

证券研究报告

食品饮料

推荐 (维持)

证券分析师

文献 CFA 食品饮料首席研究员
S1060209040123
0755-22627143
wenxian@pasc.com.cn

伊利股份 (600887)

今年销售净利率将提升至 3.5%

- 管理层强调 70 亿融资额是上限，定向增发价格 32.67 元/股是下限。伊利公告称，拟向不超过 10 家特定投资者增发不超过 2.18 亿股，发行价不低于 32.67 元/股，预计募集资金不超过 70 亿元，用于液态奶、冷饮、奶粉、酸奶和奶源项目的建设以及补充流动资金。管理层强调，具体的募资金额以及各项目占用比例都将充分考虑投资者建议，方案提到的只是上下限，不是最终方案。
- 11 年销售收入增速可能在 20% 左右，销售利润率有望提升 1 个百分点至 3.5%。1Q11 销售收入 30% 的增长，主要是春节因素的作用，全年销售额增速预计约为 20%。其中，酸奶和奶粉可能分别达到 20 多亿和 60 多亿。从目前的经营业绩来看，管理层将销售净利率提升一个百分点到 3.5% 的可能性大。我们认为，销售利润率的提升可能来自销售费用率的改善、产品升级和政府补助的取得。
- 未来几年销售费用率不会发生明显下滑。由于液态奶和众多饮料产品，比如豆浆、水、可乐等都存在一定的竞争关系，广告费用的下滑可能带来市场份额的丧失。同时，考虑到目前伊利和蒙牛竞争态势焦灼的状况，我们认为，销售费用率出现明显下滑的可能性不大。
- 维持“推荐”评级。考虑定向增发摊薄每股收益和销售净利率提升的影响，我们调整 11-13 年 EPS 至 1.22、1.45 和 1.58 元，以 5 月 26 日 34.85 元收盘价计算，11-13 年动态 PE 分别为 29、24 和 22 倍。考虑到我国乳业门槛提高，36% 的乳企遭淘汰给伊利留出的市场份额空间，以及公司品牌升级策略的执行，我们维持对伊利“推荐”的评级。

伊利投资者交流纪要

1. 2011 年的经营业绩预测

1-4 月份初见成效，市场发展还是非常不错的，一季度 30% 的增长，春节的时间不同，全年预计 20% 的增长，酸奶 20 亿、液奶 200 多个亿，奶粉 60 多个亿。

10 年一季度缺奶非常严重，11 年比 10 年好一点，但是依然缺奶，现在 2 季度牛奶的供应有富余，公司每天都多收 1000 多吨奶，做成奶粉和冷饮，但到了 9-10 月份，季节性因素，又会缺奶。

目标 3.5% 的销售净利率实现可能性很大，一季度 3.6, 3.8 元/公斤，到了 4,5 月份稍微下降一点点，即使奶价高企，但是饲料玉米也涨的很厉害，奶农的养殖积极性还是不高。

伊利未来的战略发展，乳业做到全国第一，快于行业发展。明天开始做未来 5 年得战略规划，乳业变化很大，去年年底到一季度，门槛提高，农产品涨价对公司影响很大，去年年底冷饮 2 亿，今年如果按一季度趋势，将亏 2 个亿，油、白糖、包装都在涨价。公司着手调整，第一，主要靠产品瘦身，第二，提高管理效率，第三，涨价。把握程度，消费者可以接收的范围内，一个季度调整 4 次价，每次都是 0.5 元一档。公司之前对涨价效果非常担忧，巧乐滋一年 12 亿，一季度冰欺凌都在流通环节，4 月底公司看到结果非常好。

液态奶面临很大的成本压力，对高毛利的产品做了价格调整，UHT 伊利和蒙牛都没有调整，从现在看，调价之后的市场表现符合此前预期。奶粉，现有产品加大高附加值产品金领冠等的投资速度，下一步，将研究更富有高附加值得产品，从一级市场和华东市场的占有率都比较弱，去年的世博会对华东市场的提升有帮助。

2. 奶源建设问题

从三聚氰胺事件后，规模化养殖比例已经大幅提高。三聚氰胺河北、内蒙受损失严重，像新疆、黑龙江是政府保护，奶源基地的整合进度滞后。近年来，规模化养殖比例提升很快。伊利 70% 的原奶都是规模牧场、规模小区和奶联社供应，公司通过杠杆，与当地牧场合作，比如宁夏吴忠、河北等政府投入力度大的地方与当地牧场合作。应该说，3-5 年后，规模化程度还会进一步提高。

上周参加会议，11 个省的发改委讨论如何鼓励建规模牧场，1 期已经定了是 5 个亿，原来是发给各地政府，再往下分，现在是直接补贴到企业，说好企业、政府、牧场三方分别是多少。100 头牧场，300 头牧场分别补贴多少等等。

无论是奶源基地、奶源投入，奶源的投资收益非常低，公司已经是能压就压，公司奶源的自给率，目前不到 1/10。但现在公司的问题是，比如四川，如果公司没有奶源基地，通过从内蒙运输，越到产品销售越没有货，公司就会面临产品供应不及时丢失市场，以后再重新进场，争取消费者，将付出更高昂的成本。现在公司即使投资自有牧场，四川的自给率也不到 1/10，通过建立示范性牧场带动别人建牧场，如果公司不投，市场丢失，损失更大。所以，公司自建牧场的投资回报，不能按照牧场的投资收益率考虑。

