

2010 年 10 月 13 日

伊利股份

产业链协调发展能力突出

A
买入

600887.SS - 人民币 39.18

目标价格: 人民币 49.32

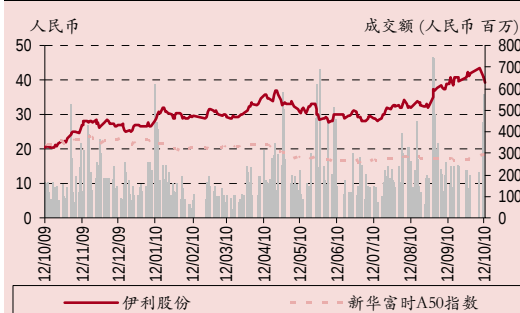
刘都

(8621) 6860 4866 分机 8511

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110254

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	48	1	35	90
相对新华富时 A50 指数(%)	67	(7)	24	100

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	799
流通股(%)	91.1
流通股市值(人民币 百万)	28,523
3 个月日均交易额(人民币 百万)	234
主要股东(%)	
呼和浩特投资有限责任公司	10.32

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

* 苏毓为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

乳制品行业经历前期高速粗放式增长后, 一段时期内将以修复产业链为发展主线。未来注重奶源建设, 产业链协调发展能力强的企业将获得长期竞争优势。伊利股份是行业内最早关注奶源建设的资源型企业, 同时其生产规模 and 创新能力都处行业领先, 将充分受益于行业进一步复苏和发展, 给予买入评级。

支撑评级的要点

- 三聚氰胺事件以来, 伊利股份成为行业复苏最快的全国性乳企, 重视原奶安全, 注重奶源建设是支撑公司快速复苏以及进一步提高市场份额的重要原因。目前公司在奶源建设方面, 坚持自有奶场、奶联社、合作奶场等多种形式并进, 为后续发展提供坚实奶源基础。
- 公司市场营销能力以及产品开发创新能力也是其核心竞争力的重要组成部分。近年来公司在这两个方面的综合实力已经有重大提升, 与此对应的是公司品牌价值连续 7 年居行业第一。
- 公司适时扩张产能, 进一步完善全国布局。公司产能扩张涵盖奶粉、酸奶和 UHT 奶, 产品结构多元化有助于找到新的业务增长点和分散产品过于单一风险。公司配方奶粉业务经过一段时期的市场培育和营销力度, 已经占据较好的市场地位。

评级面临的主要风险

- 乳制品安全问题对行业造成负面影响。
- 行权因素可能会影响对公司业绩预测的准确性。

估值

- 基于公司长期竞争优势, 我们以 2011 年 36 倍市盈率估值, 目标价格 49.32 元, 首次覆盖给予**买入**评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	21,659	24,324	29,292	35,709	42,218
变动(%)	11.9	12.3	20.4	21.9	18.2
净利润(人民币 百万)	(1,687)	648	767	1,094	1,366
全面摊薄每股收益(人民币)	(2.11)	0.81	0.96	1.37	1.71
变动(%)	NA	(138.4)	18.5	42.5	25.0
全面摊薄市盈率(倍)	NA	48.4	40.8	28.6	22.9
每股现金流量(人民币)	0.23	2.54	2.95	4.17	5.13
价格/每股现金流量(倍)	171.5	15.4	13.3	9.4	7.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	na	4.9	5.5	6.9	7.0
每股股息(人民币)	0.00	0.00	0.20	0.28	0.43
股息率(%)	0.00	0.00	0.50	0.71	1.11

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

伊利股份成奶源建设标杆企业

三聚氰胺事件极大的影响了消费者对乳制品的消费信心,从源头加强控制成为业界共识。事件爆发后,各企业公开的应对措施反映了其奶源发展思路的差异——伊利提出加强自有奶源建设,推广奶联社模式;光明提出实现 100%规模化奶源;蒙牛提出人盯人战术保证原奶安全,我们认为这种差异源自“是否将奶业当成事业来做”。

主要企业原奶安全应对举措差异

	应对措施/口号	本质	原因
伊利	自建奶源, 推广奶联社	产业链延伸和完善	关注长期发展
蒙牛	人盯人, 人盯车	自有奶源投入意愿不强	聚焦点在营销
光明	杜绝散户奶收购	奶源正规化	奶源基本来自规模牧场

