

## Key Call: 伊利股份

### 预计二季度收入增速加快 盈利能力继续提升

#### 伊利盈利能力仍然有继续提升的空间

我们预计，伊利未来的毛利率有继续提升的空间。主要来自于：（1）预计公司未来 2 年收入维持在 10% 以上的增长，贡献主要来自于高毛利高净利的产品。我们预计，伊利液态奶高端产品在 14-15 年占比分别为 39.9%/41.5%；（2）新品推广主要集中在中高档产品，毛利率和净利率水平较高；（3）未来 1-2 年，国内原奶价格同比涨幅应会有所放缓。

#### 费用率处于可控范围

由于今年暖冬以及规模化奶场占比提高，奶牛单产大幅提升，原奶供应量明显恢复，导致下游乳制品行业促销明显增加。我们认为，乳制品作为快消品，促销的目的主要取决于终端产品的新鲜度，每年春节旺季后促销也属于正常情况（13 年缺奶），经过 3-4 月促销之后，目前市场产品新鲜度基本上都在 6 月份的货。此外，我们认为公司未来广告费绝对额的增加空间不大。

#### 伊利已经成为平台型乳制品企业

我们认为，伊利在液态奶、奶粉、低温以及冷饮四个乳制品业态的操作模式以及销售团队都相对独立，其实已经成为平台型乳制品企业。未来，伊利在做大做强各乳制品业务板块的同时，应会继续向其他食品板块拓展，有望真正成为全球食品龙头企业。

#### 估值：建议买入，目标价 54 元

我们认为，即使不考虑解禁的因素，伊利盈利水平也应该进入提升拐点，公司四大业务板块全部都处于盈利水平的提升阶段。我们预计，二季度单季度公司收入同比增长 17% 以上，主业净利润同比增长 40% 以上。我们维持盈利预测不变，基于瑞银 VCAM 现金流贴现模型得到目标价 54 元（WACC6.4%）。

#### Equities

中国  
食品加工业

12 个月评级

**买入**

12 个月目标价

**Rmb54.00**

股价

**Rmb32.30**

路透代码: 600887.SS 彭博代码 600887 CH

#### 交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb51.29-31.32	
市值	Rmb66.0 十亿/US\$10.6 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)	16,339	
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb559.3	
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb19.0 十亿	
市净率 (12/14E)	3.5x	
净债务 / EBITDA	NM	
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)		
	UBS	市场预测
12/14E	1.90	1.86
12/15E	2.30	2.31
12/16E	2.63	2.77

**赵琳**

分析师

S1460511020005

lin.zhao@ubssecurities.com

+86-105-832 8186

**何淼**

分析师

S1460513080001

miao.he@ubssecurities.com

+86-105-832 8478

重要数据(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	37,266	41,736	47,779	54,055	60,051	65,749	71,858	78,062
息税前利润(UBS)	1,697	1,649	2,495	3,904	4,988	5,820	6,593	7,522
净利润(UBS)	1,809	1,717	2,621	3,877	4,689	5,380	6,085	6,861
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	1.13	1.07	1.28	1.90	2.30	2.63	2.98	3.36
每股股息(Rmb)	0.25	0.33	0.20	0.48	0.59	0.71	0.82	0.92
现金 / (净债务)	921	(581)	4,087	9,365	11,495	14,292	17,778	22,049
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	4.6	4.0	5.2	7.2	8.3	8.9	9.2	9.6
ROIC (EBIT) (%)	41.4	26.7	27.8	39.6	49.8	51.5	53.2	56.8
EV/EBITDA(core)x	12.1	12.9	18.3	13.2	10.5	9.1	8.0	5.0
市盈率(UBS, 稀释后)(x)	16.8	19.8	26.7	17.0	14.1	12.3	10.8	9.6
权益自由现金流(UBS) 收益率 %	(2.4)	(2.0)	2.3	8.8	4.8	6.2	7.6	8.7
净股息收益率(%)	1.3	1.5	0.6	1.5	1.8	2.2	2.5	2.9

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 2014 年 07 月 11 日 16 时 26 分的股价(Rmb32.30)得出；

