

乳品深度报告：贫瘠出身，边际改善

推荐

2011年7月18日

重点公司

重点公司	11E	12E	评级
伊利	0.76	0.77	推荐

投资要点

- 液态奶大宗同质可贸易的属性决定了各国龙头均不赚钱的现状,处于油价改革和人工成本刚性上涨时期的我国液态奶行业盈利更加敏感。未来5年鲜乳品向农村渗透, YOY10%, 酸奶和含乳饮料由一二线市场向三四线市场渗透, YOY 约 20%。
- 本土婴幼儿奶粉企业实质竞争力在渠道, 它们面对的有品牌溢价的外资竞争比张裕面对的缺乏单个强势品牌的进口红酒的竞争更为激烈。过去10年由母乳喂养率急剧下降带来的高增长告一段落, 即使考虑到人口结构变化, 未来5年销量 YOY10%, 收入 YOY15%。
- 如何看待乳品行业重资产扩张和上游一体化趋势? 这面临会计利润率和回报率下降的风险, 在行业标准解决了质量鉴别问题或加工企业集中度提升到一定程度后, 企业追求质量和美誉度的努力将通过高端产品或品牌溢价转化为会计利润, 但这是个中长期的过程。
- 伊利过去利润率长期低于蒙牛的原因=特仑苏+行政效率差异, 蒙牛国有化、伊利推出金领冠和融资行权压力使得上述两个因素作用减轻, 伊利中期收入增速和利润率提升概率加大, 预计 2010-2013 收入增速 YOY18%, 利润增速 YOY20%, 2011-2013EPS 为 0.755, 0.769, 0.843, 2012年 25 倍 PE, 安全边际为 19.23 元; WACC=9%, G=3%, DCF 估值为 18.17 元。

相关报告

深度:《啤酒中期演义:黎明后, 谁是沙漠之花?》
2010-8-24

深度:《葡萄酒深度报告:旧时王榭堂前燕, 飞入寻常百姓家?》
2011-2-24

分析师 陈宇

021-38565860

cheny@xyzq.com.cn

SAC:S0190210070001

目 录

1、大宗同质可贸易液态奶和差异化婴幼儿奶粉构成乳品行业主体	4 -
1.1 乳品细分行业口径界定及 2010 年格局概述	4 -
1.2 液态奶大宗同质可贸易品的属性决定了各国龙头均不赚钱的现状	4 -
1.3 我国鲜乳品未来 5 年增速约 10-13%, 酸奶和含乳饮料增速约 20%	8 -
1.4 国内婴幼儿奶粉企业真正竞争力在渠道	8 -
1.5 母乳喂养率停止快速下降, 婴幼儿奶粉未来 5 年增速放缓至 10-15%	10 -
2、如何看待乳品企业重资产扩张和向上游一体化?	11 -
3、中期竞争势态缓和, 伊利收入增速和利润率水平大概率得到提升	15 -
3.1 伊利蒙牛 2010 利润支撑点分别是婴幼儿奶粉和特仑苏	15 -
3.2 伊利过去 EBIT% 长期低于蒙牛的原因=特仑苏+行政效率差异	15 -
3.3 蒙牛国有化后, 伊利收入增速和盈利水平边际改善概率加大	17 -
4、盈利预测和估值	21 -

图 1、兴业乳品报告各细分行业口径界定及 2010 年格局概述	4 -
图 2、2010 年全球及国内龙头企业液态奶业务比较	5 -
图 3、全国性液态奶业务生产和分销价值链(2010)	5 -
图 4、2001-2010 海内外啤酒奶业肉类企业运输费占收入比	6 -
图 5、1998-2010 啤酒奶业肉类企业全人工成本/利润总额	6 -
图 6、2006-2011 行业, 伊利, 蒙牛毛利率与(牛奶-生乳)价差的关系	7 -
图 7、2004-2010 伊利蒙牛主要产品价格 YOY	7 -
图 8、2004-2010 美国奶业龙头 DF 牛奶业务和含乳饮料业务盈利能力对比	7 -
图 9、1992-2009 城乡人均鲜乳品年消费量(千克/人)	8 -
图 10、全国性婴幼儿奶粉业务生产和分销价值链(2010)	9 -
图 11、1960-2010 中日韩 1 岁以下婴儿人均奶粉消费量(g/天)	10 -
图 12、1979-2010 中国出生人口(万人/年)	10 -
图 13、2004-2010 中国婴幼儿奶粉收入, 收入 YOY 及行业出厂均价 YOY	11 -
图 14、2006-2010 美赞臣中国区收入(百万)及 YOY	11 -
图 15、1998-2010 国内主要乳品企业 CAPEX(百万)	12 -
图 16、2010 国内主要乳品企业固定资产占总资产比	12 -
图 17、2000-2010 乳品全行业杜邦分析	12 -
图 18、1994-2010 伊利杜邦分析	13 -
图 19、2000-2010 蒙牛杜邦分析	13 -
图 20、1994-2010 伊利蒙牛盈利比较(滤掉会计差异和行政效率差异)	16 -
图 21、2003-2010 伊利蒙牛管理费用差异和 EBIT 差异(百万 RMB)	16 -
图 22、1998-2010 伊利蒙牛全人工成本比较	16 -
图 23、2000-2010 啤酒奶业肉类企业人均薪酬(万/年)	17 -
图 24、2000-2010 伊利蒙牛液体奶收入增速对比	17 -
图 25、2000-2010 液体奶总销量和伊利、蒙牛销量份额	18 -
图 26、2000-2010 乳品行业收入和伊利、蒙牛收入份额	18 -
图 27、2000-2010 伊利蒙牛边际投入效率比较	18 -
图 28、2009 各省乳制品市场容量及 2006-2009 年化平均增速	19 -
图 29、2009 年我国 36 市酸奶人均消费量(千克/年)	19 -
图 30、2009 年我国 36 市奶粉人均消费量(千克/年)	19 -
图 31、2009 年国内 36 市人均消费鲜奶量(千克/年)	19 -
图 32、2010 婴幼儿奶粉企业大陆区收入规模及盈利水平	21 -
图 33、2010 主要本土企业婴幼儿奶粉出厂均价和销量	21 -