资料来源: 中银国际研究整理

实际上,在三聚氰胺事件爆发以前,伊利就已经关注奶源建设,主要原因是业务快速发展同时,同地乳企蒙牛的迅速发展使得原奶收购竞争加剧,为避免恶性奶源竞争,伊利开始关注自有及可控奶源建设,提出绿色产业链口号。伊利在 2006 年至 2008 年期间累计投资近 30 亿元用于自建或合建牧场。2009 年伊利仅在呼和浩特就建成 1.5 万头奶牛大型示范园和 24 家“奶联社”(4 家在黑龙江)。据统计,伊利已控制有牧场约 800 余家。未来 5 年,伊利还将在此基础上进一步加大建设力度,再建 800 家不同规模的牧场。

截至 2010 年 6 月底,公司在建工程账面余额达到 5.20 亿元,在建工程总预算达到 30.96 亿元,在建工程除去液态奶、奶粉、冷饮和酸奶项目外,奶源建设预算约计 13.63 亿元,生物性资产较年初继续增加 7.10%。

我们认为,由于长期关注奶源建设,其合作推广的奶联社模式得到广泛宣传和认可,同时其品牌宣传再上新台阶,公司在三聚氰胺事件爆发后恢复较快,2009 年和 2010 年上半年销售收入增速快于主要竞争对手蒙牛和光明,未来公司发展基础坚实。

产能扩张适时

公司在行业恢复的过程当中开始进行新一轮产能扩张。公司扩张主要集中于 UHT 奶和奶粉。

我们认为伊利的扩张正当其时，其一，乳业经历三聚氰胺危机后，乳品安全被高度重视，消费者品牌意识增强，强势品牌的市场份额有进一步提高的空间，尤其是自有奶源或奶源安全管控能力强的企业，将有较大受益，因此需要提升产能做好准备。其二，三鹿破产让出很大一部分奶粉市场份额，公司奶粉业务市场营销和推广力度加大，销售增长态势良好，产能亟需扩张以应对市场需求；其三，UHT 奶仍然是增长最快的品种。

伊利的主要竞争对手蒙牛近年来产能也增长迅速，其公告称 2008 年产能达到 557 万吨，2009 年为 576 万吨，2010 年上半年止达 614 万吨。

伊利产能扩张历程

披露时间	预计达产时间	生产能力(吨/日)	投资金额	备注
2006.05		1100 吨 UHT 奶	4.14 亿	湖北黄冈
2006.06		150 吨冷饮, 100 吨酸奶, 14 吨速冻食品	1.67 亿	新疆
2006.08		430 吨液态奶, 150 吨酸奶, 260 吨冷饮	3.76 亿	成都
2006.09		2.5 万吨/年配方奶粉	2.08 亿	石河子
2006.12		150 吨冷饮	1.02 亿	山东平阴
2006.12		150 吨/冷饮	1.14 亿	佛山
2007.04		日处理 1200 吨鲜奶加工奶粉	3.77 亿	呼和浩特
2007.06		示范牧场	1.66 亿	呼和浩特
小计			19.24 亿	
2009.07	2010.07	4.5 万吨/年奶粉项目	2.89 亿	天津滨海
2009.09	2011.03	乳都科技示范园	4.06 亿	呼和浩特
2009.12	2011.05	200 吨酸奶, 20 吨奶酪	3.82 亿	天津
2010.04	2011.08	900 吨 UHT 奶, 140 吨冷饮	3.90 亿	山东临朐
2010.05	2012.01	年 45000 吨配方奶粉	5.52 亿	黑龙江杜尔伯特
2010.09	2012.05	1200 吨 UHT 奶	3.46 亿	河北张北
小计			23.65 亿	

资料来源：公司公告，中银国际研究整理

产品创新能力强

通过多年的建设，伊利集团已经建立了三级技术研发体系。研发技术体系的第一级是产学研合作平台，包括国家乳制品加工技术研发专业分中心、国家乳品检测中心的乳品检测研究室、内蒙古乳业研究院、自治区企业重点实验室、伊利集团博士后科研工作站和伊利集团乳业专利信息平台。通过集团与科研院所的合作解决行业的共性问题，推动行业和地区乳业的发展。