# 投资主题

## 伊利股份

### 投资理由

我们看好伊利的核心逻辑是:1) 液态奶行业消费升级从 13 年才刚开始, 伊利的中高端产品布局领先竞争对手, 14 年整体高档产品的占比有望接近 40%; 2) 受益于 2013 年上半年的低基数, 14 年整体利润弹性较为明显; 3) 我们估计 14 年原奶价格涨幅趋缓, 同比上涨 5% 左右, 13 年伊利平均提价 10%, 应能够覆盖成本上涨。我们认为目前股价 (对应 14 年 17x) 下行风险较小, 基本面不断向好, 且具备管理层与股东利益一致的催化剂, 故将伊利列入 Key Call。我们预测公司 14-16 年 EPS 为 1.90/2.30/2.63 元。我们给予“买入”评级, 基于瑞银 VCM 现金流贴现模型得到目标价 54 元 (WACC6.4%), 目标价对应 14/15 年 PE 分别 28/23x。

### 乐观情景

我们假设奶粉增速快于预期, 14/15/16 年收入增速为 25%/30%/20%; 且产品结构升级毛利率改善超预期, 我们估算每股估值 64 元, 高于现在目标价 19%。

### 悲观情景

我们假设竞争加剧, 费用率提升高于预期, 我们估算每股估值 42 元, 低于现在目标价 22%。

### 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。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb54.00

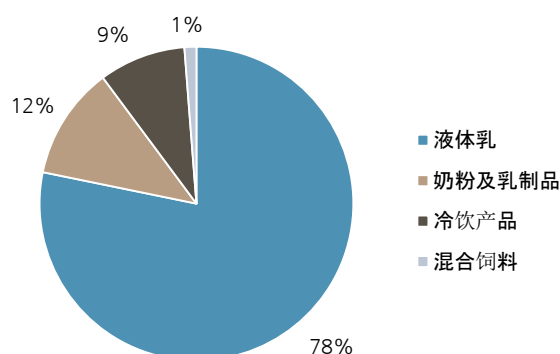
### 公司简介

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。

### 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, 我们预计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。

图表 1: 2013 年收入按产品分布 (%)



来源: 公司公告

图表 2: 各类产品毛利分布

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
液体乳	9,081	9,684	11,503	14,009	16,638
冷饮	1,386	1,326	1,489	1,708	1,959
乳制品	1,771	2,414	3,065	4,056	4,313
混合饲料	110	66	72	96	106
总计	12,348	13,554	16,130	21,211	23,017

来源: 公司公告; 瑞银证券预测

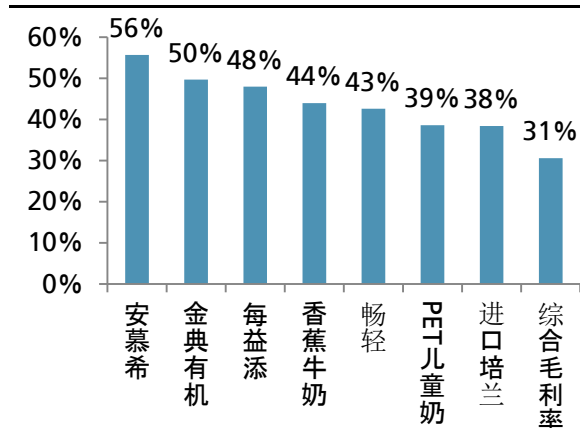
## 伊利未来盈利能力仍然有提升空间

我们预计，公司液态奶 14-16 年收入分别同比增长 14%/11%/10%，边际增长贡献主要来自于高毛利率产品，公司近几年新品基本上也都集中在中高档价格（零售价 12 元/升）区间。

