

伊利股份(600887.SH)

乳业行业

评级：买入 维持评级

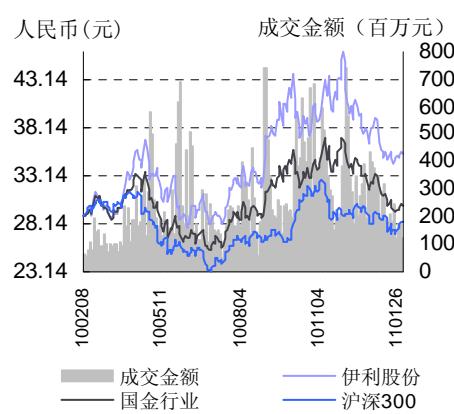
公司研究

市价(人民币)：35.30元
目标(人民币)：51.00元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	727.75
总市值(百万元)	28,216.09
年内股价最高最低(元)	45.98/27.61
沪深300指数	3077.28
上证指数	2798.96



公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	-2.111	0.810	0.905	1.583	1.702
每股净资产(元)	3.49	4.31	5.21	6.80	8.50
每股经营性现金流(元)	0.23	2.54	2.86	3.00	3.38
市盈率(倍)	-3.79	32.68	42.26	22.52	20.95
行业优化市盈率(倍)	45.14	82.07	82.07	82.07	82.07
净利润增长率(%)	8432.20%	N/A	11.74%	74.83%	7.50%
净资产收益率(%)	-60.50%	18.81%	17.37%	23.29%	20.02%
总股本(百万股)	799.32	799.32	799.32	799.32	799.32

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 奶粉业务有望持续高速增长，成为业绩增长新亮点。近年来公司积极布局高端奶粉，高端奶粉成长迅速。我们认为，公司的高端奶粉还远未达到发展的天花板，随着公司高端奶粉品牌美誉度的提升，高端奶粉的市场份额仍将保持增长，盈利能力也有望得到改观，成为公司业绩增长的主要亮点。
- 液态奶费用率将呈回落态势，从而带来净利率显著回升。“三聚氢胺”带来的危机引发公司销售管理费用的迅速增长，而随着事件的平息，公司的市场地位仍然保持寡头态势，我们认为，公司在渡过危机后销售管理费用率会逐渐下降到正常通道，由于公司的净利率很低----只有2%左右，因此，销售管理费用率的下降将会对净利率产生明显的拉升作用，增厚公司业绩。

投资建议

- 我们认为伊利股份业绩持续趋好，产品结构和整体费用双优化的趋势下将有望展现较大的业绩弹性。同类型公司的上市将有望成为公司股价的短期催化剂。

估值

- 考虑到公司较大的盈利弹性，我们给予公司未来6-12个月51元目标价位，相当于30x12PE，维持买入评级。我们预计：2010-2012年公司收入为297、353、406亿元，同比增长22.2%、18.7%、15.1%，净利润为7.24、10.83、13.57亿元，同比增长11.74%、49.61%、25.36%。以EPS为0.905、1.354、1.702元。(考虑惠商投资股权转让带来的投资收益2.18亿元，大致增厚11年每股EPS0.23，增厚后11年每股EPS为1.584元。)

风险

- 重规模不重利润的发展思路可能导致利润释放节奏不达预期。

陈钢 分析师 SAC执业编号：S1130209030281
(8621)61038215
cheng@gjzq.com.cn

内容目录

投资逻辑	4
投资建议和估值:	4
公司现状：航母级龙头企业	4
奶粉业务——高端奶粉带来的好日子才刚刚开始	5
战略转型：公司的奶粉结构高端化成果显现	5
高端奶粉的快速成长是否可以持续？	6
伊利 VS 贝因美	7
液态奶业务——费用率有望继续回落增厚业绩	12
盈利预测及估值	16
附录：三张报表预测摘要	18

图表目录

图表 1：伊利奶粉占有率为中资第二	4
图表 2：伊利的产品结构多年来保持稳定	4
图表 3：行业正在摆脱 08 年危机影响	5
图表 4：原奶价格成为行业复苏障碍	5
图表 5：伊利奶粉系列产品	6
图表 6：伊利近年来积极布局高端奶粉产能	6
图表 7：伊利中端奶粉市场占有率	6
图表 8：伊利高端奶粉市场占有率持续攀升	6
图表 9：伊利奶粉产品结构实现高端化	6
图表 10：伊利与贝因美高端奶粉市场份额比较	7
图表 11：伊利与贝因美高端奶粉毛利率比较	7
图表 12：婴幼儿配方奶粉研发流程	8
图表 13：伊利与贝因美研究实力对比	8
图表 14：伊利的渠道铺货率处于行业领先	9
图表 15：贝因美经销商通路占比更高	9
图表 16：贝因美的经销商及 KA 费用率较高	9
图表 17：贝因美品牌受到消费者认可	9
图表 18：飞鹤乳业份额变化	10
图表 19：飞鹤乳业收入变化	10
图表 20：贝因美育婴活动	10
图表 21：世博母婴中心分布	11
图表 22：金领冠中国馆活动	11
图表 23：奶粉净利敏感性分析	12

图表 24: 高端奶粉市场占有率 (2009)	12
图表 25: 高端奶粉市场占有率(2010).....	12
图表 26: 伊利低端奶粉占比相对较高	12
图表 27: 伊利净利率较低	12
图表 28: 液态奶的寡头垄断格局	13
图表 29: 2005、2006 空调销售放缓促进行业“洗牌”加快	13
图表 30: 2005 年后，格力、美的成为行业寡头	13
图表 31: 竞争格局向寡头转向时销售管理费用率逐渐下降	14
图表 32: 空调行业净利率也于 2005 开始反转	14
图表 33: 格力费用与净利率变化情况	15
图表 34: 蒙牛、伊利液态奶双寡头格局	15
图表 35: 伊利销售管理费用率	15
图表 36: 液态奶净利敏感性分析	16
图表 37: 伊利销售分拆	17

投资逻辑

- **奶粉业务高端化，成业绩增长新亮点。**我们在 10 年对奶粉行业进行过详尽分析，并判断伊利将凭借其强大的渠道力与品牌力扮演行业未来的整合者，详见报告《伊利独引三四线城市奶粉市场风骚》。从 10 年公司奶粉业务发展势头来看，我们发现公司高端奶粉成长迅速。我们认为，公司的高端奶粉还远未达到发展的天花板，随着公司高端奶粉品牌美誉度的提升，高端奶粉的市场份额仍将保持增长，盈利能力也有望得到改观，成为公司业绩增长的主要亮点。
- **液态奶费用率将呈回落态势，从而带来净利率显著回升。**“三聚氢胺”带来的危机引发公司销售管理费用的迅速增长，而随着事件的平息，公司的市场地位仍然保持寡头态势，我们认为，公司在渡过危机后销售管理费用率会逐渐下降到正常通道，由于公司的净利率很低-----只有 2-3%左右，因此，销售管理费用率的下降将会对净利率产生明显的拉升作用，增厚公司业绩。

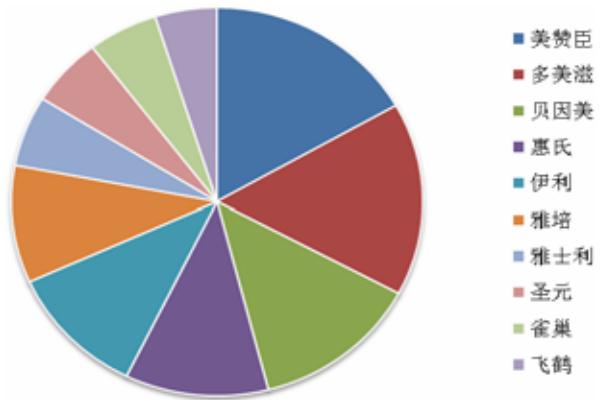
投资建议和估值：

- 我们预计：2010-2012 年公司收入为 297、353、406 亿元，同比增长 22.2%、18.7%、15.1%，净利润为 7.24、10.83、13.57 亿元，同比增长 11.74%、49.61%、25.36%。以应 EPS 为 0.905、1.354、1.702 元。（考虑惠商投资股权转让带来的投资收益 2.18 亿元，大致增厚 11 年每股 EPS 0.23，11 年每股 EPS 为 1.584 元。）
- 考虑到公司较大的盈利弹性，1 年内目标价为 51 元，对应 12 年 30 倍估值。维持“买入”评级。

