

超越预期 迎接历史机遇

推荐 维持评级

核心要点:

- 与蒙牛升“常配”降“日配”液体乳升级策略不同，伊利多年来一直采用液体乳、奶粉和冰淇淋等全产品线策略，且各品项均无短板。“现金牛”业务液体乳一直以高毛利“常配”产品为主，2008 和 2007 年毛利率分别高出蒙牛 7.3 和 3.5 个百分点；奶粉是区别于主要竞争对手蒙牛的“明星类”业务，CAGR2008-2011 为 29%；冷饮业务未来若干年有望随着产品提价和结构升级，盈利能力将大幅提高。
- 2009 年下半年销售全面恢复促使全年销售收入同比增长 16%，毛利率拐点出现，亦即提高到 31%，销售和管理费用率为 24.6% 和 3.7%，将促成公司业绩迅速回升，提前一年重返原有上升通道之概率较大。2009 年第一季度各大产品线增幅均高于行业平均水平，预计三大业务第二、三和四季度销售恢复比例分别为 90%、100% 和 230%。其中，奶粉业务受益于主要竞争对手三鹿破产和洋奶粉质量问题频爆，销售全面恢复，有望成为未来的核心利润来源；液体乳业务受益于主要竞争对手蒙牛 OMP 事件，高端产品销售突飞猛进，第一季度金典奶、营养舒化奶、果之优酸乳等销量增长速度超过行业 10%。
- 奶粉的刚性需求和液体乳可替代品的稀缺，保障了行业未来发展空间仍然巨大，可谓不经历风雨怎么见彩虹。行业销售收入 CAGR2008-2015 为 6.2%，公司市场份额从 14% 提高到 22%。
- 虽然从 3 月 9 日《伊利股份 (600887) 深度研究报告：稳健全面 迎接历史机遇》以来，公司股票表现远远好于大盘，且从 2005 年 7 月 23 日深度报告《乳品行业：至少 3 倍增长空间——从全球看中国》以来，液体乳及乳制品产量已经增长了 90%，但我们继续维持公司推荐的投资评级，同时调升 2009 年业绩预测，将合理价位从 16 元大幅调高到 20 元。

主要财务指标

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	19359.69	21658.59	25100.55	27900.52	32364.60
EBITDA(百万元)	549.25	-1242.07	1154.03	1147.26	1308.23
净利润(百万元)	-19.78	-1687.45	541.17	661.35	866.36
摊薄 EPS(元)	-0.03	-2.11	0.68	0.83	1.08
PE(X)	-	-	22.1	18.0	13.8
EV/EBITDA(X)	17.6	-	9.2	7.6	4.7
PB(X)	2.1	3.7	3.1	2.7	2.2
ROIC(%)	0.0	-0.3	0.1	0.1	0.1
总资产周转率	2.2	2.0	2.1	2.3	2.3

资料来源：中国银河证券研究所

分析师

董俊峰

✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn

☎: (8610)6656 8780

博客: <http://dongjunfeng.blog.cnstock.com>

市场数据 时间 2009.04.30

A 股收盘价(元)	14.93
A 股一年内最高价(元)	25.17
A 股一年内最低价(元)	6.45
上证指数	2478
市净率	4.1
总股本(万股)	79932
实际流通 A 股(万股)	72775
限售的流通 A 股(万股)	7157
流通 A 股市值(亿元)	108

相关研究

1. 伊利股份 (600887) 深度研究报告：稳健全面 迎接历史机遇 09.03.09
2. 乳品行业：至少 3 倍增长空间——从全球看中国 05.07.23
3. 伊利股份 (600887.ss)：形势变化凸现买入契机 09.02.23

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

1) 我们延续 2005 年 7 月 23 日行业深度报告《乳品行业: 至少 3 倍增长空间——从全球看中国》观点, 判断未来液体乳市场消费量至少增长 1 倍, 亦即再造一个相同市场容量的市场! 我们按如下方法进行保守计算, (1) 将全球各主要液体乳消费国人均消费量进行排序; (2) 取人均消费 23-102 公斤的全球各主要消费国中的最后三个国家数据, 再将各国城市化率代入公式, 我国则按未来 5 年城市化率达到 50% 进行计算; (3) 对比该平均值与我国 15 公斤消费平均值, 计算出行业增长空间。如果考虑到城市化率的进一步提高和人口数量的增长, 那么增长空间将继续扩大。我们判断行业销售收入 CAGR2008-2015 为 6.2%;

2) 三大业务销售下半年全面恢复, 市场份额的提高将促使销售收入 CAGR08-11 和 CAGR08-15 分别达到 14.3% 和 12.8%。按收入计算, 2015 年公司市场份额将从 2008 年的 14% 提高到 22%, 我们保守判断 2023 年达到 28%, 对应的销售收入分别为 503 亿元和 932 亿元;

3) 受益于三鹿破产和洋奶粉质量问题频爆, 奶粉业务市场份额迅速提高, 未来成为公司主要利润支柱之一的概率较大, 销售收入 CAGR2008-2011 为 29%, 占比提高到 21%;

4) 毛利率或将出现拐点。2009 年公司毛利率在 31% 左右, 主要源于 (1) 产品结构调整见效, 高毛利高端液体乳和奶粉业务占比提高; (2) 原奶价格同比降幅较大, 今年维持在 2.3-2.5 元之间; (3) 三聚氰胺事件后的价格战出现放缓迹象等因素。

我们与市场不同的观点:

市场普遍质疑公司销售的复苏程度——来源于一线城市草根调研, 或对公司销售复苏速度过分乐观——来源于部分市场草根调研。

我们认为, (1) 奶粉业务恢复速度超预期来源于三鹿二三线城市以下部分市场份额的让出; (2) 液体乳替代品的缺失, 将保障行业在消费者淡忘三聚氰胺事件后, 继续在上升通道增长, 虽然增速会放缓。另外豆奶替代性仍然需要观察, 部分转基因大豆是个问题; (3) 三大业务 2009 年第二、三和四季度销售恢复比例分别为 90%、100% 和 230%, 全年销售收入同比增长 16% 左右。

公司估值与投资建议:

考虑到公司销售恢复的高确定性, 我们继续给予公司推荐的投资评级, 合理价位 20 元; 基于对公司的估值假设及与同行业上市公司的对比, 我们认为公司具备良好的相对投资价值。

股票价格表现的催化剂:

液体乳销售在第二季度基本恢复; 奶粉在一线城市市场份额开始快速提升; 液体乳部分替代品问题展现; 2010 上海世博会高级赞助商营销效果显著; *ST 摘帽。

主要风险因素:

