

乳制品

署名人：张镭

S0960209060260

0755-82026705

zanglei@cjis.cn

参与人：蒋鑫

S0960110110022

0755-82026708

jiangxin@cjis.cn

伊利股份

600887

强烈推荐

品牌升级推动公司向世界一流健康食品集团迈进

12月20日伊利股份在品牌升级发布会上宣布，与国际娱乐巨头迪士尼达成5年的战略合作，从2011年开始，伊利将成为迪士尼大中华地区唯一的战略乳制品合作伙伴。合作内容包括产品包装的改变、营销网络的升级。我们认为这体现了公司在发展思路、战略规划、远景目标以及产品结构等方面发生的升级变革，标志着公司将进入一个新的快速发展阶段。

6-12个月目标价： 52.00元

当前股价： 38.08元

评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2852.92
总股本(百万)	799
流通股本(百万)	728
流通市值(亿)	277
EPS (TTM)	0.84
每股净资产(元)	4.64
资产负债率	71.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
伊利股份	-6.41	-6.23	32.31
上证综合指数	-1.23	10.21	13.52



相关报告

《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》2010-11-29

投资要点：

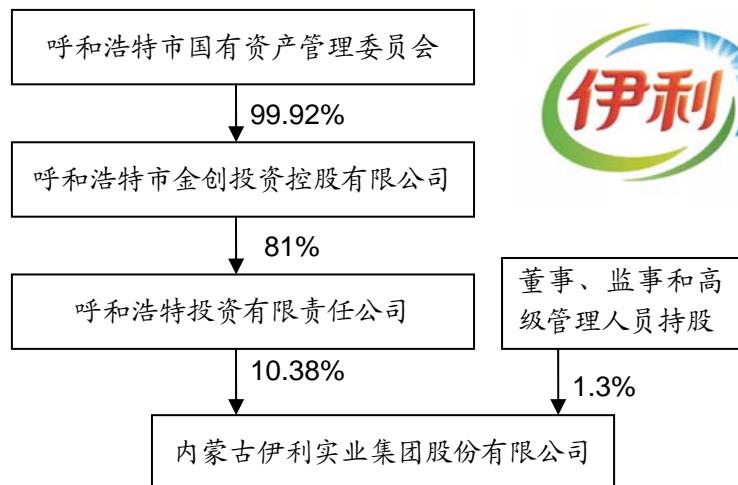
- 公司与迪士尼跨界合作推出的全新产品包装是公司打造国际品牌形象的第一步，表明了公司的战略规划从国内乳业领导者开始逐步升级至世界一流食品集团。这次产品升级包括标识、广告、包装和产品同时升级，公司公布了全新的标识和“滋养生命活力”的新品牌主张，并将利用迪士尼经典形象和好莱坞大片中的形象从儿童类乳制品开始进行形象升级，逐步延伸至全线产品以及各类消费人群。这将为公司在发展思路、战略规划、远景目标以及产品结构等方面带来全新的升级变革。
- 全新产品拥有完善的渠道网络配套支持，将覆盖互联网、终端渠道、城市社区，甚至覆盖即将落成的上海迪士尼。第一款产品迪士尼-伊利 QQ 星酸奶系列将在2011年3月推出，在销售渠道不断在二三线市场和县乡镇下沉的同时，公司的产品还将走进校园和社区，全国和区域网络不断渗透。
- 品牌升级标志公司进入秩序化竞争阶段，将实现由注重收入到注重盈利的快速转型。通过过去一年的产品结构升级，公司的产品结构正在与人们的消费方式一起变化，乳制品正在从传统生活必需品向现代的营养型品种发展，乳制品的消费也在向高端化、差异化方向发展。未来乳制品行业的竞争将逐步摆脱价格战的形式，向更加秩序的竞争阶段发展，这有助于乳制品行业公司提高自身的盈利能力。
- 公司的战略规划符合我们认为其将加大在产品开发环节投入力度的预期，以全新的品牌形象迎接下一个乳制品高速发展期。我们认为，公司在深耕全国各区域营销渠道、加大奶源建设力度的同时，将逐步加大产品开发环节的投入力度。这次的合作将公司的产品打造成为一种能为消费者带来健康、快乐体验的产品，将充分受益于全产业链均衡发展所带来的下一个乳制品高速发展期。
- 预计2010-2012年EPS为0.87, 1.34和1.72元，对应的PE为43/28/22倍，我们看好公司的战略规划和长期发展，认为经过近期的调整，目前是合适的买入时点，维持公司“强烈推荐”评级。

主要财务指标

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	24324	29232	34237	39486
同比(%)	12%	20%	17%	15%
归属母公司净利润(百万元)	648	697	1068	1375
同比(%)	-62%	8%	53%	29%
毛利率(%)	35.1%	31.0%	32.1%	32.5%
ROE(%)	18.8%	16.8%	20.5%	20.9%
每股收益(元)	0.81	0.87	1.34	1.72
P/E	47.00	43.69	28.51	22.13
P/B	8.84	7.35	5.85	4.62
EV/EBITDA	25	22	15	12

资料来源：中投证券研究所

图 1：公司的股权结构和新标识



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 伊利产品商超渠道价格(单位: 元)