研发技术体系的第二级是集团技术中心，对未来有前途的产品、技术进行研发，并负责国内外技术资源的利用和整合，保证集团的技术水平为国内领先或世界领先。

研发技术体系的第三级是事业部的技术研发部门,各事业部主要针对不同区域、不同消费群体的特殊消费需求进行产品研发,以满足消费者需要为研发宗旨,不断推出新产品,保证各事业部生产和经营的产品始终具有较强的市场竞争能力。

近年来,伊利不断研究消费者的需求,加大产品开发力度,在高科技含量、高附加值产品的研发领域取得较大进展,公司高科技含量、高附加值的乳制品占比达到 40%以上。

伊利部分创新产品展示

	功能	荣誉	备注
营养舒化奶	解决肠胃不适问题	乳糖水解技术	扩大消费人群
优酸乳	加入水果		口味更多样
谷粒多	早餐奶		口味更多样
畅轻	益生菌酸奶	2010 年 IDF 最佳功能 乳制品创新金奖	
金领冠婴幼儿奶粉	配方奶粉		依托国内唯一母婴营 养研究中心
金典	有机奶		高端常温奶

资料来源:中银国际研究整理

针对亚洲普遍存在的乳糖不耐问题,伊利经过科技攻关,用 4 年时间研发出“营养舒化奶”,有效拓展新的市场空间,成为常温奶销售主力。

伊利经年采集大量中国母乳样本,建成“中国母乳数据库”,推出适合中国婴幼儿成长发育的“金领冠”奶粉。

在开创新产品的同时,伊利还不断对既有牛奶产品进行升级,推出添加果汁的优酸乳系列产品,以及添加黑豆等豆类谷物的“谷粒多”早餐奶等,有效地拓展了牛奶产品的细分品类,产品口感和类别更贴近市场需求,为企业发展开拓了更为广阔的市场空间。

公司以创新向高端奶市场发力。金典的出现打破了特伦苏一统天下的局面。伊利金典为有机奶,有机牛奶生产和认证标准化十分严格,是目前市场上“最健康,最天然”的奶制品。目前市场特伦苏和金典领跑高端常温奶。

公司产品创新活动的市场效果已经逐步显现,部分产品已经成为伊利重要的增长点。公司奶粉业务收入占比已经超过冷饮,“畅轻”益生菌酸奶在益生菌饮品市场份额迅速提升,金典系列占据高端奶市场有利地位。

我们认为产品创新能力能够使企业在产品同质化严重的市场竞争当中获得优势，是未来市场竞争当中的主要手段。

奶粉业务后续增长看好

我国每年有约 1500 万的新生婴儿，婴幼儿奶粉市场规模大，据欧洲观察(EUROMONITOR)预测，2008~2013 年我国婴幼儿配方奶粉销售额平均增速达到 23%，这一速度将高出其预测的同期液态奶平均增速 10 个百分点。

伊利自 2004 年开始研发适合中国婴幼儿的配方奶粉，伊利与中国疾病预防控制中心营养与食品研究所等国内外权威营养研究机构联合，发起全球首个针对中国母乳进行系统科学研究的合作项目；2005 年伊利与内蒙古自治区科技厅联合组建国内第一家乳业研究机构——内蒙古乳业研究院；2008 年年初，伊利发布“中国母乳数据库”，基于“中国母乳数据库”，结合中国母乳研究项目科研成果开发出伊利“金领冠”婴儿配方奶粉，成为目前为止市场上唯一以中国母乳为标准设计的婴幼儿奶粉。

据 AC 尼尔森数据，伊利奶粉市场份额目前居国产奶粉第一位，在外资品牌当中仅次于多美滋和美赞臣；目前市场份额达到 11%。

伊利奶粉科技含量高，品质好，此外公司还借助世博会乳品赞助商身份加大对其旗下奶粉等产品的宣传，后期市场效果将得到较好体现。此外，部分国产品牌奶粉间歇发生的安全和信誉问题都会不同程度对公司奶粉业务形成利好。随着公司奶粉新增产能的释放，我们对公司奶粉业务未来增长看好。公司 2009 年奶粉业务收入增长 22.6%，毛利率大幅提升 11.6 个百分点至 42.25%；2010 年上半年奶粉业务收入增长 15.8%，毛利率同比提高 0.2 个百分点，我们预计公司奶粉业务全年同比实现 20% 销售收入增长，2011 年达到 26% 甚至更高收入增长。

