

重申迎接乳业和公司历史性拐点机遇 (第四次更新)

推荐 维持评级

核心要点:

- 这是我们两年来第五篇伊利股份深度报告，我们重申前述四篇的“2009/2010 年度是乳业和伊利股份历史性拐点”的观点，伊利股份从此成为行业领先和主导权生产商，行业盈利模式则发生凤凰涅槃式的变化，未来行业整体盈利能力大幅提高，**毛利率和原奶价格开始具有相关性即是其中一个重要的表现**。具体分析逻辑请参看 2009 年 2-11 月《伊利股份 (600887) 深度研究报告：超越预期 迎接历史机遇（三次更新）》等 4 篇公司深度报告和 2010 年 4 月 28 日《伊利股份 (600887.ss)：乳业大变革拐点下的市场份额上升》、及 2010 年各月度食品饮料行业投资组合等报告。
- 2010 年公司销售收入再度恢复行业第一且具备可持续性，我们认为这是公司拐点出现的实证**。半年度报告再次验证“原奶价格不是公司业绩的决定性因素”，我们维持最新月度投资组合报告中的全年销售收入同比增速水平，调升分产品销售收入增速和毛利率（液体乳、奶粉、冷饮）各（15,-7,-8）和（-3.4,7.9,-8.9）个百分点，调低销售费用率和管理费用率 3.6 和 0.3 个百分点。
- 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，近两年毛利率高于蒙牛；奶粉是区别于主要竞争对手蒙牛的“明星类”业务，CAGR2008-2011 近 25%，未来有望全面战胜海外品牌；冷饮业务未来若干年有望随着产品提价和结构升级，盈利能力大幅提高。
- 虽然从 2009 年 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》开始的多篇深度报告推荐以来，公司表现好于大盘和行业，但我们继续推荐，进一步不仅仅从股权激励行权角度，更是从乳业大变革拐点角度，调高未来 12 个月合理价位 60% 到 53 元，有望成为一年内超额收益最大的食品饮料大市值股。

主要财务指标

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	21658.6	24323.5	30136.9	34958.8	40552.2
EBITDA(百万元)	-1242.1	1241.1	1856.2	2529.4	3266.3
净利润(百万元)	-1687.4	647.7	958.3	1499.8	2096.2
摊薄 EPS(元)	-2.11	0.81	1.20	1.88	2.62
PE(X)	-	40.2	27.2	17.4	12.4
EV/EBITDA(X)	-	20.2	12.5	8.6	6.0
ROIC(%)	-25.4%	9.3%	15.9%	21.6%	24.5%
总资产周转率	2.0	2.0	2.2	2.3	2.3

资料来源：中国银河证券研究部

分析师

董俊峰 王国平

执业证书编号：S0130200010339

S0130210070013

✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn

☎: (8610)6656 8780

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

市场数据 时间 2010.08.27

A 股收盘价(元)	32.6
A 股一年内最高价(元)	37.46
A 股一年内最低价(元)	16.19
上证指数	2611
市净率	6.9
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)	261

相关研究

- 伊利股份 (600887.ss)：乳业大变革拐点下的市场份额上升 10.4.28
- 2010 年 4 月食品饮料行业投资组合：伊利股份 (600887) 历史性投资机会到来 10.4.1
- 伊利股份 (600887) 深度研究报告：超越预期 迎接历史机遇（三次更新）09.11.01
- 伊利股份 (600887) 深度研究报告：超越预期 迎接历史机遇（更新）09.08.31
- 伊利股份 (600887) 深度更新报告：超越预期 迎接历史机遇 09.05.04
- 伊利股份 (600887) 深度研究报告：稳健全面 迎接历史机遇 09.03.09
- 乳品行业：至少 3 倍增长空间——从全球看中国 05.07.23

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 CAGR2009-2015 为 8.2%;

2) 乳业和伊利股份历史性拐点, 推动公司市场份额的提高将促使销售收入 CAGR09-11 和 CAGR09-15 分别达到 20% 和 15%。按收入计算, 2015 年公司市场份额将从 2008 年的 14 % 提高到 23 % 左右, 我们保守判断 2023 年接近 30 %, 对应的销售收入分别为 562 亿元和 998 亿元;

3) 公司全产品线均将成为行业第一, 且未来可持续。2010 年公司液体乳销售收入增速在 30 % 左右, 销售收入超越蒙牛乳业可期; 奶粉销售收入增速在 18 % 左右, 未来几年内将全面战胜海外品牌; 冰淇淋经历过调整后, 未来提价和快速增长概率相当大。

我们与市场不同的观点:

市场普遍对股权激励行权心存顾虑, 或质疑行业销售的可持续性。

我们认为, 必须重新重视股权激励行权期时间窗口。

行业销售可持续性很强, 且食品安全问题无须顾虑。(1) 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。另外豆奶替代性仍然需要观察, 部分转基因大豆是个问题; (2) 国内著名品牌奶粉业务增长速度未来可能超预期, 来源于三鹿二三线城市以下部分市场份额的让出和海外品牌食品安全问题的曝光。