我们预计，14-16 年液态奶中高档产品占比将达到 40%/42%/42%，婴幼儿奶粉中高档产品占比将达到 65%/66%/67%。

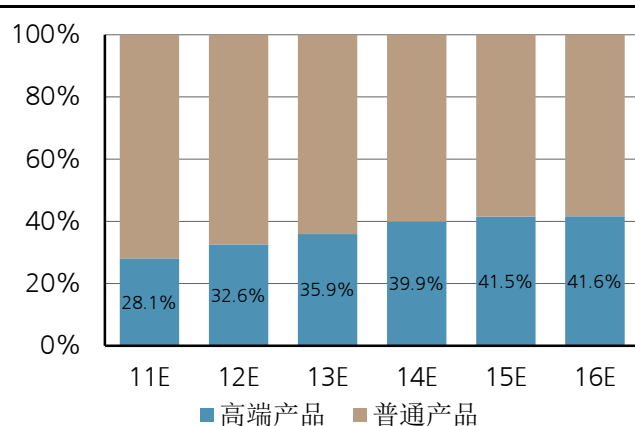
我们认为，14-16 年，对于公司收入贡献主要的明星产品主要来自于：（1）液态奶：金典、安慕希和香蕉牛奶；（2）低温发酵乳：每益添和畅轻；（3）奶粉：金领冠和托菲尔。

图表 3: 主要高端产品的毛利率水平（14 年）



来源: 瑞银证券估算

图表 4: 液态奶中高档产品的占比变化



来源: 瑞银证券估算

图表 5: 伊利液态奶收入分拆

收入（单位 百万元）	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
液态奶总体	26,933	32,271	37,116	42,320	46,929	51,453
高端产品	7,565	10,504	13,327	16,873	19,480	21,390
儿童奶	2,948	4,599	4,966	6,059	6,968	7,316
金典和金典有机	1,348	1,969	3,346	5,187	6,484	7,456
舒化	1,786	2,001	2,261	2,080	1,976	2,035
谷粒多	723	904	1,057	1,036	1,015	1,066
味可滋	257	355	923	1,754	2,280	2,736
果粒优酸乳	502	678	773	757	757	780
普通产品	19,368	21,767	23,710	25,047	26,329	28,223
乳饮料	7,346	8,558	9,414	8,943	8,675	8,849
纯奶	5,470	6,209	5,898	5,898	5,898	5,898
普通奶	1,524	1,745	1,640	1,640	1,640	1,640
酸奶	3,799	3,419	4,171	5,255	6,044	6,950
其他奶	1,229	1,836	2,586	3,310	4,072	4,886
其中						
高端产品占比	28%	33%	36%	40%	42%	42%
高端产品增速		39%	27%	27%	15%	10%
普通产品增速		12%	9%	6%	5%	7%
整体增速		20%	15%	14%	11%	10%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 6: 奶粉分产品收入和增速

收入（单位 百万元）	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
奶粉	5,642	4,484	5,512	6,550	7,551	8,611
高端产品	2,345	2,430	3,352	4,280	4,980	5,795
金领冠珍护	70	140	210	420	546	683
金领冠	987	1,105	1,750	2,538	3,045	3,654
金装	1,288	1,185	1,392	1,323	1,389	1,458
普通产品	1,928	564	506	351	210	-
普装	928	464	501	351	210	-
全优	1,000	100	5	-	-	-
成人奶粉	1,369	1,490	1,654	1,819	1,910	2,006
其中						
高端产品占比	42%	54%	61%	65%	66%	67%
高端产品增速		4%	38%	28%	16%	16%
普通产品增速		-71%	-10%	-31%	-40%	NA
成人奶粉增速		9%	11%	10%	5%	5%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

## 伊利短期促销费用处于可控范围

14 年春节以后的全行业促销属于正常情况, 下半年预计将逐步减弱。由于今年暖冬以及规模化奶场占比提高, 奶牛单产大幅提升, 原奶供应量明显恢复,

导致下游乳制品行业促销明显增加。我们认为，乳制品作为快销品，促销的目的主要取决于终端产品的新鲜度，每年春节旺季后促销也属于正常情况（13 年缺奶相对比较），经过 3-4 月促销之后，目前市场产品新鲜度基本上都是 6 月份的货。

我们预计，15 年的促销力度不会超过 14 年。由于去年缺奶，大部分乳制品企业（主要是液态奶企业）在去年四季度都已经与原奶企业签订了供应量合同，这些合同所涉及的供应量相对较大，主要是乳制品企业担心 14 年继续缺奶。14 年春节后，原奶供应量明显上升，企业促销力度相对于往年普遍略大。但我们认为随着下半年原奶供需情况的逐步明朗，类似 14 年四季度的原奶供应量合同再出现的可能性并不大，15 年春节后的促销力度会小于 14 年。