公司现状：航母级龙头企业

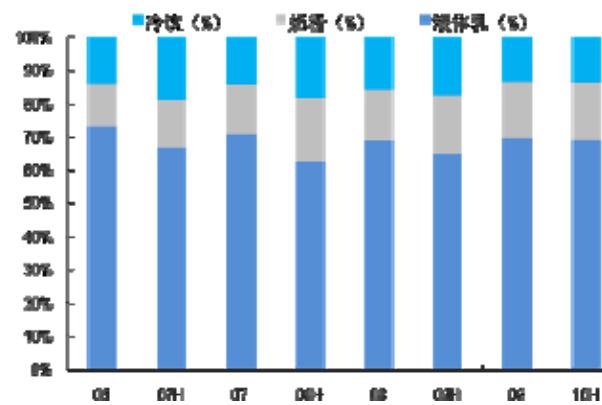
- **公司仍然是乳品行业最为全面的企业。**液态乳、奶粉、冷饮业务全面发展，在各子市场中均为较为强势的品牌：其中液态奶、冷饮业务仍然与主要竞争对手蒙牛一起保持着绝对的强势寡头地位，二者在这两个子市场的市场份额共计 60%左右；奶粉业务市场占有率为 8.6%，处于行业第 5 位，不过行业龙头的市占率也不过 13.1%，公司奶粉品牌是行业几个强势品牌之一；由于蒙牛几乎没有奶粉业务，伊利依然是乳品行业内涉足最为全面并且没有明显短板的航母级公司。
- **液态乳仍是公司的主要业务。**公司的主营业务结构一直比较稳定，液态奶业务是公司收入的主要来源，收入占比为 70%左右，奶粉与冷饮业务分别占 15%左右。

图表1：伊利奶粉占有率排名中资第二



来源：国金证券研究所

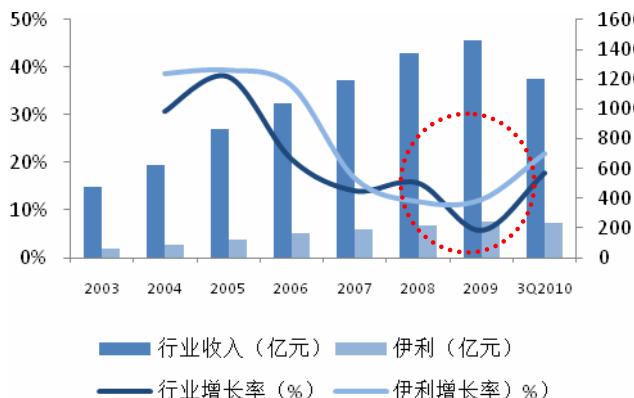
图表2：伊利的产品结构多年来保持稳定



来源：国金证券研究所

- 公司伴随行业全面复苏，原奶成本成为制约行业及公司复苏的障碍。2008年9月以来的乳业危机的影响正在消除，行业复苏迹象明显，2010前3季数据显示，行业销售收同比增长17.86%，伊利则同比增长21.92%；但是原奶成本大幅上升，目前原奶价格为3.13元/公斤左右，同比增长20.85%，成为目前行业最为关注的风险之一。

图表3：行业正在摆脱08年危机影响



来源：国金证券研究所

图表4：原奶价格成为行业复苏障碍



来源：国金证券研究所

- 我们认为：伴随着公司的复苏，两大投资机会点正在显现：一是奶粉业务成为耀眼明珠，高增长的态势才刚刚开始，有望超预期增厚业绩；二是液态奶业务净利率水平将上扬，得益于公司的销售管理费用在未来1年内有望较快回落到正常水平，在长期则处于缓慢下降通道当中，而液态奶的低净利率水平状况（2%左右）意味着费用率的下降将会对液态奶盈利水平起到显著的推动作用。

奶粉业务——高端奶粉带来的好日子才刚刚开始

战略转型：公司的奶粉结构高端化成果显现

- 战略转型，推进奶粉产品高端化。公司以往的奶粉产品主要是低端产品，但是近年来，公司进行战略调整，大力发展中高端奶粉：公司继2005年3月推出普装、金装系列，大举进入中高档奶粉市场后，又于2008年推出金领冠系列，正式涉足高端婴幼儿奶粉市场。
- 公司的奶粉结构高端化战略效果明显。一方面：从市场地位来看：公司的中高端奶粉收入快速增长，市场占有率不断提高。另一方面：从收入结构来看：公司的低端业务的收入占比不断的下滑，中高端奶粉尤其是高端奶粉的收入占比快速上升，单月来看，从2009年1月份到2010年10月份，公司中高端奶粉收入占比由49.17%上升到65.65%，其中高端奶粉收入占比由5.99%上升到19.83%。

图表5：伊利奶粉系列产品



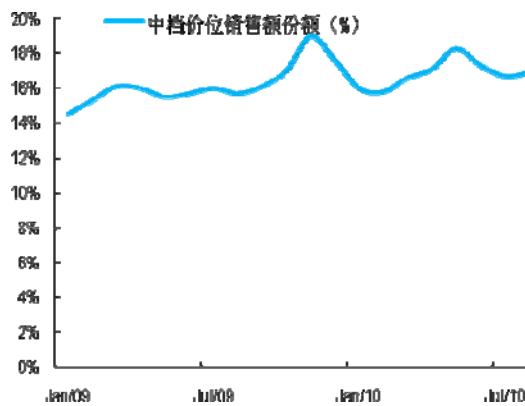
来源：国金证券研究所

图表6：伊利近年来积极布局高端奶粉产能

奶粉基地	已有产能 (万吨)	新增产能 (万吨)	主要产品 类型	投资期	建成时间
杜尔伯特基地	5	4.5	高端奶粉	2010/5/13	2011年底
天津奶粉基地	-	4.5 (分装 为主)	高端奶粉	2009/7/11	-
金山奶粉基地	6	--	高端奶粉	2007/4/30	2008/6/20
石河子奶粉基地	2.5	--	各类奶粉	-	-
多伦奶粉基地	2	--	各类奶粉	-	-
总计	15.5	9	--	-	-
2011年预计产能 (万吨)		20			