销售增速受消费环境和行业竞争变化和食品安全问题影响的程度有可能超过我们的预期, 从而影响对公司的盈利预测。

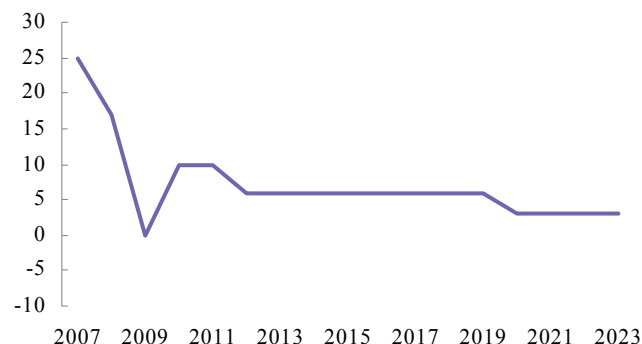
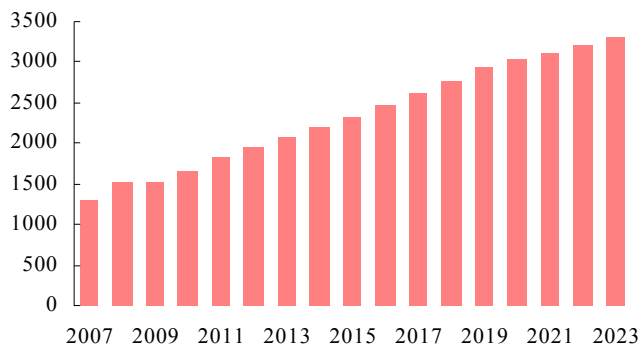
目 录

关键假设与敏感性分析.....	1
一、公司估值分析:	3
(一) 相对估值分析.....	3
(二) 绝对估值分析.....	3
二、乳品市场: 整顿后的发展空间更确定.....	5
(一) 行业发展驱动因素有利于行业发展.....	5
(二) 行业发展空间: 对比计算均指向广阔未来.....	6
三、主营业务拆分.....	7
(一) 液体乳: 坚持“常配”产品为主的高毛利策略.....	7
(二) 奶粉: 今日“明星类”业务, 未来“现金牛”业务.....	9
(三) 冷饮: 未来产品结构升级.....	10
(四) 其它: 服从整体业务.....	10
四、奶源模式展望: 六大黄金奶源带.....	16
五、附录.....	16
(一) 世界乳品地图.....	16
插图目录.....	17
表格目录.....	17

关键假设与敏感性分析

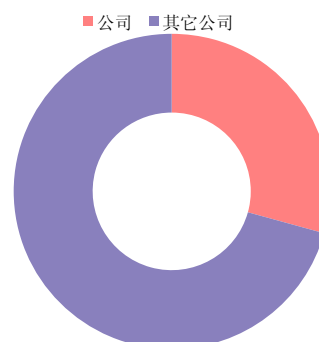
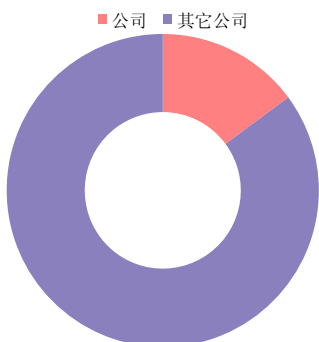
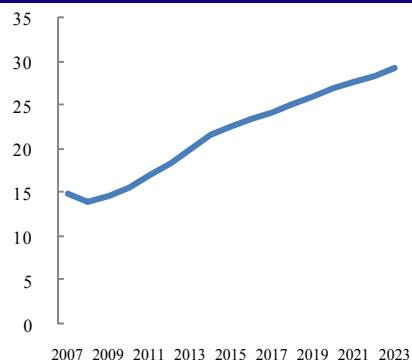
主营业务预测

图 1: 行业销售收入、增速 (亿元、%)



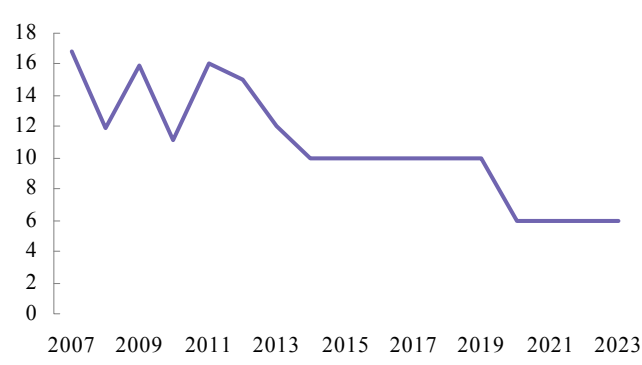
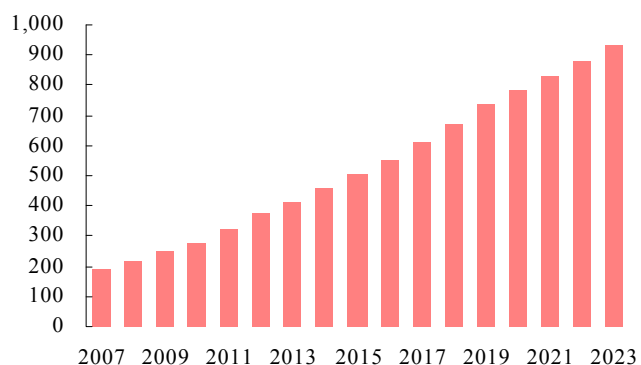
资料来源: 中国银河证券研究所

图 2: 公司市场份额、2007 和 2023 年市场份额 (%)



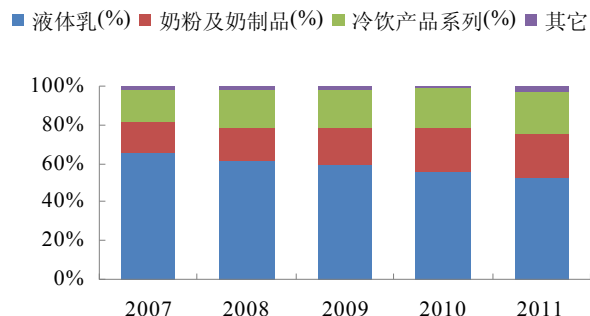
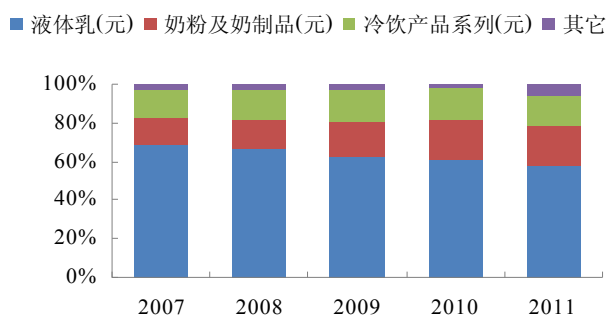
资料来源: 中国银河证券研究所

图 3: 公司销售收入、增速 (亿元、%)