公司未来广告费绝对额的增加空间应该不大。我们测算，考虑到未来 3-5 年收入增长 10%左右，广告费绝对额如果不增长，对应 14/15/16 年销售费用率下降 1.1%/0.6%/0.6%。

图表 7: 销售费用的测算

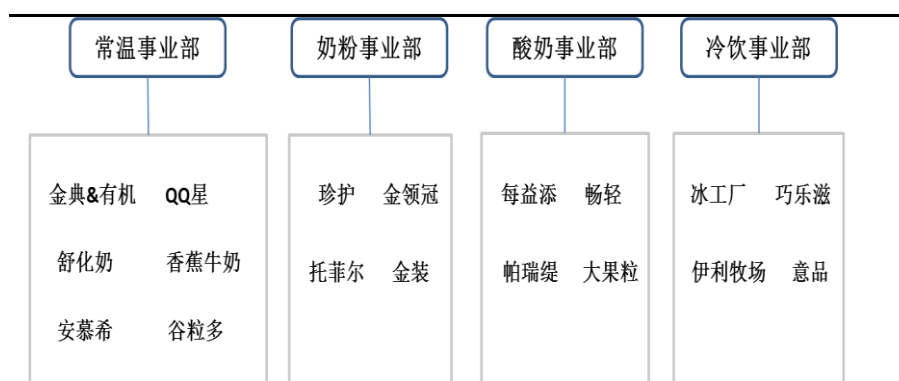
		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
广告宣传费	百万元	3,652	3,732	3,917	4,505	4,865	5,254
	yoy	-4.6%	2.2%	5.0%	15.0%	8.0%	8.0%
	占比	50.1%	48.0%	45.8%	47.0%	46.7%	46.7%
职工薪酬	百万元	995	1,078	1,495	1,749	2,011	2,313
	yoy	19.8%	8.3%	38.7%	17.0%	15.0%	15.0%
	占比	14.6%	15.8%	22.0%	18.2%	19.3%	20.5%
合计	百万元	7,291	7,778	8,546	9,592	10,420	11,258
	yoy	7.1%	6.7%	9.9%	12.2%	8.6%	8.0%
	销售费用率	19.5%	18.5%	17.9%	17.7%	17.4%	17.0%

