乳品

署名人：张镭

S0960209060260

0755-82026708

zhanglei@cjis.cn

伊利股份 600887 强烈推荐

深耕产业链，扩大自有奶源，加大产能布局，渠道继续下沉

12 个月目标价： 52.00 元

当前股价： 43.00 元

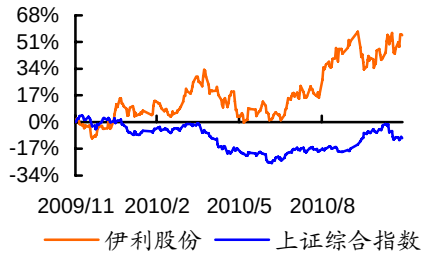
评级调整： 首次

基本资料

上证综合指数	2871.70
总股本(百万)	799
流通股本(百万)	728
流通市值(亿)	313
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	15.41	34.54	44.25
上证综合指数	-5.58	10.30	9.36



相关报告

投资要点：

- **公司是国内两家最大的液体乳及乳制品加工企业之一**，主要的产品为液体乳（包括 UHT 奶、乳饮料、酸奶）、奶粉、冰淇淋，其中奶粉业务和冰淇淋业务市场份额第一，液体乳市场份额第二。
- **未来乳制品企业之间的竞争将是乳制品行业产业链的竞争。**这涉及原奶生产和采购，乳品加工和销售三个环节，伊利已经开始积极构建乳制品产业链的综合发展，以保持产业链的稳定以及成本的最优化。
- **在奶源环节，伊利加大自建奶源、推广奶联社的建设，以控制原奶的安全和成本。**伊利目前自有奶源牧场份额已经超过 50%，公司计划在未来 5 年再建 800 家不同规模的牧场。自有奶源的增加可以降低公司的原奶成本。
- **在生产环节，伊利深耕优势市场，在有奶源优势的地区加大产能布局。**伊利已经在全国各地建立了 38 个生产基地，自 2009 年下半年以来，伊利在投资建设新生产基地上花费超过 23.66 亿，目的就是为了在中国乳制品市场格局经历震荡后，在有奶源优势的地区加大产能布局以满足未来对乳制品的大量需求。
- **在销售环节，目前公司的销售网点基本已经覆盖了全国所有省份，但是三四线城镇和食杂铺等铺货渠道还有很大提升空间**。从液态奶的铺货率来看，伊利的产品在食杂店铺的铺货率为 32%，在三四线城镇铺货率仅 29%，公司产品的销量还有很大的提升空间。
- **巨大的市场空间是未来乳制品行业继续保持高速增长的保障，产品结构升级和渠道下沉仍将是未来收入增长的主要来源。**
- **在液态奶业务上，县镇乡是液态奶增长的亮点**，成为收入增长的主要来源。酸奶作为一种更营养、口味更丰富的新鲜产品，将会成为未来乳制品的发展方向。
- **在奶粉业务上，公司是国内最大的奶粉生产厂家**，今年大规模投资后产能将增长 22.5%至 24.5 万吨，预计我国未来 4 年婴幼儿奶粉复合增长率将达到 18.7%。
- **冰淇淋业务已经成功实施了战略升级**，新产品售价在 2-3 元，产品结构向高端发展将推动公司产品的收入和利润升高。
- 预计 2010-2012 年 EPS 为 0.87，1.34 和 1.72 元，对应的 PE 为 49/32/25 倍，鉴于公司未来 3 年复合增长速度为 41%，因此目前估值偏低，所以给予公司“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	53.23	49.49	32.29	25.06
P/B	10.01	8.33	6.62	5.24
EV/EBITDA	28	26	17	14

资料来源：中投证券研究所

目　录

一、公司简介：中国乳制品行业的双寡头之一.....3
二、巨大的市场空间是公司未来继续保持高速增长的保障.....4
三、未来乳制品企业间的竞争将是产业链的竞争.....8
1. 原奶环节：伊利加大自建奶源投入控制奶源质量与成本，蒙牛积极提高牧场奶源比重.....9
2. 生产环节：伊利深耕优势市场，在有奶源优势的地区加大产能布局，蒙牛保持产能平稳扩张....10
3. 销售环节：伊利铺货率在三四线城镇及食杂铺还有很大提升空间.....13
4. 经营环节：伊利追求收入增长基础上努力提升盈利能力，蒙牛减少广告费用追求理性发展.....15
四、液态奶渠道下沉需求旺盛，奶粉是未来利润增长的重要来源，冰淇淋向高端发展将推动收入上升..20
1. 液态奶业务：县镇乡是液态奶增长的亮点，下沉需求依旧旺盛.....20
2. 奶粉业务分析：相对竞争对手的关键优势，是未来利润的增长点.....23
3. 冷饮产品：成功打开了旗下冰激凌产品的升级道路.....25
五、盈利预测和投资建议.....26

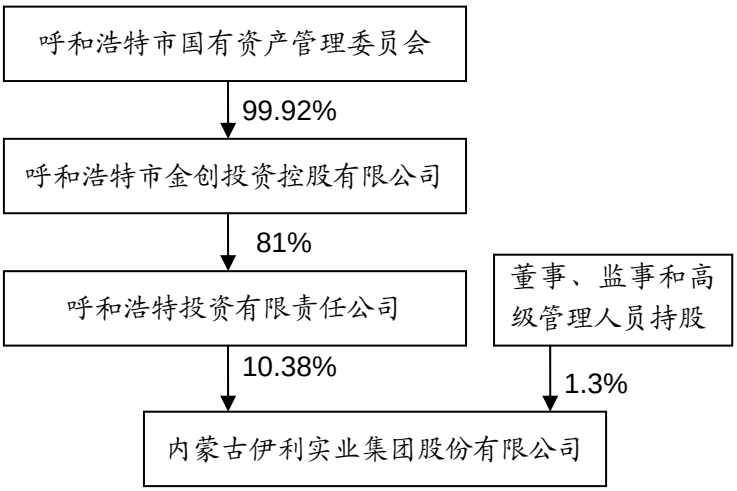
一、公司简介：中国乳制品行业的双寡头之一

伊利股份是国内最大两家液体乳及乳制品加工企业之一，2009 年实现 243 亿元销售收入，排名行业第二，略少于行业第一的蒙牛乳业，2010 年上半年收入规模已经超过蒙牛成为行业内规模最大的公司。公司主营产品为液体乳、奶粉、冰淇淋，分别占收入的 68%、17%和 14%。

公司的前身是起步于 1983 年，分立、更名后的呼市回民奶食品加工厂，1993 年进行了股份制改造，由 21 位发起人以定向募集方式设立而成，成立时总股本 2520 万股；1995 年转增股本后总股本增至 3301 万股；公司 1996 年上市，向社会首次公开发行 1715 万股普通股股票，总股本升至 5016 万股；后来十几年中经过配股、增发、认股权证行权等事宜，目前总股本为 7.99 亿。

公司自 2006 年至今成功实施了“五年三步走”市场的乳企；第二步，大规模加固奶源基地。2007-2009 年，伊利牢牢掌握了内蒙古呼伦贝尔、新疆天山草原和黑龙江杜尔伯特三大奶源黄金奶源带；第三步，建设奶源中转枢纽。自 2010 年开始，伊利先后在天津、阜新、杜尔伯特投资打通黄金奶源与乳品产销渠道之间的通路，构建起“蒙黑辽”三角产业布局，成为名副其实的乳业航母。在 2010 年“全球乳业 20 强”名单中，伊利荣列第 17 名。20 年间，伊利从呼和浩特一家小乳品厂成为了国际舞台上的中国乳业领导者。

图 1：公司的股权结构



资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司在 2006 年 12 月 28 日通过了股票期权激励计划的议案，授予激励对象 5000 万份股票期权，每份期权拥有在 8 年内以 13.33 元/股的价格购买一股公司股票的权利，条件是：1）激励对象上一年度绩效考核合格，2）首期行权公司上年扣除非经常性损益后净利润增长率不低于 17%，上一年主营业务收入增长不低于 20%；3）首期以后行权，公司上一年度主营业务收入与 2005 年相比的符合增长率不低于 15%。激励对象在首期行权不得超过获授股票期权的 25%，剩余获授股票期权，激励对象可以在首期行权的一年后、股票期权有效期内自主行权。后经仍股权证行权、资本公积转增股本后，至报告期末累计已授出但尚未行使的权益总额调整为 77298436 份，行权价格调整为 10.04 元/股，本期激励对象行权的股票期权数量仅为 64480 份，基本还没开始行权。

图 2：伊利主营业务收入

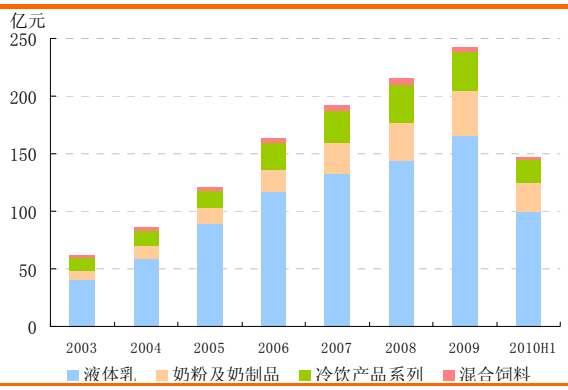
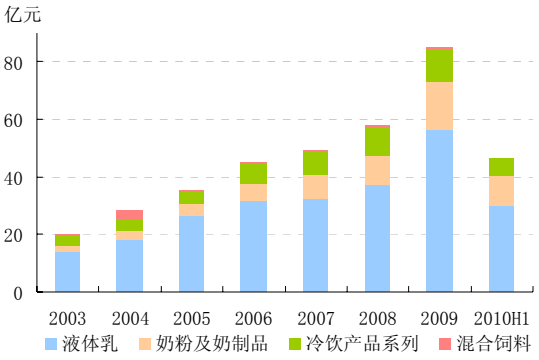


图 3：伊利主营业务利润

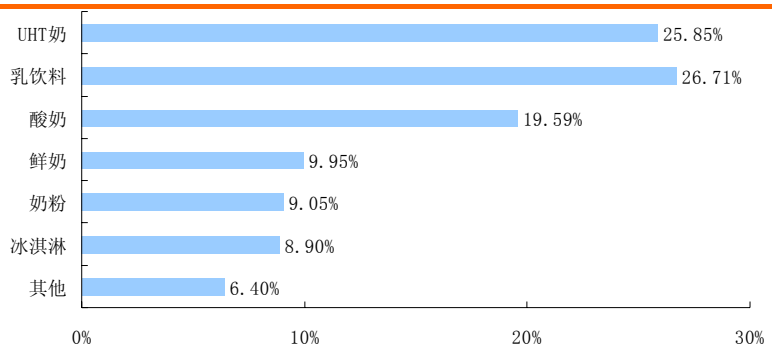


资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、巨大的市场空间是公司继续保持高速增长的保障

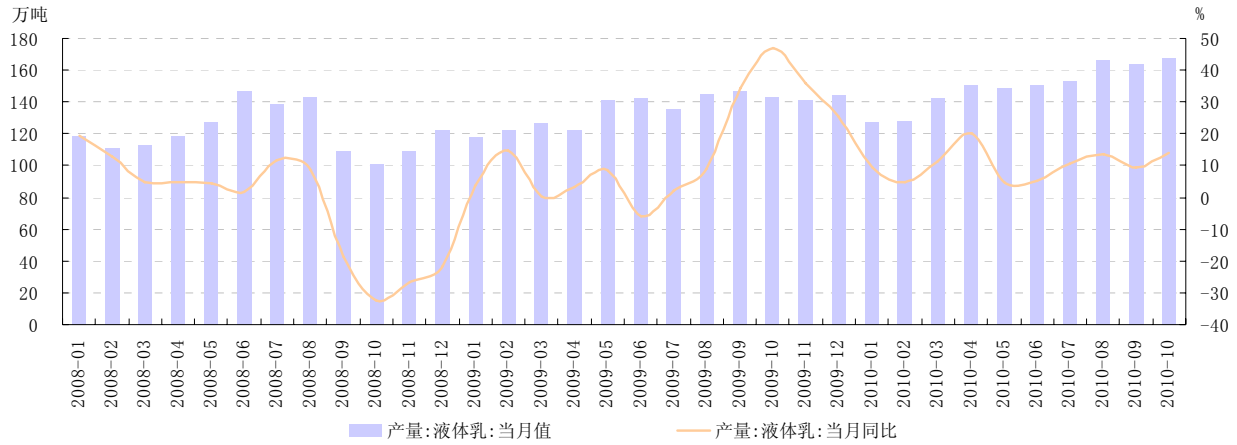
乳制品行业经过十年的高速发展，人均用奶量的得到了大幅提升，从 2000 年的 1 千克/人增长到 12 千克/人。液体乳和乳制品的产量从 2002 年的 355 万吨、93 万吨上升到 2009 年的 1642 万吨、1935 万吨，复合增长率高达 24%和 54%。各类乳制品中，超高温灭菌奶、乳饮料、酸奶增长的最快，考虑到我国乳制品还有很大的市场空间，我们认为公司未来几年仍然能够保持超过行业的高速增长。