表 1、2010-2015 液态奶销量和收入增速测算	- 8 -
表 2、2008-2011 主要国内婴幼儿奶粉企业经营策略分析	- 9 -
表 3、婴幼儿奶粉 2015 年市场容量与未来 5 年 YOY 测算	- 10 -
表 4、2009-2010 乳品各环节投资和收入比较	- 13 -
表 5、2007 全国不同规模奶牛养殖经济效益对比	- 13 -
表 6、2008-2010 全球主要地区原奶收购价	- 14 -
表 7、2007-2010 国内采购原料奶粉和进口原料奶粉的成本比较	- 14 -
表 8、2010 年伊利和蒙牛细分业务收入和利润拆分估算	- 15 -
表 9、伊利 2011 拟增发项目盈利和回报估算	- 20 -
表 10、盈利预测结果	- 22 -
表 11、伊利 DCF 估值结果	- 22 -
表 12、兴业食品饮料近期报告列表	- 22 -

1、大宗同质可贸易液态奶和差异化婴幼儿奶粉构成乳品行业主体

1.1 乳品细分行业口径界定及 2010 年格局概述

乳品口径较混乱,我们在图 1 中界定了 6 个子行业口径作为全文讨论的基础并分别描述了 2010 年竞争格局。总体上乳品行业比较贫瘠,近 1800 亿的收入,超过 40%的 CR4 只有不到 90 亿的 EBIT,ebit%约 5%,其中婴幼儿奶粉、酸奶和含乳饮料是盈利水平相对较高的子行业。本文重点讨论液态奶(鲜乳品+酸奶+含乳饮料)和婴幼儿奶粉。

图 1、乳业乳品报告各细分行业口径界定及 2010 年格局概述

		兴业乳品报告各细分行业口径界定及2010年格局概述										
		与原料奶换算比例	行业销量(万吨)	行业收入(亿元)	行业EBIT(亿)	2010收入YOY	行业EBIT%	销量CR4	收入CR4	EBITCR4		
兴业乳品报告覆盖范围	乳(制)品	液体乳(奶)	超高温灭菌奶(UHT)	狭义液体奶(鲜乳品)	1:1	1225	630	6	10%	1%	45%	
			巴氏灭菌奶									
			酸奶									
			含乳饮料									
			液体奶小计		1846	1200	49	13%	4.5%		54%	38%
		(干)乳制品	奶粉	1:7	135	500						
			其中:婴幼儿奶粉	N:1	47	350	35	23%	10%	35%	42%	
			奶酪等									
	乳品总计			2159	1726	89	18%	5.2%		43%	39%	
		冰淇淋	N:1	300	180	8	11%	4.4%		50%		
	其他											
		冷饮										

图片来源:兴业证券研究所

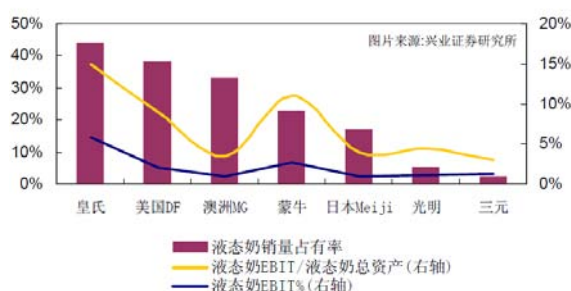
数据来源：兴业证券研究所

1.2 液态奶大宗同质可贸易品的属性决定了各国龙头均不赚钱的现状

美国液态奶龙头院长牛奶(Dean Food, 简称 DF)、澳大利亚液态奶龙头迈高乳业(Murray Goulburn, 简称 MG)、日本液态奶龙头明治(Meiji)和国内主要液态奶企业经营数据显示,液态奶业务盈利能力和回报水平跟市场占有率正相关。

图 2、2010 年全球及国内龙头企业液态奶业务比较

2010年全球及国内龙头企业液态奶业务比较



数据来源：兴业证券研究所

注 1：皇氏乳业总资产扣除 IPO 融资，蒙牛液态奶总资产加回了总部未配分资产

注 2：蒙牛盈利水平和回报率偏高跟特仑苏和含乳饮料占比较大有关(见表 8)

注 3：皇氏乳业占有率指广西市场，光明和三元指全国(光明沪外销售占比 66%，三元京外销售占比 57%)

市占率对盈利和回报的决定因素甚至超越了上游产业情况对加工环节盈利的影响。日本 30%乳品对应的原材料靠进口，70%本土工业化生产，澳洲和美国都是牧场工业化生产，我国主要散户养殖，但只要市占率不超过 40%，各国龙头 EBIT 不过 8%，总资产税前利润回报率不过 20%。

市占率如此重要的原因在于液态奶和啤酒同属大宗同质商品，规模是第一要素(参见《啤酒中期演义：黎明后，谁是沙漠之花》)，又因液态奶生产受地域限制，为了寻求规模不得不加大运输半径变成可贸易品，啤酒似的区域聚集获得高利润率的策略难以奏效。全国性液态奶业务价值链显示运输费用在出厂价中占比 5%，高于利润占比。

图 3、全国性液态奶业务生产和分销价值链(2010)



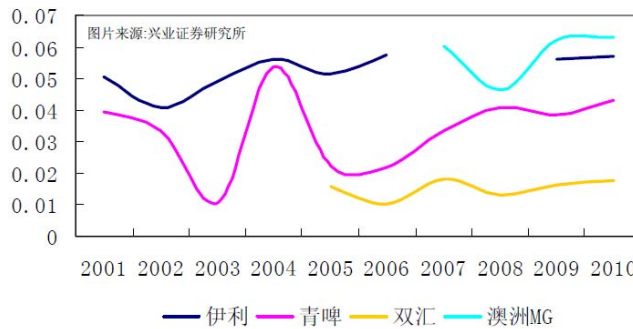
数据来源：兴业证券研究所

注 1：图中的营销和行政费用都剔除了人工，全司人力资源=生产+销售+行政+董事会成员薪酬。

与同是低端消费品的啤酒和肉类加工企业相比，液态奶企业运输费用在收入中占比最高，因此盈利对油价最敏感。国外液态奶企业因冷链运输巴氏奶为主，运输费占比比国内更高。

图 4、2001-2010 海内外啤酒奶业肉类企业运输费占收入比

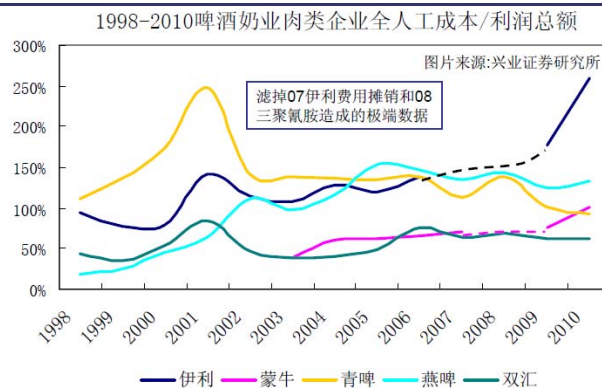
2001-2010海内外啤酒奶业肉类企业运输费占收入比



数据来源: 兴业证券研究所

与同是劳动密集型的啤酒和肉类加工企业相比, 液态奶企业全人工成本占利润总额比不是绝对最高, 但 07 年以后显示出加速上涨的势态, 在国内劳动力成本刚性上涨时期, 液态奶企业盈利对此最为敏感。