品牌实力更上新台阶

伊利股份至 2009 年已连续 6 年居入选“中国 500 最具价值品牌”，蝉联乳品行业首位，据国际权威机构最新调查，伊利品牌价值已接近 300 亿元，较上年增长 90 余亿元。

伊利品牌价值的连续 7 年提升，说明作为中国乳业巨头的伊利集团在品牌建设上取得了巨大的成功，其健康积极的品牌形象获得了消费者和社会各界的认可。

我们认为，承担责任是伊利品牌稳定成长的根本驱动力。从发展最初阶段为消费者提供最天然安全的乳制品，到引领中国乳业的产业升级，走品牌化发展和产业链协调发展道路，公司已成为行业内发展最稳健的企业之一。公司先后牵手北京奥运会和上海世博，藉此全面提升产品品质和综合实力，为伊利品牌发展注入了强大动力。

在快速消费品领域，品牌实力能很大程度转化为实实在在的销售收入，在产品同质化程度较高的情况下，品牌实力成为影响购买的重要因素。与品牌价值逐年提升同步的是公司销售收入的逐年增长；公司品牌实力稳居行业首位，进一步巩固了公司行业竞争优势。

渠道进一步下沉

我国液态奶消费目前以 UHT 奶为主，其增长的主要市场是二三线城市以及农村。UHT 奶的兴起主要原因是克服了保存和运输两大限制农村消费的瓶颈。伴随着我国城市化进程的持续推进，城乡居民的收入水平不断提高，乳制品市场将进一步拓展到乡镇和农村。这些市场的人口占我国总人口数的比例高，增长潜力大。

伊利未来将继续重视这一市场，将市场网络渠道进一步下沉，从城市拓展到县级市，全面深入推行“织网计划”，使产品销售进一步贴近乡镇农村市场，我们对此表示乐观。

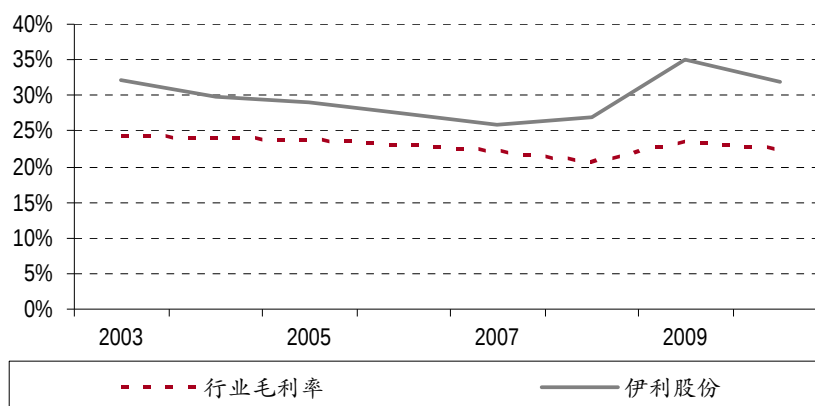
结论：产业链协调发展能力突出

我们认为伊利产业链协调发展能力突出。

从产业链分析，我们得出的结论是“存在即合理”，乳业发展到现在，之所以形成产业链利益分割的格局，有其历史自然经济各方面的原因。无法做到将“前向一体化”推倒重来“后向一体化”，所应该做的就是将“前向一体化”做好，目标达到产业链均衡协调发展，解决原奶生产的波动和安全问题。伊利正在朝这个方向前进。

在奶源环节，伊利以自建奶源和推广奶联社为主要方式，实现了同养殖环节的利益一体化，努力杜绝原奶生产安全风险，提高原奶品质；生产环节，结合奶源和市场特点合理进行加工基地布局，提高加工成本控制能力；营销方面，增强市场把握能力，围绕消费者需求进行产品开发，重视高效的营销推广。把握产业链的三个环节的关键点，企业就能获得综合竞争优势，在长期发展当中占据主动有利地位。