图 4：2001-2008 年各种乳制品复合增长率



资料来源：奶业统计年鉴、中投证券研究所

图 5：液体乳产量及增速

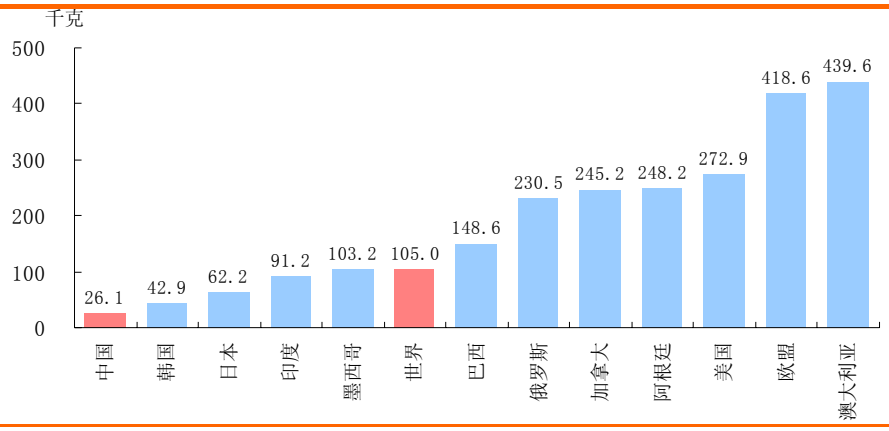


资料来源：奶业统计年鉴、中投证券研究所

乳制品行业收入的增长主要来源于人均用奶量的提高、乳品平均价格的提高以及人口的增长。由于城镇和农村乳品消费水平差距悬殊，城市化率的提高可以通过提高城镇人口数量来增加乳品行业收入。而人均用奶量主要取决于人均可支配收入的提高和饮食习惯的改变。

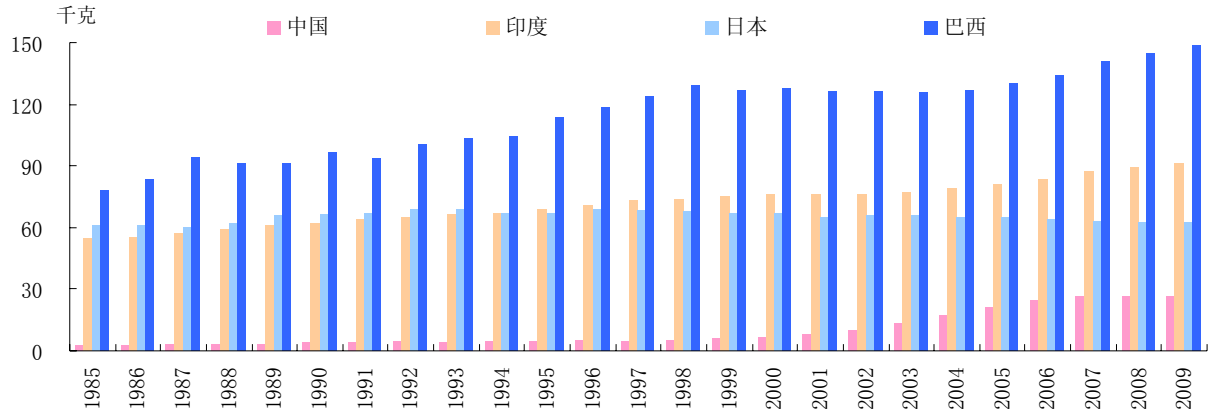
从全球看中国乳制品行业增长空间巨大。2009 年中国人均牛奶占有量仅有 26.14 千克，远低于欧美等国，仅是同期美国的 10%，同期欧盟的 6%；与饮食习惯相近的日本和韩国相比，也只有同期日本的 42%，同期韩国的 61%；与发展情况类似的金砖四国中其他三个国家相比，我国人均牛奶占有量仅为同期印度的 29%，同期巴西的 18%，同期俄罗斯的 11%。从饮食习惯和经济发展水平来看，我国的人均消费量仍有 2-3 倍的提升空间。

图 6：目前世界主要乳品消费国人均牛奶占有量



资料来源：bloomberg、CEIC、中投证券研究所

图 7：1985-2009 年中国、印度、日本、巴西人均牛奶占有量

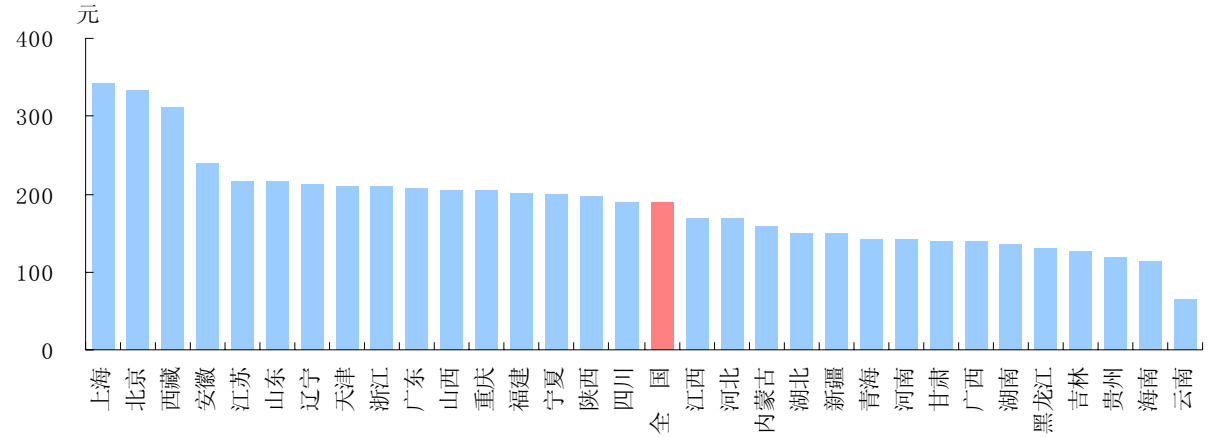


资料来源：bloomberg、CEIC、中投证券研究所

我国各城镇人均用奶量不平衡，低消费区提升空间大。2008 年，北京、上海等一线城市人均奶制品支出超过 330 元；相比之下，西南、西北和东北大部分城镇，如贵州、吉林、黑龙江的人均奶制品消费还不足 130 元。地区间人均用奶不平衡使得这些消费量较少的地区有较大的提升空间。

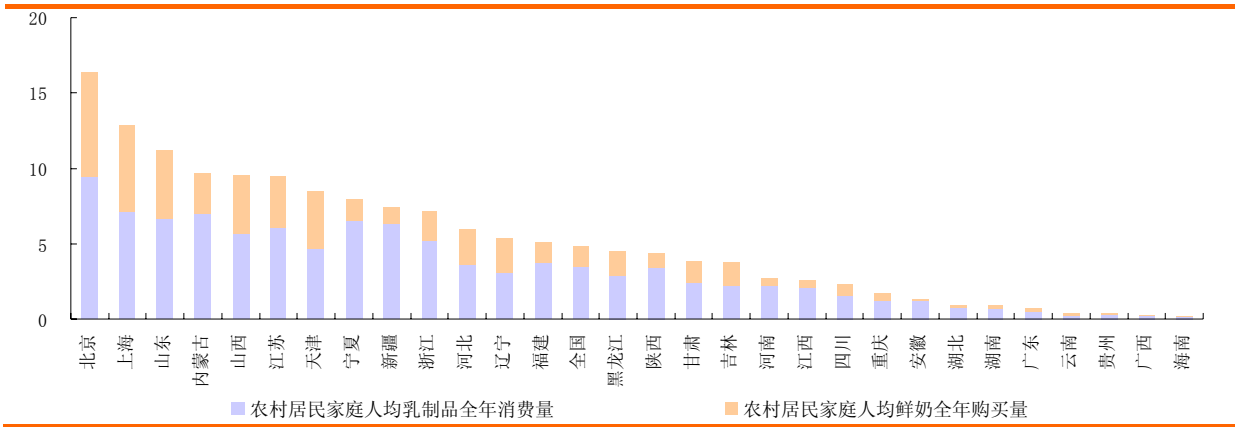
按收入水平划分的城镇居民家庭中，高收入水平家庭全年在乳制品上的消费量是低收入水平的 2-3 倍，随着收入水平的不断升高，低收入的家庭和地区人均牛奶消费量至少还有一倍的提升空间。

图 8：2008 年城镇居民家庭人均奶及奶制品支出



资料来源：奶业统计年鉴、中投证券研究所

图 9：2008 年农村居民家庭人均鲜奶及乳制品全年购买量（千克/人）



资料来源：奶业统计年鉴、中投证券研究所

表 1：2008 年城镇居民家庭人均全年购买量（千克/人）

	总平均	最低收入	困难户	低收入户	中等偏下户	中等收入户	中等偏上户	高收入户	最高收入户
酸奶	3.54	1.60	1.36	2.43	2.98	3.74	4.32	5.04	5.49
奶粉	0.57	0.37	0.32	0.45	0.52	0.61	0.65	0.68	0.71
鲜奶	15.19	7.56	6.66	10.30	13.17	15.84	18.81	20.80	22.37

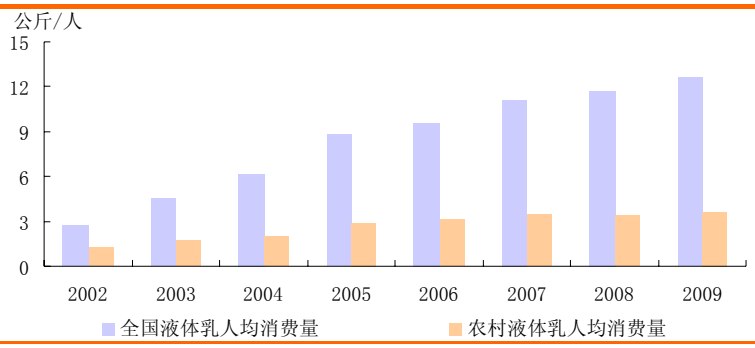
资料来源：奶业统计年鉴、中投证券研究所

农村居民乳品消费远低于城镇水平，城市化率的提高和收入水平的提升将推动农村乳制品消费进入快速增长期。2008 年，农村居民液体乳购买量约 3.4 千克，不到全国水平的 1/3，也不到城镇居民水平的 1/6。而且农村消费的乳制品主要是乳饮料和奶粉，对于纯牛奶和酸奶的消费量很低。

城镇居民乳品消费的高速增长期从 1995 开始，主要是受人均可支配收入快速增长的影响。城镇居民人均可支配收入自 1995 年的 4283 元到 2003 年翻了一番提高至 8472 元，与此同时，城镇居民人均购买鲜奶量从 4.62 千克上升到 18.62 千克，增长了 300%，人均奶制品支出金额从 31 元提高至 125 元。

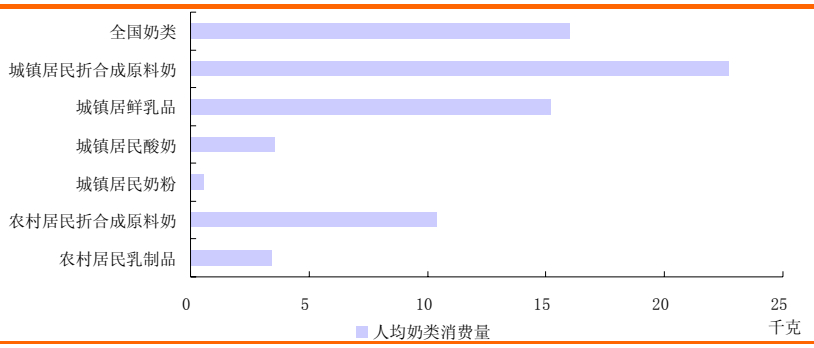
目前农村居民的收入水平与城镇居民在 1995 年的水平相同，农村乳制品消费基数低、增长慢。未来农村居民收入的提高将会激发农村乳品消费需求，考虑数量巨大的农村人口数量，可以再创造出一个和目前同样大小的市场。

图 10：液体乳人均消费量差距



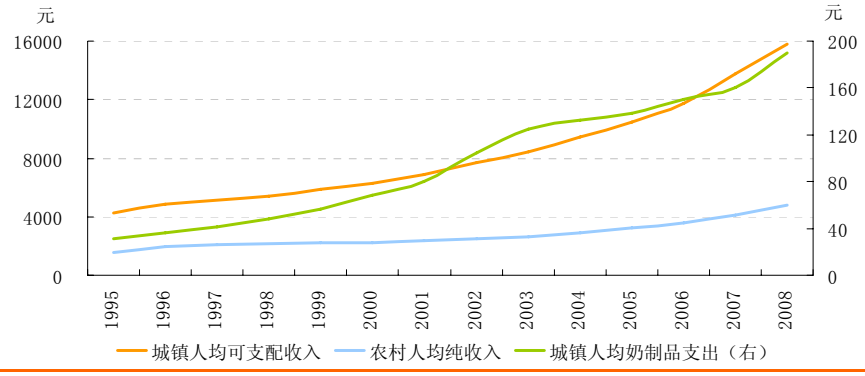
资料来源：奶业统计年鉴、中投证券研究所

图 11：2008 年人均奶类消费量



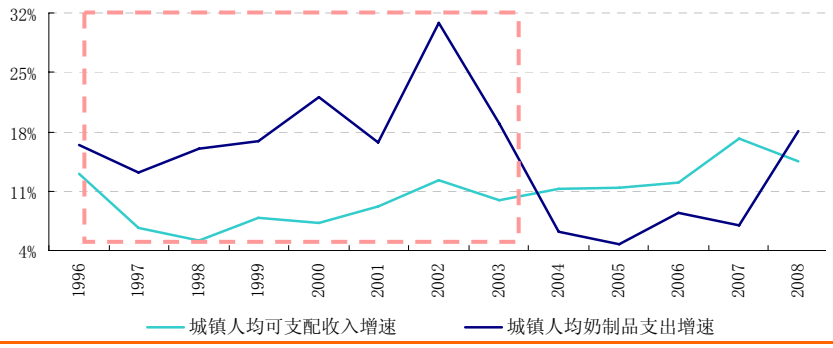
资料来源：奶业统计年鉴、中投证券研究所

图 12：城镇居民人均奶制品支出与人均可支配收入正相关



资料来源：国家统计局、中投证券研究所

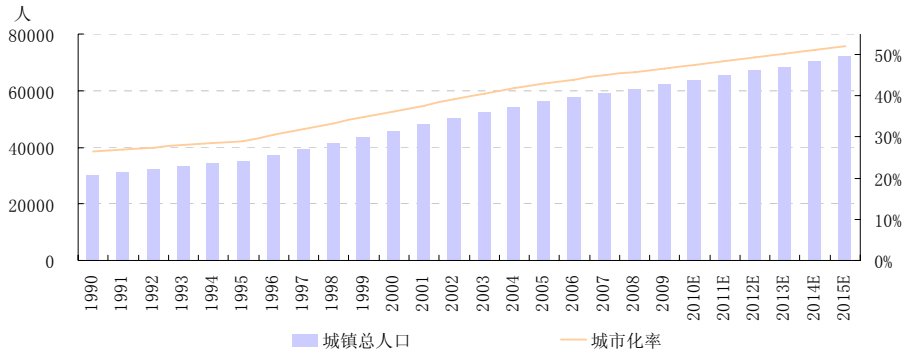
图 13：城镇居民人均奶制品支出增速与人均可支配收入增速



资料来源：国家统计局、中投证券研究所

此外，根据《中国城市发展报告(2010)》的预计，2015 年城市化率将达到 52%，城市人口将比 2009 年增加将近 1 亿人，同时，根据中国住房和城乡建设部估计中国现时在城乡居住的人口中有 3 亿多人将在未来 15 年迁移至城市。城市化率的提高将不断推进稳定的饮奶用户的增加。