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

## 伊利已经到了业绩拐点阶段

我们认为，伊利在液态奶、奶粉、低温以及冷饮四个乳制品业态的操作模式以及销售团队都相对独立，其实已经成为平台型乳制品企业。

图表 8: 伊利各版块分布示意图

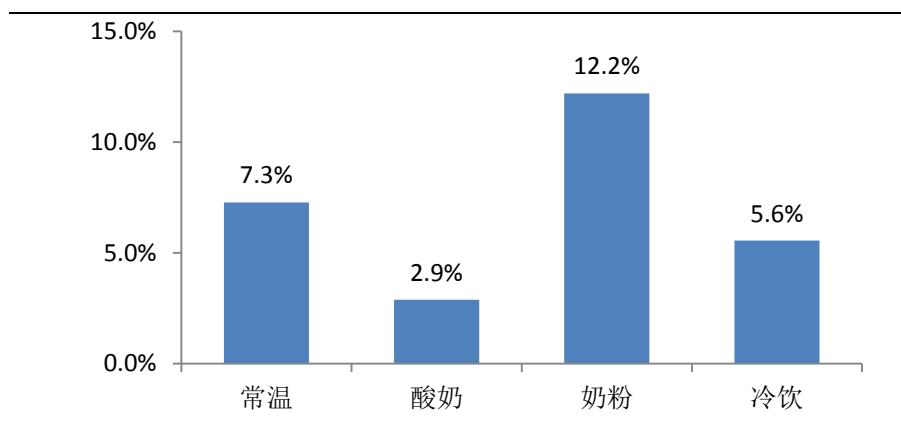


来源: 瑞银证券整理

我们认为，即使不考虑解禁的因素，伊利盈利水平也应该进入提升拐点，公司四大业务板块全部都处于盈利水平的提升阶段：1）液态奶：高端占比未来

两年占比预计提升至 40%以上，收入的边际贡献主要来自于中高端产品，特别是安慕希在 15 年将进入收入高速上升期，毛利率和净利率有望持续提升；2) 奶粉业务：行业整体处于渠道变革的过程中，预计终端零售价未来会经历一个“挤泡沫”的理性回归过程。在这个行业变革过程中，伊利由于产品价格定位相对处于中档水平，还处于升级阶段而非挤泡沫阶段（零售价从 100 元向 150-200 元升级），预计盈利能力处于上升阶段；3) 低温业务：13 年下半年以来公司低温业务维持 30%以上的收入增长，主要来自于毛利率更高的乳酸菌饮料（每益添）和高端酸奶（畅轻）。我们预计，低温事业部 13 年已经实现盈亏平衡，14 年盈利水平大幅提升；4) 冷饮业务：冷饮整体收入增长有限，但由于原材料成本涨幅明显放缓，14/15 年毛利率提升应会比较明显。

图表 9: 伊利 2014 年分业务预测净利润水平



来源: 瑞银证券估算

## 建议买入，维持 Key Call

我们预计，二季度收入增长 17%：1) 原奶供应量恢复带动基础白奶销增速回升；2) 3-4 月份促销以后，渠道库存明显下降，公司 5 月份开始推优酸乳新产品（木瓜口味，都教授代言），6 月份开始宣传“爸爸去哪儿”第二季，预计优酸乳和儿童奶增长会有明显上升；3) 预计金典依然维持 50%以上的增长；4) 预计婴幼儿奶粉依然维持 15-20%的增长。

我们认为，二季度单季度净利率在 7.5%左右，净利润同比增长 40%以上：1) 产品结构同比升级明显，收入增量主要来自于中高端产品；2) 原奶成本压力有所缓解，去年二季度原奶价格涨幅较大；3) 促销增加，但费用率处于可控范围。

我们预计 14-16 年 EPS 为 1.90/2.30/2.63 元，12 个月目标价 54 元，对应 14/15 年 28/23 倍，重申“Key Call”。