伊利毛利率同行业平均比较



资料来源: wind, 中银国际研究整理

行权预期影响股价表现

公司 2005 年推出的股权激励计划有效期 8 年, 其中对行权条件有收入和利润增长方面的约束条件: 首期行权时, 上一年度扣除非经常性损益后的净利润增长率不低于 17% 且上一年度主营业务收入增长率不低于 20%; 首期以后行权时, 上一年度主营收入与 2005 年比复合增长率不低于 15%。

公司 2006 年报已披露首期行权情况, 总计行权股数为 64,480 股, 占全部可行权股数 0.1%。

后期行权由被授予方自行决定, 且业绩考核方面限制条件主要是收入的复合增长率。

被授予人是否行权受多方面因素影响, 行权比例也无法量化预测。但我们倾向于认为年内行权可能性较大, 但比例依然不高。原因在于, 2009 和 2010 年正常业绩应当是近期较低水平, 随着乳业复苏和公司绿色产业链战略的顺利推进, 公司正常经营业绩将稳步提升。公司业绩增长预期正常情况下会引起股价进一步推升, 而公司股价越高, 与行权价格差越大, 行权当期所交税约多。从收益角度看, 选择年内行权存在有利一面。

行权期限截止为 2014 年 12 月, 期间跨度仍然很大, 行业增长以及公司发展依然存在不确定性, 仍然存在短期改变公司股价走势的偶然因素。

从长期看, 我们坚定看好公司股票投资价值。公司管理层若对未来经营充满信心且决心长期持有公司股票, 则年内及 2011 年集中行权的概率非常高。

盈利预测

收入假设

收入增长假设	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币, 百万元)						
液体乳	13,255	14,442	16,555	20,859	25,657	30,531
YoY (%)	13.8	9.0	14.6	26.0	23.0	19.0
冷饮	2,735	3,320	3,264	3,313	3,644	4,008
YoY (%)	19.9	21.4	(1.7)	1.5	10.0	10.0
奶粉及奶制品	2,720	3,233	3,964	4,729	5,977	7,247
YoY (%)	35.4	18.9	22.6	19.3	26.4	21.3
混合饲料	498	543	426	392	431	431
YoY (%)	24.8	8.9	(21.5)	(8.0)	10.0	0.0

资料来源: 中银国际研究

费用假设

(人民币, 百万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售费用	3,911	5,532	6,496	7,118	8,677	10,132
管理费用	884	1,915	1,191	1,227	1,493	1,760
财务费用	29.2	14.5	22.4	20.7	9.7	(5.6)

费用率(%)

营业费用	20.20	25.54	26.71	24.30	24.30	24.00
管理费用	4.57	8.84	4.90	4.19	4.18	4.17
财务费用	0.15	0.07	0.09	0.07	0.03	(0.01)

资料来源: 中银国际研究

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	21,659	24,324	29,292	35,709	42,218
销售成本	(15,849)	(15,778)	(19,959)	(24,086)	(28,452)
经营费用	(7,845)	(7,858)	(8,477)	(10,334)	(12,085)
息税折旧前利润	(1,511)	1,181	1,361	1,816	2,236
折旧及摊销	(525)	(493)	(505)	(528)	(556)
经营利润(息税前利润)	(2,036)	688	856	1,288	1,680
净利息收入(费用)	(14)	(22)	(21)	(10)	6
其他收益/(损失)	94	146	130	115	51
税前利润	(1,956)	812	965	1,394	1,737
所得税	219	(147)	(179)	(279)	(347)
少数股东权益	49	(18)	(19)	(21)	(23)
净利润	(1,687)	648	767	1,094	1,366
核心净利润	(1,707)	633	752	1,084	1,356
每股收益(人民币)	(2.11)	0.81	0.96	1.37	1.71
核心每股收益(人民币)	(2.14)	0.79	0.94	1.36	1.70
每股股息(人民币)	0.00	0.00	0.20	0.28	0.43
收入增长(%)	0.12	0.12	0.20	0.22	0.18
息税前利润增长(%)	NA	(178.2)	15.27	33.40	23.16
息税折旧前利润增长(%)	NA	(133.8)	24.42	50.54	30.42
每股收益增长(%)	NA	(139.7)	18.03	41.07	24.73
核心每股收益增长(%)	NA	(138.4)	18.45	42.54	24.95