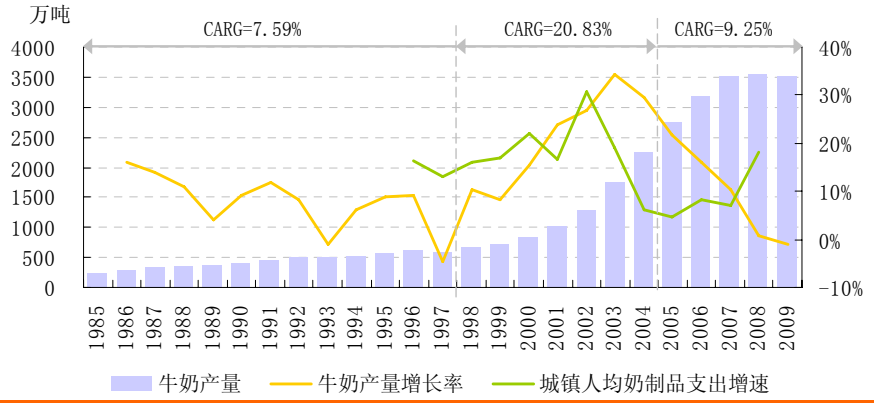
图 14：城市化进程



资料来源：中投证券研究所

受益于人均可支配收入的大幅增长，1998 年至 2003 年是我国奶制品消费需求的高速增长期，需求的增长带动了整个乳品行业产量和收入的高速增长。根据国家统计局公布的数据可以看出，牛奶产量的增长速度一般与上一期人均奶制品支出的增长速度呈现出一致的变化。在奶制品需求高速增长的带动下，牛奶产量在 1998 年至 2004 年实现了 20.83%的复合增长率。随后需求增速逐渐放缓，牛奶产量也进入缓慢增长的阶段，复合增长为 9.25%。三聚氰胺事件后乳制品需求恢复的很快，因此蒙牛伊利等大型乳制品企业今年对产能进行了大量投资，预计牛奶产量将大幅上涨。

图 15：我国牛奶产量和产量增速



资料来源：国家统计局、中投证券研究所

三、未来乳制品企业间的竞争将是产业链的竞争

目前乳制品行业的增速已经恢复到三聚氰胺事件前的水平，乳制品行业的寡头格局已经基本稳定，成本的大幅上涨会加快行业的整合，促使行业集中度不断提高，龙头企业的优势地位将得到进一步巩固。未来乳制品企业的竞争优势将体现在产业链的均衡发展，这涉及原奶生产和采购、乳制品加工、销售三个环节，伊利已经开始积极构建乳制品产业链的综合发展，在深入拓展营销渠道的同时加大自建奶源，以保持产业链的稳定以及成本的最优化。

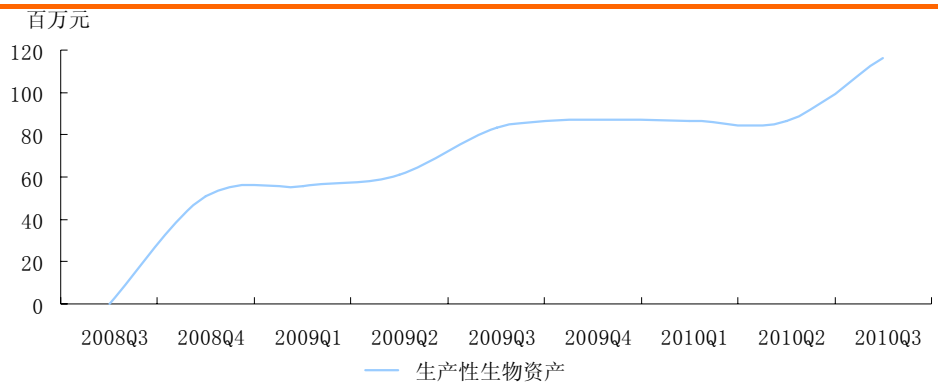
1. 原奶环节：伊利加大自建奶源投入控制奶源质量与成本，蒙牛积极提高牧场奶源比重

乳制品企业从奶源上加强控制的重要性已经在三聚氰胺事件上得到了体现。

伊利主要是通过加大自建奶源、推广奶联社的方法实现在产业链上向上延伸和完善。“奶联社”模式就是将奶农、奶站和乳制品企业的利益相互联系，奶农在这种模式下，先是以奶牛入股奶联社，将奶牛放置于奶联社中由企业派专人饲养，可使整体的养殖水平得到大幅提升。这样不但实现了规模化、科学化的养殖效果，提高了原奶产量和质量，也为乳业的长期健康发展奠定了坚实的基础。而且在“奶联社”的模式中奶农会在生产后期根据入股情况得到分红，奶农和企业的利益就紧紧捆绑在了一起，既根本上确保了奶源安全，也有力的保证了奶农的合法利益，避免因为价格波动而出现奶农忍痛倒奶、杀牛等极端情况的再现。

公司在2006年至2008年间累计投资了将近30亿元用于自建或合建牧场。2009年在呼和浩特建成1.5万头奶牛大型示范园和24家“奶联社”，生产性生物资产从2008年的0增加到目前的1.2亿元，较年初增长了7.1%，2010年上半年在建工程中奶源建设预算约13.63亿元。伊利目前控制的牧场有800多个，自有奶源牧场份额已经超过50%，公司计划在未来5年继续加大对牧场的建设力度，再建800家不同规模的牧场。从目前的情况可以看出，伊利奶联社的模式已经得到了消费者的广泛认可。

图 16：伊利生产性生物资产



资料来源：公司公告、中投证券研究所

蒙牛一直是通过和规模化牧场签订长期协议来获得高品质的奶源，而将自己的资源放在最有优势的生产营销领域。蒙牛已在全国通过参股现代牧业控制了超大型万头牧场11座，现代牧业11月在香港上市后将募集资金建设20-30座超大型牧场，这将使蒙牛在很长时间内拥有国内最大奶源优势，为其液态奶等产品提供充足的牧场奶源。公司通过参股的方式和现代牧业合作，控制其2.32%的股权，与其签订了10年的合约，规定现代牧业的原奶只能提供给蒙牛。蒙牛目前70%的牛奶来自大型牧场和养殖小区，而中国乳制品行业整体只有30%是来自规模化牧场，70%都是通过散养收奶。

图 17：“公司+农户”模式示意图

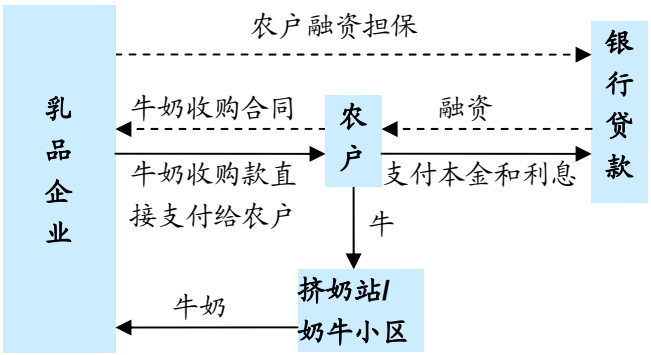
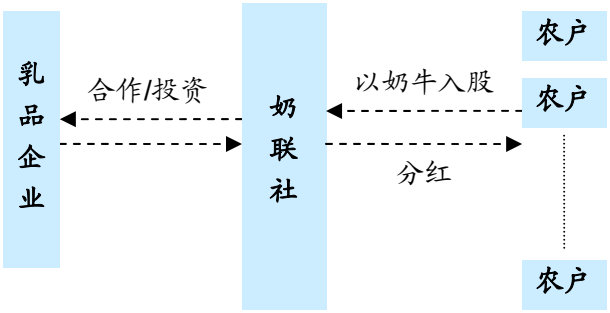


图 18：“农户+奶联社”模式



资料来源：中投证券研究所

表 2：伊利与蒙牛奶源类型

伊利	个数		蒙牛	牧场	奶牛数量	占奶源比重	
1.5 万头示范园	1	>50%	公司+牧场	超大型牧场	>10000 头	10%	70%
奶联社	24			大型现代牧场	>1000 头	15%	
自建牧场	800 多			中型现代牧场	>200 头	20%	
农户散养		<50%		小型牧场	>100 头	25%	
			公司+农户	农户散养		30%	30%

资料来源：中投证券研究所

奶源是乳品企业生存和发展的基础，伊利选择自建牧场和奶联社的方式需要占用更多资金，但是这种方式使得产业链发展更加均衡，可以避免在未来发生奶源的恶性竞争。原奶在成本中的比重占据 50-60%，扩大自有奶源的比重可以有效的控制奶源成本，有利于公司的长远发展。

以现代牧业为标杆，2009 年 7 月到 2010 年 6 月净利率达到 18.4%，总资产净利率 7.87%，高于伊利的 5.43%，伊利通过自建牧场可以减少原奶成本，把上游奶源的利润合并到公司的利润当中，随着自有奶源比重的不断上升，这也将推动公司未来利润率的上升。

2. 生产环节：伊利深耕优势市场，在有奶源优势的地区加大产能布局，蒙牛保持产能平稳扩张

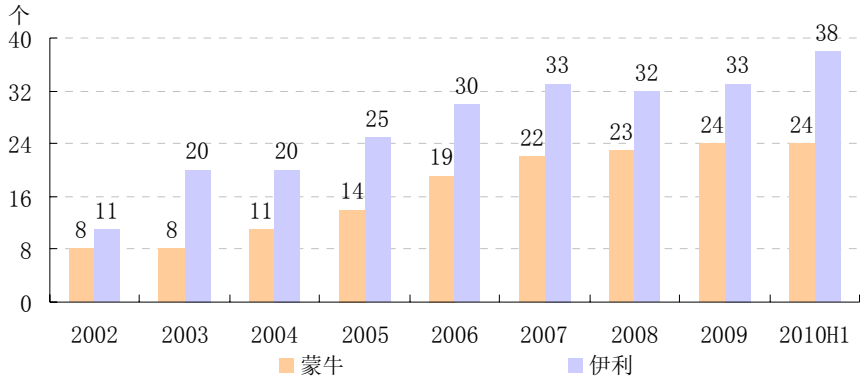
到目前为止，伊利已经在全国各地建立了 38 个生产基地。自 2009 年下半年以来，伊利在投资建设新生产基地上花费超过 23.66 亿。这是自 2005-2006 年第一轮大规模扩张后新一轮的投资自建基地，目的就是为了在中国乳制品市场格局经历震荡后，在有奶源优势的地区加大产能布局。这些举措都说明公司已进入深耕优势市场阶段，结构布局进一步优化。

去年下半年以来，伊利、蒙牛先后加快了在全国各地自建生产基地的步伐。今年 7 月，伊利、蒙牛先后在宁夏吴忠、宁夏银川投资兴建液态奶项目。伊利在宁夏吴忠的项目总投资 4.89 亿元，主要生产纯牛奶、乳饮料、花色奶等系列产品，投产后可实现年产超高温灭菌奶 19 万吨，该项目将成为西北地区最大的乳业项目。

蒙牛 2010 年除了在宁夏银川建立有机液奶工厂，还投资了 10 亿在江苏宿迁建设了日产 600 吨的液态奶生产基地，1 期投入 4 亿元，2011 年 8 月投产，