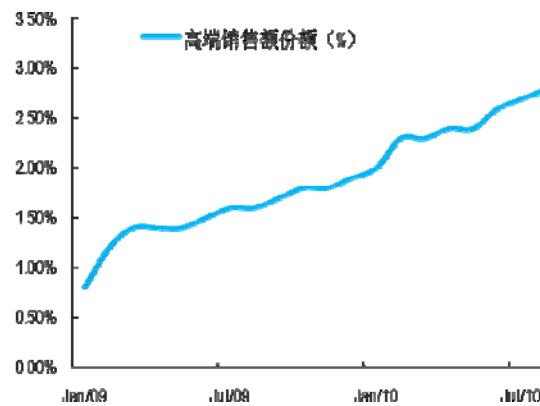
来源：国金证券研究所

图表7：伊利中端奶粉市场占有率



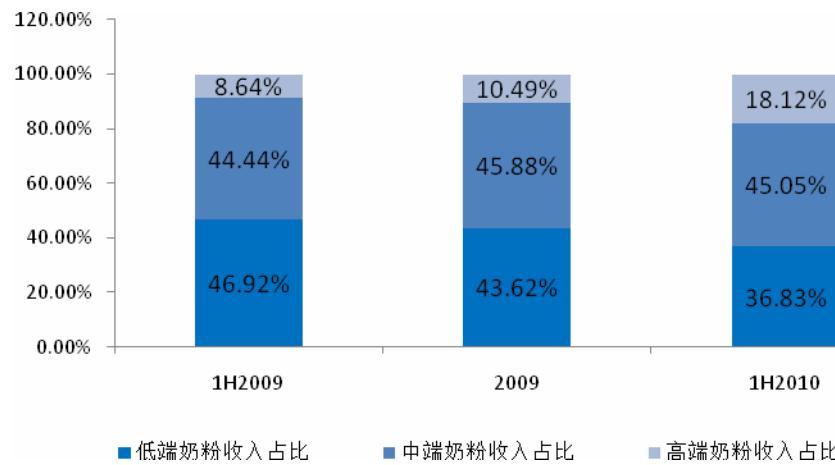
来源：国金证券研究所；AC Nelson

图表8：伊利高端奶粉市场占有率持续攀升



来源：国金证券研究所；AC Nelson

图表9：伊利奶粉产品结构实现高端化

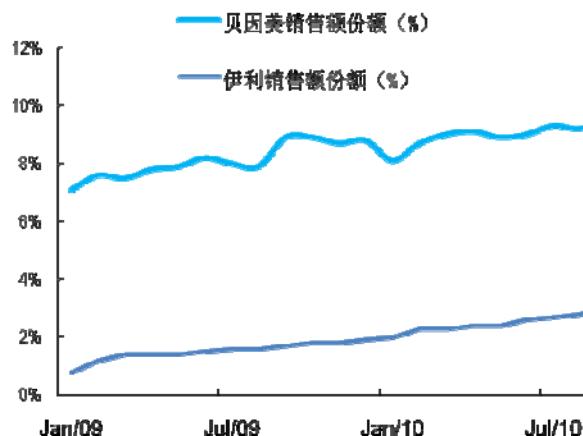


来源：国金证券研究所；AC Nelson

高端奶粉的快速成长是否可以持续？

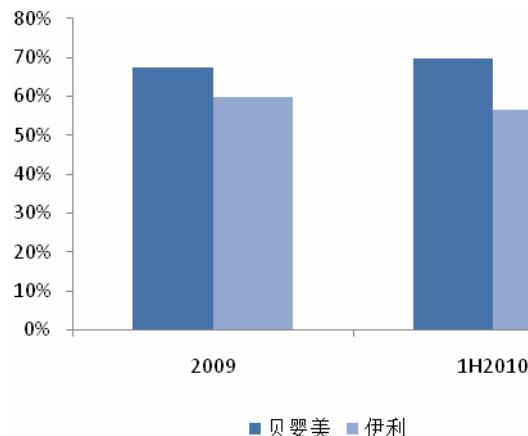
我们认为：公司的高端奶粉的强势增长还将持续。贝因美和伊利在目前奶粉国内品牌中排在前 2 位，是国内奶粉与国外奶粉竞争的主要品牌，二者的奶粉业务规模都在 40 亿元左右，从我们对伊利与贝因美奶粉业务的对比来看，我们发现，伊利在渠道方面更具优势，而贝因美的品牌美誉度目前处于领先，在产品力方面，二者相差不大；我们看好伊利在做好产品品质的基础上，营销理念升级将会促进品牌美誉度的持续改善，从而缩小与贝因美之间的差距。因此，以贝因美作为标杆来看，公司的高端奶粉市场占有率与盈利水平都仍有较大的上升的空间。

图表10：伊利与贝因美高端奶粉市场份额比较



来源：国金证券研究所; AC Nelson

图表11：伊利与贝因美高端奶粉毛利率比较



来源：国金证券研究所

伊利 VS 贝因美

■ 产品力方面：二者难分伯仲。

- **比较产品品质有必要。**在快消品中，产品质量往往由于同质化、顾客难以感知而难以成为短期致胜的关键因素，营销和渠道往往扮演更为直接、更为重要的角色，“产品好市场不好”的案例比比皆是，我们并不否认这一点，但是婴幼儿奶粉是一种特殊的产品，一方面：由于孩子的成长都被家长放在放大镜下仔细观察，产品的差别（如是否更容易上火、腹泻等）更容易被观察到。另一方面：由于它是给最容易受到影响的婴幼儿食用，更容易出现安全事故。因此，从长期看，产品品质的辨识度要比一般食品饮料快消品强，事实上婴幼儿奶粉品牌由于品质问题而遭到打击的案例比其它消费品要多的多。
- **伊利奶源控制与配方研究实力更胜一筹，贝因美则具有研究先发优势。**
- **奶源方面：伊利的奶源控制力更强。**伊利通过奶联社等模式，奶农入股，奶农解决了最为担心的“奶被拒收”的风险，公司则更好的控制了奶源，双方在利益上更加的统一，而伊利常年以来的借款给奶牛养牛资助等方式来梳理上游产业链，使得伊利在对奶源的控制上更加的有效。贝因美方面，由于资金规模限制，对上游产业链的涉及很浅，仍然是采用传统的与奶农签订协议，奶站挤奶，收奶，企业直接从奶站购奶，更多的是通过自身的一系列检测系统来保障奶源的品质，但对奶源供给控制相对伊利更处于劣势。
- **研发能力：贝因美先发优势，伊利后劲十足。**贝因美 2001 年开始涉足中高端婴幼儿奶粉产品研发，2007 年成立了我国第一家母乳研究中心，在专业研究中国母乳，打造适合中国宝宝食用的奶粉产品上具有先发优势。伊利于 2005 年开始进入中高端婴幼儿奶粉市场，但是后劲十足，公司实施“三步走”战略，一是建立中国各地母乳数据库，二是建立权威研究中心进行研发，三是母乳库的持续更新。作为研究

重要基础的母乳样本数据库方面，伊利更加的全面；而研究中心的实力方面，公司的阵容看起来也足够媲美贝因美。

图表12：婴幼儿配方奶粉研发流程



来源：国金证券研究所

图表13：伊利与贝因美研究实力对比

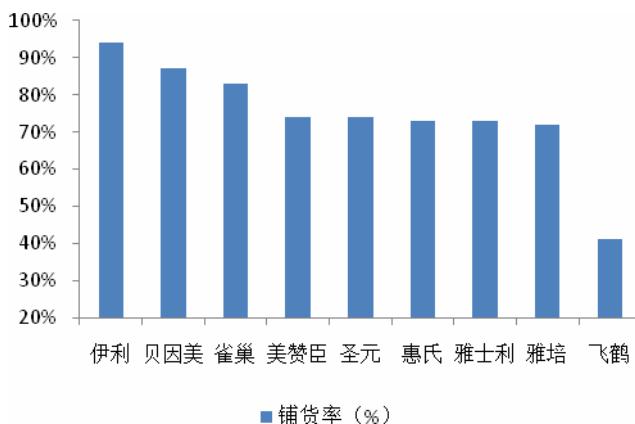
	伊利	贝因美
母乳数据库	样本来源 上海、南昌、广州、成都、呼和浩特、黑龙江、北京共计七个城市的妇婴保健医院 样本数量 6000多份（建立初期）+800份（世博母乳）+其它动态更新	上海新华医院临床基地
研究中心	成立时间 2009年12月18日 专家阵容 吸纳国家疾控中心、中国营养学会等机构专家 合作机构 荷兰Lipid Nutrition、新西兰皇家农业研究所、德国慕尼黑科技大学食品学院、南昌大学等	2007年8月26日 公司内长期从事母乳研究专家
研究成果列举	1、中国第一个母乳数据库 2、发布中国母乳研究白皮书 3、中西方母乳氨基酸差异	1、上海地区人乳中活性免疫细胞的分布和特征 2、乳铁蛋白配方奶喂养婴儿血红蛋白、网织红细胞及体格生长变化

