有限公司购买新西兰大洋洲乳业有限公司100%股权，该公司拟投资11亿元在新西兰建设年产4.7万吨的婴儿配方奶粉生产线。该项目预计建设期为19个月，其中准备阶段3个月，实施阶段16个月，预计今年8月投产。根据当地原奶供给预测，2014-2015奶季可达产60%，即2.82万吨；2015-2016奶季可达产80%，即3.76万吨；2016-2017奶季开始满产，即4.7万吨。伊利将依靠新西兰充足且低价的原料奶，降低生产成本，提升产品的市场竞争力，该项目将成为公司婴幼儿奶粉业务新的增长点。

(3) 伊利婴幼儿奶粉市场占有率和品牌网络口碑指数均名列第七

根据AC尼尔森的数据，2013年1月到2014年1月，在零售和母婴渠道，中国婴幼儿配方奶粉销售额的市场份额前五名依次是惠氏、美赞臣、贝因美、多美滋和合生元。与2012年的情况相比，多美滋的市场占有率为第二名跌至了第四名，而雅培则跌出了前五，取而代之的是合生元，排名第五。在国产品牌中，只有贝因美和伊利进入了前十大品牌，分别占有8.6%和6.2%的市场份额。

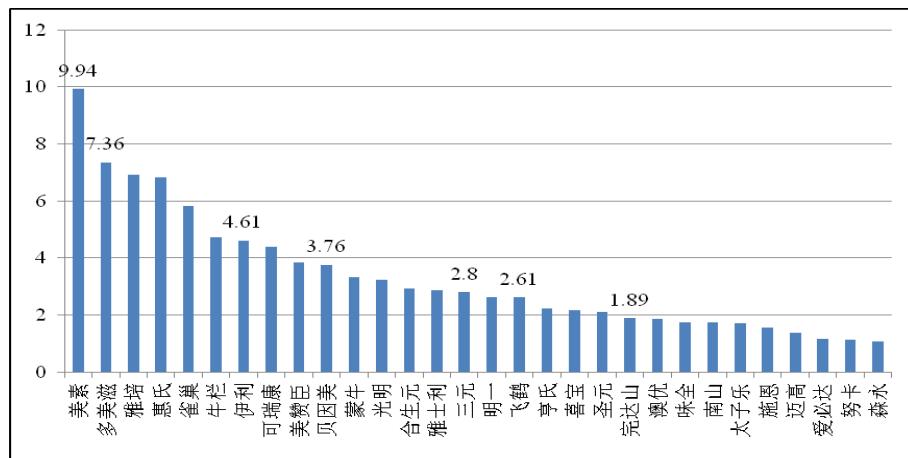
图表20 2013年1月至2014年1月各品牌婴幼儿奶粉市场占有率



资料来源：AC尼尔森，联讯证券投资研究中心

2014年6月3日，中国统计信息服务中心（CSISC）发布《2013中国婴幼儿奶粉品牌口碑研究报告》（以下简称《报告》），30个市场表现比较活跃的婴幼儿配方奶粉品牌接受了CSISC民意好口碑的公平监测和评价，从品牌知名度、消费者互动度、质量认可度、企业美誉度、产品好评度及品牌健康度共计六个维度进行的民意评价，客观的反映了关于品牌在网络上碎片化民意的综合情况。伊利和贝因美国国产奶粉进入前十，分别排名第七和第十。

图表21 2013年奶粉行业品牌网络口碑指数



资料来源：中国统计信息服务中心（CSISC），联讯证券投资研究中心

基于以上分析，我们认为2014、2015和2016年伊利的业务奶粉业务将保持26%、29%和29%的增长率，年复合增长率28%，销售收入分别达到69.45亿元、89.6亿元和115.58亿元，未来前景可期。

四、伊利的竞争优势

1、具有强大的优质可控的奶源基地

在中国，伊利是唯一拥有新疆天山、内蒙古呼伦贝尔和锡林郭勒这三大黄金奶源基地的乳品企业。与此同时，伊利还拥有遍布全国的优质奶源基地，在内蒙古、黑龙江、新疆、京津唐、山西、山东、河南、河北、湖北、安徽、甘肃等地区都建立了现代化的乳业生产基地。截止2013年6月，伊利在全国拥有的自建、在建及合作牧场共1500座，伊利奶源供应比例中集中化、规模化的养殖达90%。