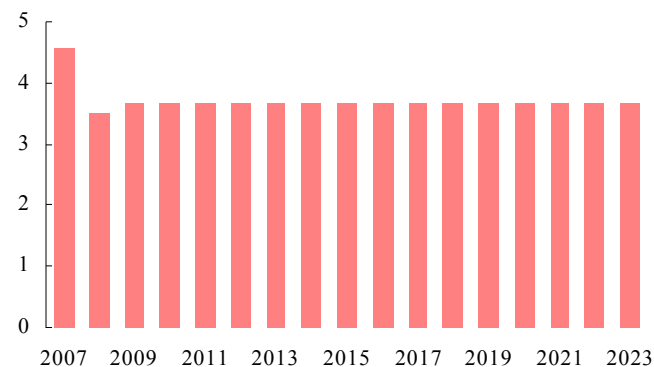
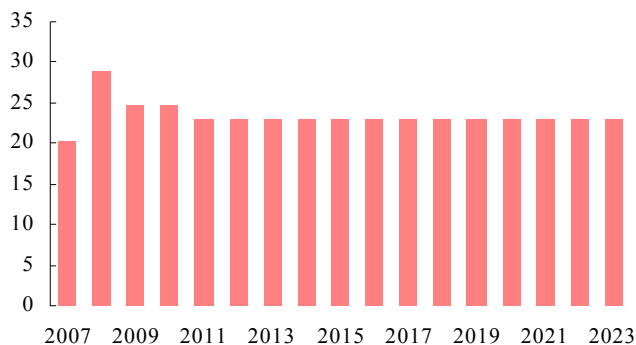
资料来源: 中国银河证券研究所

图 4: 公司各项业务收入占比、毛利占比 (%)



资料来源: 中国银河证券研究所

图 5: 公司营业费用率、管理费用率 (%)



资料来源: 中国银河证券研究所

敏感性分析

		2009E	2010E
每股收益 (元)			
营业收入增长率	+ 10%	0.73	0.93
	- 10%	0.62	0.72
营业成本/营业收入	+ 1%	0.41	0.54
	- 1%	0.93	1.11

数据来源: 中国银河证券研究所

一、公司估值分析：

（一）相对估值分析

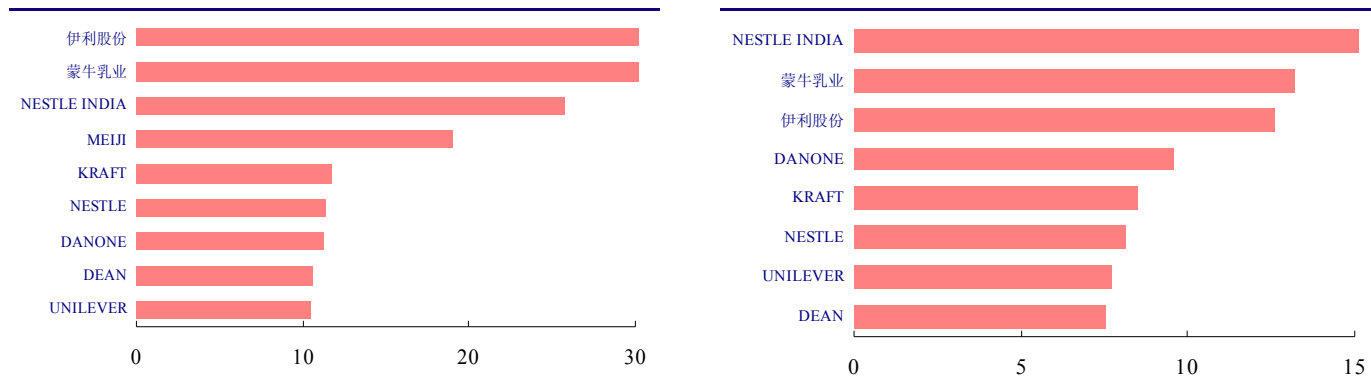
表 1：全球上市公司估值（倍）

公司	货币	股价 (元)	市值 (百万元)	EV/EBITDA		PE			CAGR 07-10	PEG	ROE	PB	总资产 周转率	股息收益率 (%)
				08E	09E	08E	09E	10E						
伊利股份	CNY	14.93	11,934	-	12.6	-	37	27	34%	-	-	2.8	2.2	0.00
蒙牛乳业	HKD	13.9	21,707	-	13.2	-	34	23	4%	-	-	3.2	2.44	1.06
KRAFT	USD	23.49	34,516	8.8	8.5	12	12	10	7%	1.7	11.72	1.8	0.64	4.94
NESTLE	CHF	37.36	143,009	8.4	8.1	13	11	11	8%	0.9	56.33	2.7	0.58	3.75
DANONE	EUR	36.135	18,571	10.3	9.5	13	11	10	34%	1.6	102.52	1.9	2.69	3.32
UNILEVER	EUR	16.125	48,307	8.5	7.7	12	11	9	14%	7.0	34.89	4.5	0.99	4.71
NESTLE INDIA	INR	1,704.85	164,375	19.0	15.5	31	26	21	2%	0.9	45.01	39.3	1.1	1.50
MEIJI	JPY	361	119,663	-	-	19	19	15	-11%	-1.7	6.39	0.8	1.83	2.20
DEAN	USD	18.93	2,922	7.8	7.5	12	11	9	6%	1.9	60.3	5.2	1.77	0.00

资料来源：Bloomberg

从全球角度来看，如表 1 和图 6 所示，公司 PE、EV/EBITDA 分别处于全球食品饮料龙头上市公司高位和中位。

图 6：全球龙头公司 09PE、EV/EBITDA（倍）



资料来源：Bloomberg

经分析估值水平变化的主要市场影响因素，（1）公司未来三年业绩增速；（2）A 股市场 PE 水平；（3）食品饮料板块 PE 水平，我们认为，公司具备良好的相对投资价值。

（二）绝对估值分析

“市场对食品饮料行业 A 股的估值处于相对乐观、但对伊利股份估值处于相对不乐观的水平，这暗含着在目前市况下，伊利股份拥有很好的投资机会”结论已被 3 月 9 日以来的事实证明，此结论见于 3 月 9 日《伊利股份（600887）深度研究报告：稳健全面 迎接历史机遇》。

在本报告中，我们再次结合表 1，从目前股价与表 2 敏感性分析对比可以判断，公司仍然存在着非常好的相对投资机会。

表 2: DCF 敏感性分析 (元/股)

		g				
目前股价:	14.93	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
WACC	10.00%	22.65	22.86	23.08	23.34	23.63
	11.00%	21.57	21.73	21.90	22.08	22.29
	12.00%	20.65	20.77	20.90	21.04	21.19
	12.50%	20.23	20.34	20.45	20.58	20.71
	13.00%	19.84	19.94	20.04	20.15	20.27
	13.50%	19.48	19.56	19.65	19.75	19.86