## 伊利股份 (600887.SS)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	37,266	41,736	47,779	54,055	13.1	60,051	11.1	65,749	71,858	78,062
毛利	10,870	12,349	13,696	16,426	19.9	18,609	13.3	20,477	22,406	24,381
息税折旧摊销前利润(UBS)	2,405	2,529	3,617	4,891	35.2	6,142	25.6	7,160	8,119	9,234
折旧和摊销	(709)	(880)	(1,123)	(986)	-12.1	(1,154)	17.0	(1,340)	(1,526)	(1,712)
息税前利润(UBS)	1,697	1,649	2,495	3,904	56.5	4,988	27.8	5,820	6,593	7,522
联营及投资收益	0	16	131	69	-47.3	39	-44.4	46	16	16
其他非营业利润	390	471	401	509	26.9	425	-16.5	418	447	447
净利息	49	(49)	33	67	101.3	94	40.9	114	140	173
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	2,136	2,087	3,060	4,550	48.7	5,546	21.9	6,398	7,197	8,158
税项	(304)	(351)	(425)	(632)	-48.7	(832)	-31.6	(960)	(1,080)	(1,224)
税后利润	1,832	1,736	2,635	3,918	48.7	4,714	20.3	5,438	6,118	6,935
优先股股息及少数股权	(23)	(19)	(14)	(41)	-193.9	(25)	38.3	(58)	(33)	(74)
非常项目	0	0	566	0	-	0	-	0	0	0
净利润 (本地 GAAP)	1,809	1,717	3,187	3,877	21.6	4,689	20.9	5,380	6,085	6,861
净利润 (UBS)	1,809	1,717	2,621	3,877	47.9	4,689	20.9	5,380	6,085	6,861
税率(%)	14.2	16.8	13.9	13.9	0.0	15.0	8.0	15.0	15.0	15.0
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(UBS 稀释后)	1.13	1.07	1.28	1.90	47.9	2.30	20.9	2.63	2.98	3.36
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	1.13	1.07	1.56	1.90	21.6	2.30	20.9	2.63	2.98	3.36
每股收益 (UBS, 基本)	1.13	1.07	1.28	1.90	47.9	2.30	20.9	2.63	2.98	3.36
每股股息净值(Rmb)	0.25	0.33	0.20	0.48	147.2	0.59	21.6	0.71	0.82	0.92
每股账面价值	3.77	4.59	7.26	9.31	28.2	11.02	18.3	12.94	15.10	17.54
平均股数(稀释后)	1,598.65	1,598.65	2,042.90	2,042.90	0.0	2,042.90	0.0	2,042.90	2,042.90	2,042.91
资产负债表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
现金和现金等价物	3,921	2,004	8,173	11,268	37.9	13,348	18.5	16,096	19,533	23,805
其他流动资产	4,806	4,203	8,294	4,841	-41.6	5,271	8.9	5,701	6,170	6,644
流动资产总额	8,727	6,207	16,467	16,109	-2.2	18,619	15.6	21,797	25,703	30,450
有形固定资产净值	8,617	10,412	11,888	14,282	20.1	16,144	13.0	17,821	19,311	20,617
无形固定资产净值	676	832	923	894	-3.1	876	-2.0	858	840	822
投资/其他资产	1,909	2,365	2,312	613	-73.5	608	-0.8	598	593	593
总资产	19,930	19,815	31,590	31,898	1.0	36,248	13.6	41,074	46,447	52,482
应付账款和其他短期负债	8,800	7,814	11,431	9,698	-15.2	10,585	9.1	11,475	12,447	13,431
短期债务	2,993	2,580	4,086	1,900	-53.50	1,850	-2.63	1,800	1,750	1,750
流动负债总额	11,793	10,394	15,517	11,598	-25.3	12,435	7.2	13,275	14,197	15,181
长期债务	7	5	0	2	NM	3	43.7	4	5	6
其它长期负债	1,824	1,892	1,047	1,043	-0.4	1,043	0.0	1,043	1,043	1,043
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	13,624	12,290	16,565	12,644	-23.7	13,481	6.6	14,323	15,246	16,230
普通股股东权益	6,024	7,335	14,838	19,026	28.2	22,513	18.3	26,440	30,857	35,833
少数股东权益	282	190	188	229	21.9	254	11.1	312	345	418
负债和权益总计	19,930	19,815	31,590	31,898	1.0	36,248	13.6	41,074	46,447	52,482
现金流量表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
净利润(支付优先股股息前)	1,809	1,717	3,187	3,877	21.6	4,689	20.9	5,380	6,085	6,861
折旧和摊销	709	880	1,123	986	-12.1	1,154	17.0	1,340	1,526	1,712
营运资本变动净值	1,916	(383)	(474)	1,720	-	456	-73.5	461	504	509
其他营业性现金流	(1,373)	194	957	1,305	36.4	(100)	-	(91)	(117)	(361)
经营性现金流	3,060	2,409	4,794	7,888	64.6	6,199	-21.4	7,090	7,997	8,721
有形资本支出	(3,789)	(3,102)	(3,241)	(2,102)	35.1	(3,000)	-42.7	(3,000)	(3,000)	(3,000)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	489	24	59	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	2,485	21	(3,072)	417	-	39	-	46	16	16
投资性现金流	(815)	(3,057)	(6,254)	(1,685)	73.1	(2,961)	-75.7	(2,954)	(2,984)	(2,984)
已付股息	0	(400)	(524)	(400)	23.7	(988)	-147.2	(1,202)	(1,453)	(1,668)
股份发行/回购	1	0	6,118	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(671)	(90)	(3,666)	(525)	85.68	(120)	77.16	(137)	(74)	(45)
债务及优先股变化	194	(415)	1,501	(2,184)	-	(49)	97.76	(49)	(49)	1
融资性现金流	(476)	(905)	3,430	(3,108)	-	(1,157)	62.8	(1,388)	(1,576)	(1,712)
现金流量中现金的增加/(减少)	1,770	(1,554)	1,969	3,094	57.1	2,080	-32.8	2,748	3,437	4,025
外汇/非现金项目	(1,190)	(363)	4,200	0	-	0	-83.3	0	0	247
资产负债表现金增加/(减少)	579	(1,917)	6,169	3,094	-49.8	2,080	-32.8	2,748	3,437	4,272