图表22 伊利奶源带分布图



资料来源：网上公开信息，联讯证券投资研究中心

为了确保乳品质量，伊利在完善各生产环节的质量监控的同时，最主要的做法就是加强奶源基地建设，推行规模化标准化养殖，通过统一指导奶牛场建设、饲料配方加工、疫病防治等，使牛奶品质在奶源阶段就处于受控状态。

2014年6月5日，伊利发布了公告，公司拟以全资子公司内蒙古伊利畜牧发展有限责任公司为平台，通过增资方式引进引入云峰投资管理（香港）有限公司所提供管理服务的基金和中信产业投资基金（香港）顾问有限公司所提供管理服务的基金，将通过共同设立的一家法律实体合计持有本次增资完成后畜牧公司60%股权，公司将持有本次增资完成后畜牧公司40%股权，本次增资金金额不少于20亿元。本次增资，将进一步提高原奶供应保障体系能力，加大牧场建设力度，扩展和优化奶源基地布局并化解牧场投资资金需求不断放大的压力。

2、伊利名列全球乳业20强和中国最具品牌价值50强

伊利从上市以来，营业收入从1996年的3.55亿元，增长到2013年的477.79亿元，年平均复合增长率达到33.44%。在全球乳制品企业20强中位列第13位。

图表23 2013年全球乳业20强排行榜

排名	公司	国家	2012年营业额(亿元)	品牌 / 产品
1	雀巢 (Nestlé)	瑞士	1899	雀巢, 惠氏
2	达能 (Danone)	法国	1224	诺优能, 可瑞康
3	拉克塔利斯 (Lactalis)	法国	1136	总统奶酪, 左旋肉碱
4	恒天然 (Fonterra)	新西兰	1010	安怡, 安满
5	富仕兰 (FrieslandCampina)	荷兰	852	美素佳儿
6	美国奶农 (Dairy Farmers of America)	美国	764	液态奶, 大包装奶基
7	阿拉食品 (Arla Foods)	丹麦/瑞典	681	蒙牛合作阿拉奶粉
8	迪恩食品 (Dean Foods)	美国	555	液态奶, 奶制品, 果汁
9	萨普托 (Saputo)	加拿大	530	乳清蛋白, 黄油
10	明治乳业 (Meiji)	日本	486	明治
11	联合利华 (Unilever)	荷兰/英国	473	黄油, 涂抹酱
12	伊利 (Yili)	中国	417	伊利
13	索迪雅 (Sodiaal)	法国	366	爱达尔
14	森永 (Morinaga)	日本	366	雪印
15	卡夫食品 (Kraft Foods)	美国	360	卡夫乳制品
16	诺德胡马纳 (DMK)	德国	360	胡玛纳有机奶粉
17	蒙牛 (Mengniu)	中国	361	蒙牛
18	保健然 (Bongrain)	法国	334	百吉福奶制品
19	施雷伯食品 (Schreiber Foods)	美国	284	奶酪
20	缪勒 (Müller)	德国	265	酸奶, 乳制品