公司估值与投资建议:

考虑到公司销售增长的高确定性和业绩充分展现概率, 我们继续给予公司推荐的投资评级, 调高合理价位 60 % 到 53 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 and 长期绝对投资价值。

股票价格表现的催化剂:

液体乳增速再次超预期; 公司业绩第三季度再次超预期; 股权激励行权相关事宜。

主要风险因素:

销售增速受消费环境、股权激励行权变数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。

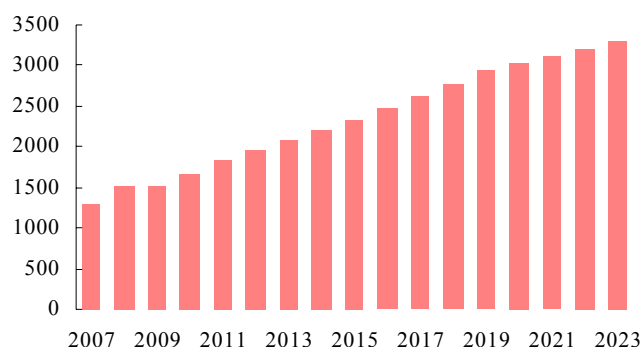
目 录

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: 中国银河证券研究部

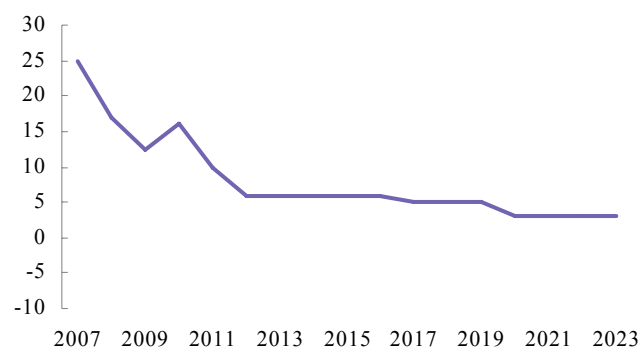
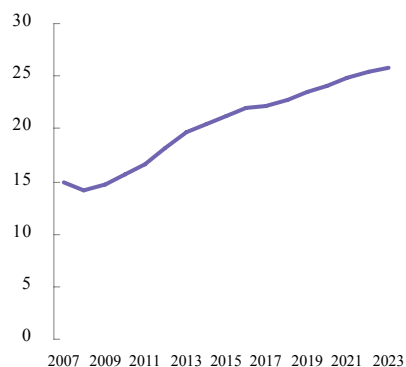


图 2: 公司市场份额、2009 和 2023 年市场份额 (%)



资料来源: 中国银河证券研究部

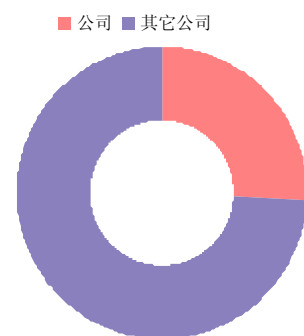
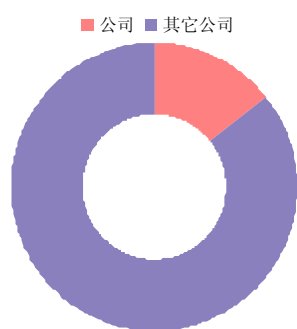
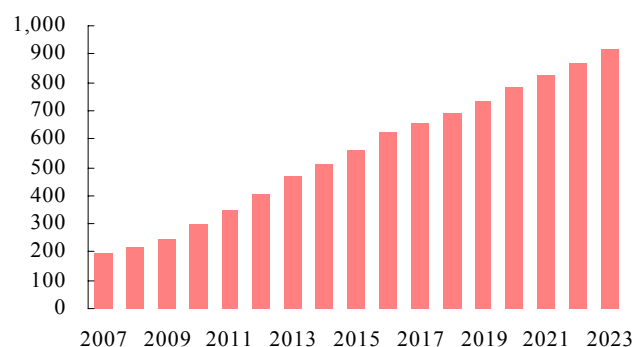


图 3: 公司销售收入、增速 (亿元、%)