图 5、1998-2010 啤酒奶业肉类企业全人工成本/利润总额



数据来源: 兴业证券研究所

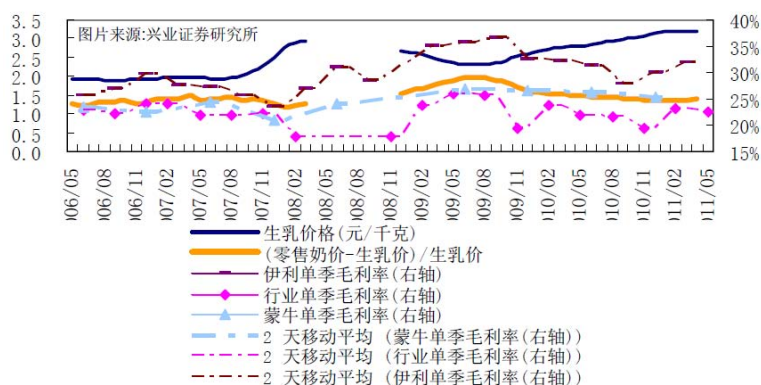
注 1: 全人工成本=生产+销售+行政+董事会成员薪酬

比运输和人力更重要的是整个价值链中占比最大的环节—原材料(图 3)。一盒超市零售价 2.5 元的纯牛奶中, 有 $57/145 \times 2.5 \text{ 元} = 0.98 \text{ 元}$ 是生乳, 消费者主要购买了其实物价值。由于我国龙头市占率不算太高(2010 年伊利蒙牛各自占比 20% 左右, 图 25), 生产企业成本转嫁能力并不强, 生乳价格与液态奶加工行业单季毛利率基本负相关。

生乳价格与 $((\text{零售奶价} - \text{生乳价}) / \text{生乳价})$ 也呈负相关, 说明终端价格和出厂价一样不坚挺, 液态奶的必需化程度低于粮食、肉等传统必需品, 龙头企业在提高业内竞争力的同时, 还要继续承担靠价格等手段培养消费习惯的重任, 这是除市占率外, 国内乳品行业盈利水平较低的另一个原因。

图 6、2006-2011 行业, 伊利, 蒙牛毛利率与(牛奶-生乳)价差的关系

2006-2011 行业, 伊利, 蒙牛毛利率与(牛奶-生乳)价差的关系

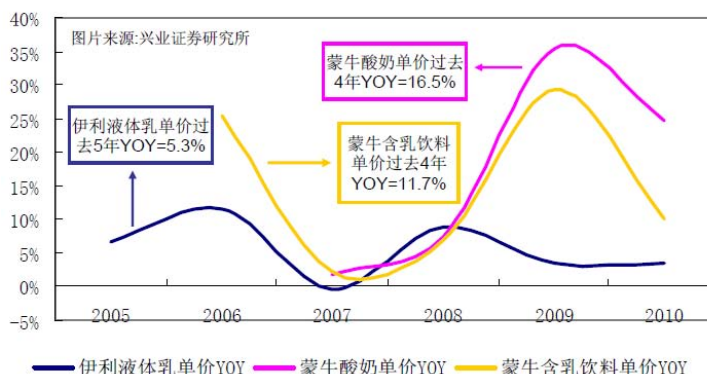


数据来源：兴业证券研究所

蒙牛单季毛利率与生乳价格负相关性稍弱, 一是因为高端产品特仑苏在收入中占比相对较高, 对消费者议价能力稍强, 二是因为含乳饮料、酸奶等产异化产品占比较高, 它们的转嫁能力和盈利能力都高于一般鲜乳品, 美国龙头 DF 也显示同样的规律。

图 7、2004-2010 伊利蒙牛主要产品价格 YOY

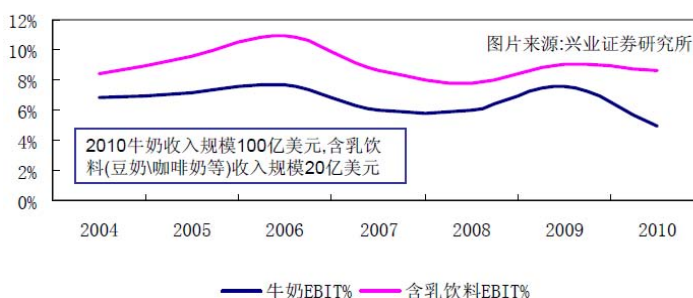
2004-2010 伊利蒙牛主要产品价格 YOY



数据来源：兴业证券研究所

图 8、2004-2010 美国奶业龙头 DF 牛奶业务和含乳饮料业务盈利能力对比

2004-2010 美国奶业龙头 DF 牛奶业务和含乳饮料业务盈利能力对比



数据来源：兴业证券研究所

1.3 我国鲜乳品未来 5 年增速约 10-13%，酸奶和含乳饮料增速约 20%

不考虑内蒙等传统消费大省乳品商品化率的提高，仅从人口结构和消费习惯变化角度测算液态奶未来五年增速如下表。鲜乳品从城镇向农村渗透，未来 5 年的销量和收入增速在 10-13%之间，酸奶和含乳饮料未来 5 年从一二线向三四线城市渗透，销量和收入增速在 20%附近。

表 1、2010-2015 液态奶销量和收入增速测算

	2010	2015	未来 5 年		
			销量 YOY	单价 YOY	收入 YOY
1、鲜乳品小计(万吨)	1100(注 1)	1786	10%	3%(注 2)	13%
城镇人口(亿)	6.66	7.6			
城镇人均消费量(千克/人)	15	16			
农村人口(亿)	6.74	5.7			
农村人均消费量(千克/人)	1.5	10(注 3)			
2、酸奶	过去 5 年销量 YOY9.3%		15%(注 4)	10%(注 2)	25%
3、含乳饮料	过去 5 年销量 YOY20%		15%(注 4)	8%(注 2)	23%