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	2,774	4,113	4,599	5,713	8,228
应收帐款	220	219	278	339	401
库存	2,020	1,836	1,996	2,409	3,130
其他流动资产	403	663	608	731	717
流动资产总计	5,418	6,831	7,481	9,192	12,476
固定资产	5,007	5,109	4,971	4,948	5,015
无形资产	225	265	252	239	225
其他长期资产	1,131	946	1,293	1,573	1,814
长期资产总计	6,363	6,321	6,516	6,760	7,055
总资产	11,780	13,152	13,997	15,952	19,531
应付帐款	2,868	3,407	3,293	3,613	4,268
短期债务	2,703	2,685	1,667	426	0
其他流动负债	2,630	2,946	4,250	6,187	8,442
流动负债总计	8,201	9,037	9,210	10,226	12,710
长期借款	55	110	153	200	253
其他长期负债	297	295	295	295	295
股本	799	799	799	799	799
储备	1,990	2,644	3,254	4,124	5,143
股东权益	2,789	3,443	4,053	4,923	5,943
少数股东权益	438	267	286	308	331
总负债及权益	11,780	13,152	13,997	15,952	19,531
每股帐面价值(人民币)	3.49	4.31	5.07	6.16	7.43
每股有形资产(人民币)	3.21	3.98	4.76	5.86	7.15
每股净负债/(现金)(人民币)	0.09	(1.58)	(3.41)	(6.29)	(9.91)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	(1,956)	812	965	1,394	1,737
折旧与摊销	518	492	505	528	556
净利息费用	32	59	21	10	(6)
运营资本变动	1,783	585	1,038	2,008	2,737
税金	219	(147)	(179)	(279)	(347)
其他经营现金流	(374)	258	36	(308)	(558)
经营活动产生的现金流	183	2,029	2,357	3,332	4,100
购买固定资产净值	(820)	(571)	(720)	(792)	(871)
投资减少/增加	(89)	(66)	0	0	0
其他投资现金流	0	(78)	2	1	1
投资活动产生的现金流	(910)	(715)	(718)	(791)	(870)
净增债务	(40)	55	43	48	52
支付股息	0	0	(157)	(223)	(347)
其他融资现金流	1,769	(131)	(1,018)	(1,241)	(426)
融资活动产生的现金流	1,715	(98)	(1,153)	(1,426)	(715)
现金变动	1,003	1,339	485	1,115	2,514
期初现金	1,772	2,774	4,113	4,599	5,713
公司自由现金流	(727)	1,313	1,654	2,559	3,255
权益自由现金流	(781)	1,346	1,661	2,579	3,287

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	(6.98)	4.85	4.65	5.09	5.30
息税前利润率	(9.40)	2.83	2.92	3.61	3.98
税前利润率	(9.03)	3.34	3.29	3.90	4.11
净利率	(7.79)	2.66	2.62	3.06	3.24
流动性(倍)					
流动比率	0.66	0.76	0.81	0.90	0.98
利息覆盖率	(140.8)	30.70	41.31	132.69	(301.2)
净权益负债率(%)	2.38	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	0.41	0.55	0.60	0.66	0.74
估值(倍)					
市盈率	(18.56)	48.35	40.82	28.64	22.92
核心业务市盈率	(18.34)	49.51	41.64	28.90	23.09
目标价对应核心业务市盈率	(23.36)	60.87	51.39	36.05	28.85
市净率	10.40	9.05	7.74	6.42	5.35
价格/现金流	31.70	25.77	64.52	28.10	12.46
企业价值/息税折旧前利润	(16.48)	46.89	22.62	15.69	11.45
周转率					
存货周转天数	34.05	27.55	24.87	24.62	27.06
应收帐款周转天数	3.32	3.27	3.10	3.10	3.10
应付帐款周转天数	66.04	78.81	60.23	54.75	54.75
回报率(%)					
股息支付率(%)	NA	1.46	20.50	20.39	25.42
净资产收益率(%)	NA	17.93	18.13	21.31	22.15
资产收益率(%)	NA	4.92	5.48	6.86	7.00
已运用资本收益率(%)	NA	7.85	10.30	16.30	19.10

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测