预计能够实现销售收入 9 亿元。预计未来蒙牛的产能扩张速度仍保持在 15%左右的速度。

图 19：伊利蒙牛基地数目对比



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 20：伊利生产基地分布

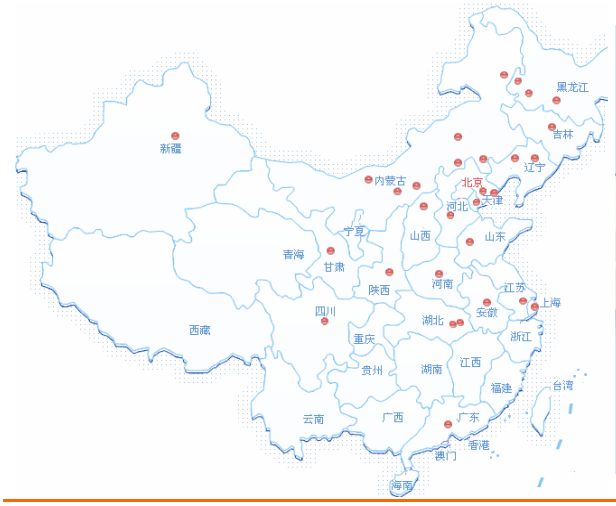


图 21：蒙牛生产基地分布

资料来源：中投证券研究所

表 3：伊利 2003 年后扩产项目

投资时间	扩产项目	达产时间
2010 年 9 月 17 日	河北张北新建日产 1200 吨超高温灭菌奶项目	2012 年 4 月
2010 年 5 月 10 日	杜尔伯特年产 45000 吨配方奶粉项目	2011 年 12 月
2010 年 4 月 13 日	山东临朐新建日产 900 吨超高温灭菌奶及日产 140 吨冷饮项目	2011 年 7 月
2009 年 12 月 25 日	京津塘地区日产 200 吨酸奶及 20 吨奶酪项目	2011 年 4 月
2009 年 7 月 10 日	华北地区年生产 4.5 万吨奶粉项目	2010 年 7 月
2007 年 4 月 27 日	呼和浩特市日处理鲜奶 1200 吨加工奶粉项目	已达产
2006 年 12 月 7 日	山东平阴新建日产 150 吨冷饮项目	已达产
2006 年 12 月 7 日	佛山三水新建日产 150 吨冷饮项目	已达产
2006 年 12 月 7 日	河南平顶山新建日产 100 吨酸奶和 150 吨 UHT 奶项目	已达产
2006 年 9 月 6 日	石河子分公司年产 2.5 万吨中高档系列配方奶粉技术改造项目	已达产
2006 年 8 月 8 日	新建成都日产 430 吨液态奶、150 吨酸奶、260 吨冷饮项目投资	已达产
2006 年 6 月 26 日	新疆新建日产 150 吨冷饮、100 吨酸奶、14 吨速冻食品项目	已达产

2006 年 5 月 17 日	新建湖北省黄冈市日产 1100 吨液态奶项目	已达产
2006 年 5 月 17 日	新建湖北省黄冈市日产 250 吨冰淇淋生产基地项目	已达产
2006 年 5 月 17 日	新建湖北省黄冈市日产 150 吨酸奶项目	已达产
2005 年 10 月 17 日	新建华东日产 500 吨液态奶及日产 250 吨冰淇淋	已达产
2005 年 10 月 17 日	新建山东日产 600 吨液态奶项目	已达产
2005 年 7 月 28 日	京津生产基地二期扩建日产 750 吨液态奶生产线项目	已达产
2005 年 7 月 28 日	乌兰察布乳品厂新增日产 160 吨液态奶生产线项目	已达产
2005 年 7 月 28 日	新建华东日产 200 吨酸奶项目	已达产
2005 年 7 月 28 日	新建辽宁日产 500 吨液态奶生产基地项目	已达产
2005 年 7 月 28 日	黑龙江省肇东市新建日产 1000 吨液态奶项目	已达产
2005 年 4 月 25 日	察哈尔日产 480 吨 UHT 奶项目	已达产
2004 年 8 月 24 日	杜尔伯特年产 15000 吨中高档婴儿配方奶粉生产线项目扩建	已达产
2003 年 6 月 3 日	齐齐哈尔梅里斯日产 90 吨利乐砖 UHT 奶项目	已达产
2003 年 6 月 3 日	收购西安赛高国际食品公司 65%股权扩建日产 180 吨无菌砖项目	已达产
2003 年 6 月 3 日	赤峰日产 120 吨 UHT 奶项目	已达产
2003 年 6 月 3 日	林甸日产 270 吨 UHT 奶项目	已达产

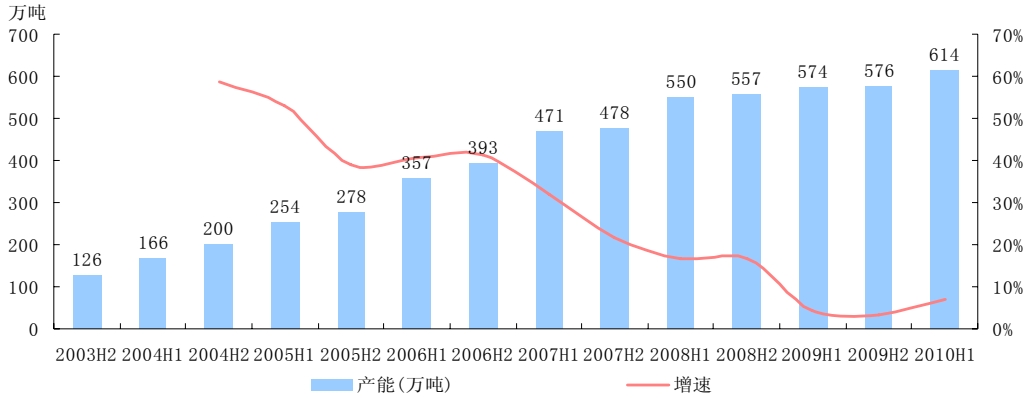
资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 4：伊利 2003 年至今每年新投资产能（万吨/年）

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
UHT 奶	24.1		145.6	61.3				76.7
冰淇淋			9.1	35.0				5.1
奶粉		1.5		2.5	4.5		4.5	4.5
酸奶			7.3	18.3			7.3	
奶酪								0.7
合计	24.1	1.5	162.1	117.1	4.5	0.0	11.8	87.0
累计产能	154.1	155.6	317.7	434.8	439.3	439.3	451.1	538.1

资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 22：蒙牛产能扩张速度



资料来源：公司公告、中投证券研究所

伊利在现阶段进行大规模扩张主要是出于三方面的考虑：首先，随着消费者更加注重乳制品安全问题，自有奶源或奶源管理能力强的品牌可以借机进一步提高市场份额，因此需要为产能扩张做好准备；其次，三聚氰胺事件后奶粉

市场出现空缺，伊利的奶粉几乎抢占了原三鹿的所有份额，销售增长很快，需要扩大产能满足市场未来需求；最后，UHT 奶仍然保持着高速的增长，随着三四线城镇的深入开发，未来 UHT 奶的需求仍将保持旺盛。

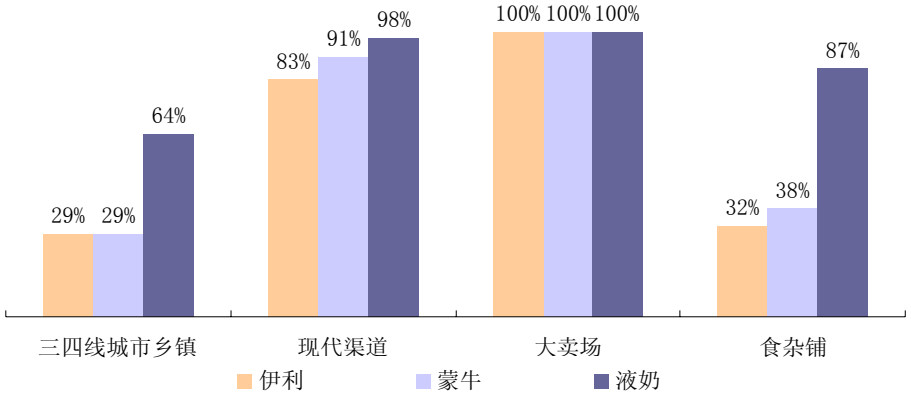
液态奶和奶粉仍是公司收入的主要来源，而且是增长最快的业务。预计公司新建设的山东和河北的 UHT 奶生产基地未来仍将继续生产高毛利的液态奶，而杜尔伯特配方奶粉生产基地继续生产高端婴幼儿配方奶粉，使公司产品结构不断向高端发展。

3. 销售环节：伊利铺货率在三四线城镇及食杂铺还有很大提升空间，销售渠道的深入拓展是未来两家公司发展的重点

目前公司的销售采取经销商和直营销售公司两种模式，基本已经覆盖了全国所有省份。从液态奶的铺货率来看，伊利的产品已经铺进了所有的大卖场，全国现代渠道的店铺大约 9.9 万家，伊利利用了其中 8.24 万家，铺货率达到 83%。

虽然在现代渠道中，伊利的铺货率已经达到了较高水平，但是在食杂铺等渠道还有很大的提升空间。全国食杂店铺大约 214 万家，伊利只利用了 68.47 万家，铺货率仅 32%；公司在收入水平较高的地区铺货率较高，但在三四线城镇的 136 万个铺货渠道中只利用了其中 39.47 万个，铺货率仅 29%。因此从食杂铺及三四线城镇铺货率的角度来看，伊利产品的销量还有很大的提升空间。

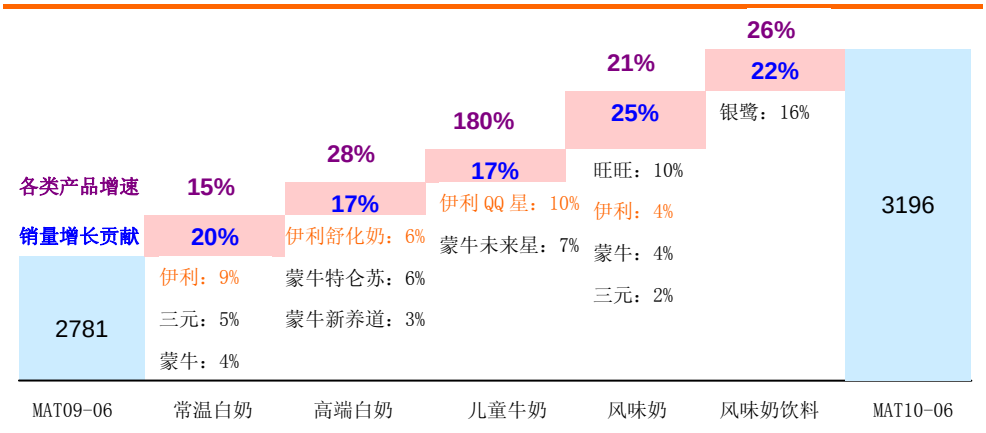
图 25：2009 年液态奶铺货率



资料来源：AC 尼尔森、中投证券研究所

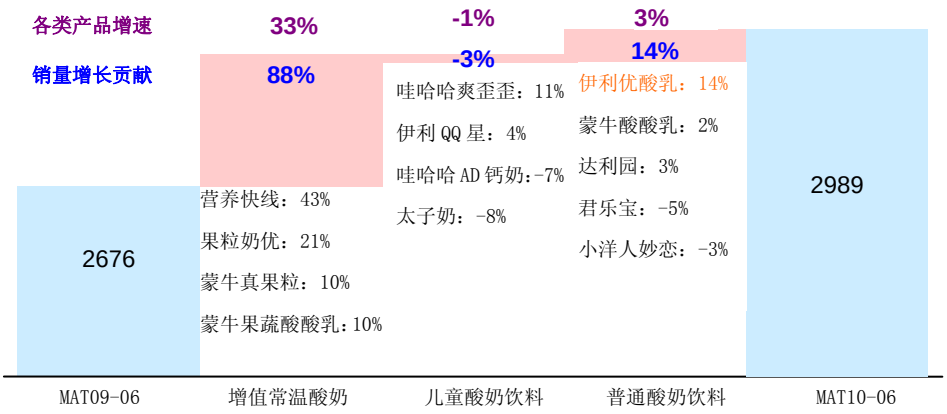
从各个品牌产品对行业收入增长的贡献来看，伊利产品对乳制品收入增长的贡献较高。这也体现出，在同样的铺货渠道中，伊利产品的销售好于同类产品。受益于产品销量的快速增长，在液态奶的市场份额中，伊利的市场份额从 09 年 1 月的 17.9%上升到目前的 20.3%，蒙牛的市场份额略微下降，从 2009 年 1 月的 27.4%下降到目前的 26.7%。但是在三四线城镇的市场份额低于全国市场份额，主要是因为三四线城镇主要消费的是乳饮料，这也体现出公司的常温奶在三四线城镇的市场有很大潜力。

图 26：各类产品对常温奶销售量增长的贡献



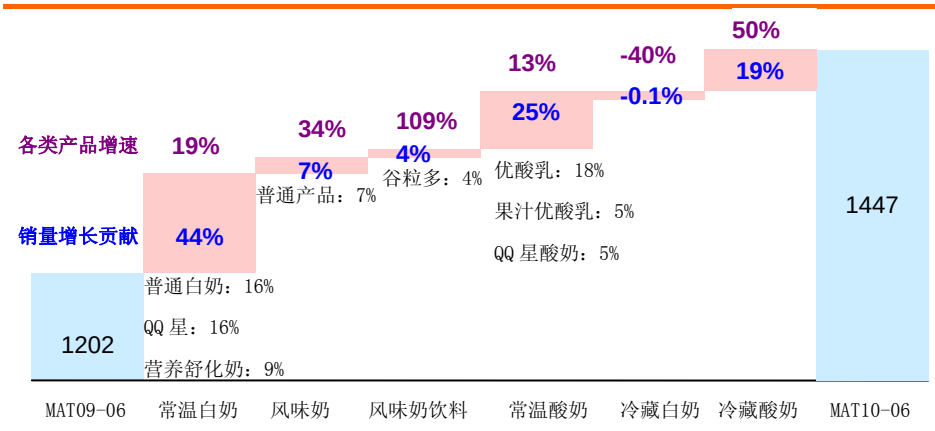
资料来源：AC 尼尔森、中投证券研究所，注：MAT 是月滚动年销售趋势，计算方法为计算时间之前一整年的数据，MAT09-06 是从 2008 年 7 月至 2009 年 6 月的销售量，下同。