来源：国金证券研究所

■ 渠道力方面：伊利更胜一筹

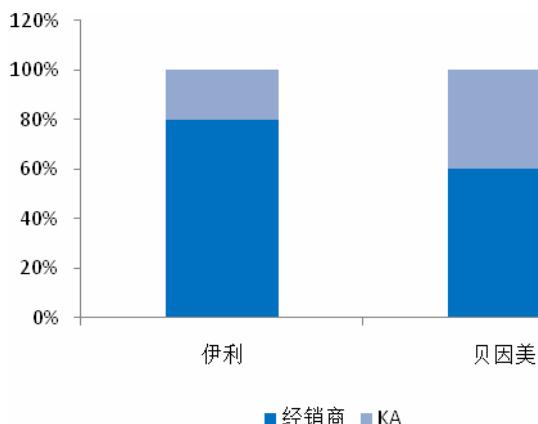
- **伊利渠道下沉、深度分销更为充分。** 伊利品牌渠道下沉非常充分，在三、四线城市随处可见，公司的渠道网络有深度，早在 2007 年，公司就充分利用送奶下乡活动，成功覆盖 25 万个农家店零售终端；公司的渠道网络有广度，在各个省市、各类终端都有伊利产品覆盖，2009 年与中石油合作覆盖 18000 多个终端也从一个侧面显示了公司通路的广阔，奶粉业务能够很大程度享受伊利品牌的通路从而也具有强大的通路保障。贝因美的渠道也做的很好，贝因美拥有 26 家分公司分布在 23 个省市，拥有 1500 个经销商，覆盖终端数 7 万个，但是相对伊利仍然处于下风。
- **伊利对渠道拥有更强的控制能力。** 对经销商方面的控制方面，伊利通过销售人员对二批、终端直接提供服务，实现控制两端、弱化一批、经销商配送化，削弱了传统经销商最大的谈判筹码，对渠道的管控能力强。贝因美相对而言处于劣势，其对经销商渠道依赖度较大，达到 80% 左右（伊利是 60% 左右），谈判地位相对伊利更低。伊利的渠道网络更加成熟，贝因美每年经销商及 KA 管理费用占收入 10% 左右，而伊利刚在 5% 左右。
- **贝因美自控渠道存在优势，效果有待观察。** 贝因美通过建立婴童生活馆与加盟店的方式建立特殊渠道。前者目前只有两家，后者已有 1000 多家，而伊利只有在如山东奶粉销售较大的区域有专卖店。贝因美的自控渠道的品牌推进意义大于零售终端意义。而建立自控渠道往往都意味着高成本投入，这两条通路作为渠道的分销属性面临着投入过多，而渠道效果有限的风险，作为品牌属性将对公司品牌产生良好驱动，自控渠道的效果还有待进一步的观察。

图表14：伊利的渠道铺货率处于行业领先



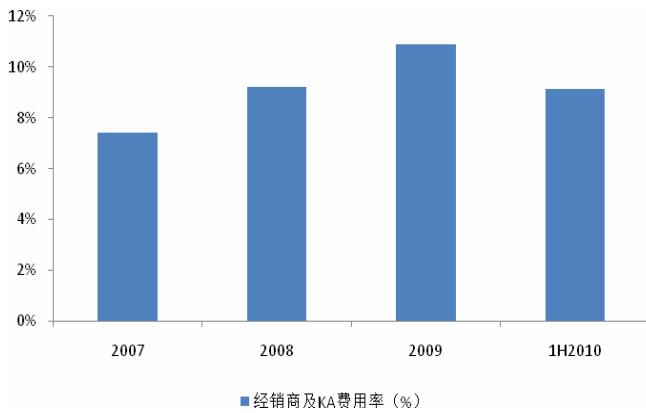
来源：国金证券研究所

图表15：贝因美经销商通路占比更高



来源：国金证券研究所

图表16：贝因美的经销商及KA费用率较高



来源：国金证券研究所

图表17：贝因美品牌受到消费者认可

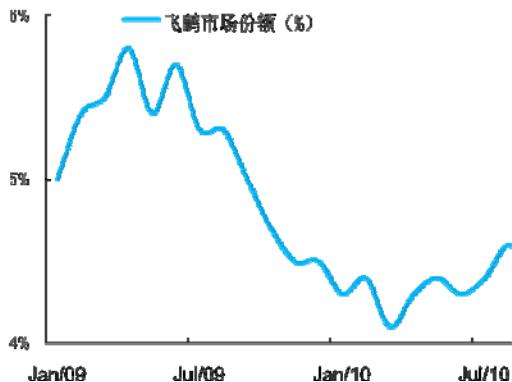
年份	最受消费者信赖奖	最受网友喜爱品牌	最具口碑品牌奖
2009年	贝因美	多美滋	美赞臣
2010年	贝因美	贝因美	惠氏 飞鹤

来源：新浪，国金证券研究所

■ 品牌力方面：贝因美核心优势所在

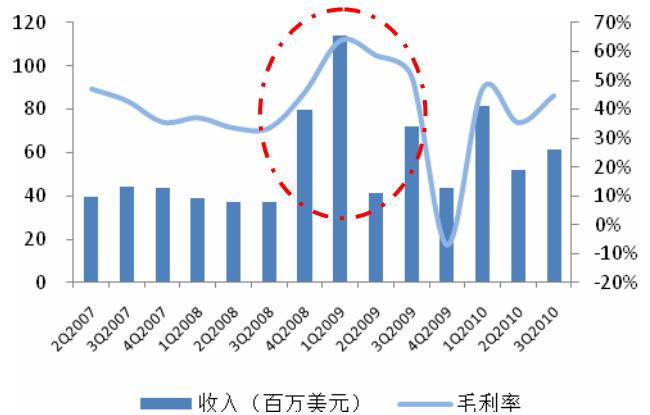
- 贝因美的品牌美誉度要好于伊利。伊利还未完全走出“三聚氰胺”对品牌形象的影响，相反贝因美则借此大赚美誉度，目前来看，贝因美奶粉的品牌美誉度要高于伊利。品牌为王是快消品的一个基本特征，而这个特征在婴幼儿奶粉产品中更加明显，因此，贝因美品牌的美誉度成为公司最核心的竞争力、最大的优势所在。
- 伊利美誉度有望快速提升。公司近年来升级营销理念，由传统的“品质、奶源优势营销”升级到“母婴服务专家营销”；品牌诉求方面，基于研究中心的成立而诉求“更适合中国宝宝”寻求与洋奶粉的差异化竞争。通过与贝因美的对比分析，从贝因美品牌成功的因素来思考，我们认可公司跟随战略将会对品牌美誉度的提升提供显著推动力。

图表18：飞鹤乳业份额变化



来源：国金证券研究所

图表19：飞鹤乳业收入变化



来源：新浪，国金证券研究所

- 贝因美的成功不仅仅来自于“被”营销。三聚氰胺着实让贝因美火了一把，但是我们同时也看到同样“清白”的飞鹤在享受了2008年四季度与2009年一季度的显著增长后，在接下来的时间份额迅速回落，因此，这不是贝因美品牌快速发展的唯一因素。
- 我们认为贝因美的迅速发展核心因素来自于准确的品牌定位、围绕着品牌定位的一系列合理的营销成就起来的母婴专家的形象。
- 品牌定位方面：定位“母婴专家”抓住家长十分注重产品品质，同时渴望得到除产品以外的全方位育婴专业指导的心理。
- 营销手段方面：贝因美围绕“母婴专家”定位进行的各种有效营销举措成为提升品牌美誉度的关键。通过知识营销，举办一系列的孕妇秀、育婴讲座、终端导购讲解育婴知识等，品牌形象由传统的“奶粉专家”上升为“母婴专家”，实现品牌从品质层面向心理层面的跳跃，贝因美不仅是奶粉制造商，更是解决“育婴”问题的朋友；通过公关营销，举行一系列的亲子活动、关爱特殊婴儿活动等等拉近与消费者的距离，提升品牌联想度，通过“爱婴工程”，对特殊婴幼儿进行关怀，对灾区人民及时捐赠，成立关注留守女婴的基金会等，公益营销进一步塑造出贝因美作为“母婴专家”的品牌形象；广告方面，贝因美不断强调“适合中国宝宝”、“母婴专家”、“爱”等品牌诉求，与绝大多数品牌一再诉求产品“品质、奶源保障”等不同，形成与消费者情感上共鸣。

图表20：贝因美育婴活动

年度	讲座	孕妇秀	亲子活动	沙龙活动	媒体体育婴活动	婴幼儿体检	技能训练	课题研讨	月嫂培训
07年	2,577	20		50	246			12	
08年	3,792	300	1,360	59	453	666		20	78
09年	4,425	313	4,360	203	230	4,698	84	13	
总计	10,794	633	5,720	312	929	5,364	84	45	78

来源：公司资料，国金证券研究所

- 伊利高端奶粉在产品品质实力夯实的基础上，营销理念升级有望进一步提升品牌美誉度。公司在推出高端金领冠奶粉的同时，也推出了升级的营销理念，品牌定位与诉求方面类似贝因美，同样宣扬“适合中国宝宝”寻求差异化与洋奶粉竞争。参考我们对贝因美的分析，我们认为围绕“母婴专家”理念进行营销有望加速促进品牌的美誉度的提升。目前公司围绕“母