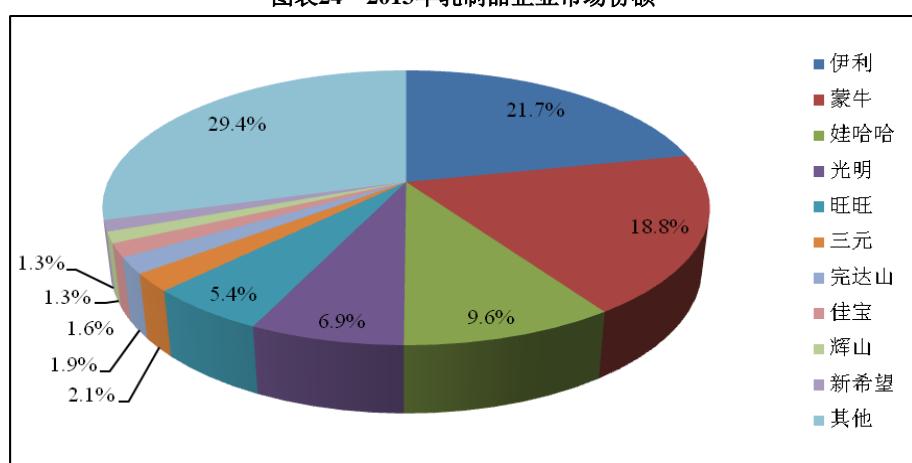
资料来源：荷兰合作银行，联讯证券投资研究中心

全球最大品牌咨询机构Interbrand于2013年10月发布了2013最佳中国品牌价值排行榜，该榜单是全球最具价值品牌的指向标，伊利名列第39位。伊利的成功入围表明，在备受争议的中国食品安全重压之下，伊利在品牌建设方面所做的努力和取得的突出成绩，得到了公众和权威机构的高度认同。

3、全国乳制品市场占有率第一

根据欧睿信息咨询 (Euromonitor) 的数据，2013年中国乳制品市场规模为2530.63亿元（不包括婴幼儿配方乳粉），其中伊利以21.7%的市场份额居全国首位，蒙牛以18.8%位居第二。

图表24 2013年乳制品企业市场份额



资料来源：欧睿国际 (Euromonitor)，联讯证券投资研究中心

五、盈利预测及投资评级

随着我国对液态奶和奶粉市场需求的不断增加，以及公司较强的行业竞争力，未来三年，公司液态奶和奶粉两大核心业务将会继续保持快速发展，从而带动公司业绩的稳定增长。基于对公司的最近动态跟踪变化，对盈利预测有一定调整。我们预计，2014-2016年收入增速分别为15.1%、16.3%和16.7%；

净利润增速分别为20.9%、25.2%和21.5%，EPS分别为1.89元、2.36元和2.87元，目前股价对应PE分别为18、14和12。

我们选取了同为乳制品行业且主营相近的上市公司光明乳业、贝因美和蒙牛乳业，可比公司2014年的动态PE平均为25倍。考虑到伊利作为我国乳制品行业的龙头企业以及未来成长性良好，我国给予公司2014年26-27倍的PE，对应目标价为49-51元，维持“买入”投资评级。

图表25 乳制品行业上市公司PE比较

股票代码	公司名称	收盘价		EPS			PE			
		(2014.7.8)	2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E
600597	光明乳业	15.73	0.33	0.49	0.69	0.90	48	32	23	17
002570	贝因美	14.36	1.13	0.77	0.95	1.21	13	19	15	12
2319.Hk	蒙牛乳业	35.95	0.90	1.45	1.83	2.28	40	25	20	16
平均值							33	25	19	15

资料来源：Wind一致预测，联讯证券投资研究中心

图表26 伊利股份财务报表及指标预测（单位：百万元）

利润表	2013A	2014E	2015E	2016E	财务指标	2013A	2014E	2015E	2016E	
营业收入	47,779	55,017	63,983	74,666	盈利能力					
减:营业成本	34,083	38,830	44,821	52,130	毛利率	28.7%	29.4%	29.9%	30.2%	
营业税金及附加	234	269	313	366	三费/销售收入	22.8%	21.7%	21.5%	21.2%	
营业费用	8,546	9,408	10,749	12,320	EBIT/销售收入	6.3%	7.9%	8.6%	9.0%	
管理费用	2,392	2,751	3,199	3,733	EBITDA/销售收入	8.7%	9.9%	10.5%	10.9%	
财务费用	-33	-213	-212	-211	销售净利率	6.7%	7.1%	7.6%	7.9%	
资产减值损失	30	23	23	23	投资回报率					
加:投资收益	131	140	150	165	ROE	19.8%	19.9%	20.6%	20.7%	
公允价值变动损益	-	-	-	-	ROA	9.7%	12.2%	13.0%	13.3%	
其他经营损益	-	-	-	-	ROIC	28.0%	18.9%	22.1%	27.8%	
营业利润	2,659	4,089	5,240	6,471	成长性					
加:其他非经营损益	401	462	462	462	销售收入增长率	13.8%	15.1%	16.3%	16.7%	
利润总额	3,060	4,551	5,702	6,933	EBIT 增长率	41.5%	43.4%	26.6%	22.4%	
减:所得税	-141	662	833	1,015	EBITDA 增长率	36.5%	30.7%	23.8%	20.9%	
净利润	3,201	3,890	4,870	5,918	净利润增长率	84.4%	21.5%	25.2%	21.5%	
减:少数股东损益	14	36	45	55	总资产增长率	64.3%	13.9%	19.2%	19.8%	
归属母公司股东净利润	3,187	3,853	4,824	5,863	偿债能力					
资产负债表		2013A	2014E	2015E	2016E	资产负债率	47.6%	45.2%	41.6%	38.8%
						投资资本/总资产	56.3%	54.8%	45.5%	41.5%