图 27：各类产品对常温酸奶销售量增长的贡献比率



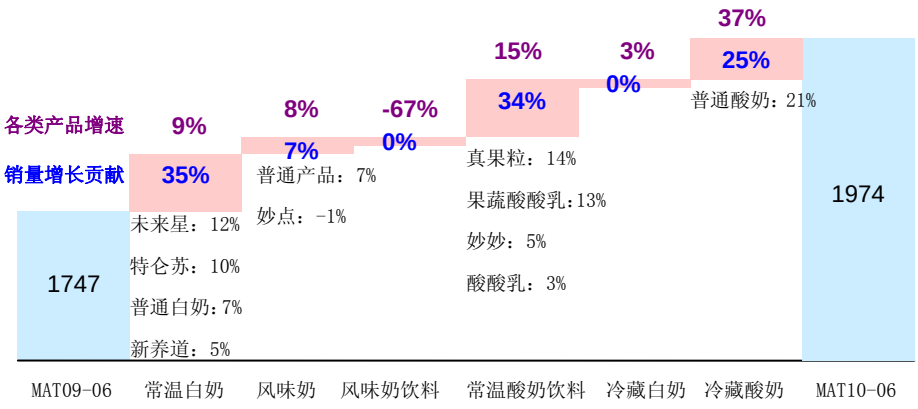
资料来源：AC 尼尔森、中投证券研究所

图 28：伊利各类产品对销售收入增长的贡献



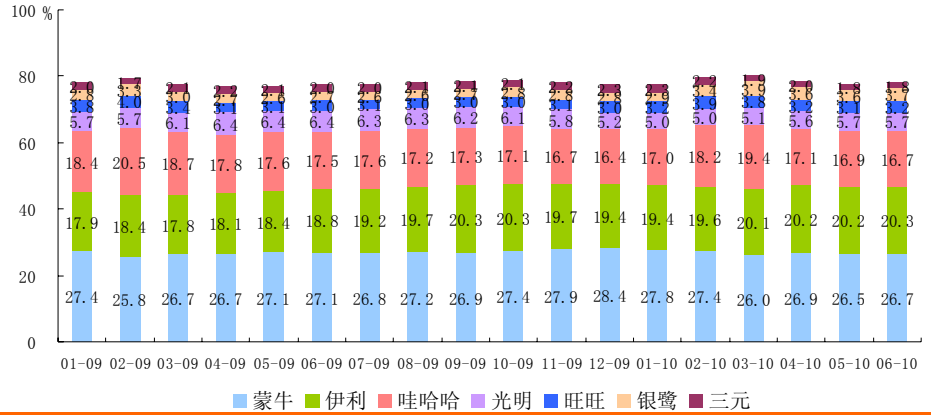
资料来源：AC 尼尔森、中投证券研究所

图 29：蒙牛各类产品对销售收入增长的贡献



资料来源：AC 尼尔森、中投证券研究所

图 30：液态奶前 7 大品牌市场占有率变化



资料来源：AC 尼尔森、中投证券研究所

图 31：2009 各企业液态奶及乳饮料全国销售份额

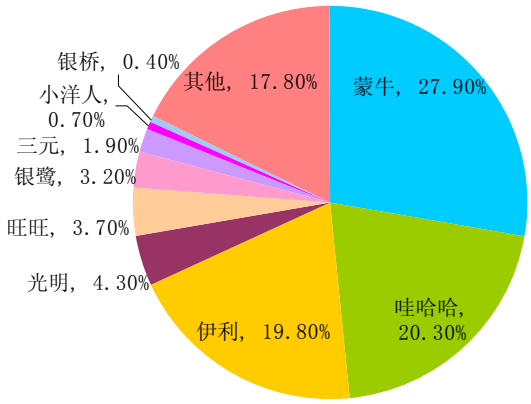
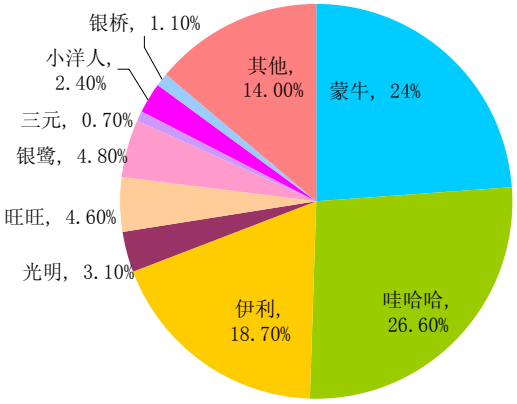


图 32：2009 年企业液态奶在县级市乡镇销量份额



资料来源：AC 尼尔森、中投证券研究所

4. 经营环节：伊利追求收入增长基础上努力提升盈利能力，蒙牛减少广告费用追求理性发展

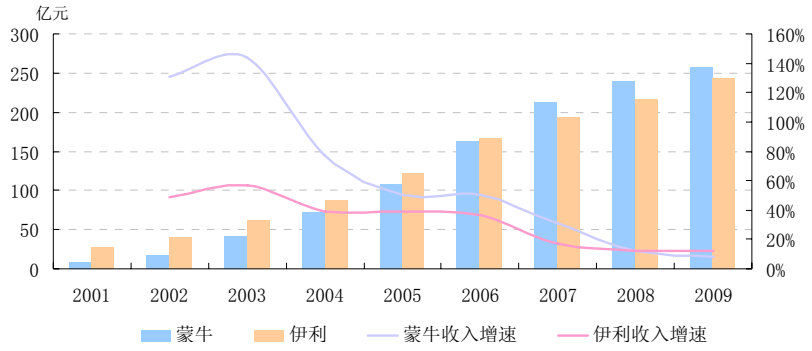
伊利在销售收入上重新赶超蒙牛，剔除会计处理的差别后盈利能力与蒙牛相当，蒙牛在所得税上的优势将逐步消失，预计蒙牛所得税税率以后每年将上

涨 0.5-1%。伊利开始大幅减少销售费用，在追求营业收入增长的基础上也在努力提升盈利能力。

4.1 收入：行业内恢复最快的全国性乳制品企业

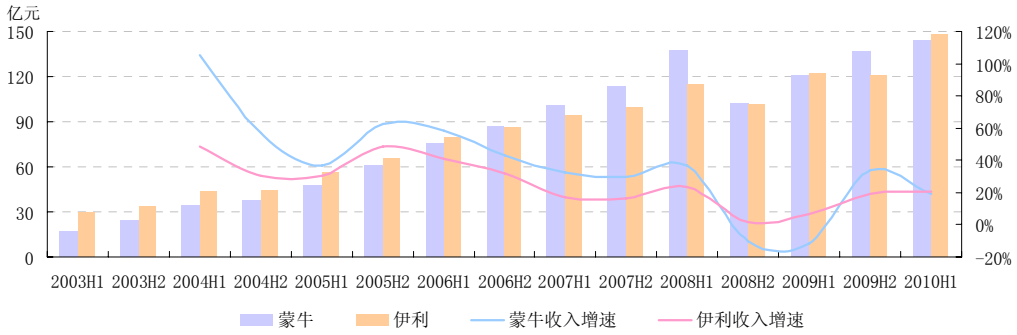
相比竞争对手蒙牛，公司的产品结构更为合理，在成本高压下，奶粉业务帮助其表现出更强的成本传导能力。伊利不仅没有在三聚氰胺事件中倒下，反而在行业重塑过程中调整了产品结构，增强了竞争实力。三聚氰胺事件后，伊利的恢复速度比蒙牛快，2009 年伊利收入增速 12.3%，高于蒙牛的 7.7%，二者的收入差距在减少，2010 年上半年伊利收入已经超过蒙牛，收入同比增长 20.3%，超过蒙牛，也超过了伊利在 2007 年的发展速度。公司收入的增长主要来自三四线城镇乳制品消费的上升以及高毛利产品比重的提升。考虑到今年公司进行了大规模的生产基地投资，预计未来能够继续保持高速的增长。

图 33：伊利蒙牛年度收入和增速对比



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 34：伊利蒙牛半年度收入和增速对比



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 35：伊利主营业务收入构成

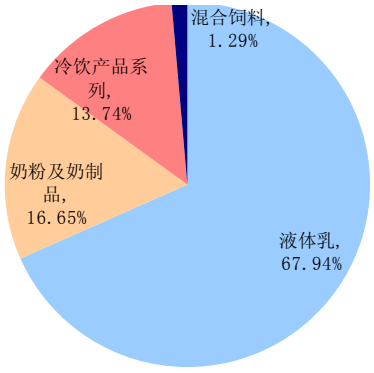
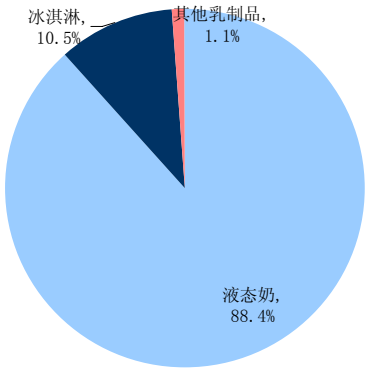


图 36：蒙牛主营产品收入构成



资料来源：公司公告、中投证券研究所

4.2 毛利：产品结构向高端调整保证稳定的高毛利

毛利率受收入和成本的影响，而销售收入增长的内在驱动力不外乎三个，销量上升、价格上涨、产品结构调整。与 2008 年销售收入增长主要来自价格的上涨不同，2009 年销售收入上涨主要是因为高端产品销量增加所致。未来随着公司产品不断开发新市场、产品结构向高端发展以及随自有奶源增加带来的成本下降，我们相信公司能够将毛利率维持在高位。

伊利的毛利率高于蒙牛主要是因为港股和 A 股对促销费用和运输费用的财务处理不同，伊利的促销费用计入营业费用，蒙牛的促销费用计入营业成本；伊利的运输费用由公司承担计入营业费用，蒙牛的运输费用大部分由经销商承担，通过较低的出厂价格补偿。因此，公司的毛利率和销售费用率比蒙牛要高。用毛利率减去营业费用率可以剔除会计处理带来的差异，可以看出两家公司的盈利能力相差不大。考虑到公司高毛利的奶粉产量相对较多，低毛利的常温液态奶产量相对较少，假设两家公司相同产品具有相同的毛利水平，那么公司总体的盈利能力应该略好于蒙牛。

图 37：伊利蒙牛毛利率

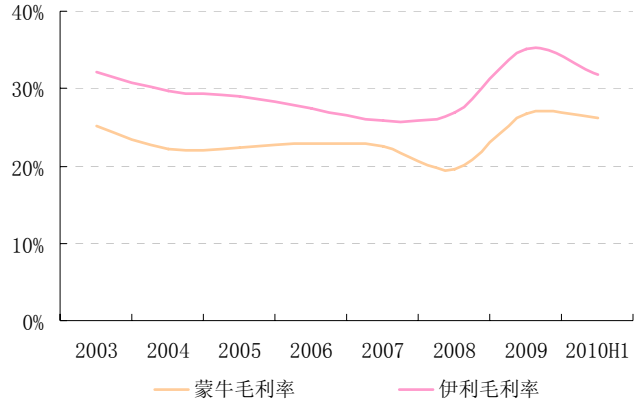
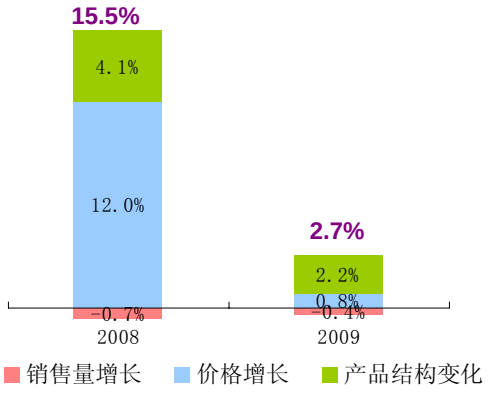


图 38：乳制品收入上升的各种驱动因素



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 39：伊利蒙牛销售费用率

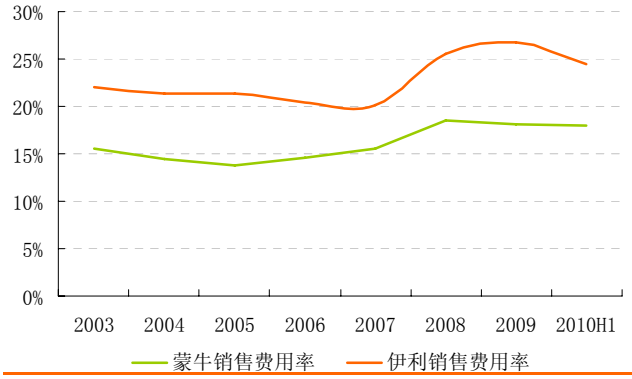
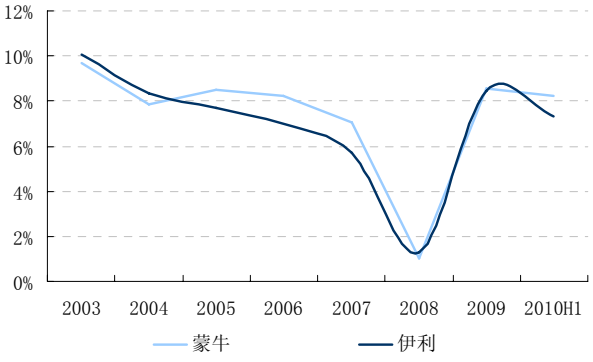