资料来源: 中国银河证券研究所

绝对估值分析过程由第 14 页的估值过程表完成。

二、乳品市场：整顿后的发展空间更确定

乳品市场容量增长函数无外乎下述公式：

$$Y=F(A,B,C,D,E,\varepsilon)$$

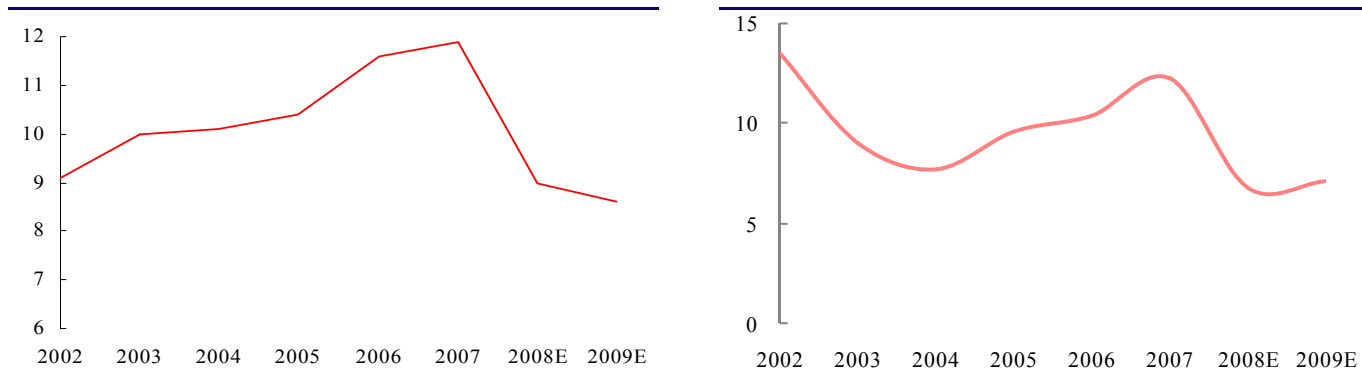
其中，A：GDP 增长带动的居民收入实际增长；B：城市化率；C：居民消费习惯的变化；D：人口增长；E：消费环境的变化； ε ：其它因素总和

我们在第 1 节阐述上述影响因素后，在第 2 节计算出我国乳品市场增长空间数值。

（一）行业发展驱动因素有利于行业发展

1、GDP 增长带动的居民收入实际增长。

图 7：GDP 增速、城镇居民可支配收入实际增长

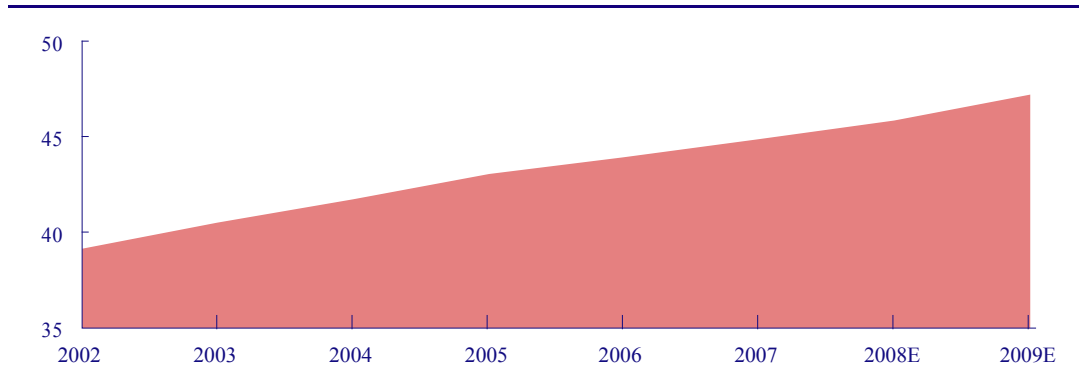


资料来源：国家统计局 中国银河证券研究所

2、城市化率的提高。

2007 年我国的城市化率已经达到 44.9%，根据相关数据判断，在未来的 10 年左右，我国城市化率至少达到 55—60%。

图 8：城市化率稳步提高（%）



资料来源：中国银河证券研究所

3、居民收入提高促使消费习惯的改变。

- 居民收入的增长影响消费习惯。收入水平提高将推动需求结构的升级，曾经是奢侈品的乳品已经为生活必需品。
- 消费观念的改变。营养、健康的消费观念日益被居民特别是高收入城镇居民所接受，从而进一步促进了乳品的消费。

4、人口增长。

5、行业上下游经营环境的改变。

下游的冷链物流和零售终端的发展、未来上游养殖业的规范发展，都将有利于乳品行业的确定性增长。

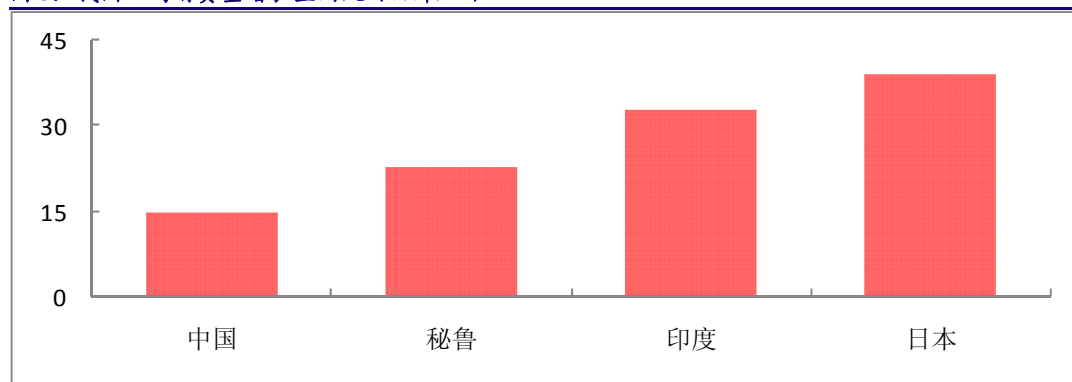
（二）行业发展空间：对比计算均指向广阔未来

我们判断：乳品行业将迈过暂时的发展波动期，2010 年重返上升通道。

- 首先，由于乳品消费不同于其他快速消费品，其受各国居民消费传统的影响很大，而不完全取决于经济发展水平，因此，必须经过分析才能够判断我国乳品消费水平与世界水平进行比较是否有意义。实证研究显示我国完全可以进行与世界乳品消费水平的比较。
- 我们认为目前我国乳品行业增速放慢并不表明行业已经进入成熟期，更不说明市场空间已经不大。目前行业增速放慢的主要原因是（1）一线城市消费需求暂时进入阶段性平台期；（2）行业内生产商研发能力较弱，品种开发速度缓慢，这同时也是导致原因（1）的原因。西方国家成熟的乳制品多达几百种，国内乳品种类只是国外的 20% 左右，与全球各国乳品消费结构相比，我国乳品行业发展空间很大。
- 其次，由于几乎没有性价比相当的替代品，因此乳品消费已然成为居民营养品消费首选，且该趋势至今未有改变迹象，即便最近发生了一系列负面曝光事件。我们进一步认为，人口结构的变化将更为强化这一趋势。新一代居民开始独立支配其收入，其成长环境和消费观念完全不同于父母辈，他们和其子女的乳品消费习惯已然形成。
- 再次，全球各主要液体乳消费国人均消费 23-102 公斤，我国目前仅有 15 公斤左右。我们按如下方法进行保守计算，（1）首先将全球各主要液体乳消费国人均消费量进行排序；（2）取如图所示最后三个国家数据，再将各国城市化率代入公式，计算平均值；（3）对比该平均值与我国消费平均值，计算出行业增长空间。