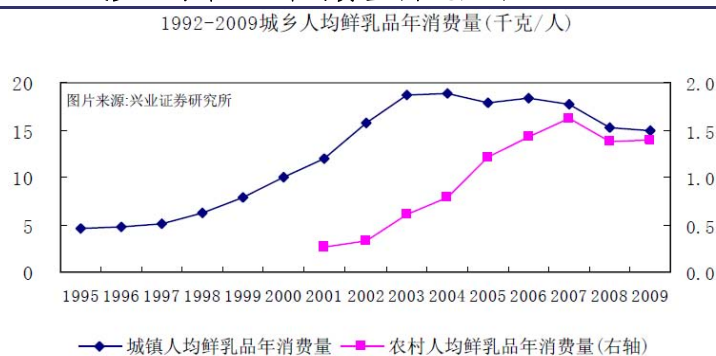
资料来源:兴业证券研究所

注 1: 此表鲜乳品统计口径和图 1 有别导致数据略有差异，但系统性偏差不影响对增速的测算。

注 2: 伊利液态奶产品结构变化相对较小，用伊利液态奶过去 5 年单价 YOY 模拟鲜乳品价格历史走势，用蒙牛含乳饮料和酸奶过去 5 年单价 YOY 模拟这两个细分行业价格历史走势（图），考虑到未来 5 年鲜乳品、酸奶和含乳饮料都向各自更低一级市场渗透，按单价提升速度为历史趋势的 60-80%做预测。

注 3: 2003 年后城镇人均鲜乳品消费基本不增长，假设 2015 年在此基础上增加 1 千克到 16 千克/年，2015 年农村人均液态奶消费达到 2000 年城镇人均消费水平 10 千克/年，落后城镇水平 10 年（比较乐观）

图 9、1992-2009 城乡人均鲜乳品年消费量(千克/人)



数据来源：兴业证券研究所

注 4: 引用 euromonitor 的预测

1.4 国内婴幼儿奶粉企业真正竞争力在渠道

全国性婴幼儿奶粉价值链显示，分销是价值链上最重要的环节，大型超市零售价 200 元/桶 900 克的婴儿奶粉，其中生乳、乳清等实物价值 33 元，广告价值 16 元，消费者支付给分销流通环节的费用为 12+100=120 元！

图 10、全国性婴幼儿奶粉业务生产和分销价值链(2010)



数据来源: 兴业证券研究所

这说明相对于一二线城市消费者想方设法进行海外代购的外资品牌, 大多数国内婴幼儿奶粉真正的竞争力在于渠道渗透带来的购买便利性和知名度。三聚氰胺中没有涉毒的飞鹤、贝因美、澳优等企业都借势进行了全国性品牌打造, 但并不成功, 事件性红利仅仅维持了 1 年, 2010 年后收入增速下降甚至负增长后纷纷收缩战线深耕渠道。而三聚氰胺榜上有名的伊利和雅士利借助渠道优势恢复较快, 2010 年收入增长 15% 左右。

表 2、2008-2011 主要国内婴幼儿奶粉企业经营策略分析

	2011 渠道现状	08-2010 经营概况	2010-Now 经营概况	优势地域
三聚氰胺事件无毒企业				
贝因美	2200 个经销商,8 万个终端	08,09 收入增速 60%+,2010 收入增速降至 24%, 事件性红利仅持续 1 年。	坚持做一线市场	长三角
澳优	经销商从 09 年的 79 个突增到 2010 年的 314 个	09 年收入增加 54%,10 年 IPO 后投央视广告塑全国品牌, 收入下降 7%, 事件性红利仅持续 1 年	收缩战线至根据地市场(广告从央视转投湖南卫视),增加渠道网点并提高渠道控制力(提高出厂价),加强母婴专卖店	湖南
飞鹤	约 2000 经销商,8 万个销售终端	引入红杉资本,加大广告塑全国性品牌+拓展新销售网点,09 收入增 40%利润增 20%, 事件性红利仅持续 1 年 , 2010 年前三季收入下降。	收缩战线专注原有销售网点,削减广告费用,增加渠道费用,坚持牧场投资,至 2010 年 4 季度收入停止下降,奶粉微利,上游亏损,红杉退出,投资失败。	东三省,珠三角
三聚氰胺涉毒企业				
伊利	与液态奶共用强大的全国网络	全国特别是二三线网络使其快速抢占三鹿留下的份额,09 收入增 23%, 2010 年增 17%	推出金领冠,希望抢占高端,全司广告费用增加降低变动销售费用	全国
雅士利	9 万个终端, 2.8 万个导购员	09 年收入下降 6%, 2010 收入增 14%	坚持打造渠道优势, 80% 的销售费用投向渠道, 原材料全部换用进口	二三线城市
圣元	终端 7.1 万个	09 年收入下降 7%, 2010 又遭性早熟事件打击, 收入持续 14%	削减广告, 加大渠道和终端投入, 换用进口原料, 清理存货推新品牌	青岛

资料来源:兴业证券研究所

1.5 母乳喂养率停止快速下降, 婴幼儿奶粉未来5年增速放缓至10-15%

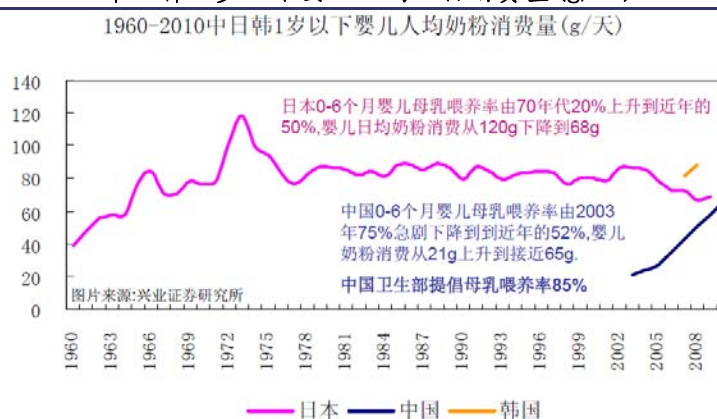
表3、婴幼儿奶粉2015年市场容量与未来5年YOY测算

	2010	2015	未来5年年均YOY
婴儿人均消费量(克/天)	65	90(注1)	
新生儿出生数(万人/年)	1630	1892(注2)	
平均出厂单价(千克/元)	75.9	96.85(注3)	
市场容量(万吨)	46.1	65.88	9.96%
市场容量(亿元)	350	638	15.46%