资料来源: 中国银河证券研究部

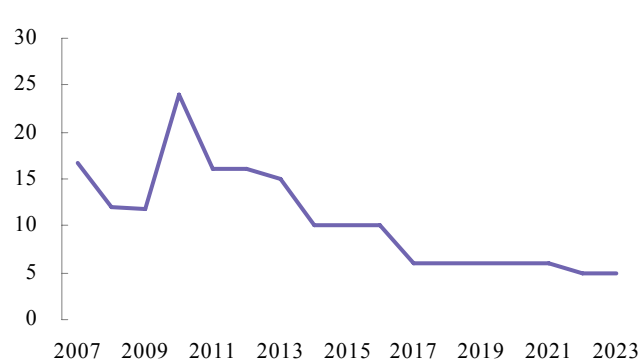
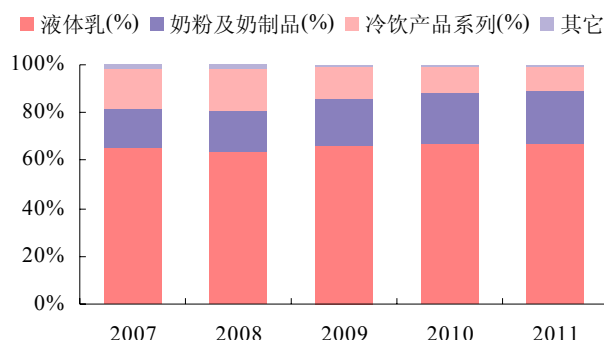
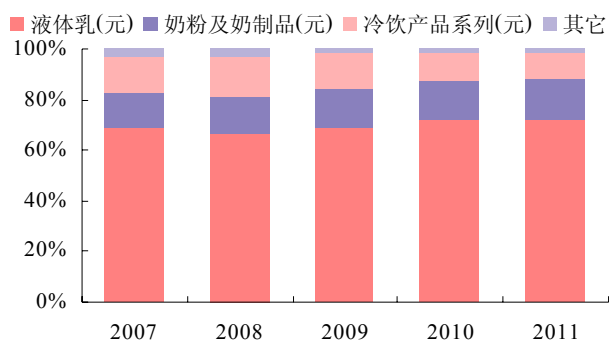
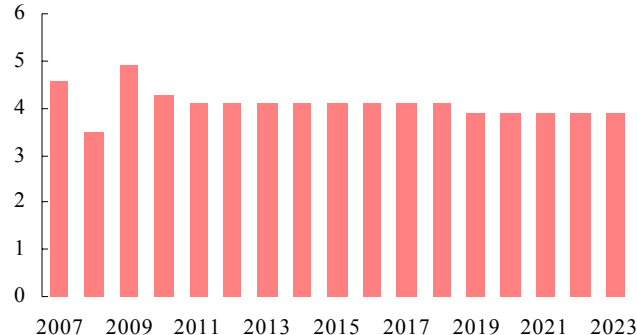
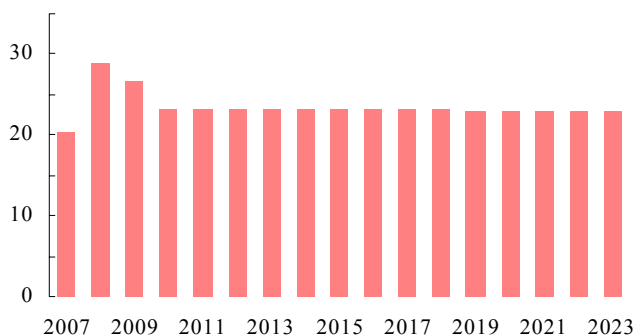


图 4: 公司各项业务收入占比、毛利占比 (%)



资料来源: 中国银河证券研究部

图 5: 公司营业费用率、管理费用率 (%)



资料来源: 中国银河证券研究部

敏感性分析

		2010E	2011E	2012E
每股收益 (元)				
营业收入增长率	+ 10%	1.30	2.20	3.34
	- 10%	1.10	1.58	2.02
营业成本/营业收入	+ 1%	0.89	1.51	2.20
	- 1%	1.51	2.24	3.04