图 40：毛利率 - 销售费用率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

最近一年原奶价格大幅上涨,截止 9 月份同比上涨 30.06%，导致公司毛利率略有降低，前三季度液态奶毛利率同比下降 4.85%，降幅远小于成本上涨幅度，显示公司较强的成本控制能力。三聚氰胺事件造成中国非正常屠宰奶牛高达 200 多万头，恢复原来的生产需要较长时间，但是乳制品需求恢复的很快，原奶供求缺口逐渐拉大是造成原奶价格上涨的主要原因。农产品价格普遍上涨，饲料的价格上涨也推动了原奶价格的上涨。加上政府对奶农的扶持政策，

预计原奶价格仍将保持向上的趋势，但增幅将逐渐放缓。考虑到公司未来自有奶源地扩大将有利于公司维持成本的稳定，也有利于公司提高毛利率水平。

图 41：伊利各产品毛利变化

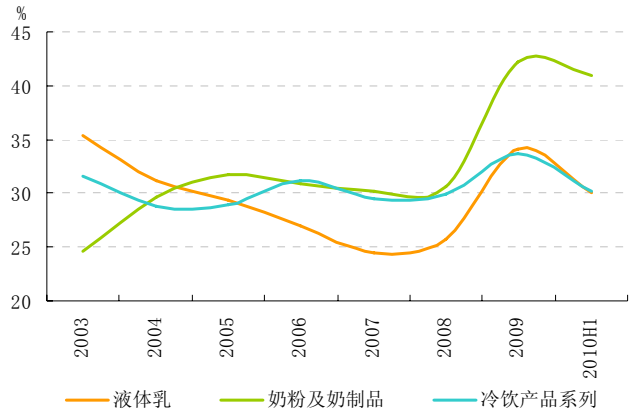
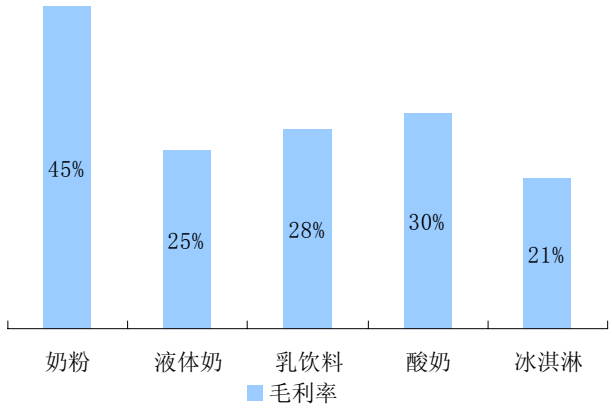
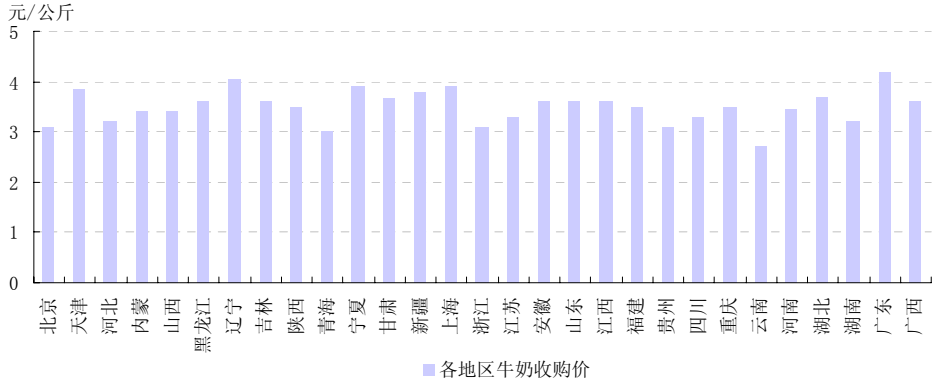


图 42：蒙牛各类产品毛利率



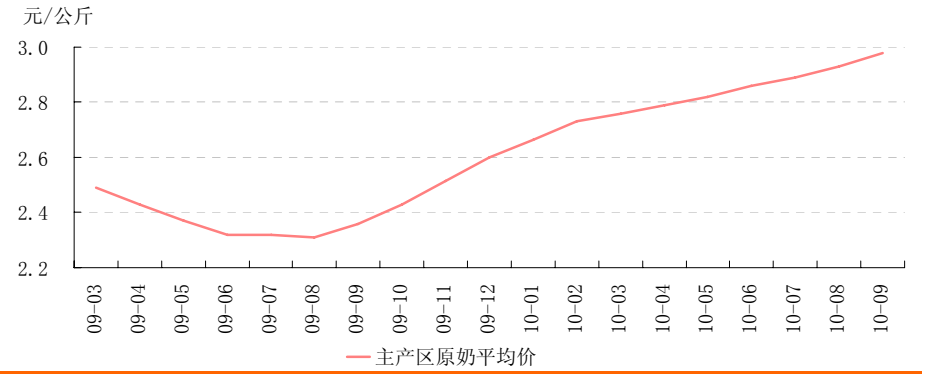
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 43：2010 年 9 月全国各地牛奶收购价



资料来源：中投证券研究所

图 44：主产区原奶平均价



资料来源：Wind、中投证券研究所

伊利和蒙牛都是通过将产品结构向高端调整，增加高附加值产品的比重，减少促销活动等方式来保持毛利率稳定，公司这个月对高端产品进行了提价，幅度在 8%左右，普通产品仍然没有提价。光明在 10 月已经对终端产品进行了提价，部分产品涨价幅度在 5-10%，加权平均涨了 2%。蒙牛也对高端产品进行了提价，幅度在 7-8%。

伊利的营养舒化奶、金典有机奶、QQ 星、金领冠婴儿奶粉、优品嘉人、畅轻酸奶等高附加值产品已经占据其销售收入的 40%以上。受益于高附加值产品比重的提升，预计未来伊利的毛利率能够保持在高位。因此我们认为公司可以通过直接或间接提价保持毛利率稳定，产品的毛利率不是取决于原材料成本，而是取决于价格战，两家公司逐渐停止价格战将推动利润率的上升。

4.3 费用：销售费用将逐步回归至三聚氰胺事件前水平

三聚氰胺事件前，公司的销售费用占收入比重一直维持在 20%左右，销售费用弹性较大，主要是广告投入和促销活动的费用。近一年来原奶价格大幅上涨，为保持利润稳定，公司减少了产品的促销活动，销售费用的降低缓解了毛利率下降的负面影响。公司目前在追求营业收入增长的基础上也在努力提升盈利能力，10 年 3 季度公司销售费用率已经降回 22.7%。

近几年来，公司在广告上的投入一直较大，连续赞助奥运会、世博会和亚运会，成为其独家供应商，以“让世界品尝的浓香纯”为主题，打造伊利的品牌优势。品牌宣传的前期费用较高，但是未来预计公司能够从中获得可观的回报。从目前情况来看，伊利在广告赞助上的投入为其带来显著的收益，尤其是超高端产品的增长迅猛，超高端产品在世博会举办期间市场占有率上升至 3.2%，在上海地区的市场份额增加至 6.8%。公司今年减少了广告投入和促销活动以控制费用，但收入仍然保持着高速的增长，说明产品需求仍然旺盛。而近期恶性竞争事件中伊利相比蒙牛更受舆论支持，这些都是伊利高销售费用所带来的品牌价值的体现。考虑到目前公司正在大力开拓新的三四线城镇市场，销售费用下降至 20%以下的可能性不大。

图 45：伊利净利润和净利率

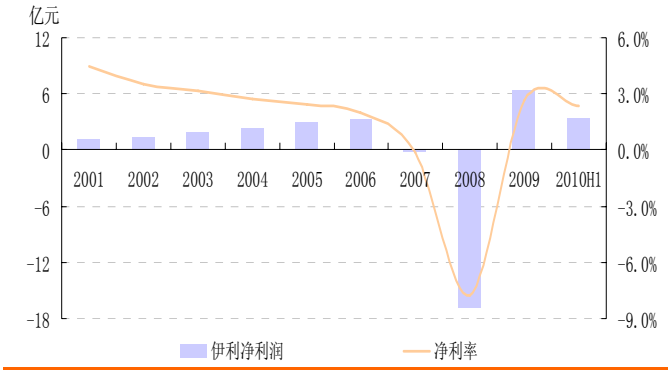
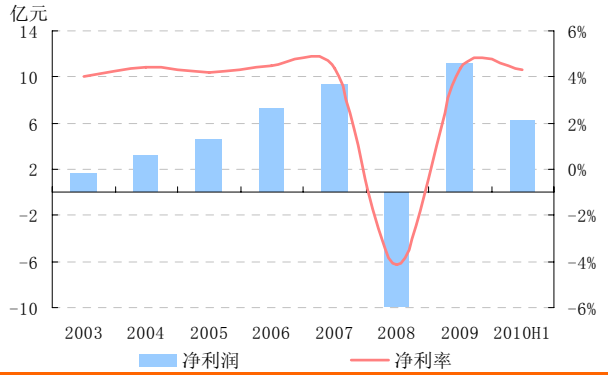
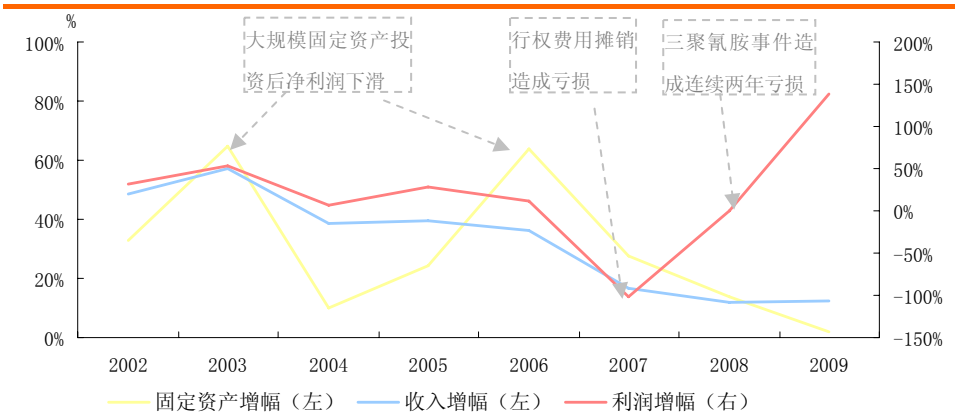


图 46：蒙牛净利润和净利率



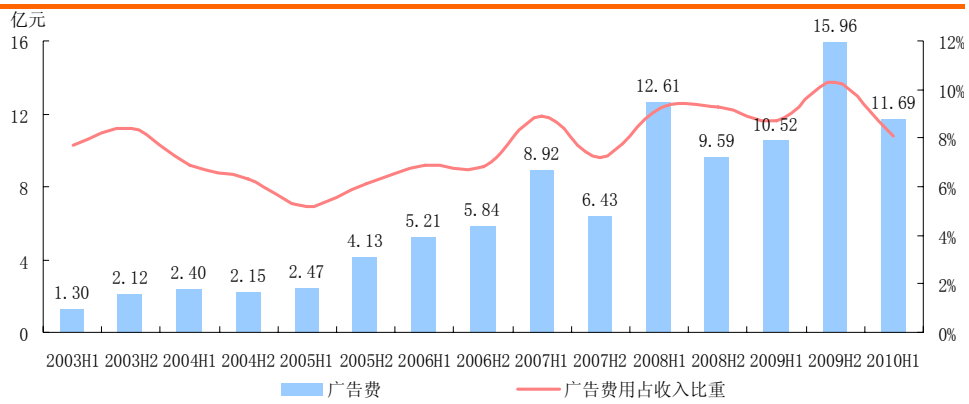
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 47：伊利净利润增速



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 48：蒙牛广告投入



资料来源：公司公告、中投证券研究所

蒙牛今年减小了营销费用广告费率下降是营销费用下降的主要原因。公司开始对广告费用进行合理控制，体现出将重点从收入转移到利润，公司表明未来将更理性化发展，减少价格战，保证质量。

伊利的管理费用在 2009 年为 4.9%，相比蒙牛高出 1.4-1.5 个百分点。如果管理费用能够下降到蒙牛的水平，能使净利润提升 45%-50%。

四、液态奶渠道下沉需求旺盛，奶粉是未来利润增长的重要来源，冰淇淋向高端发展将推动收入上升

公司未来收入增长的驱动力仍然是高端液态奶的不断推出、普通产品在三四线城市的深入开拓、奶粉业务市场份额的不断提升、和冷饮产品向高端发展。

1. 液态奶业务：县镇乡是液态奶增长的亮点，下沉需求依旧旺盛

液态奶仍是公司最主要的产品，2009 年公司液态奶实现销售收入 165.55 亿，占收入的 68%，实现利润 56.42 亿，占利润总额的 66.5%。营养舒化奶、金典奶、谷物奶等产品是液态奶利润的主要来源，纯牛奶、优酸乳等产品是收入的主要构成部分。