资料来源:兴业证券研究所

注1: 婴幼儿食物=母乳+配方奶+辅食, 亚洲婴儿辅食工业化程度较低(龙头亨氏收入不超过15亿RMB), 故决定配方奶人均日消费量的最重要因素是母乳喂养率。日本1978年以来1岁以下婴儿配方奶日均消费量稳定在80克, 近5年下降到68克, 对应的母乳喂养率50%左右, 韩国1岁以下婴儿人均日消费量80-88克, 过去10年我国母乳喂养率由75%急剧下降到52%带来配方奶的高速增长, 预计2015年母乳喂养率继续从下降至40-45%, 对应90克的日消费量(较乐观)

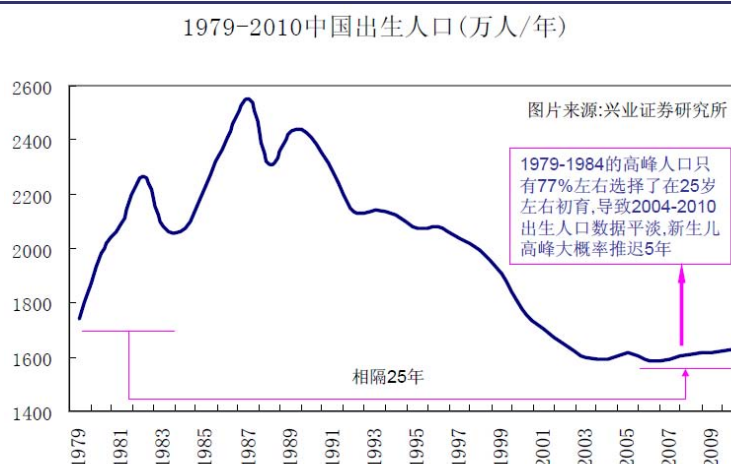
图11、1960-2010中日韩1岁以下婴儿人均奶粉消费量(g/天)



数据来源: 兴业证券研究所

注2: 05-2010年的新生儿数目显示1979-1984的高峰人口只有77%选择了25岁初育, 假设1984-1989的人群维持77%的25岁初育比例, 则推算2015年新生儿为1892万。

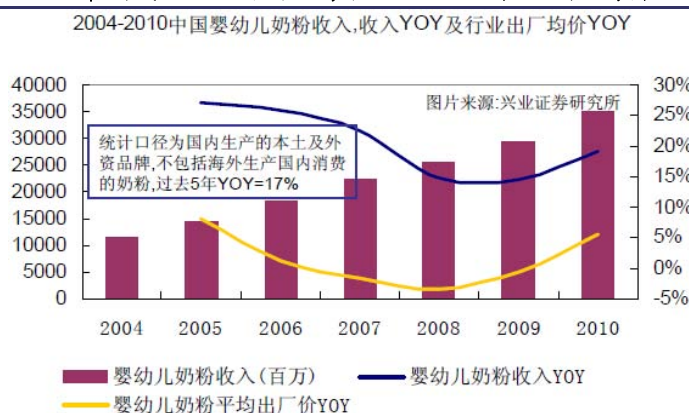
图12、1979-2010中国出生人口(万人/年)



数据来源: 兴业证券研究所

注 3: 由于母乳喂养率下降,婴儿配方奶快速向三四线和农村等购买力较低的市场渗透至基本普及,加上 08-09 三聚氰胺事件后企业促销保量,过去 6 年全行业平均出厂价增速仅为 2.1%, 跑输 CPI。未来 5 年上述两个因素不再,而质量要求进一步提高,假设单价 YOY 为 5%。

图 13、2004-2010 中国婴幼儿奶粉收入,收入 YOY 及行业出厂均价 YOY

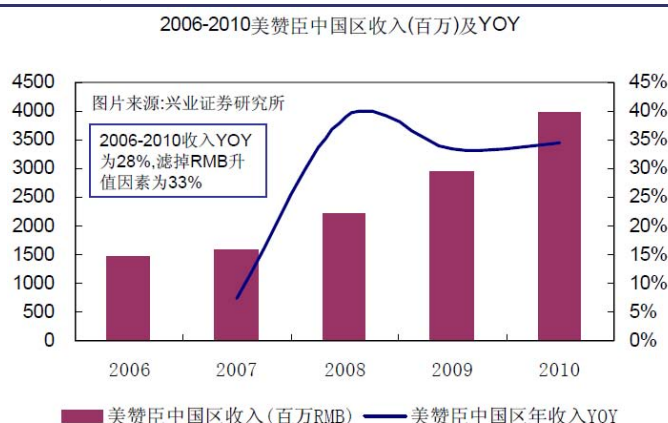


数据来源: 兴业证券研究所

未来 5 年,国内婴幼儿奶粉行业增速放缓至 10-15%的同时,还要面临原装外资品牌的竞争,它们不仅作为一个整体越来越取得消费者信任,而且有具有先发优势的单个强势品牌。

例如美赞臣 90 年代初就进入中国,过去 4 年收入 YOY 高达 33%,远超行业过去 4 年 17%的增速,这使得国产婴幼儿奶粉品牌面临的外资竞争比张裕面临的缺乏单个强势品牌的进口红酒的竞争更为激烈。(详见《葡萄酒深度报告:旧时王榭堂前燕,飞入寻常百姓家?》)

图 14、2006-2010 美赞臣中国区收入(百万)及 YOY



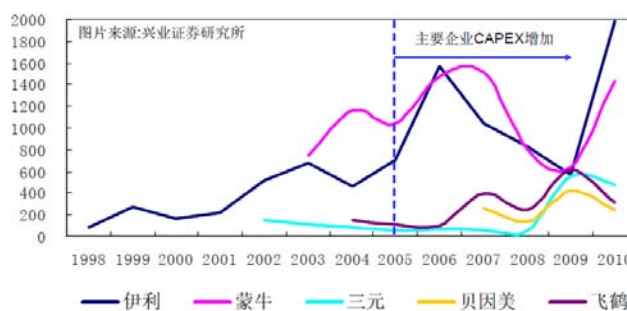
数据来源: 兴业证券研究所

2、如何看待乳品企业重资产扩张和向上游一体化?