经保守计算，我国乳品市场容量至少也有 1 倍的增长空间。

图 9：我国人均消费量增长空间大（公斤/人）



资料来源：中国银河证券研究所 公司材料

三、主营业务拆分

伊利放心奶大行动等活动卓有成效，2009 年第一季度产品销量大幅回升，销售收入同比增加 8%左右。

（一）液体乳：坚持“常配”产品为主的高毛利策略

公司利润第一来源，行业地位较稳固。

公司液体乳业务主推产品包括：（1）营养舒化奶、（2）金典奶、（3）谷粒多谷物奶和（4）乳饮料等高毛利率常配产品，走量最大的是纯牛奶和优酸乳等产品。

AC 尼尔森调查数据显示，2009 年第一季度纯牛奶销量增长速度快于行业 6.1%，高钙奶、低脂奶等功能纯奶涨势最猛，销量增长速度快于行业 25.8%；受益于 OMP 事件，高端乳品市场竞争力增强，金典奶、营养舒化奶、果之优酸乳等高端奶销量增长速度快于行业 10.4%。

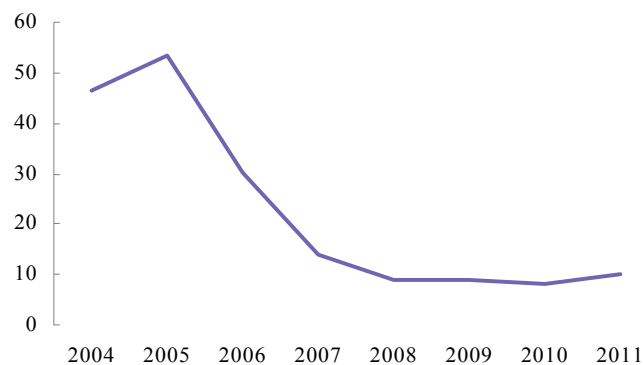
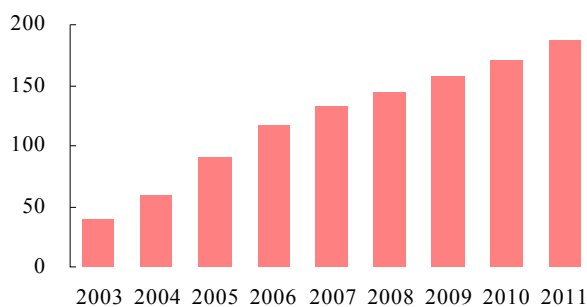
图 10：主要产品展示



资料来源：中国银河证券研究所 公司材料

液体乳业务在 2005 年以前增速很快，随着城市人口消费量的增长，2006 年以来随同行业的增速均有所减缓。

图 11：液体乳业务销售收入、增速（亿元，%）

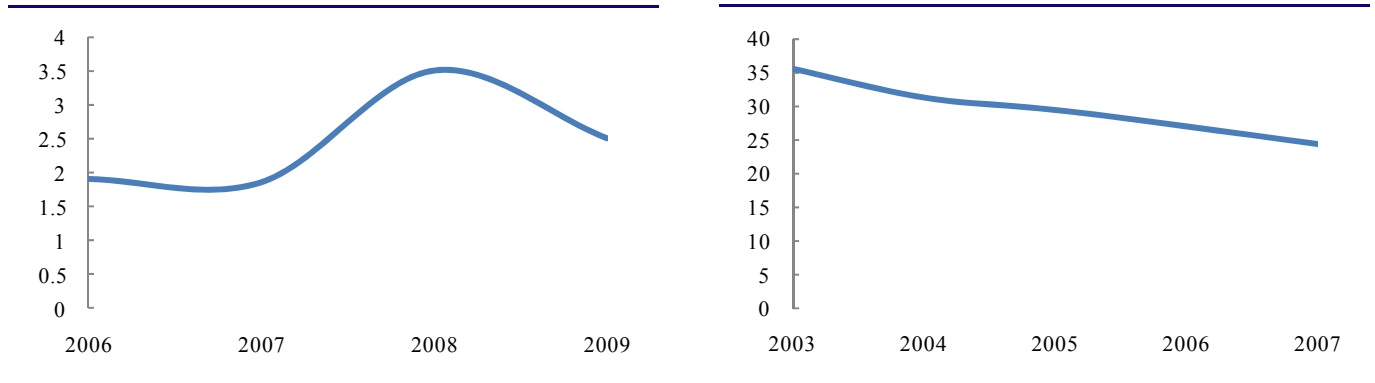


资料来源：中国银河证券研究所 公司材料

我们判断 2009 年第二、三和四季度销售恢复比例分别为 90%、100% 和 230%，全年同比增长接近 16%。

成本方面，可以分析出成本占比接近 50% 的原奶价格波动与毛利率的波动是不同步的，换句话说，市场竞争造成的价格战才是决定毛利率的关键因素。不过今年可能出现拐点，一是三聚氰胺事件后，价格战出现放缓迹象；二是原奶价格降幅较大；三是产品结构调整。

图 12: 近年来内蒙古原奶收购价格、公司液体乳毛利率（元/kg、%）



资料来源：中国银河证券研究所 公司材料

随着（1）销售量稳步增长和（2）吨产品价格稳步上升，销售收入连续提升；如前所述，毛利率小幅上升，当然 2010 年后仍需观察。我们预计未来 3 年销售收入、成本和毛利率 CAGR08-11 分别为 5%、6% 和 -1.5%。

综上所述，我们认为公司乳品业务未来仍将保持快速成长，未来 3 年的预测如表 4 所示。

表 3: 液体乳业务财务预测

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销量（万吨）					
YOY					
销售收入（万元）	1,325,475	1,444,179	1,574,155	1,700,088	1,870,096
YOY	14	9	9	8	10
平均价格（元/吨）					
YOY					
生产成本（万元）	1,001,123	1,071,897	1,103,483	1,222,363	1,368,910
YOY	18	7	3	11	12
毛利（万元）	324,352	372,282	470,672	477,725	501,186
YOY	3	15	26	1	5
毛利率（%）	24.5	25.8	29.9	28.1	26.8