“母婴专家”理念营销具体措施主要包括借力世博进行事件营销，开展活动进行知识营销等。

- **借“势”世博，双线营销。**线上营销方面，成立世博母婴中心，伊利作为世博会历史上第一个提供母婴服务的企业，为50万以上的游客提供了优质的母婴服务，伊利的“母婴专家”形象开始得到消费者的认识；线下营销方面，在13个城市用金领冠品牌的奶粉搭建起来的“金领冠”中国馆，并相应举行世博游活动，金领冠“中国馆”的创意营销一定程度上提升金领冠子品牌认知度。

图表21：世博母婴中心分布



来源：国金证券研究所

图表22：金领冠中国馆活动



来源：新浪，国金证券研究所

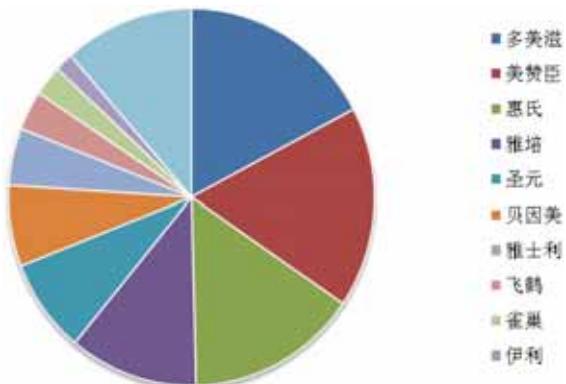
- **知识营销，寻求创新。**伊利一方面发展亲子活动、沙龙、讲座等活动形式，另一方面注重创新研发，2010年12月份，伊利推出母婴研究中心研究成果“婴语”教学碟片，婴语专家团队入户拜访。一系列的举措将提升“伊利----伊利奶粉”品牌联想度以及伊利奶粉品牌美誉度。
- **持续投入、正确方向加速品牌美誉度提升。**公司近年来大力发展高端奶粉业务的迹象很明显，如高端奶粉的产能持续扩张，我们预计相应的重点营销投入还会持续；另外我们认可公司目前追求的品牌定位，公司正在一条正确的品牌营销的道路上发力前行，我们预计公司品牌美誉度继续改善。
- **伊利高端奶粉业务拥有高业绩弹性。**目前伊利高端奶粉盈利水平与市场地位与贝因美的差距都比较大，根据我们前面的分析，伊利高端奶粉业务将与贝因美的差距逐渐缩小，因此市场占有率的差距以及盈利水平的差距也就成为公司奶粉未来业绩弹性的来源。我们预计伊利高端奶粉11年、12年占有率将上升到4.5%、6%；净利率方面，公司产品结构中低端产品占比相对较高拖累盈利水平，随着产品结构逐渐高端化，2010-2012年净利润相比2009年有望分别提升1%，3%，5%。

图表23：奶粉净利润敏感性分析

	EPS 增厚值(元)	净利率增加幅度 (%)									
		0.50 %	1.00 %	1.50 %	2.00 %	2.50 %	3.00 %	3.50 %	4.00 %	4.50 %	5.00 %
2010	E	0.03	0.06	0.09	0.12	0.15	0.18	0.21	0.24	0.27	0.30
2011	E	0.04	0.07	0.11	0.14	0.18	0.22	0.25	0.29	0.32	0.36
2012	E	0.04	0.09	0.13	0.17	0.22	0.26	0.30	0.35	0.39	0.43

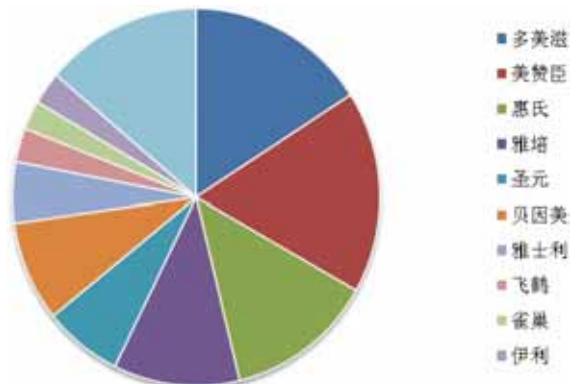
来源：公司资料，国金证券研究所。说明：净利率增加幅度参照2009奶粉净利率水平，EPS增厚值=（预计收入*净利率增加值）/总股本，2010-2012奶粉业务收入基于我们的预测值。

图表24：高端奶粉市场占有率（2009）



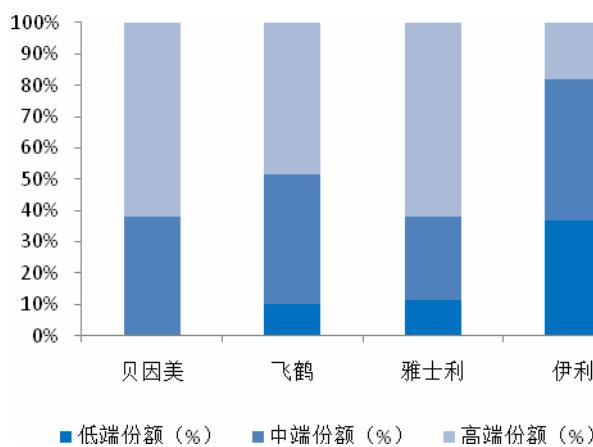
来源：国金证券研究所

图表25：高端奶粉市场占有率(2010)



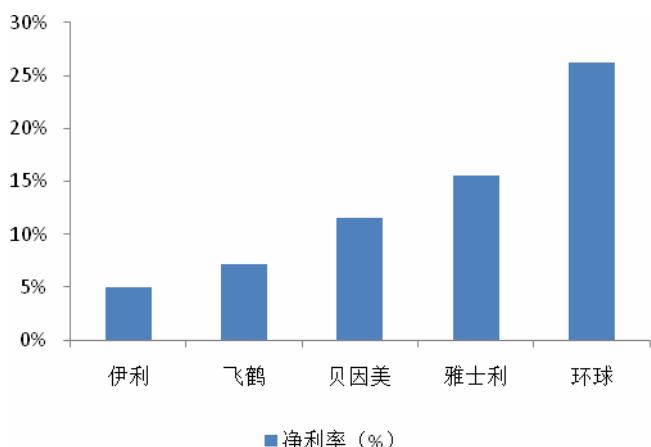
来源：国金证券研究所

图表26：伊利低端奶粉占比相对较高



来源：国金证券研究所

图表27：伊利净利率较低

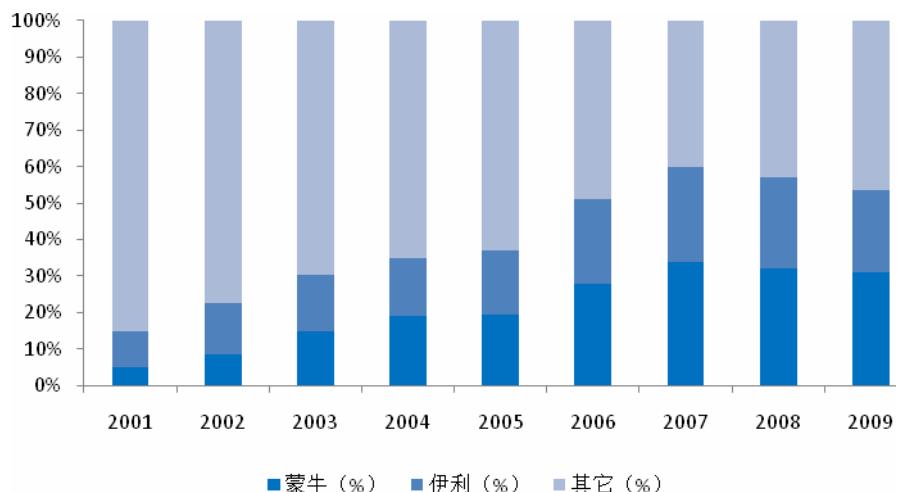


来源：国金证券研究所

液态奶业务----费用率有望继续回落增厚业绩

- 伊利、蒙牛在液态奶市场的寡头地位依然稳固。蒙牛与伊利经过2000年前后以来的快速扩张，已经成为了液态奶市场的绝对龙头，自2006年以来，二者稳定占有液态奶市场50%以上的份额，寡头地位显著，而对于处于寡头市场地位的公司，我们认为会呈现两种情况：