2005 年后国内主要乳品企业加大了资本开支,扩充产能、投资上游,08-09 年危机中稍有停顿,2010 年又接着攀升。

图 15、1998-2010 国内主要乳品企业 CAPEX(百万)

1998-2010国内主要乳品企业CAPEX(百万)

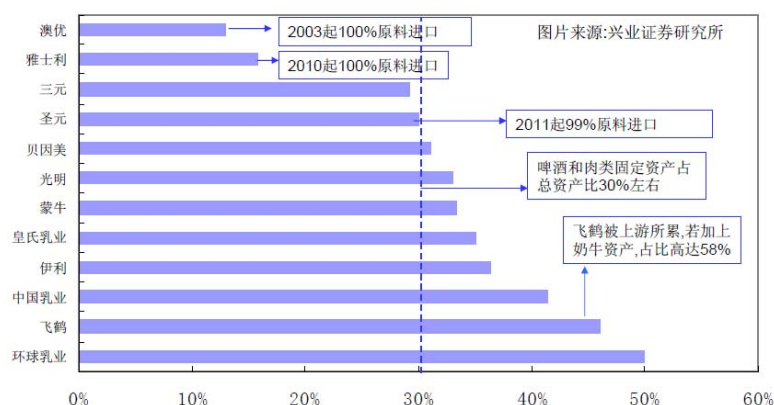


数据来源：兴业证券研究所

到 2010 年，主要乳品企业固定资产占总资产比都超过了 30%，(同样赚取加工利润的啤酒和肉类企业固资占比约 30%)，飞鹤跟环球乳业甚至在 50%附近（传统重资产企业宝钢才 51.7%）。

图 16、2010 国内主要乳品企业固定资产占总资产比

2010年国内主要乳品企业固定资产占总资产比

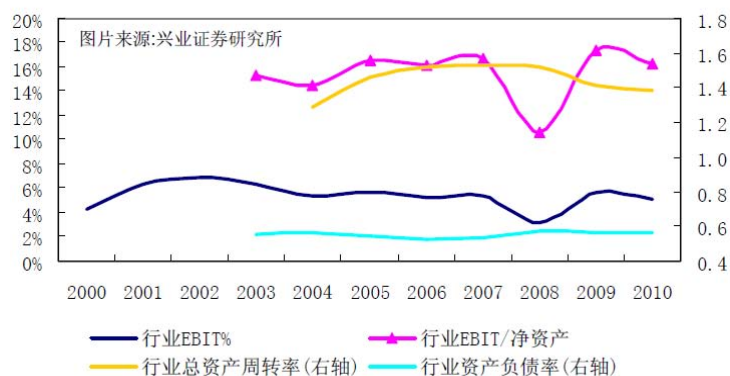


数据来源：兴业证券研究所

全行业重资产化导致行业 and 主要企业周转率降低,回报率停止上升趋势。

图 17、2000-2010 乳品全行业杜邦分析

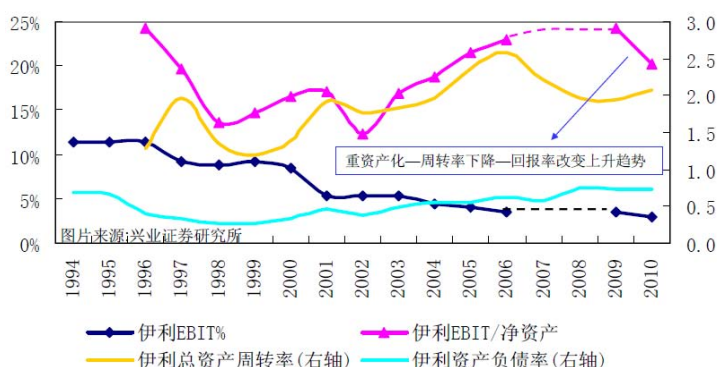
2000-2010乳品全行业杜邦分析



数据来源：兴业证券研究所

图 18、1994-2010 伊利杜邦分析

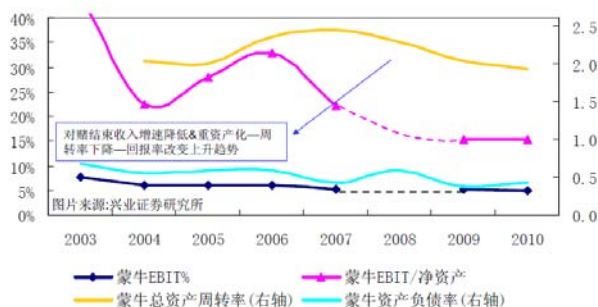
1994-2010伊利杜邦分析



数据来源：兴业证券研究所

图 19、2000-2010 蒙牛杜邦分析

2000-2010蒙牛杜邦分析



数据来源：兴业证券研究所

各种投资项目中，向上游投资的会计周转率最低。

表 4、2009-2010 乳品各环节投资和收入比较

	液态奶	婴幼儿奶粉	酸奶	生乳(牧场)	啤酒	肉制品
单吨投资额(元)	1500-2000	10000+	12000	8000	2000	5000-6000
单吨收入(元)	6000-7000	80000	30000	2500-3500	2000-3000	10000+
资产周转率	3.5-4	0.8	2.5	0.3-0.4	1-1.5	1.7-2

资料来源：兴业证券研究所

注 1:有蒙牛长期合同在手的现代牧场的总资产税前利润回报率约 2-3.5%

特别在缺乏全行业统一质量标准和监管的我国,散户养殖比规模化养殖成本更低,收购散户奶比牧场奶有更高的会计利润。

表 5、2007 全国不同规模奶牛养殖经济效益对比

	散养奶牛	小规模饲养	中规模饲养	大规模饲养
总成本(元/头/年)	8973	8975	11772	13187
其中:物资与服务占比	87.6%	88.8%	88.5%	91.5%
人工占比	12%	10.7%	11.1%	8.5%
土地成本占比	0.4%	0.4%	0.4%	0.2%
其他	0.4%	0.4%	0.4%	0.2%
毛利率	21.7%	24.1%	12.2%	14.4%

资料来源：兴业证券研究所

既然会计周转率和利润率都面临降低的风险,乳品企业为什么还要纷纷向上游牧场投资呢?乳品在被消费前后,消费者都无法对实物价值进行鉴别(类似的还有家具、装修、保健品等),商品供应者有天然的冲动降低质量谋求利润。