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。

## 伊利股份 (600887.SS)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	16.8	19.8	22.0	17.0	14.1	12.3	10.8	9.6
市盈率 (UBS, 稀释后)	16.8	19.8	26.7	17.0	14.1	12.3	10.8	9.6
股价/每股现金收益	12.0	13.1	18.7	13.6	11.3	9.8	8.7	7.7
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(2.4)	(2.0)	2.3	8.8	4.8	6.2	7.6	8.7
净股息收益率(%)	1.3	1.5	0.6	1.5	1.8	2.2	2.5	2.9
市净率	5.0	4.6	4.7	3.5	2.9	2.5	2.1	1.8
企业价值/营业收入(核心)	0.8	0.8	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9	0.6
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	12.1	12.9	18.3	13.2	10.5	9.1	8.0	5.0
企业价值/息税前利润(核心)	17.2	19.8	26.5	16.6	13.0	11.1	9.8	6.1
企业价值/经营性自由现金流(核心)	17.2	19.8	26.3	16.5	12.9	11.1	9.8	6.1
企业价值/运营投入资本	7.1	5.3	7.4	6.6	6.5	5.7	5.2	3.5
<b>企业价值 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
市值	30,313	33,981	67,445	65,986	65,986	65,986	65,986	65,986
净债务 (现金)	(892)	(892)	(892)	(892)	(892)	(892)	(892)	(19,913)
少数股东权益	282	190	188	229	254	312	345	418
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>企业价值总额</b>	<b>29,703</b>	<b>33,279</b>	<b>66,741</b>	<b>65,322</b>	<b>65,348</b>	<b>65,405</b>	<b>65,438</b>	<b>46,490</b>
非核心资产	(567)	(568)	(558)	(558)	(558)	(558)	(558)	(558)
<b>核心企业价值</b>	<b>29,136</b>	<b>32,711</b>	<b>66,182</b>	<b>64,764</b>	<b>64,789</b>	<b>64,847</b>	<b>64,880</b>	<b>45,932</b>
<b>增长率(%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
营业收入	26.1	12.0	14.5	13.1	11.1	9.5	9.3	8.6
息税折旧摊销前利润(UBS)	108.3	5.1	43.0	35.2	25.6	16.6	13.4	13.7
息税前利润(UBS)	NM	-2.8	51.3	56.5	27.8	16.7	13.3	14.1
每股收益(UBS 稀释后)	132.8	-5.1	19.5	47.9	20.9	14.8	13.1	12.8
每股股息净值	-	31.1	-40.3	147.2	21.6	20.9	14.8	13.1
<b>利润率与盈利能力(%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
毛利率	29.2	29.6	28.7	30.4	31.0	31.1	31.2	31.2
息税折旧摊销前利润率	6.5	6.1	7.6	9.0	10.2	10.9	11.3	11.8
息税前利润率	4.6	4.0	5.2	7.2	8.3	8.9	9.2	9.6
净利 (UBS) 率	4.9	4.1	5.5	7.2	7.8	8.2	8.5	8.8
ROIC (EBIT)	41.4	26.7	27.8	39.6	49.8	51.5	53.2	56.8
税后投资资本回报率	35.5	22.2	23.8	34.0	42.3	43.7	45.2	48.2
净股东权益回报率(UBS)	35.3	25.7	23.6	22.9	22.6	22.0	21.2	20.6
<b>资本结构与覆盖率</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
净债务/息税折旧摊销前利润	(0.4)	0.2	(1.1)	(1.9)	(1.9)	(2.0)	(2.2)	(2.4)
净债务/总权益 %	(14.6)	7.7	(27.2)	(48.6)	(50.5)	(53.4)	(57.0)	(60.8)
净债务/ (净债务 + 总权益) %	(17.1)	7.2	(37.4)	(94.7)	NM	NM	NM	NM
净债务/企业价值	(3.2)	1.8	(6.2)	(14.5)	(17.7)	(22.0)	(27.4)	(48.0)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	199.0	177.1
资本支出/营业收入(%)	10.2	7.4	6.8	3.9	5.0	4.6	4.2	3.8
息税前利润/净利息	NM	33.5	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	4.5	3.3	6.6	3.9	3.9	3.7	3.6	3.6
股息支付率 (UBS) %	22.1	30.5	15.2	25.5	25.6	27.0	27.4	27.5
<b>分部门收入 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
其他	37,266	41,736	47,779	54,055	60,051	65,749	71,858	78,062
<b>总计</b>	<b>37,266</b>	<b>41,736</b>	<b>47,779</b>	<b>54,055</b>	<b>60,051</b>	<b>65,749</b>	<b>71,858</b>	<b>78,062</b>
<b>分部门息税前利润 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
其他	1,697	1,649	2,495	3,904	4,988	5,820	6,593	7,522
<b>总计</b>	<b>1,697</b>	<b>1,649</b>	<b>2,495</b>	<b>3,904</b>	<b>4,988</b>	<b>5,820</b>	<b>6,593</b>	<b>7,522</b>