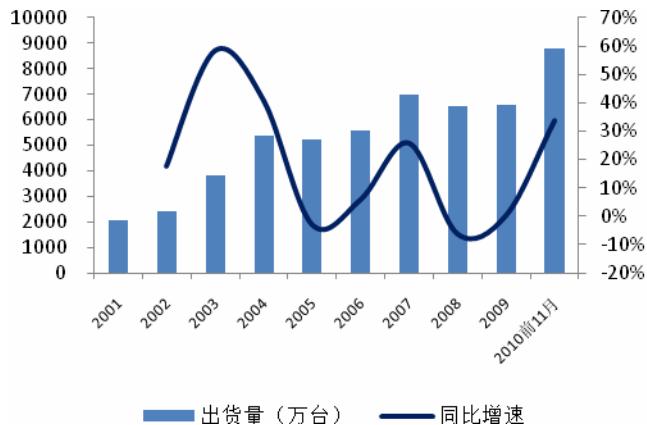
图表28：液态奶的寡头垄断格局



来源：公司资料，国金证券研究所

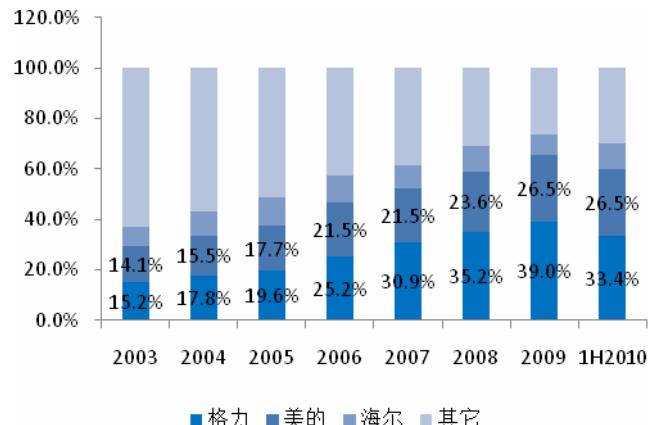
- 在行业稳定发展时，寡头增加广告投入、经营费用、价格战的动力将会逐渐降低，因为它们对市场份额的帮助不大，投入竞争手段产生的收益抵不上成本。行业趋向于降低销售管理费用率，呈现出销售管理费用率下降、净利率上升的局面。
- 在行业增速明显回落、停滞时，往往会重启各种竞争手段，期望在困难年份多分一杯羹，呈现出销售管理费用率上升、净利率可能下降的局面。但是只要市场恢复增长，费用率将重新回到之前的下降通道来，净利率也随之上升。
- 我们选取空调行业来佐证我们的观点：空调行业可以分为两个阶段：
- **2005 年之前：**完全竞争市场为主，优势企业逐渐突出。市场频繁通过价格战、经销商返利等多种形式争夺市场份额，净利率水平不断降低。其间格力、美的开始崭露头脚，份额逐步扩大。
- **2005-2010：**寡头市场。2005 年空调市场突然放缓，成为行业洗牌的一年，由于存货增多，加上原材料的上涨，使得小厂商举步维艰，市场的价格战达到高峰，这一阶段，作为龙头的格力、美的成功的把握住机会，成为市场寡头。

图表29：2005、2006 空调销售放缓促进行业“洗牌”加快



来源：国金证券研究所

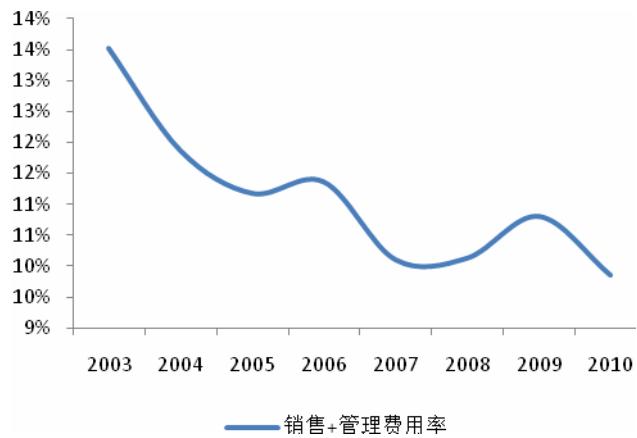
图表30：2005 年后，格力、美的成为行业寡头



来源：国金证券研究所

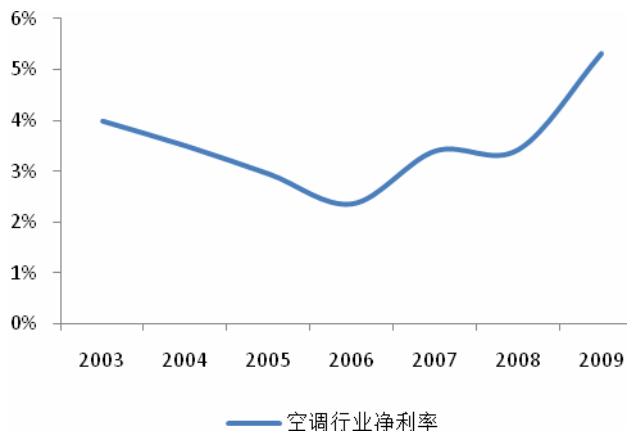
- 从行业来看：在空调寡头市场形成后，通过增加营销支出争取市场份额的边际收益已经递减，寡头企业将会逐步控制费用，从而提高净利率水平。行业的销售管理费用率与净利率的走势证明了这一点，在近几年过程中，行业销售管理费用率总体呈震荡走低的态势，而对应的净利率则在 2005 年后开始上扬。
- 从公司来看，寡头之一的格力在逐步扩大市场份额，巩固自身寡头地位的同时，销售管理费用率呈现出了下降的趋势，从 2001 年的 17.16% 下降到了 2008 年的 13.50%，其间出现过两个例外，一个是在 2005 年，而这正是行业洗牌的关键一年，格力增加营销、返利，使得销售管理费用率提高，另一次出现在 2009 年，这一年，行业同样增长停滞。销售管理费用率上升，但此时公司的龙头地位非常稳固，净利率仍然保持增长。格力的走势证明了，在份额逐步上升、寡头地位形成时，企业确实会有逐步降低销售管理费用开销的趋势，只有在特殊的年份，往往是行业遭受一定困难时，才会重新启用价格战等武器，销售管理费用率迅速增加，如 2005 年，但一旦市场稳定，销售管理费用率则将迅速回荡到正常下降通道中。