实际上，近来奶价一直在涨，但是农民的养殖积极性依旧不高。农民感觉历史上这么多年，养牛太难了。从各种趋势看，都得规模化饲养。现在土地太难找了。

3. 股权激励

我们担心伊利增发摊薄后，业绩没有增长，然后管理层借机行权。

方案设计不太合理，得先拿钱，一年之内不能卖，第一次只能卖 25%，之后每次不能超过 25%，总也卖不完。之前和很多投资者讨论，管理层行权难度很高。公司希望提前废止原方案，但担心证监会会有意见。

投资者担心公司此前不放利润是为了行权。如果不能行权，之前的费用提取怎么办。

就是会计游戏，其实就是化费用，同时增加了股东权益。

4. 大股东是否参与定向增发

大股东已经确定同比例参与。大股东正在筹钱。

5. 为什么不像娃哈哈一样采用产品叠加，充分利用渠道？

实际上，伊利去年提出做世界一流的健康食品集团，目前乳业还处于快速增长期，公司的压力依旧很大。但公司已经开始起步，比如公司的奶粉事业部，不仅做奶粉，还要开始从奶片、辅食开始做，目前也已经有产品储备，比如能在超市不用冷藏等的益生菌类产品，在人员补充和组织结构上都要进行调整。奶粉去年 40 个亿，今年 60 多个亿，近来公司又招了一批人。同时将奶粉的营销体系一分为二，能共享的共享。冷饮从软冰连锁，食品连锁（索菲尼斯品牌），在华东地区已经开了 10 家店。食品的空间是非常大的，目前不能太快了，主业的根基要打牢了。任何一个行业，只要是食品的，前几年都是不赚钱的，都需要充分的策划和准备。

6. 五年之后乳业（伊利相关的乳制品）的市场容量

按照去年的判断，大约 1000 亿的市场容量，如果把中性饮料加上，还会更快。

7. 奶粉竞争对手情况

国产奶粉品牌，公司主要关注贝因美和蒙牛。伊利奶粉主要是成人粉和低端粉，婴幼儿奶粉占比大约一半，飞鹤虽然量少，但是产品结构比伊利好，公司今年可能还要推出类似金领冠的高端产品。

8. 目前农村渠道的铺设情况？

对伊利来说，是要做到全渠道覆盖，公司的目标是只要有需求的地方，都应该有公司的产品。伊利比蒙牛的进度快，从去年年底蒙牛开始拆分经销商，拆经销商对他的市场会产生影响，过去他都是一个。从数据上看，液态奶和蒙牛差 20 个亿，但实际出现报表，伊利比他差了 40 个亿。也就是说，伊利去年的销量应该比他多 10 个亿，可能是蒙牛销售收入被重复统计计算。伊利冰淇淋和奶粉比蒙牛多，蒙牛的牛奶加酸奶比伊利多。

9. 牧场建设的回报率

投资回收期 5-6 年，或 7-8 年，每个地方的政府补贴不一样，河北是买一头牛补 4000 元。现代牧业的回报率不高。

10. 与蒙牛的比较

市场说蒙牛的广告费比伊利少 14 亿，但是实际上蒙牛的广告费用不比伊利低，在市场上都能感觉到蒙牛的广告投入给伊利造成了很大压力。

伊利利润率比蒙牛低的原因。历史上的差距，同样在内蒙古，蒙牛税收比伊利少 8 个亿，工厂等伊利都是自己建的，伊利这几年是从小企业逐渐发展壮大。从内部信息，销售收入只差 20 多亿，但是报表显示 40 个亿，猜测是销售收入被重复计算。

11 年是伊利历史上最好的发展时期，竞争对手不断犯错误，乳业新门槛，QS 认证也是一种投资，很多小企业不愿意投入 QS 认证费用，因为他们没有市场。

酸奶比蒙牛少一半，冰激凌和液态奶都是少 1/3 多，伊利的品种非常多，协调配送难度很大，如果产能不够，再找代加工越来越困难。大的形势很好，如果不抓住机会形成超越，竞争态势将依然非常胶着。

11. 品牌全面升级

5-10 年，品牌价值才能够发挥出来，对于快消品来说，一定要有和消费者沟通的平台，有了这个平台才能掌握一些资源，200 多个产品，世博会之后，伊利考虑品牌全面升级。比如公司改变伊利的 LOGO。还包括一系列的制度，包装换好了可以节省费用，换不好造成消费者担心假包装，长期存在新老包装，造成消费者疑惑。

把促销员、导购员换成营养专家，母婴顾问，让消费者感受到伊利的优质服务，完成品牌的全面升级。

提高费用使用效率，提高企业盈利能力，所有的团队都需要拿出具体的方案。营销效率，营销方案，包括广告，投在哪个频道，收视率最好，费用率最低。

2012 年得奥运会，占据体育明星资源，明年将全力已付做冬季奥运会，与迪士尼合作，目前已经合作推出了好几个新产品。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257