图 49：伊利液体乳收入及增速

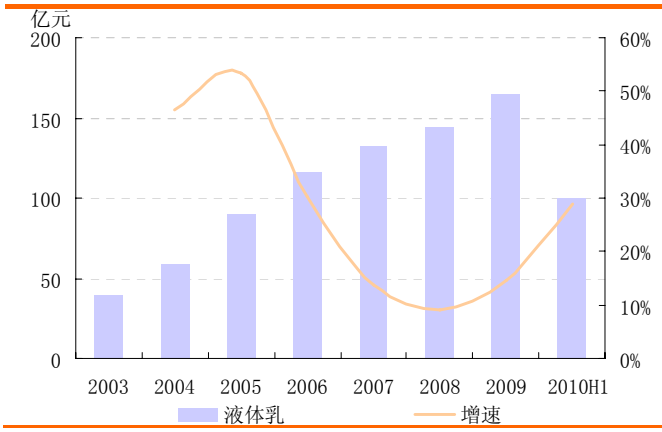
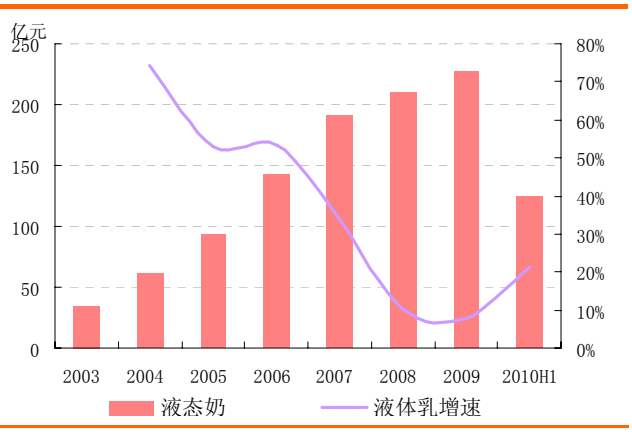


图 50：蒙牛液体乳中各类产品占比



资料来源：公司公告、中投证券研究所

2009 年伊利推出新品超过 200 种，今年伊利凭借“畅轻”酸奶一举击败世界乳业巨头，荣获全球乳业最高奖——2010 年 IDF 最佳功能乳制品创新金奖，标志公司已经从科技创新上完成了对跨国乳业巨头的超越。

液态奶中冷藏酸奶的销售额占比逐步提升，而且增速最快。酸奶相对牛奶来说，营养价值更高、更健康、口味选择更加丰富，同时是一种更高端的乳制品，而牛奶相当于乳制品消费的基本产品，而且酸奶在新鲜乳品中的保质期相对较长，通常是 2-3 周。目前酸奶相比其他乳制品，销售更集中于收入水平较高的城市，预计随着收入水平的上升，酸奶将成为未来乳制品发展的趋势。

图 51：各类液态乳销售份额占比

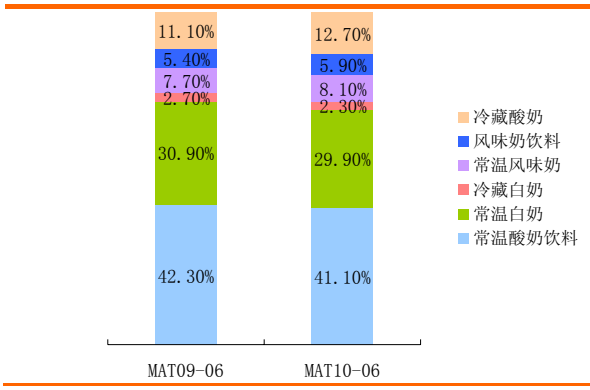
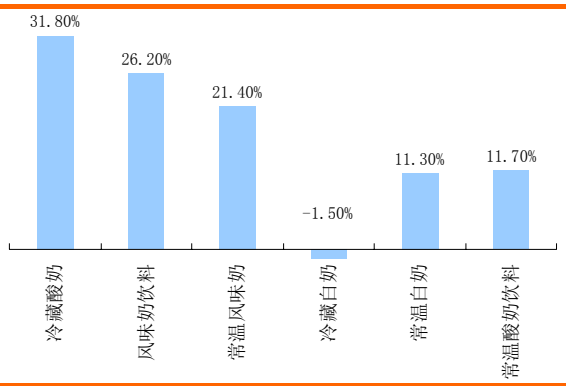


图 52：各类液体乳 MAT2010-06 销售增长率



资料来源：AC 尼尔森、中投证券研究所

图 53：2009 年乳制品在三四线城市乡镇销售增速

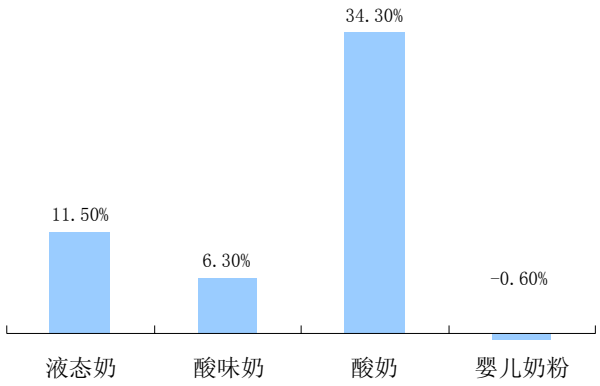
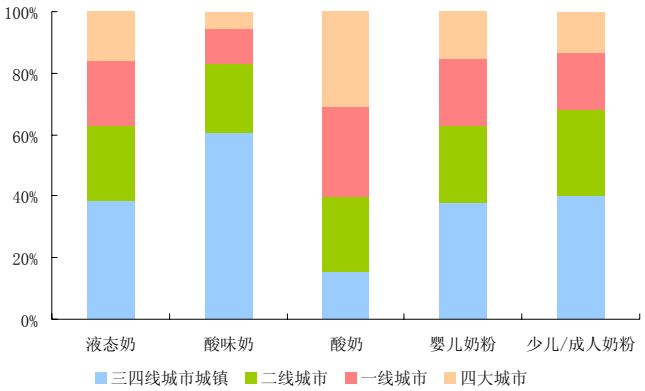


图 54：销售额城市级别的占比重要性



资料来源：AC 尼尔森、中投证券研究所

图 55：各类乳制品近两年销量情况

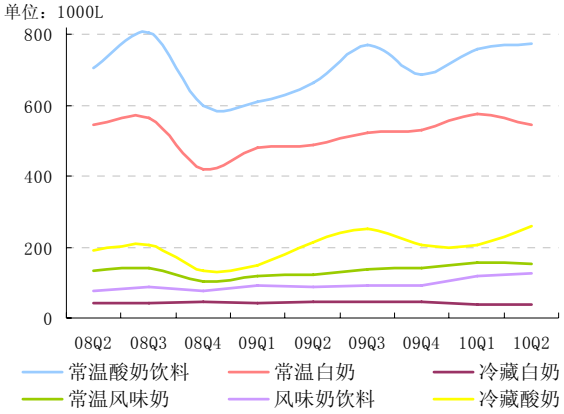
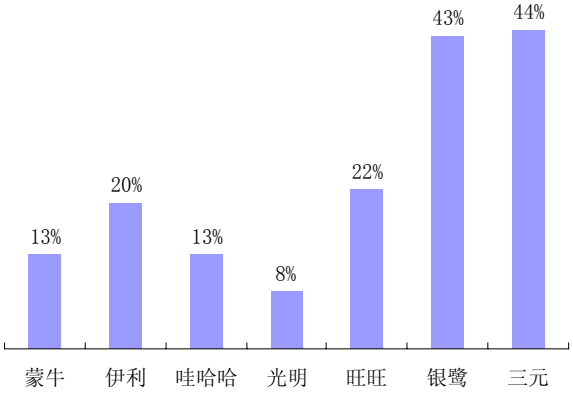


图 56：MAT2010-06 前 7 大厂商液态奶销售增长率



资料来源：AC 尼尔森、中投证券研究所

图 57：2009 液态奶及含乳饮料全国销售份额

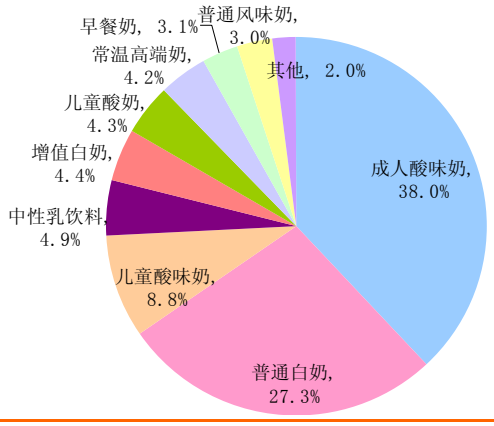
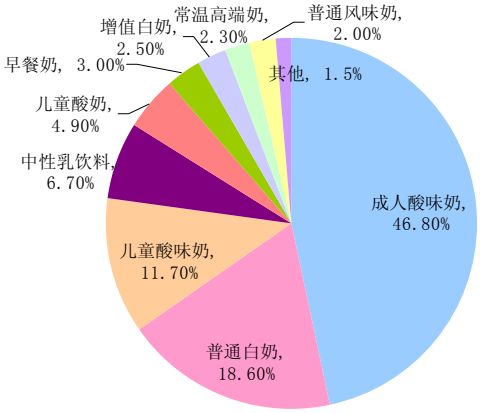


图 58：2009 年液态奶乳饮料在县级市乡镇份额



资料来源：AC 尼尔森、中投证券研究所

从液态奶在各个地区的销售情况来看，县镇乡是液态奶增长的亮点，增速在所有城市中最快，常温白奶和酸奶增速分别达到 22%和 12%，成为收入增长的主要来源。渠道下沉仍将是未来液态奶发展的趋势，随着公司在三四线城镇铺货率的上升，液态奶的收入能够保持快速的增长。

图 59：MAT2010-06 常温白奶/风味奶销售增长率

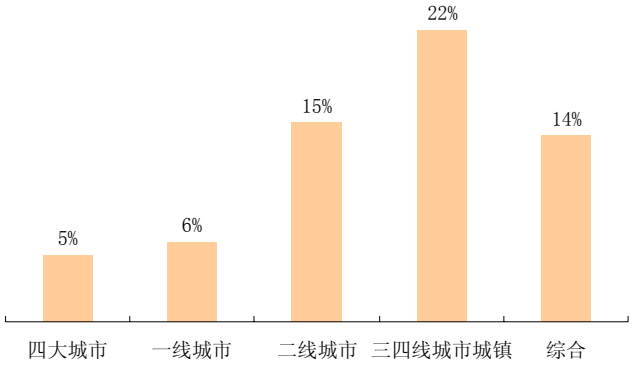
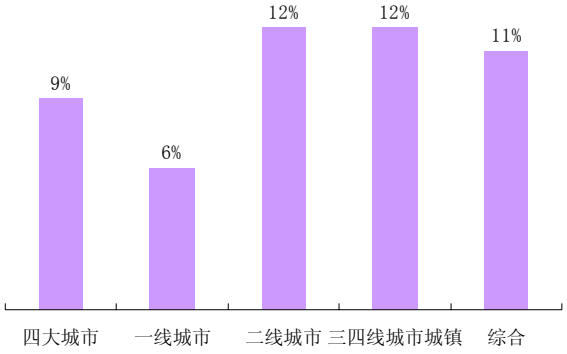


图 60：MAT2010-06 常温酸奶销售增长率



资料来源：AC 尼尔森、中投证券研究所

除此之外，产品高端化发展也会对收入的增长做出很大贡献，据奶业年鉴统计，高端产品的市场份额从 2005 年的 3.9%上升到 2008 年的 21.2%，低端产品的市场份额从 2005 年的 32.9%下降到 2008 年的 2.6%。产品结构向高端调整将通过提高吨价格提高公司产品的收入。

表 5：高中低端乳制品市场份额变化趋势

产品价格范围(元/L)	2005 市场份额	2008 市场份额
>10	3.9%	21.2%
>7.6	27.0%	37.7%
>5.1	36.2%	38.4%
>2.6	32.9%	2.6%
<2.5	0.0%	0.1%

资料来源：奶业统计年鉴、中投证券研究所

表 6 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

2. 奶粉业务：相对竞争对手的关键优势，是未来利润的增长点

奶粉及奶制品在公司的收入中占比呈上升趋势，2009 年公司奶粉及奶制品收入实现 39.6 亿元，占收入的 16%，主营业务利润实现 16.7 亿元，占利润比重 21.6%，公司的奶粉业务增长的很快，2009 年增速达到 22.6%，04 年至 09 年复合增长率达到 25%。公司的奶粉业务是相对蒙牛最具优势的业务，收入规模是蒙牛的 14 倍。随着我国出生率的稳定、城市化进程加快、人均可支配收入的增加以及在职母亲人数的上升，婴幼儿配方奶粉行业仍将保持着高速的增长。Euromonitor 预计未来 4 年我国婴幼儿配方奶粉的销售额复合增长率将达到 18.7%。

目前，中国婴幼儿配方奶粉行业偏向分散，共有 109 家婴幼儿奶粉制造商和 290 家标准奶粉生产商及其他奶粉生产商。但根据 Euromonitor International 的数据，2008 年销售收入最高的 5 家厂商占整体市场约 50%，多美滋、美赞臣、惠氏及雅培在 2008 年的销量占中国市场总额约 41.75%。在婴幼儿奶粉市场上，伊利作为国产品牌排在了前列，其它前五的位置均被国外品牌所占据。不同级别城市消费奶粉有一定的特性，一级城市的婴幼儿奶粉消费主要集中在国外品牌；二级城市则是国外品牌和国内的知名品牌；三四级城市则更多的消费国内品牌奶粉。