数据来源: 中国银河证券研究部

一、公司估值分析：

（一）相对估值分析

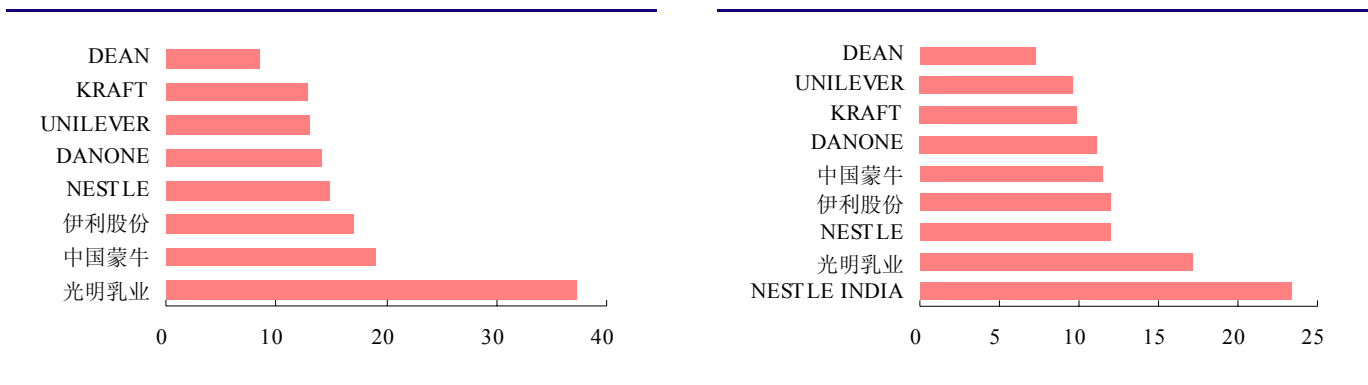
表 1：全球上市公司估值（倍）

公司	货币	股价 (元)	市值 (百万 元)	EV/EBITDA		PE			CAGR 上-下财 年	PEG	ROE	PB	总资产 周转率	股息收益率 (%)
				本财年		本财年 下财年								
				上财年	E	上财年	E	E						
伊利股份	CNY	32.6	26,058	19	12	40	27	17	28	1.1	20.8	6.9	1.9	N/A
蒙牛乳业	HKD	22.3	38,740	18	11	33	24	19	31	0.8	17.1	3.9	2.0	0.6
光明乳业	CNY	8.96	9,335	18	17	75	47	37	41	1.1	6.0	4.3	1.9	N/A
KRAFT	USD	30	52,322	12	10	15	15	13	7	2.2	12.5	1.6	0.6	4.1
UNILEVER	EUR	1727	52,624	10	10	1427	14	13	949	0.0	30.6	4.8	1.1	4.0
NESTLE INDIA	INR	3061.7	295,197	23	23	45	N/A	N/A			124.2	50.8	2.7	1.9
DANONE	EUR	42.59	27,595	13	11	17	16	14	10	1.6	12.4	1.9	0.6	N/A
DEAN	USD	9.76	1777.353	7	7	7	10	9	(10)	(1.0)	25.2	1.2	1.5	0.0
NESTLE	CHF	52.4	181,566	13	12	20	16	15	17	0.9	20.9	4.3	0.9	N/A

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 均处于全球食品饮料龙头上市公司中位。

图 6：全球龙头公司 11PE、10EV/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，合理价位在 53 元左右。

（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”结论已被一年半以来的事实证明，此结论见于 2009 年 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》以来的 4 篇公司深度报告。

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和长期绝对投资价值。

表 2: DCF 敏感性分析（元/股）

		g				
目前股价:	32.6	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
WACC	11.00%	58.07	59.30	60.66	62.15	63.82
	12.00%	53.52	54.47	55.52	56.66	57.92
	12.50%	51.54	52.39	53.31	54.31	55.42
	13.00%	49.72	50.48	51.30	52.18	53.15
	13.50%	48.06	48.73	49.46	50.25	51.10
	14.00%	46.52	47.12	47.77	48.47	49.23

资料来源：中国银河证券研究部

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：

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

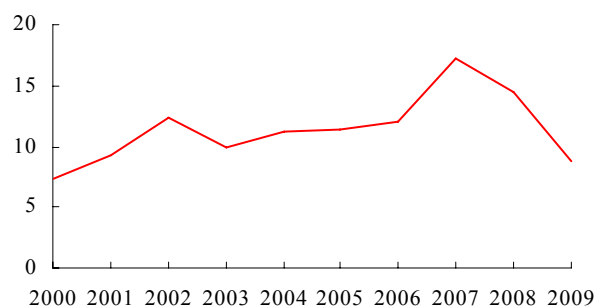
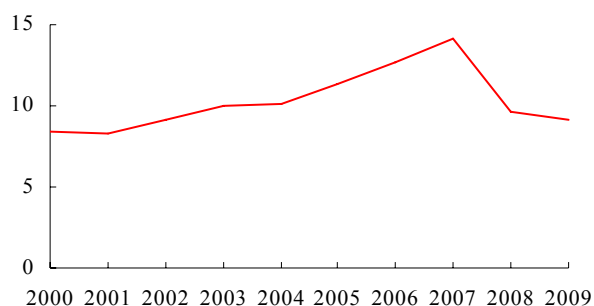
其中，A：GDP 增长带动的居民收入实际增长；B：城市化率；C：居民消费习惯的变化；
D：人口增长；E：消费环境的变化； ε ：其它因素总和

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

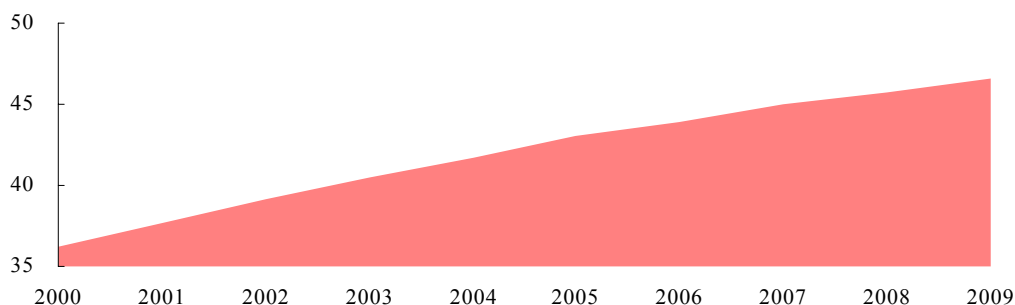


资料来源：国家统计局 中国银河证券研究部

2、城市化率的提高。

2009 年我国的城市化率已经达到 46.6%，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：中国银河证券研究部