全球范围内,我国并没有奶业生产的突出自然条件或者经验积累,加工企业集中度也不是特别高,但我国的原收购奶成本仅仅比具有压倒性禀赋优势的大洋洲略高,远低于欧美和日本,一定程度说明我国奶业质保环节投入太低,这在三聚氰胺等乳品安全问题前并不被消费者认知。

表 6、2008-2010 全球主要地区原奶收购价

(元/千克)	日本	法国	美国	新西兰	澳大利亚	加拿大	中国
2008	5.59	3.42	2.81	2.57	2.93	4.67	2.82
2009	6.53	2.58	1.93	1.74	2.30	4.42	2.44
2010	6.85	2.68	2.43	2.48	2.59	4.84	2.89

资料来源:兴业证券研究所

乳品企业向上游牧场投资虽然面临会计周转率和利润率降低的风险,但降低了外购散户奶的质量控制、捕获目标客户等交易成本,并将最终通过高端产品或者品牌溢价转化为会计利润。

但这是个中长期的过程,在我国推行“全球最差乳业标准”的背景下,除非有消费者信任的检测标准解决对实物价值的鉴别问题,或者加工企业集中度上升到对消费者有较强议价能力的程度,乳品企业为提高质量和美誉度所做的上游一体化努力大概率成为难以转嫁的成本压力,乳业股东面临钢铁等重资产行业股东一样的尴尬:赚回一堆设备。

部分国产婴幼儿奶粉企业通过全进口原料奶粉来解决质量和消费者信任问题,目前澳优、飞鹤、圣元都基本全进口新西兰或澳大利亚原料奶粉(图 16),成本也不高,但面临监管风险,比如年初新西兰原料奶粉进口放量后,我国上调了新西兰原料奶粉关税。

表 7、2007-2010 国内采购原料奶粉和进口原料奶粉的成本比较

	进口原料奶粉平均到岸单价(美元/吨)	税后进口原料奶粉成本(美元/吨)	国内采购原料奶粉成本(美元/吨)	国内采购成本优势(美元/吨)
		10%的关税		
2007	3,297.91	3,627.70	2,760.00	867
2008	3,940.72	4,334.79	3,670.00	664
2009	2,351.86	2,587.05	2,950.00	-363
2010	3,390.23	3,729.25	3,680.00	-49

资料来源:兴业证券研究所

3、中期竞争势态缓和,伊利收入增速和利润率水平大概率得到提升

3.1. 伊利蒙牛 2010 利润支撑点分别是婴幼儿奶粉(利润占比 38%)和特仑苏(利润占比 40%)

我们拆分并估算了 2010 伊利和蒙牛各细分业务的收入和利润,蒙牛贡献利润的是含乳饮料、酸奶和特仑苏,特别是特仑苏利润占比 40%左右,伊利贡献利润的是婴幼儿奶粉、含乳饮料、金典和酸奶,婴幼儿奶粉利润占比 38%。

但伊利在奶粉上的优势不如特仑苏在高档牛奶上的优势强(伊利婴幼儿奶粉收入份额 9.4%,特仑苏在高端牛奶的收入份额 70%+)。

表 8、2010 年伊利和蒙牛细分业务收入和利润拆分估算

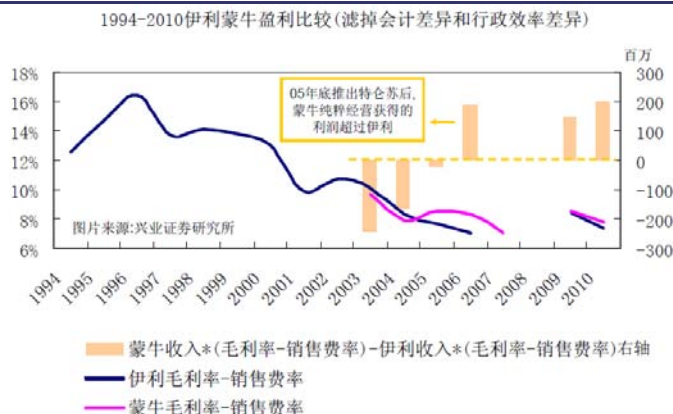
单位:百万 RMB	收入	EBIT
伊利		
全司总计	29665	854
1、液态奶小计	20985	413
(1)白奶(非金典的 UHT+巴氏)	11284	11
(2)金典系列	733	110
(3)含乳饮料	6600	226
(4)酸奶	2200	112
2、奶粉	4623	370
(1)婴幼儿奶粉	3300	330
(2)成人及工业奶粉	1323	40
3、冰淇淋	3544	25
蒙牛		
全司总计	30424	1495
1、液态奶小计	26871	1503
(1)白奶(非特仑苏的 UHT+巴氏)	11660	23
(2)特仑苏系列	2430	607
(3)含乳饮料	7336	660
(4)酸奶	2745	212
2、奶粉	282	-25
3、冰淇淋	3112	17

资料来源:兴业证券研究所

3.2 伊利过去 EBIT%长期低于蒙牛的原因=特仑苏+行政效率差异

滤掉会计规则和行政效率差异影响,我们通过计算(毛利率-销售费率)来比较伊利和蒙牛真正经营盈利的差别,发现 05 年底蒙牛成功推出特仑苏后,蒙牛纯粹通过经营获得的利润超过伊利,这是伊利过去 EBIT%低于蒙牛的原因之一。

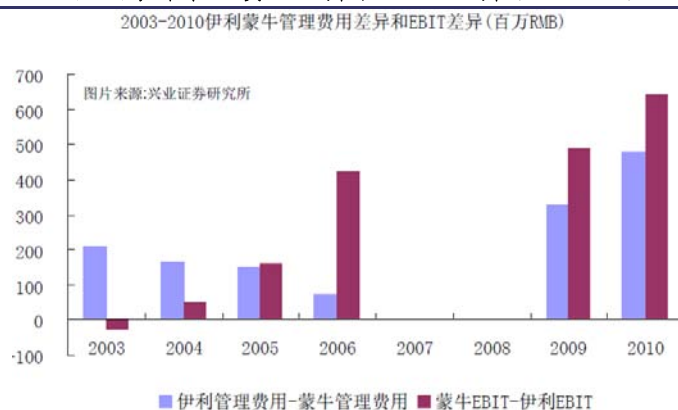
图 20、1994-2010 伊利蒙牛盈利比较(滤掉会计差异和行政效率差异)