液态奶	高端奶	营养舒化奶 (4.0/250ml), 金典牛奶 (5.0/250ml)
	牛奶类	纯牛奶(2.4/250ml), 谷物奶(4.0/250ml), 早餐奶(2.4/250ml)
	乳饮品	优酸乳(2.0/250ml), 果之优(3.0/250ml), 味可滋(2.5/250ml)
	儿童牛奶 儿童乳饮品	QQ 星儿童成长牛奶(3.0/190ml), QQ 星儿童牛奶(2.0/125ml), QQ 星儿童乳饮品(5.0/500ml), 学生奶(10.0/500ml)
冷饮		巧乐兹、冰工厂、伊利牧场、佰豆集, (1.0-2.5/只)
奶粉	婴幼儿配方奶粉	金领冠系列 (盒装 41-57/400g, 听装 103-163/900g), 金装系列 (盒装 30-45/400g, 听装 90-100/900g), 孕妇系列 (盒装 30-40/400g, 听装 75-125/900g), 普装系列 (盒装 21/400g, 听装 51/900g), 全优系列 (盒装 28-37/400g, 听装 73-78/900g)
	成人奶粉	强化配方听盒 (14/400g), 高钙奶粉 (盒装 24/400g, 听装 65/900g), 营养奶粉 (20/400g), 豆奶粉系列 (16/640g)
	悠闲奶食品	奶片 (10.0/160g)
酸奶	优品嘉人	瓶装(4.0/200g)
	畅轻益生菌	盒装(13.5/800g), 瓶装(10.5//580g)
	果粒酸牛奶	大果粒系列(8.0/390g), 复合果粒系列(9.5/390g, 7.0/260g)
	基础酸牛奶	ABLS 益生菌系列(14.5/800g, 6.4/450g, 14/1250g), 尚补坊系列 (14.5/1250g, 10.5/950g, 6.5/450g)
	餐饮系列	倍冠系列(13.0/460ml)
奶酪		早餐奶酪 (18/180g)、QQ 星儿童奶酪 (14/140g)、妙芝新鲜奶酪 (4.5/100g)、帕瑞缇天然奶酪 (33/180g)

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产				
现金	6831	7989	9321	11072
应收账款	4113	4525	5321	6485
其它应收款	218	266	312	359
预付账款	92	113	132	152
存货	569	726	837	959
其他	1836	2360	2719	3116
	4	0	0	0
非流动资产	6321	7001	7757	8526
长期投资	387	462	462	462
固定资产	5109	5547	6136	6768
无形资产	265	295	325	355
其他	560	696	833	941
资产总计	13152	14990	17078	19597
流动负债	9037	9995	10988	12098
短期借款	2685	2648	2648	2648
应付账款	3407	4034	4649	5327
其他	2946	3313	3691	4123
非流动负债	405	572	572	572
长期借款	110	110	110	110
其他	295	462	462	462
负债合计	9442	10567	11559	12669
少数股东权益	267	284	311	345
股本	799	799	799	799
资本公积	2655	2655	2655	2655
留存收益	-12	685	1753	3128
归属母公司股东权益	3443	4140	5207	6583
负债和股东权益	13152	14990	17078	19597

现金流量表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	2029	1822	2208	2687
净利润	665	714	1094	1410
折旧摊销	492	543	647	771
财务费用	22	3	-7	-21
投资损失	-15	0	0	0
营运资金变动	685	248	399	459
其它	180	314	75	69
投资活动现金流	-715	-1300	-1418	-1545
资本支出	571	1181	1377	1504
长期投资	-75	78	0	0
其他	-219	-41	-41	-41
筹资活动现金流	-98	-110	7	21
短期借款	-18	-37	0	0
长期借款	55	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	6	0	0	0
其他	-141	-74	7	21
现金净增加额	1215	412	796	1164

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	24324	29232	34237	39486
营业成本	15778	20169	23243	26634
营业税金及附加	109	132	154	178
营业费用	6496	6723	7875	9082
管理费用	1191	1432	1678	1935
财务费用	22	3	-7	-21
资产减值损失	77	23	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	15	0	0	0
营业利润	665	751	1294	1679
营业外收入	209	220	100	100
营业外支出	63	100	60	60
利润总额	812	871	1334	1719
所得税	147	157	240	309
净利润	665	714	1094	1410
少数股东损益	18	17	27	34
归属母公司净利润	648	697	1068	1375
EBITDA	1179	1296	1935	2429
EPS（元）	0.81	0.87	1.34	1.72

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	12.3%	20.2%	17.1%	15.3%
营业利润	-67.5%	12.8%	72.4%	29.7%
归属于母公司净利润	-61.6%	7.6%	53.2%	28.9%
盈利能力				
毛利率	35.1%	31.0%	32.1%	32.5%
净利率	2.7%	2.4%	3.1%	3.5%
ROE	18.8%	16.8%	20.5%	20.9%
ROIC	27.6%	25.9%	39.2%	46.4%
偿债能力				
资产负债率	71.8%	70.5%	67.7%	64.6%
净负债比率	30.35	26.10%	23.86	21.77%
流动比率	0.76	0.80	0.85	0.92
速动比率	0.53	0.54	0.57	0.63
营运能力				
总资产周转率	1.95	2.08	2.14	2.15
应收账款周转率	107	110	108	107
应付账款周转率	5.03	5.42	5.35	5.34
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.81	0.87	1.34	1.72
每股经营现金流(最新摊薄)	2.54	2.28	2.76	3.36
每股净资产(最新摊薄)	4.31	5.18	6.51	8.24
估值比率				
P/E	47.00	43.69	28.51	22.13
P/B	8.84	7.35	5.85	4.62
EV/EBITDA	25	22	15	12

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来6~12个月内股价升幅30%以上
推荐：预期未来6~12个月内股价升幅10%~30%
中性：预期未来6~12个月内股价变动在±10%以内
回避：预期未来6~12个月内股价跌幅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市场指数5%以上
中性：预期未来6~12个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡：预期未来6~12个月内行业指数表现弱于市场指数5%以上

研究团队简介

张 镭：中投证券研究所首席行业分析师。

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

柯海东：中投证券研究所酒类行业分析师，中山大学财务与投资学硕士，华中科技大学工业设计工学学士，武汉大学营销管理双学士。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告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。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳

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

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

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