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。

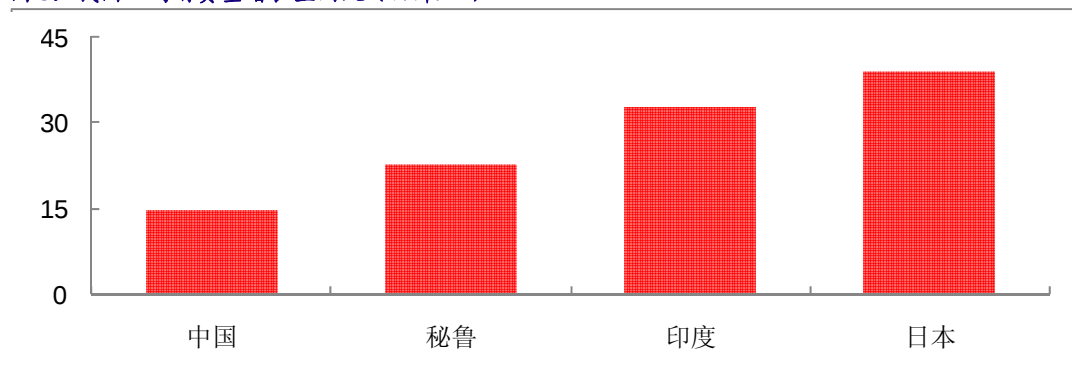
（二）行业发展空间：对比计算均指向广阔未来

我们认为：乳品行业将迈过暂时的 2008/2009 发展波动期，2009/2010 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，我国目前处于底限水平。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：中国银河证券研究部 公司材料

三、主营业务拆分

2009 年是乳业历史性拐点，在（1）三聚氰胺后行业竞争格局变化和（2）中粮入主蒙牛两大主线大背景下，2010 年公司销售收入再度恢复行业第一，且具备未来可持续性。

（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，上半年公司各大产品线市场份额均有所增加，销售收入增幅高达 30%，远超市场预期，成为了上半年盈利能力走强的有力支撑。