婴幼儿配方奶粉不同于普通的食品，他们在配方和生产工艺方面都有很高的要求，伊利婴幼儿奶粉的质量与营养价值方面与过牌品牌相差无几，但在品牌形象上还有一定差距。

伊利目前是国内最大的奶粉生产厂家，市场份额较高，总体定位在中低端，将充分受益于一线以下城市需求量的快速增长。三聚氰胺事件后，伊利积极拓展市场，努力提升市场份额，婴幼儿奶粉和成人奶粉的市场份额分别上升至13%和21%，伊利金领冠等中高档婴幼儿奶粉更是始终保持着140%的增长。公司的奶粉产品在多方面占据优势。

相比进口奶粉，公司享有更多政策支持。海关总署规定，从9月起海外邮递入境的奶粉须缴纳进口关税，免税额从500元降至50元。这将增加从海外购买奶粉的成本，使部分消费者转移到国内市场。

相比国内的公司，伊利在消费者心中的口碑最好，近期竞争对手负面新闻不断，都为公司发展奶粉业务提供了扩大奶粉市场份额的契机。从三鹿破产事件就能看出伊利抢占市场的能力，三鹿空出的二三线城市市场基本都被伊利抢占。

近几年伊利大举进入医院等奶粉渠道，发展多种营销渠道，奶粉基本完成了以高附加值产品为主的格局调整，在国内主流市场站稳了脚跟。截止2009年底，公司奶粉产能为20万吨，产量9万吨，10年新投资的基地产能4.5万吨，2011年12月达产，产能将再增长22.5%，产量还可以提高2.7倍。

图 61：伊利奶粉及奶制品收入及增速

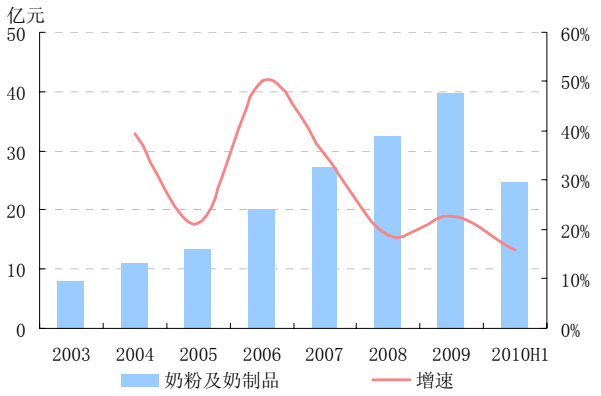
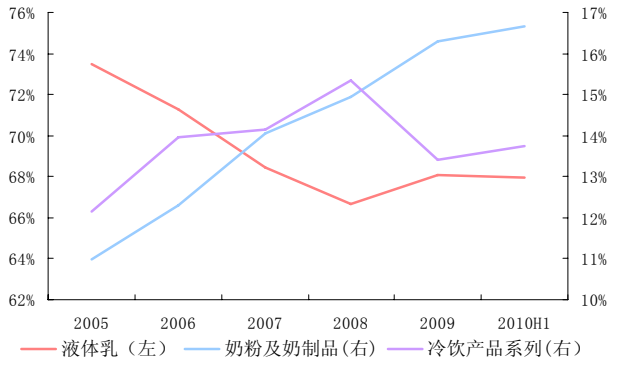


图 62：伊利冰淇淋收入及增速



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 63：2008 年婴幼儿奶粉生厂商销售额市场占比

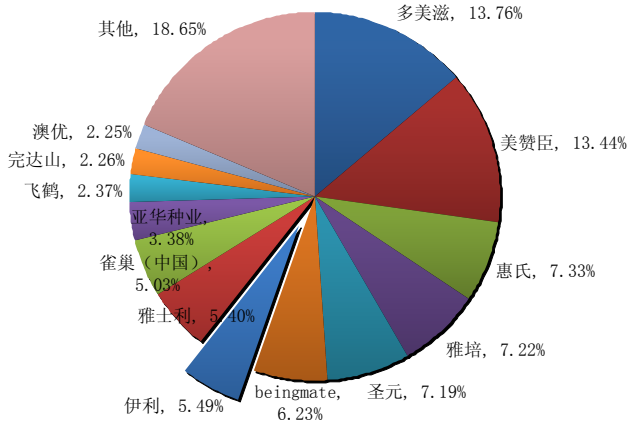
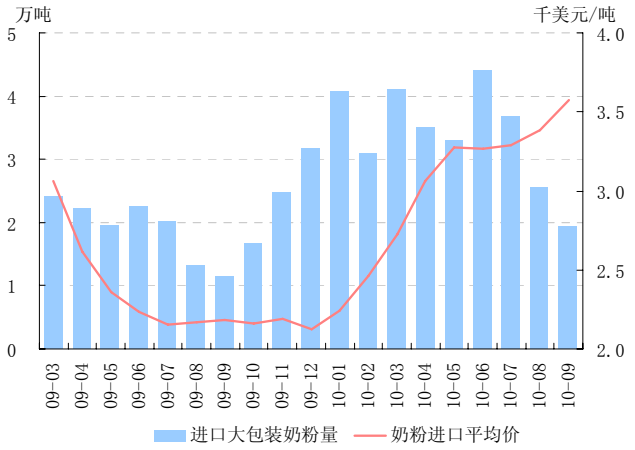


图 64：进口奶粉价格和数量



资料来源：Euromonitor International、中投证券研究所

图 65：2009 年婴幼儿奶粉品牌引饮用率

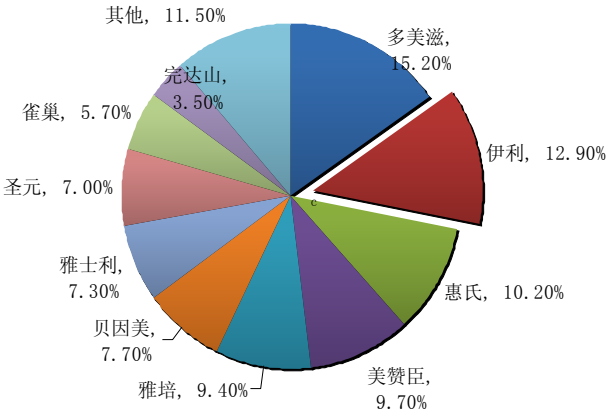
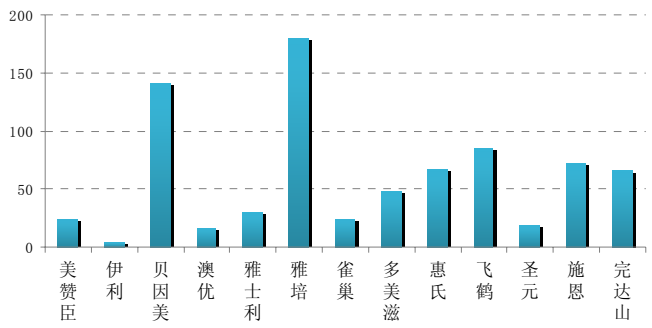


图 66：奶粉业行业负面新闻指数



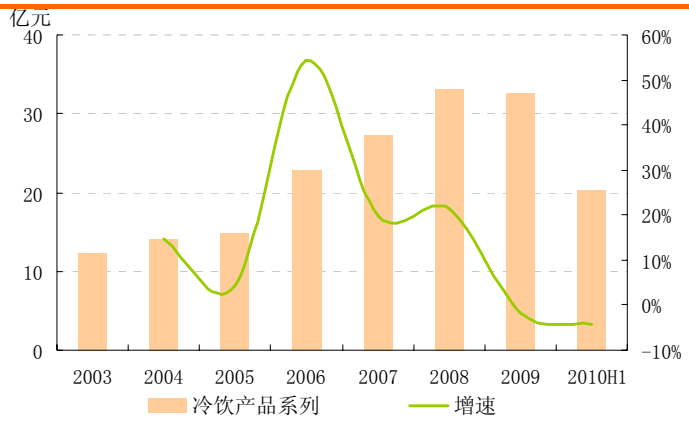
资料来源：婴童产业研究中心、中投证券研究所

3. 冷饮业务：成功打开了旗下冷饮产品的升级道路

2010 年公司加大了对冷饮产能扩张的投入，5 月份在山东潍坊新建了日产 900 吨超高温灭菌奶和 140 吨冷饮的生产基地，这一项目将显著增强公司冷饮产品的生产能力。

公司连续 16 年领跑冷饮行业，每年销售 60 多亿只冰淇淋，09 年销售收入 32.64 亿元，10 年上半年实现销售收入 20.26 亿元，由于今年夏季气温偏低，导致冷饮收入增长低于预期。目前每 600 公里有一个伊利冰淇淋加工厂，每 1.2 公里有一台伊利冰柜，每天超过 820 万人消费伊利冷饮。伊利目前研发生产了 4 大类冰淇淋产品：巧乐兹、冰工厂、佰豆集、伊利牧场，包括 500 多种单品，全面占据了高中低端冰淇淋市场。2005-2009 年，巧乐兹和冰工厂的年平均销售收入增长率达到 57%和 41%，占伊利冰淇淋整体销售额的 23%和 15%。其中巧乐兹系列已经成功实施了战略升级，新产品售价在 2-3 元/支，销售额同比增长 10%，毛利率同比增长 30%。预计未来公司的冰淇淋业务将继续推出新的高端产品，这将推动冷饮业务收入和利润的增长。

图 67：伊利冰淇淋收入及增速



资料来源：公司公告、中投证券研究所

五、盈利预测和投资建议

我们根据公司产品结构的变化、吨价格的提升、产销量增长和募投项目的建设投产等相关信息对公司未来的盈利能力进行预测。2004-2009 年，公司液态奶收入的平均增幅是 28%；奶粉及制品的平均增幅是 32%；冷饮产品系列的增幅为 19%。预计公司在未来 3 年随着产品结构继续向高端发展以及三四线城市的深入开拓，销售收入仍能保持高于行业的增速，毛利率也可以维持在 30%以上。

表 7 分产品量价预测

液体乳	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销量（万吨）	300.3	310.0	350.0	395.5	439.0	482.9
吨收入（元/吨）	4413.8	4658.6	4729.9	5108.3	5312.7	5472.1
吨成本（元/吨）	3333.74	3457.73	3117.98	3585.7	3693.3	3804.0
收入（百万元）	13254.8	14441.8	16554.8	20203.5	23322.9	26424.8
Yoy	13.77%	8.96%	14.63%	22.04%	15.44%	13.30%
成本（百万元）	10011.2	10719.0	10912.9	14181.4	16213.6	18370.0
Yoy	17.74%	7.07%	1.81%	29.95%	14.33%	13.30%
毛利率%	24.47%	25.78%	34.08%	29.81%	30.48%	30.48%
奶粉及奶制品	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销量（万吨）	5.50	6.20	7.50	9.15	11.07	13.29
吨收入（元/吨）	49455.1	52150.2	52848.4	57076.3	59930.1	62926.6
吨成本（元/吨）	34488.18	36180.16	30520.13	35098.2	36502.1	37962.2
收入（百万元）	2720.03	3233.31	3963.63	5222.5	6635.2	8360.3
Yoy	35.42%	18.87%	22.59%	31.76%	27.05%	26.00%
成本（百万元）	1896.85	2243.17	2289.01	3211.5	4041.3	5043.6
Yoy	36.62%	18.26%	2.04%	40.30%	25.84%	24.80%
毛利率%	30.26%	30.62%	42.25%	38.51%	39.09%	39.67%
冷饮产品	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销量（万吨）	40.00	45.00	45.00	45.00	47.70	50.56
吨收入（元/吨）	6837.9	7378.3	7252.5	7252.51	7832.71	8224.35
吨成本（元/吨）	4816.73	5167.76	4811.04	5147.82	5302.25	5461.32

收入（百万元）	2735.15	3320.23	3263.63	3263.6	3736.2	4158.4
Yoy	19.92%	21.39%	-1.70%	0.00%	14.48%	11.30%
成本（百万元）	1926.69	2325.49	2164.97	2316.5	2529.2	2761.4
Yoy	22.72%	20.70%	-6.90%	7.00%	9.18%	9.18%
毛利率%	29.56%	29.96%	33.66%	29.02%	32.31%	33.60%
总收入	19359.69	21658.59	24323.55	29232.38	34237.05	39486.33
Yoy	16.77%	11.87%	12.30%	20.18%	17.12%	15.33%
总成本	14347.27	15849.14	15778.07	20168.52	23243.22	26634.05
Yoy	19.26%	10.47%	-0.45%	27.83%	15.25%	14.59%
毛利率	25.89%	26.82%	35.13%	31.01%	32.11%	32.55%

资料来源：中投证券研究所

表 8：乳制品企业估值表（亿）

	市值	2010 年销售收入预测	2010 年 PS	2011 年 PE
伊利股份	344	292	1.18	32
蒙牛乳业	408	302	1.35	21
光明乳业	103	95	1.08	45
三元股份	75	29	2.64	100
皇氏乳业	54	4.4	12.27	37
平均	231	180	3.70	47

资料来源：中投证券研究所

预计 2010-2012 年 EPS 为 0.87，1.34 和 1.72 元，对应的 PE 为 49/32/25 倍，鉴于公司未来 3 年复合增长速度为 41%，因此目前估值偏低，而且我们看好公司基本面，所以给予公司“强烈推荐”的评级。

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	6831	7989	9321	11072
现金	4113	4525	5321	6485
应收账款	218	266	312	359
其它应收款	92	113	132	152
预付账款	569	726	837	959
存货	1836	2360	2719	3116
其他	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

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%
获利能力				
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	53.23	49.49	32.29	25.06
P/B	10.01	8.33	6.62	5.24
EV/EBITDA	28	26	17	14

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

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饮料行业分析师，南开大学经济学硕士，天津大学信息工程工学学士。

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	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：518000	邮编：100032	邮编：200041
传真：（0755）82026711	传真：（010）63222939	传真：（021）62171434