资料来源：银河证券研究所

（二）奶粉：今日“明星类”业务，未来“现金牛”业务

与已经成为“现金牛”业务的液体乳业务不同，公司奶粉业务是与最大竞争对手蒙牛相比最具竞争优势的关键点，销售增长率和市场占有率“双高”，2008 年销售收入为 32 亿元，同比增长 19%，2009 年第一季度实现了正增长，完全摆脱了三聚氰胺事件的影响，婴幼儿奶粉成绩更为突出，销量同比增长达 113%，不仅在国内品牌销售中遥遥领先，也将洋品牌甩在了后面。

我们认为公司受益于原市场份额第二的三鹿部分市场份额的让出，建议投资者在调研一线城市奶粉市场后，重点调研二三线城市市场，三鹿原市场主要分布在二三线城市以下市场，如河北、湖北、湖南、山东、安徽、北京等省市区二三线城市以下市场。

图 13：2008 上半年婴幼儿奶粉和成人奶粉市场份额

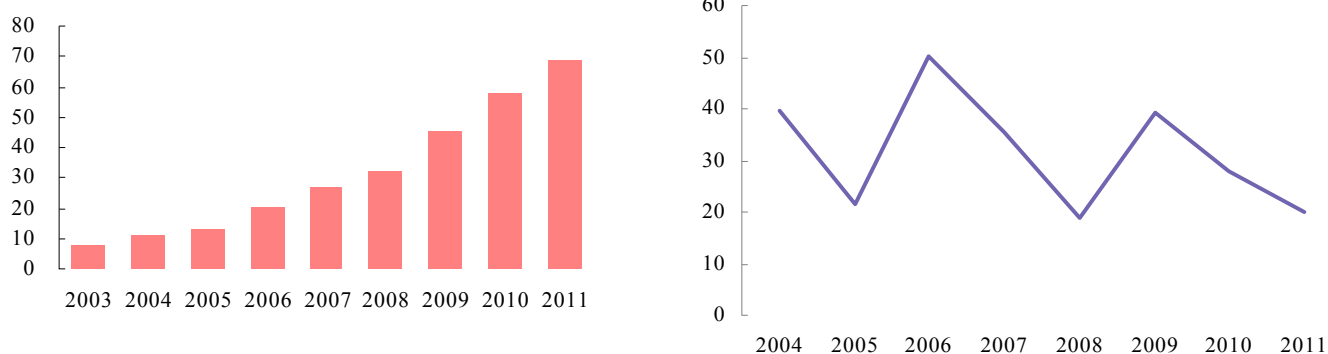


资料来源：中国银河证券研究所 AC 尼尔森

奶粉业务近年来增速一直很快，随着原有竞争对手的破产和质量问题频爆，以及新竞争对手需要时间投入，未来增速超过我们预测的可能性较大。

我们判断 2008 年虽然受不利因素影响，销售收入增速放缓到 19%，不过 2009 年即可重返上升通道，各季度销售全面恢复，全年增速同比增长 39%，2010 年同比增长 28%，达到 57.6 亿元左右的水平。

图 14：奶粉业务销售收入、增速（亿元，%）



资料来源：中国银河证券研究所 公司材料

我们对公司奶粉业务未来 3 年的预测如表 5 所示。

表 4: 奶粉业务财务预测

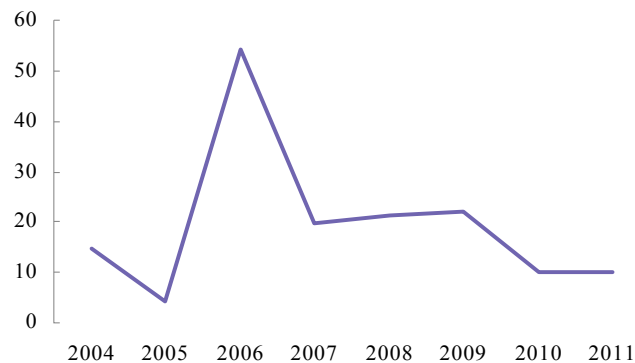
	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销量 (吨)					
YOY					
销售收入 (万元)	272,003	323,331	450,077	576,098	691,318
YOY	35.42	19	39	28	20
平均价格 (元/吨)					
YOY					
生产成本 (万元)	189,685	224,327	301,551	382,529	470,096
YOY	37	18	34	27	23
毛利 (万元)	82,318	99,004	148,525	193,569	221,222
YOY	33	20	26	30	14
毛利率 (%)	30.3	30.6	33.0	33.6	32.0

资料来源: 银河证券研究所

(三) 冷饮: 未来产品结构升级

我们认为未来若干年有望随着产品提价和结构升级, 盈利能力大幅提高。

图 15: 冷饮业务销售收入、增速 (亿元, %)



资料来源: 中国银河证券研究所 公司材料

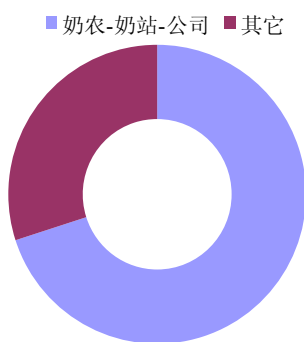
(四) 其它业务: 服从整体业务

公司其它业务包括混合饲料和方便食品, 收入和利润贡献度较小。

四、奶源模式展望：六大黄金奶源带

近年来，行业内大部分企业采用的是奶农-奶站-公司模式，如图所示。未来《奶业整顿和振兴规划纲要》等政策逐步推进的概率较大，行业奶源模式也将变化，如内蒙古自治区政府计划用三年时间建设饲养两百头奶牛以上的集约式“奶牛小区”两千个，因此奶源稳定和安全问题有望渐进式彻底解决。

图 16：行业内通用奶源模式



资料来源：中国银河证券研究所

伊利未来将打造与先进硬件设备相匹配的奶源基地，实现集中化规模化奶源基地建设。相关报道称，2006 至 2008 年公司在内蒙古自治区已投资 27 亿元自建或合建牧场；未来大力扶持奶联社工作的建设，到今年年底将有 20 个新的奶联社投入使用。

奶联社模式由伊利率先在行业中实践、推广，是由企业搭建技术、管理、现代化设施设备和资金平台，吸纳奶农现有奶牛以入股分红、保本分红、固定回报、合作生产等多种形式入社，并获取回报的奶牛养殖合作化产业模式。推行这种规模化、集约化、标准化、一体化奶牛养殖模式，可以提高奶牛产量和原奶质量，实现了社会、奶农、企业的多方共赢。

和集约型的大规模牧场模式相比，奶联社模式更符合中国奶农众多，分散养殖的现实条件，既能够保证原奶的质量安全，同时也能兼顾奶农、乳企等多方面的利益，也便于政府职能部门的监督、管理。在此模式下，不仅使公司可以把控从养奶牛到挤奶的全过程，也使奶农以一种主人翁的姿态出现在这个模式下，从根本上杜绝了投机的行为。