货币资金	7,275	9,147	14,319	18,562	带息债务/总负债	27.5%	24.0%	21.9%	19.6%
应收和预付款项	975	2,087	1,459	2,671	流动比率	1.1	1.3	1.5	1.7
存货	3,683	4,475	4,942	6,011	速动比率	0.6	0.7	1	1.1
其他流动资产	3,635	3,635	3,635	3,635	运营效率				
长期股权投资	558	563	568	573	总资产周转率	1.5	1.6	1.5	1.5
投资性房地产	-	-	-	-	固定资产周转率	4.1	4.6	4.7	4.9
固定资产和在建工程	13,175	13,514	15,096	16,678	应收账款周转率	91.5	106.5	92.6	103.9
无形资产和开发支出	923	1,043	1,189	1,363	存货周转率	9.3	8.7	9.1	8.7
其他非流动资产	928	1,003	1,080	1,159	每股指标(元)				
资产总计	31,153	35,468	42,288	50,652	每股收益	1.6	1.9	2.4	2.9
短期借款	4,086	3,846	3,846	3,846	每股净资产	7.9	9.5	11.4	13.8
应付和预收款项	9,651	11,091	12,621	14,682	每股股利	0.26	0.3	0.4	0.5
长期借款	0.29	0.58	0.87	1.16	每股经营现金流	2.7	1.9	3.5	3.1
其他负债	1,103	1,103	1,103	1,103	估值比率				
负债合计	14,841	16,041	17,572	19,632	PE	21.3	17.7	14.1	11.6
股本	2,043	2,043	2,043	2,043	PB	4.2	3.5	2.9	2.4
资本公积	7,539	7,539	7,539	7,539	PS	9.3	4.2	3.5	2.9
留存收益	6,543	9,764	13,795	18,694	EV/EBITDA	16.7	12.5	9.5	7.5
归属母公司股东权益	16,125	19,345	23,377	28,276					
少数股东权益	188	224	269	324					
股东权益合计	16,313	19,569	23,646	28,600					
负债和股东权益合计	31,153	35,610	41,217	48,232					
<hr/>									
现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E					
经营性现金净流量	5,479	3,808	7,078	6,377					
投资性现金净流量	-6,260	-1,280	-1,331	-1,388					
筹资性现金净流量	7,241	-656	-575	-746					
现金流量净额	6,455	1,872	5,172	4,243					

资料来源：Wind, 联讯证券投资研究中心

六、风险提示

1、食品质量安全风险

目前，我国奶牛养殖仍是以散养户为主，大型牧场数量较少，原料奶的质量难以从源头上得到根本控制。伊利作为我国最大的乳制品企业，还有较大比例的原料奶需要外购来解决，如果出现食品安全问题，将可能会影响到公司在全国的品牌形象，进而影响到产品销售。

2、新产品的市场推广风险

由于行业竞争的加剧，消费者对公司新开发的常温奶和婴幼儿奶粉的认知需要一段时间，产品市

场开拓可能低于预期。

3、进口乳制品的增长超出预期

由于国外进口乳制品企业具有先进的管理理念、良好的品牌形象以及国内消费者对进口乳制品质量安全的信赖，进口乳制品在国内的销售会超出市场预期。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

风险提示

本报告由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。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，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。

本报告基于联讯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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

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资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。