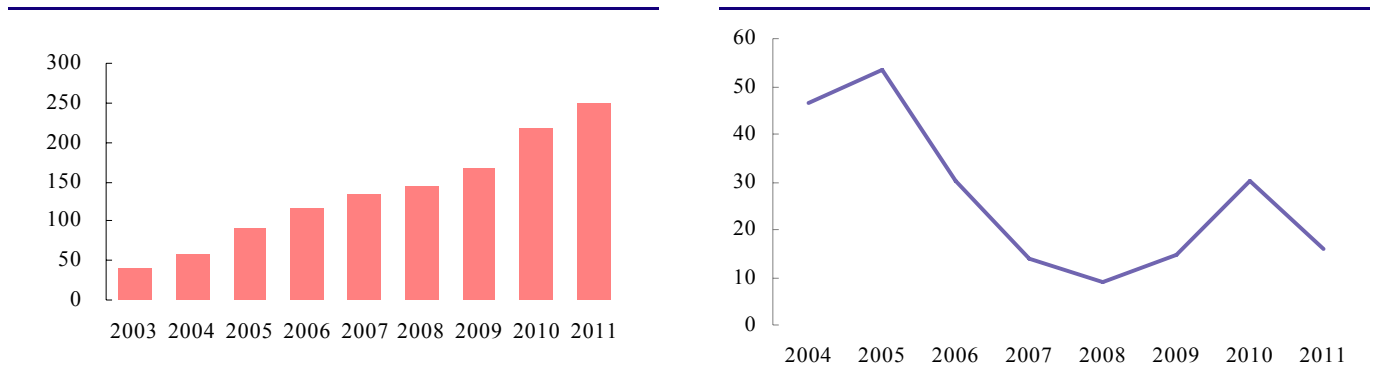
图 10：主要产品展示



资料来源：中国银河证券研究部 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，%）

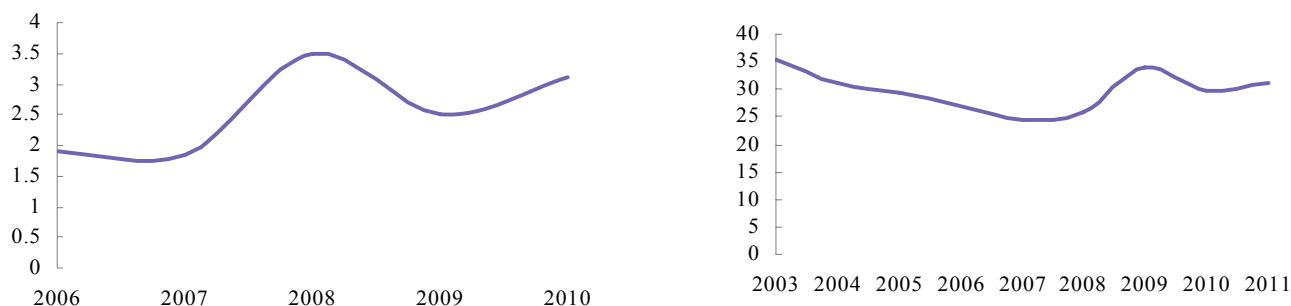


资料来源：中国银河证券研究部 公司材料

我们判断 2010 年全年销售收入同比增长高于 23%。

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 2009/2010 年度出现拐点，一是三聚氰胺事件后，行业盈利模式发生改变，价格战出现相对放缓迹象；二是通货膨胀背景下居民消费价格敏感性降低，有利于直接提价；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：中国银河证券研究部 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，毛利率在上升，当然 2010 年后仍需观察。我们预计未来 2 年销售收入、成本和毛利率 CAGR09-11 分别为 23%、26%和 -5%。

综上所述,我们认为公司液体乳业务未来仍将保持快速成长,未来 3 年的预测如表 3 所示。

表 3: 液体乳业务财务预测

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
销量 (万吨)					
YOY					
销售收入 (万元)	1,325,475	1,444,179	1,655,480	2,157,091	2,502,225
YOY	14	9	15	30	16
平均价格 (元/吨)					
YOY					
生产成本 (万元)	1,001,123	1,071,897	1,091,294	1,512,120	1,726,535
YOY	18	7	2	39	14
毛利 (万元)	324,352	372,282	564,186	644,970	775,690
YOY	3	15	52	14	20
毛利率 (%)	24.5	25.8	34.08	29.9	31.0

资料来源：银河证券研究部

（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 和 2009 年销售收入分别为 32 和 40 亿元，同比分别增长 19%和 23%，2010 上半年实现销售收入 25 亿元，基本上位于历史最高水平。

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：婴幼儿奶粉和成人奶粉市场份额

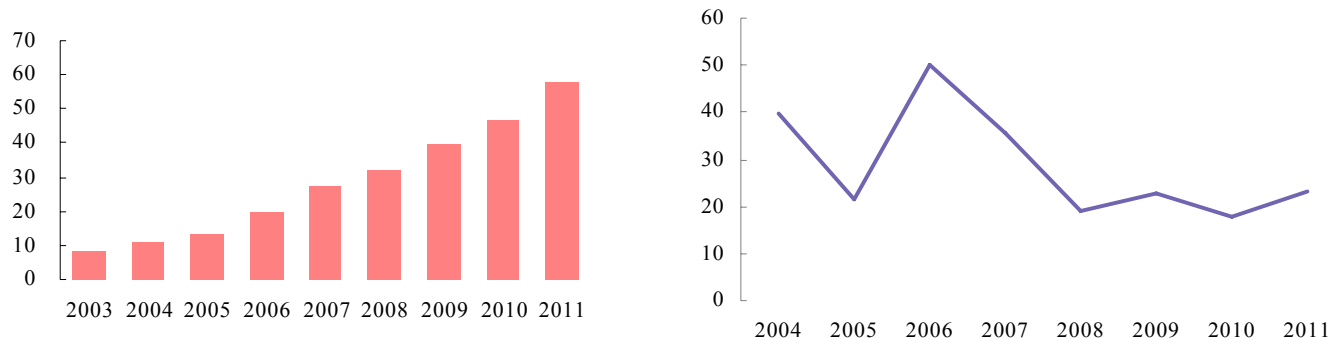


资料来源：中国银河证券研究部 AC 尼尔森

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，特别是海外品牌食品安全问题，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 年即重返上升通道，全年增速同比增长 23%，2010 年同比增长 18%，达到 47 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：中国银河证券研究部 公司材料

我们对公司奶粉业务未来 3 年的预测如表 4 所示。

表 4: 奶粉业务财务预测

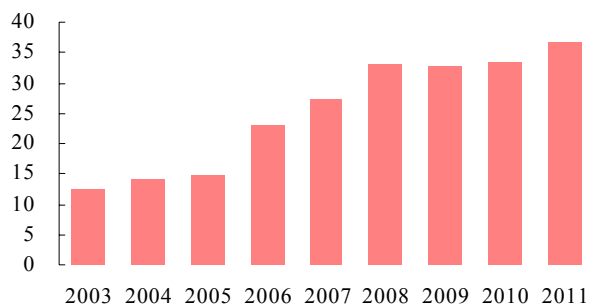
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
销量 (吨)					
YOY					
销售收入 (万元)	272,003	323,331	396,363	467,709	575,282
YOY	35.42	19	23	18	23
平均价格 (元/吨)					
YOY					
生产成本 (万元)	189,685	224,327	228,901	257,240	316,405
YOY	37	18	2	12	23
毛利 (万元)	82,318	99,004	167,462	210,469	258,877
YOY	33	20	69	26	23
毛利率 (%)	30.3	30.6	42.25	45.0	45.0