对伊利而言，通过这种模式将大量原本分散的奶农与公司进行直接连接，统一收奶、统一验质，统一交售，节省了管理成本并使奶农和伊利结成了稳定的互利合作关系，保证了高品质奶源的稳定供应。伊利的婴幼儿奶粉没有出现任何问题，质量绝对安全，重要的原因就是伊利婴幼儿奶粉的奶源都来自于伊利的自有奶场，也就是伊利一直在推崇和实践的奶联社模式中的奶场所供给的奶源。

公司通过战略布局已经在我国 6 大黄金奶源带：（1）内蒙古奶源带、（2）东北奶源带、（3）河北奶源带、（4）新疆奶源带、（5）四川奶源带和（6）济南奶源带等建立了奶源基地。

图 17: 六大黄金奶源带



资料来源: 中国银河证券研究所 公司材料

表 5: 财务报表预测

资产负债表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	1771.6	2774.4	3215.3	4137.0	6821.9	营业收入	19359.7	21658.6	25100.6	27900.5	32364.6
应收票据	125.8	23.0	26.6	29.6	34.3	营业成本	14347.3	15849.1	17248.1	19335.1	22881.8
应收账款	205.0	197.0	228.3	253.7	354.7	营业税金及附加	82.6	121.5	140.8	83.7	97.1
预付款项	497.0	283.9	52.1	-207.9	-515.5	销售费用	3911.3	5532.4	6174.7	6863.5	7443.9
其他应收款	299.2	83.1	96.3	107.1	124.2	管理费用	884.4	1915.4	918.7	1021.2	1191.0
存货	1737.4	2020.4	2198.7	2464.7	2916.8	财务费用	29.2	14.5	98.9	31.4	-0.6
其他流动资产	0.0	36.0	89.9	133.8	203.7	资产减值损失	17.4	295.7	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	390.4	516.0	516.0	516.0	516.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	4407.4	5007.2	4774.0	4486.8	4072.7	投资收益	-2.9	20.0	140.6	266.3	338.3
在建工程	472.0	258.2	279.1	239.6	119.8	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	31.7	1.6	1.6	1.6	1.6	营业利润	84.7	-2050.0	660.0	831.9	1089.8
无形资产	179.7	224.7	202.3	179.8	157.3	营业外收支净额	21.7	94.4	0.0	0.0	0.0
长期待摊费用	16.7	10.2	9.2	8.2	7.2	税前利润	106.4	-1955.6	660.0	831.9	1089.8
资产总计	10173.9	11780.5	11748.0	12408.7	14873.5	减: 所得税	111.0	-218.9	99.0	120.6	158.0
短期借款	890.9	2703.0	1164.3	0.0	0.0	净利润	-4.6	-1736.7	561.0	711.3	931.7
应付票据	20.4	300.5	327.1	366.6	433.9	母公司净利润	-19.8	-1687.4	541.2	661.4	866.4
应付账款	2153.6	2867.7	3078.1	3450.5	4083.5	少数股东损益	15.2	-49.3	19.8	49.9	65.4
预收款项	879.8	1284.6	1753.8	2275.3	2880.3	基本每股收益	-0.03	-2.11	0.68	0.83	1.08
应付职工薪酬	304.9	298.6	298.6	298.6	298.6	稀释每股收益	-0.03	-2.11	0.68	0.83	1.08
应交税费	-212.2	-382.6	-382.6	-382.6	-382.6						
其他应付款	1004.3	1024.5	1024.5	1024.5	1024.5	财务指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	成长性					
长期借款	94.6	54.6	204.6	304.6	404.6	营收增长率	16.8%	11.9%	15.9%	11.2%	16.0%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	-68.0%	-1411.8%	-135.1%	-3.4%	25.8%
负债合计	5466.7	8552.9	7959.5	7908.9	9441.9	净利润增长率	-113.6%	8432.2%	-132.1%	22.2%	31.0%
股东权益合计	4707.2	3227.6	3788.5	4499.8	5431.6	盈利性					
现金流量表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	销售毛利率	25.9%	26.8%	31.3%	30.7%	29.3%
净利润	-5	-1737	561	711	932	销售净利率	-0.1%	-7.8%	2.2%	2.4%	2.7%
折旧与摊销	415	518	536	550	557	ROE	-0.4%	-52.3%	14.3%	14.7%	16.0%
经营现金流	778	183	2088	1951	2246	ROIC	-0.10%	-25.42%	9.88%	10.28%	10.70%
投资现金流	-1449	-910	-159	66	338	估值倍数					
融资现金流	1430	1715	-1488	-1096	101	PE	-502.8	-7.1	22.1	18.0	13.8
现金净变动	759	988	441	922	2685	P/S	0.5	0.6	0.5	0.4	0.4
期初现金余额	1012	1772	2774	3215	4137	P/B	2.1	3.7	3.1	2.7	2.2
期末现金余额	1771	2760	3215	4137	6822	股息收益率	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						EV/EBITDA	17.6	-10.0	9.2	7.6	4.7

DCF 估值与目标价位

表 6: DCF 折现模型 (万元)

WACC	12%	Ke	15.30%	估值	10.00%	g				
永续增长率	0.00%	Kd	5.09%			0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
终值	32500.72	t	25.00%	WACC	11.00%	22.65	22.86	23.08	23.34	23.63
企业价值	2075656.93	Rf	3.00%		12.00%	21.57	21.73	21.90	22.08	22.29
非核心资产价值	650574.77	E(Rm)	13.00%		12.50%	20.65	20.77	20.90	21.04	21.19
债务价值	182261.47	D/A	13.25%		13.00%	20.23	20.34	20.45	20.58	20.71
股权价值	1893395.45	E/A	86.75%		13.50%	19.84	19.94	20.04	20.15	20.27
股本	79932.28	Beta	1.23			19.48	19.56	19.65	19.75	19.85

资料来源: 中国银河证券研究所

公司战略与竞争力分析

公司基本情况介绍:

公司为国家 520 家重点工业企业和国家八部委首批确定的全国 151 家农业产业化龙头企业之一，公司下设液体乳、冷饮、奶粉、酸奶和原奶五大事业部，所属企业 130 多个，生产“伊利”牌雪糕、冰淇淋、奶粉、酸奶等 1000 多种产品，均通过了国家绿色食品发展中心的绿色食品认证。伊利雪糕、冰淇淋连续 13 年产销量居全国第一，伊利超高温灭菌奶产销量连续多年在全国遥遥领先，伊利奶粉、奶茶粉产销量自 2005 年起即跃居全国第一位。