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。



## 预测回报率

预测股价涨幅	+67.2%
预测股息收益率	1.5%
预测股票回报率	+68.7%
市场回报率假设	9.2%
预测超额回报率	+59.5%

## 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。

## 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](http://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。

**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。

### 瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银 12 个月评级	定义	覆盖 <sup>1</sup>	投资银行服务 <sup>2</sup>
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	48%	33%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	41%	30%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	23%
瑞银短期评级	定义	覆盖 <sup>3</sup>	投资银行服务 <sup>4</sup>
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 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
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 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2014 年 06 月 30 日。

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服务的公司占全部公司的比例。

**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提及内容的限制。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；何淼。

### 涉及报告中提及的公司的披露

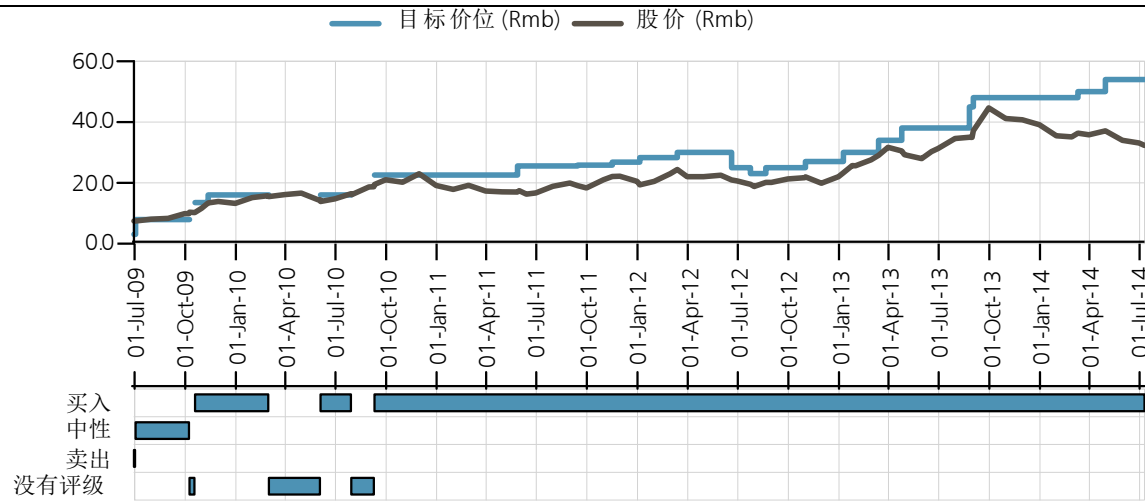
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
伊利股份	600887.SS	买入	不适用	Rmb32.25	2014 年 07 月 10 日

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 2014 年 7 月 10 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受的损失(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而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、使用和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 (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością) 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：** 本文件由 UBS Limited 分发，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。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的特牌投资推介商。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”，任何其他人士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股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and 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。**巴西：** 除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：** 由 UBS Securities Asia Limited 和/或瑞银集团香港分支机构分发。**新加坡：** 由 UBS Securities Pte. Ltd. [mica (p) 107/09/2013 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。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：** UBS AG 客户：由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）分发，UBS Securities Australia Ltd 客户：由 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户：由 UBS Wealth Management Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231127）分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载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 761G 条所定义的“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. 首尔分行于韩国分发。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) 于马来西亚分发。**印度：** 由 UBS Securities India Private Ltd（公司识别码 U67120MH1996PTC097299），2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051 编制。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主体或元素。© UBS 2014 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。