图表31：竞争格局向寡头转向时销售管理费用率逐渐下降



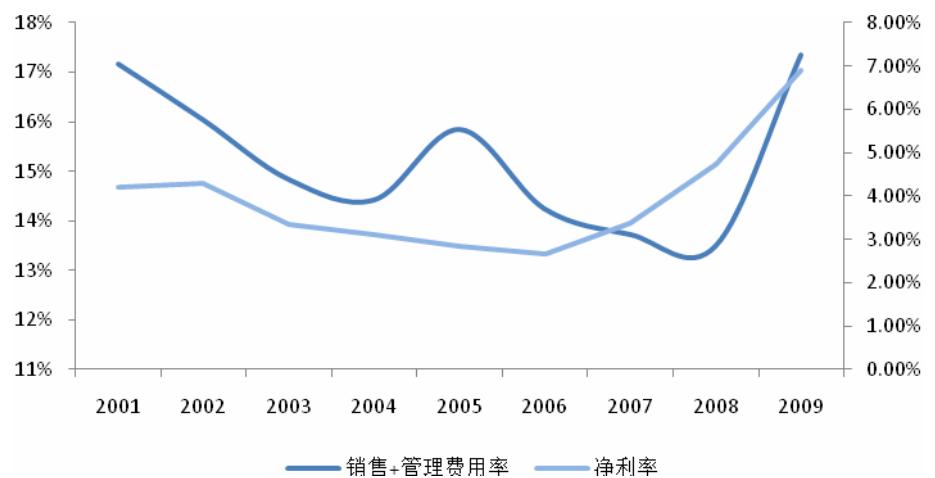
来源：ACMR,国金证券研究所

图表32：空调行业净利率也于 2005 开始反转



来源：国金证券研究所

图表33：格力费用与净利率变化情况

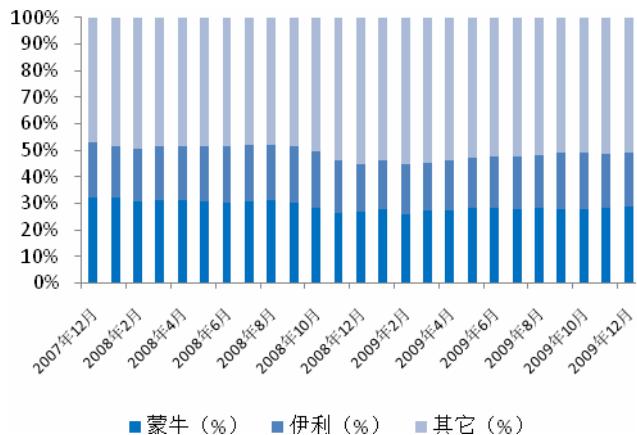


来源：公司资料，国金证券研究所

■ 液态奶行业：我们同样把它分为两个阶段：

- **2003-2008 年，伊利、蒙牛逐渐成为市场寡头。**随着市场地位的确定，伊利的销售管理费用率逐步走低，保持平稳，净利润率保持平稳。这一阶段类似于空调行业 2005 年之前的阶段。
- **2008-2010 年，行业增速放缓，洗牌阶段。**2008 年的“毒奶粉”事件严重影响行业发展，公司加大广告宣传、公交等费用的支出，销售管理费用率增加，净利率受到严重侵蚀，公司处于亏损，但随着行业于 09 年初的复苏，公司的销售费用率迅速下降，净利率回升，二者逐渐回复到正常的通道中来，这一阶段类似于空调行业的 2005-2006 年。
- **2010 年之后会怎么样？**我们判断，目前公司的销售管理费用率还未充分回复到正常的下降通道中，目前仍比 2003-2007 年大约高 4%，公司的销售费用率在未来还将继续下降。公司的寡头地位依然稳固，因此我们预计销售管理费用率快速下降趋势将持续。在 2011 将下降到 22% 左右，回到正常的下降通道。对应的净利率将回升到 4% 左右，由于公司液态奶净利率长年处于低位，往往只有 2% 左右，因此销售管理费用率下降对业绩推动的影响将会很显著。

图表34：蒙牛、伊利液态奶双寡头格局



来源：ACMR,国金证券研究所

图表35：伊利销售管理费用率



来源：国金证券研究所

图表36：液态奶净利敏感性分析

	EPS 增厚值(元)	净利率增加幅度 (%)									
		0.20 %	0.40 %	0.60 %	0.80 %	1.00 %	1.20 %	1.40 %	1.60 %	1.80 %	2.00 %
2010 E	0.05	0.10	0.15	0.21	0.26	0.31	0.36	0.41	0.46	0.51	
	0.06	0.12	0.18	0.24	0.31	0.37	0.43	0.49	0.55	0.61	
	0.07	0.14	0.21	0.28	0.35	0.42	0.49	0.56	0.63	0.70	

来源：公司资料，国金证券研究所说明：净利率增加幅度参照2009液态奶净利率水平，EPS增厚值=（预计收入*净利率增加值）/总股本，2010-2012液态奶业务收入基于我们的预测值。

盈利预测及估值

■ 核心假设：

- 奶粉业务 10-12 年销量增速为 20%，主要来自于公司中高档奶粉需求的持续拉动，10-12 年毛利率水平分别为 40.5%、41%、42%，基于产品结构持续向高端化偏移享受高端奶粉的高盈利能力。
- 液态奶业务 10-12 年销售收入增长率为 24.2%、19%、15%，对未来两年偏谨慎主要因为 2010 年液态奶业务是对三聚氰胺事件反应充分后的一轮补涨业绩，公司的销售管理费用率假设为 28.3%、28% 和 28%，净利率水平为对应 2.4%、3.1%、3.3%。
- 我们预计：2010-2012 年公司收入为 297、353、406 亿元，同比增长 22.2%、18.7%、15.1%，净利润为 7.24、10.83、13.57 亿元，同比增长 11.74%、49.61%、25.36%。以应 EPS 为 0.905、1.354、1.702 元。（考虑惠商投资股权转让带来的投资收益 2.18 亿元，大致增厚 11 年每股 EPS 0.23，11 年每股 EPS 为 1.584 元。）
- 考虑到公司较大的盈利弹性，1 年内目标价为 51 元，对应 12 年 30 倍估值。维持“买入”评级。