资料来源: 银河证券研究部

(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: 中国银河证券研究部 公司材料

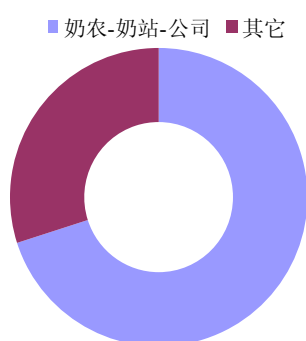
(四) 其它业务: 服从整体业务

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：中国银河证券研究部

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，目前伊利已拥有不同规模的优质牧场 800 多个；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: 中国银河证券研究部 公司材料

表 5: 财务报表预测

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	2774.4	4113.5	5096.6	5912.0	7427.7	营业收入	21658.6	24323.5	30136.9	34958.8	40552.2
应收票据	23.0	1.0	1.2	1.4	1.7	营业成本	15849.1	15778.1	20423.8	23314.0	26642.8
应收账款	197.0	218.0	274.1	317.9	444.4	营业税金及附加	121.5	108.8	108.5	125.9	146.0
预付款项	283.9	568.8	937.6	1358.6	1839.6	销售费用	5532.4	6496.1	7021.9	8145.4	9448.7
其他应收款	83.1	91.6	113.5	131.6	152.7	管理费用	1915.4	1191.0	1295.9	1433.3	1662.6
存货	2020.4	1835.7	2376.1	2712.4	3099.7	财务费用	14.5	22.4	109.0	61.8	18.6
其他流动资产	36.0	2.8	2.8	2.8	2.8	资产减值损失	295.7	76.9	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	516.0	386.8	386.8	386.8	386.8	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	5007.2	5109.2	4729.9	4499.0	4327.4	投资收益	20.0	15.1	20.0	20.0	20.0
在建工程	258.2	226.6	163.3	331.6	415.8	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	1.6	1.2	1.2	1.2	1.2	营业利润	-2050.0	665.4	1197.8	1898.4	2653.5
无形资产	224.7	265.2	238.7	212.2	185.7	营业外收支净额	94.4	146.5	0.0	0.0	0.0
长期待摊费用	10.2	1.9	1.7	1.5	1.4	税前利润	-1955.6	811.9	1197.8	1898.4	2653.5
资产总计	11780.5	13152.1	14653.4	16199.1	18616.7	减: 所得税	-218.9	146.6	203.6	303.7	424.6
短期借款	2703.0	2684.9	1670.4	773.4	0.0	净利润	-1736.7	665.3	994.2	1594.7	2228.9
应付票据	300.5	358.7	464.4	530.1	605.8	母公司净利润	-1687.4	647.7	958.3	1499.8	2096.2
应付账款	2867.7	3406.8	4349.5	4965.0	5673.9	少数股东损益	-49.3	17.6	35.9	94.9	132.7
预收款项	1284.6	862.1	862.1	862.1	862.1	基本每股收益	-2.11	0.81	1.20	1.88	2.62
应付职工薪酬	298.6	692.7	692.7	692.7	692.7	稀释每股收益	-2.11	0.81	1.20	1.88	2.62
应交税费	-382.6	-242.8	0.0	0.0	0.0						
其他应付款	1024.5	1193.3	1193.3	1193.3	1193.3	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	成长性					
长期借款	54.6	109.7	259.7	359.7	459.7	营收增长率	11.9%	12.3%	23.9%	16.0%	16.0%
预计负债	0.0	3.0	3.0	3.0	3.0	EBIT 增长率	-1412%	-142.6%	71.7%	50.8%	36.7%
负债合计	8552.9	9442.2	9949.3	9900.3	10089.0	净利润增长率	8432%	-138.4%	48.0%	56.5%	39.8%
股东权益合计	3227.6	3709.9	4704.1	6298.8	8527.7	盈利性					
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	销售毛利率	26.8%	35.1%	32.2%	33.3%	34.3%
净利润	-1737	665	994	1595	2229	销售净利率	-7.8%	2.7%	3.2%	4.3%	5.2%
折旧与摊销	518	492	569	589	614	ROE	-52.3%	17.5%	20.4%	23.8%	24.6%
经营现金流	183	2029	2037	2154	2688	ROIC	-25.4%	9.30%	15.87%	21.65%	24.52%
投资现金流	-910	-715	-80	-480	-480	估值倍数					
融资现金流	1715	-98	-974	-859	-692	PE	-	40.2	27.2	17.4	12.4
现金净变动	988	1215	983	815	1516	P/S	1.2	1.1	0.9	0.7	0.6
期初现金余额	1772	2774	4113	5097	5912	P/B	8.1	7.0	5.5	4.1	3.1
期末现金余额	2760	3990	5097	5912	7428	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						EV/EBITDA	-	20.2	12.5	8.6	6.0

DCF 估值与目标价位

表 6: DCF 折现模型 (万元)