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 3.5
优势	获得“中国驰名商标”，市场占有率连续多年位居行业前列，奶粉和雪糕、冰淇淋业务领先竞争对手	分值: 4.0
劣势	液体乳市场占有率低于竞争对手	分值: 3.0
机会	食品安全问题频发，消费大环境变化和健康理念日益深入人心	分值: 4.0
威胁	国内外品牌进一步提升行业竞争激烈程度	分值: 3.5

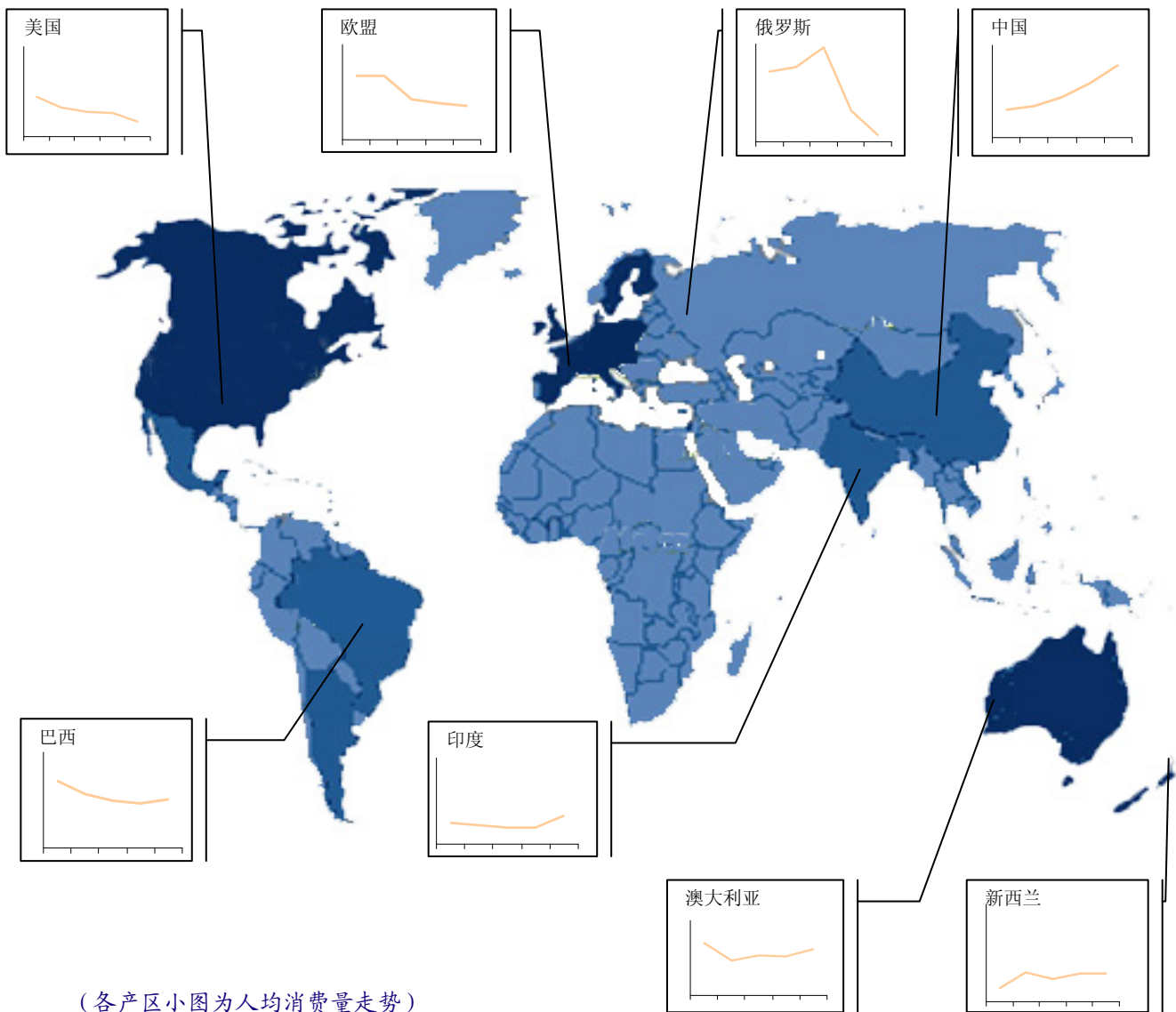
注: 分值 1-5, 越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 3.5
供应商力量	原材料方面价格影响力一般	分值: 3.0
新进入壁垒	品牌和渠道形成了较大壁垒	分值: 4.0
客户力量	客户谈判力量还可以	分值: 3.5
替代产品	替代品几乎不存在	分值: 4.0
竞争对手	行业竞争激烈，国内外对手抢占市场份额	分值: 3.5

注: 分值 1-5, 越高越好; + 表示未来好转, - 号表示未来变差

五、附录

(一) 世界乳品地图



插图目录

图 1: 行业销售收入、增速 (亿元、%)	1
图 2: 公司市场份额、2007 和 2023 年市场份额 (%)	1
图 3: 公司销售收入、增速 (亿元、%)	1
图 4: 公司各项业务收入占比、毛利占比 (%)	2
图 5: 公司营业费用率、管理费用率 (%)	2
图 6: 全球龙头公司 09EV/EBITDA、08PEG (倍)	3
图 7: GDP 增速、城镇居民可支配收入实际增长	5
图 8: 城市化率稳步提高 (%)	5
图 9: 我国人均消费量增长空间大 (公斤/人)	6
图 10: 主要产品展示	7
图 11: 液体乳业务销售收入、增速 (亿元、%)	7
图 12: 近年来内蒙古原奶收购价格、公司液体乳毛利率 (元/kg、%)	8
图 13: 2008 上半年婴幼儿奶粉和成人奶粉市场份额	9
图 14: 奶粉业务销售收入、增速 (亿元、%)	9
图 15: 冷饮业务销售收入、增速 (亿元、%)	10
图 16: 行业内通用奶源模式	11
图 17: 六大黄金奶源带	12

表格目录

表 1: 全球上市公司估值 (倍)	3
表 2: DCF 敏感性分析 (元/股)	4
表 3: 液体乳业务财务预测	8
表 4: 奶粉业务财务预测	10
表 5: 财务报表预测	13
表 6: DCF 折现模型 (万元)	14

分析师简介

董俊峰

食品饮料行业分析师

1994年—1998年消费品营销策划业四年从业经历、1998年—1999年超市业一年从业经历、2001年至今证券业八年从业经历。清华大学工商管理硕士。

2003年业界首创消费品行业数量化研究模型《品牌渠道评级体系》，已获国家版权局著作权登记证书。

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

食品饮料行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围：

A股：青岛啤酒（600600.SH）、张裕（000869.SZ、200869.SZ）、双汇发展（000895.SZ）、泸州老窖（000568.SZ）、三全食品（002216.SZ）、贵州茅台（600519.SH）、五粮液（000858.SZ）

港股：青岛啤酒股份（0168.HK）、汇源果汁（1886.HK）、中国食品（0506.HK）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908