图表37：伊利销售分拆

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
液态奶						
平均售价(元/吨)	4,785.10	5,157.78	5,415.67	5,848.93	6,053.64	6,174.71
增长率(%)	1.85%	7.79%	5.00%	8.00%	3.50%	2.00%
销售数量(万吨)	277.00	280.00	305.68	351.54	404.27	452.78
增长率(%)	11.69%	1.08%	9.17%	15.00%	15.00%	12.00%
销售收入(百万元)	13,254.73	14,441.80	16,554.80	20,561.06	24,472.81	27,957.73
增长率(%)	13.76%	8.96%	14.63%	24.20%	19.03%	14.24%
毛利率	24.47%	25.78%	34.08%	30.00%	30.50%	31.00%
销售成本(百万元)	10,011.30	10,718.70	10,912.92	14,392.74	17,008.60	19,290.84
增长率(%)	17.71%	7.07%	1.81%	31.89%	18.17%	13.42%
毛利(百万元)	3,243.43	3,723.09	5,641.88	6,168.32	7,464.21	8,666.90
增长率(%)	3.10%	14.79%	51.54%	9.33%	21.01%	16.11%
占总销售额比重	69.01%	66.90%	68.39%	69.19%	69.39%	68.85%
占主营业务利润比重	65.51%	64.20%	66.46%	65.98%	66.12%	65.30%
冷饮						
平均售价(元/吨)	6,216.25	6,510.26	6,705.56	7,040.84	7,287.27	7,542.33
增长率(%)	3.60%	4.73%	3.00%	5.00%	5.00%	3.50%
销售数量(万吨)	44.00	51.00	48.67	55.97	62.69	68.96
增长率(%)	15.79%	15.91%	-4.57%	15.00%	12.00%	10.00%
销售收入(百万元)	2,735.15	3,320.23	3,263.63	3,940.84	4,568.22	5,200.92
增长率(%)	19.96%	21.39%	-1.70%	20.75%	15.92%	13.85%
毛利率	29.56%	29.96%	33.66%	30.00%	30.50%	31.00%
销售成本(百万元)	1,926.64	2,325.49	2,165.09	2,758.59	3,174.91	3,588.63
增长率(%)	22.73%	20.70%	-6.90%	27.41%	15.09%	13.03%
毛利(百万元)	808.51	994.74	1,098.54	1,182.25	1,393.31	1,612.28
增长率(%)	13.84%	23.03%	10.43%	7.62%	17.85%	15.72%
占总销售额比重	14.24%	15.38%	13.48%	13.26%	12.95%	12.81%
占主营业务利润比重	16.33%	17.15%	12.94%	12.65%	12.34%	12.15%
奶粉及奶制品						
平均售价(元/吨)	33,580.00	37,596.58	39,476.41	41,450.23	43,522.75	45,698.88
增长率(%)	33.78%	11.96%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
销售数量(万吨)	8.10	8.60	10.04	11.50	13.23	15.21
增长率(%)	1.25%	6.17%	16.75%	14.54%	15.00%	15.00%
销售收入(百万元)	2,719.98	3,233.31	3,963.63	4,766.78	5,755.88	6,950.23
增长率(%)	35.46%	18.87%	22.59%	20.26%	20.75%	20.75%
毛利率	30.29%	30.62%	42.25%	40.50%	41.00%	42.00%
销售成本(百万元)	1,896.10	2,243.27	2,289.00	2,836.23	3,395.97	4,031.13
增长率(%)	36.57%	18.31%	2.04%	23.91%	19.74%	18.70%
毛利(百万元)	823.88	990.04	1,674.64	1,930.54	2,359.91	2,919.10
增长率(%)	32.97%	20.17%	69.15%	15.28%	22.24%	23.70%
占总销售额比重	14.16%	14.98%	16.37%	16.04%	16.32%	17.12%
占主营业务利润比重	16.64%	17.07%	19.73%	20.65%	20.91%	21.99%
其它(方便食品及混合饲料)						
销售收入(百万元)	498.50	592.79	426.16	450.00	472.50	496.13
增长率(%)	24.78%	18.92%	-28.11%	15.00%	5.00%	5.00%
毛利率	15.14%	15.41%	17.42%	15.00%	15.00%	15.00%
销售成本(百万元)	423.03	501.44	351.92	382.50	401.63	421.71
增长率(%)	20.60%	18.54%	-29.82%	8.69%	5.00%	5.00%
毛利(百万元)	75.47	91.35	74.24	67.50	70.88	74.42
增长率(%)	54.85%	21.04%	-18.73%	-9.07%	5.00%	5.00%
占总销售额比重	2.60%	2.75%	1.76%	1.51%	1.34%	1.22%
占主营业务利润比重	1.52%	1.58%	0.87%	0.72%	0.63%	0.56%
销售总收入(百万元)	19208.36	21588.12	24208.22	29718.68	35269.41	40605.00
销售总成本(百万元)	14257.06	15788.90	15718.94	20370.06	23981.11	27332.31
毛利(百万元)	4951.30	5799.22	8489.29	9348.61	11288.30	13272.70
平均毛利率	25.78%	26.86%	35.07%	31.46%	32.01%	32.69%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	19,360	21,659	24,324	29,719	35,269	40,605							
增长率		11.9%	12.3%	22.2%	18.7%	15.1%	货币资金	1,772	2,774	4,113	4,500	4,950	6,298
主营业务成本	-14,347	-15,849	-15,778	-20,370	-23,981	-27,332	应收款项	630	303	311	515	612	704
% 销售收入	74.1%	73.2%	64.9%	68.5%	68.0%	67.3%	存货	1,737	2,020	1,836	2,232	2,628	2,995
毛利	5,012	5,809	8,545	9,349	11,288	13,273	其他流动资产	497	320	572	1,021	1,201	1,369
% 销售收入	25.9%	26.8%	35.1%	31.5%	32.0%	32.7%	流动资产	4,636	5,418	6,831	8,268	9,391	11,366
营业税金及附加	-83	-122	-109	-134	-176	-203	% 总资产	45.6%	46.0%	51.9%	56.2%	58.2%	62.1%
% 销售收入	0.4%	0.6%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	长期投资	412	523	400	401	400	400
营业费用	-3,911	-5,532	-6,496	-7,132	-8,359	-9,623	固定资产	4,911	5,318	5,424	5,774	6,065	6,245
% 销售收入	20.2%	25.5%	26.7%	24.0%	23.7%	23.7%	% 总资产	48.3%	45.1%	41.2%	39.2%	37.6%	34.1%
管理费用	-884	-1,915	-1,191	-1,278	-1,517	-1,746	无形资产	196	235	267	270	274	279
% 销售收入	4.6%	8.8%	4.9%	4.3%	4.3%	4.3%	非流动资产	5,538	6,363	6,321	6,447	6,741	6,926
息税前利润 (EBIT)	134	-1,760	750	804	1,237	1,700	% 总资产	54.4%	54.0%	48.1%	43.8%	41.8%	37.9%
% 销售收入	0.7%	n.a	3.1%	2.7%	3.5%	4.2%	资产总计	10,174	11,780	13,152	14,716	16,132	18,292
财务费用	-29	-14	-22	-57	-11	33	短期借款	926	2,797	2,756	1,921	598	0
% 销售收入	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.0%	-0.1%	应付款项	4,058	5,477	5,821	7,509	8,849	10,109
资产减值损失	-17	-296	-77	-3	-1	-1	其他流动负债	103	-73	464	641	755	861
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	流动负债	5,087	8,201	9,040	10,070	10,202	10,970
投资收益	-3	20	15	6	220	1	长期贷款	95	55	110	110	111	113
% 税前利润	n.a	-1.0%	1.9%	0.7%	14.1%	0.1%	其他长期负债	285	297	292	0	0	0
营业利润	85	-2,050	665	751	1,445	1,733	负债	5,467	8,553	9,442	10,180	10,313	11,082
营业利润率	0.4%	n.a	2.7%	2.5%	4.1%	4.3%	普通股股东权益	4,213	2,789	3,443	4,167	5,432	6,792
营业外收支	22	94	146	150	120	少数股东权益	494	438	267	282	300	330	
税前利润	106	-1,956	812	901	1,565	1,853	负债股东权益合计	10,174	11,780	13,152	14,628	16,045	18,204
利润率	0.5%	n.a	3.3%	3.0%	4.4%	4.6%							
所得税	-111	219	-147	-162	-282	-463							
所得税率	104.3%	n.a	18.1%	18.0%	18.0%	25.0%							
净利润	-5	-1,737	665	739	1,283	1,390							
少数股东损益	15	-49	18	15	18	30							
归属于母公司的净利润	-20	-1,687	648	724	1,265	1,360							
净利率	n.a	n.a	2.7%	2.4%	3.6%	3.3%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金净流	776	183	2,030	2,289	2,399	2,702	每股指标						
资本开支	-1,021	-804	-564	-673	-789	-740	每股收益	-0.030	-2.111	0.810	0.905	1.583	1.702
投资	-429	-140	-75	-1	0	0	每股净资产	6.325	3.490	4.307	5.213	6.796	8.497
其他	2	34	-76	6	220	1	每股经营现金净流	1.165	0.230	2.540	2.863	3.001	3.381
投资活动现金净流	-1,449	-910	-715	-668	-569	-739	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
股权募资	1,379	11	14	0	0	0	回报率						
债权募资	113	1,772	-43	-1,125	-1,322	-596	净资产收益率	-0.47%	-60.50%	18.81%	17.37%	23.29%	20.02%
其他	-62	-68	-69	-109	-58	-20	总资产收益率	-0.19%	-14.32%	4.92%	4.95%	7.89%	7.47%
筹资活动现金净流	1,430	1,715	-98	-1,234	-1,380	-616	投入资本收益率	-0.10%	-25.70%	9.34%	10.18%	15.74%	17.63%
现金净流量	757	989	1,216	387	450	1,348	增长率						
							主营业务收入增长率	18.49%	11.87%	12.30%	22.18%	18.68%	15.13%
							EBIT增长率	-76.57%	#####	#####	7.33%	53.70%	37.50%
							净利润增长率	N/A	843.20%	N/A	11.74%	74.83%	7.50%
							总资产增长率	35.21%	15.79%	11.64%	11.89%	9.63%	13.39%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	5.2	3.4	3.1	3.5	3.5	3.5
							存货周转天数	41.2	43.3	44.6	40.0	40.0	40.0
							应付账款周转天数	52.3	57.8	72.6	75.0	75.0	75.0
							固定资产周转天数	83.1	84.4	76.7	64.4	54.2	46.5
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-15.96%	2.38%	-33.64%	-55.52%	-73.99%	-86.84%
							EBIT利息保障倍数	4.6	-121.8	33.5	14.2	111.9	-52.0
							资产负债率	53.73%	72.60%	71.79%	69.59%	64.28%	60.88%

来源：公司年报、国金证券研究所

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
强买	0	4	6	8	39
买入	0	0	0	0	10
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.00	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 2009-08-28	买入	16.77	21.00 ~ 23.81
2 2009-11-01	买入	23.16	N/A
3 2010-04-27	买入	32.68	39.00 ~ 40.71
4 2010-05-13	买入	31.60	N/A
5 2010-06-09	买入	30.09	N/A
6 2010-08-30	买入	35.19	N/A
7 2010-10-29	买入	40.32	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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 = 强买； 1.01~2.0 = 买入； 2.01~3.0 = 持有
3.01~4.0 = 减持； 4.01~5.0 = 卖出



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：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%~-10%；
 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

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、复印件或复制品，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信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员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惟一因素。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或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：200011
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：(8610)-66215599-8832
传真：(8610)-61038200
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100032
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：(86755)-82805115
传真：(86755)-61038200
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室