WACC	12.00%	Ke	15.30%
永续增长率	0.00%	Kd	5.16%
终值	211093.79	t	25.00%
企业价值	4511637.93	Rf	3.00%
非核心资产价值	959688.61	E(Rm)	13.00%
债务价值	233811.16	Rm - Rf	10.00%
股权价值	4277826.76	D/A	8.23%
股本	79932.28	E/A	91.77%
每股价值 (元)	53.52	Beta	1.23

资料来源: 中国银河证券研究部

估值		g				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
WACC	10.00%	63.61	65.23	67.02	69.03	71.28
	11.00%	58.07	59.30	60.66	62.15	63.82
	12.00%	53.52	54.47	55.52	56.66	57.92
	12.50%	51.54	52.39	53.31	54.31	55.42
	13.00%	49.72	50.48	51.30	52.18	53.15
	13.50%	48.06	48.73	49.46	50.25	51.10
	14.00%	46.52	47.12	47.77	48.47	49.23

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

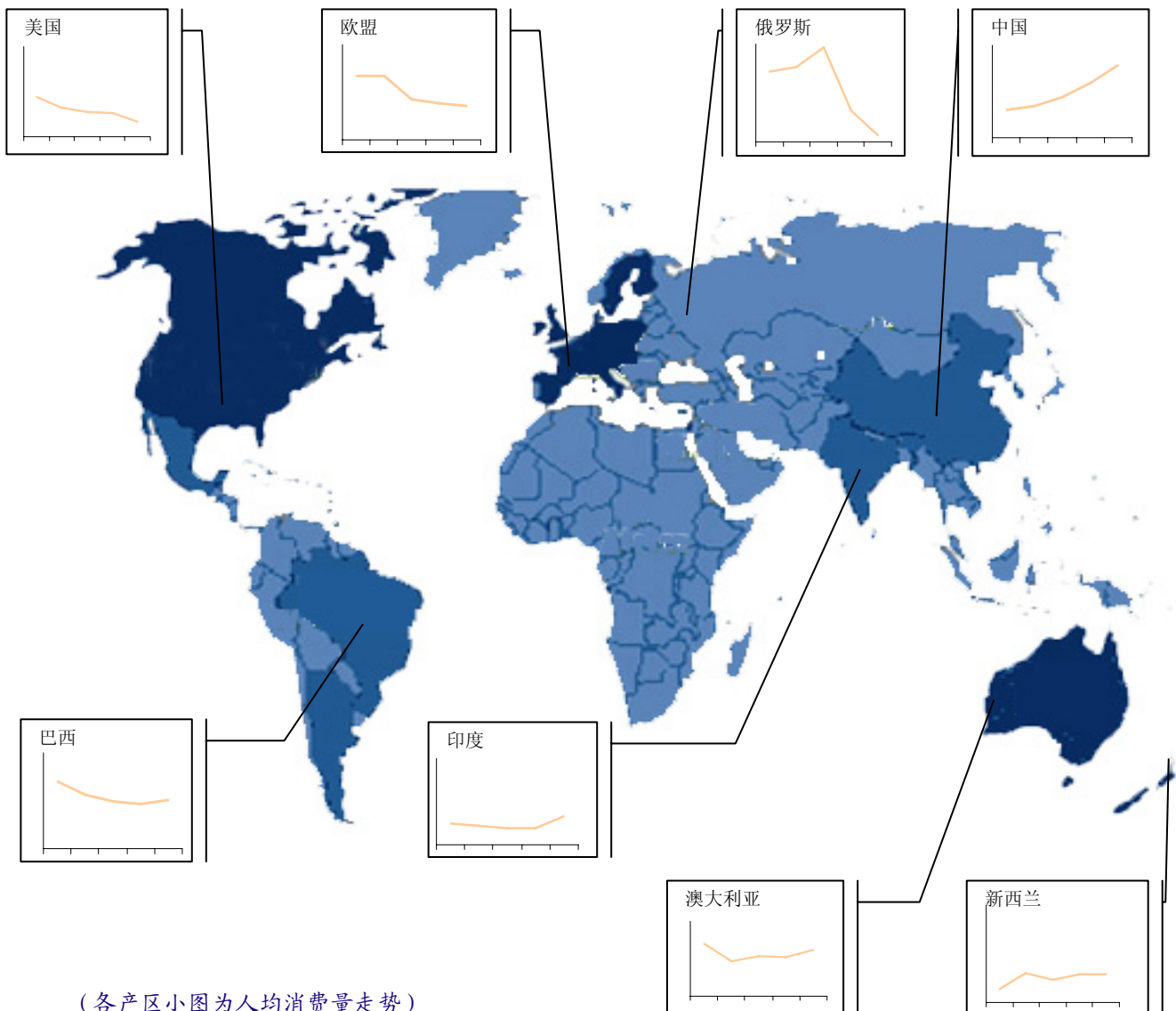
注: 分值 1-5, 越高越好

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、2009 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 11PE、10EV/EBITDA (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: 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

行业研究主管

兼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 研究部

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