数据来源：兴业证券研究所

伊利过去 EBIT% 低于蒙牛的原因之一是行政效率较低, 09、2010 年管理费用比蒙牛多 4-5 亿。推出特仑苏后的经营盈利差别和管理费用差别基本解释了蒙牛与伊利的 EBIT 差别。

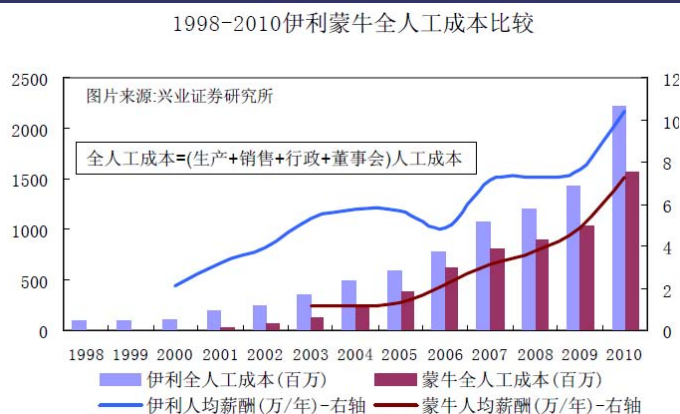
图 21、2003-2010 伊利蒙牛管理费用差异和 EBIT 差异(百万 RMB)



数据来源：兴业证券研究所

特别的，在收入规模相当的前提下，伊利的全人工成本比蒙牛高 2 亿左右。两者的员工构成大体相当，人均薪酬伊利比蒙牛高约 4 万/年。

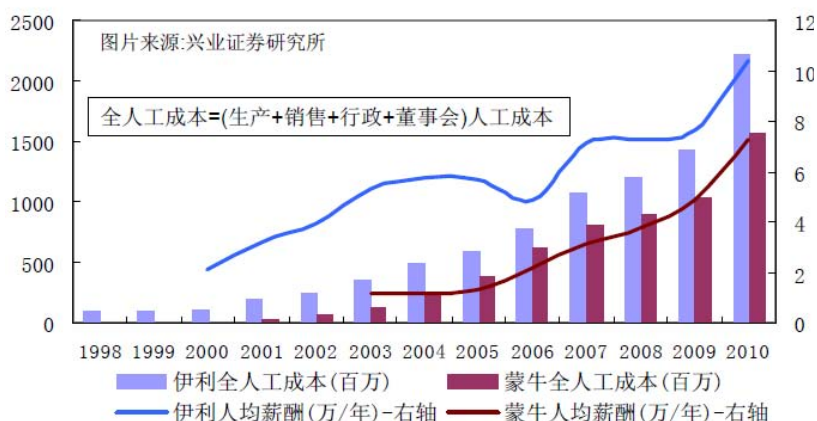
图 22、1998-2010 伊利蒙牛全人工成本比较



数据来源：兴业证券研究所

图 23、2000-2010 啤酒奶业肉类企业人均薪酬(万/年)

1998-2010伊利蒙牛全人工成本比较



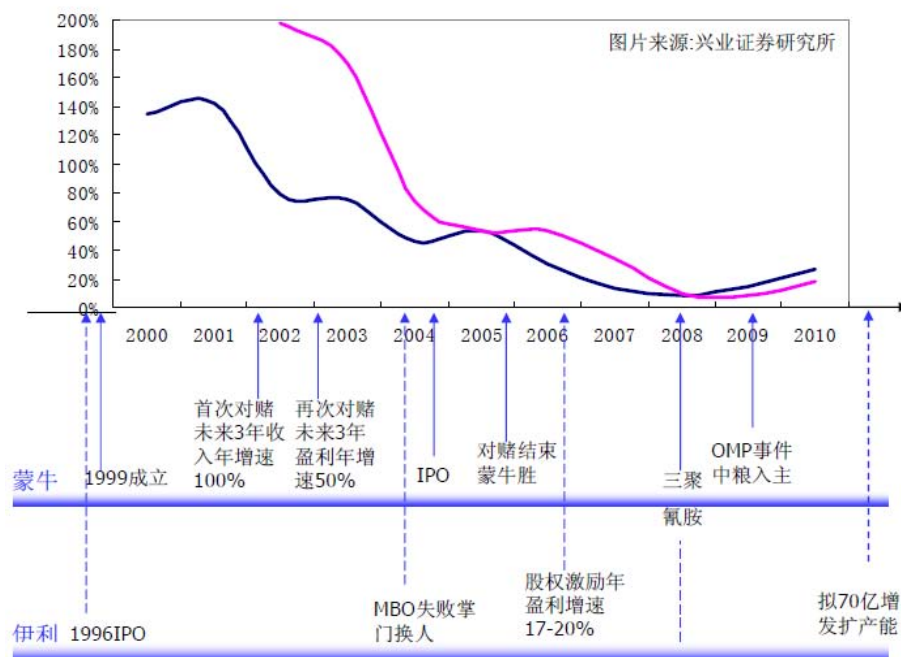
数据来源：兴业证券研究所

3.3 蒙牛国有化后，伊利收入增速和盈利水平边际改善概率加大

09 年蒙牛国有化后，竞争势态缓和，伊利液态奶收入增速首次超过蒙牛。

图 24、2000-2010 伊利蒙牛液体奶收入增速对比

2000-2010伊利蒙牛液体奶收入增速对比



数据来源：兴业证券研究所

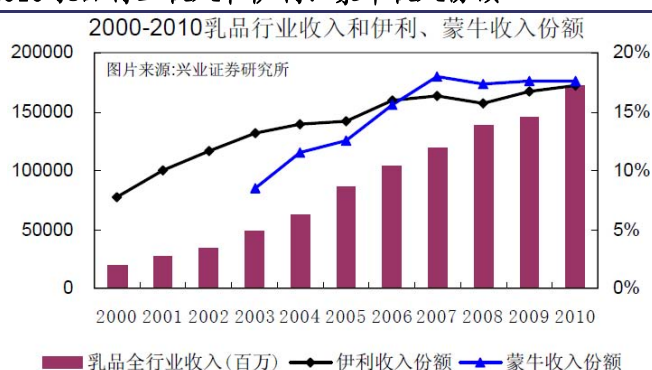
伊利液态奶销量市占率和全司收入市占率与蒙牛的差距逐渐缩小。

图 25、2000-2010 液体奶总销量和伊利、蒙牛销量份额



数据来源：兴业证券研究所

图 26、2000-2010 乳品行业收入和伊利、蒙牛收入份额

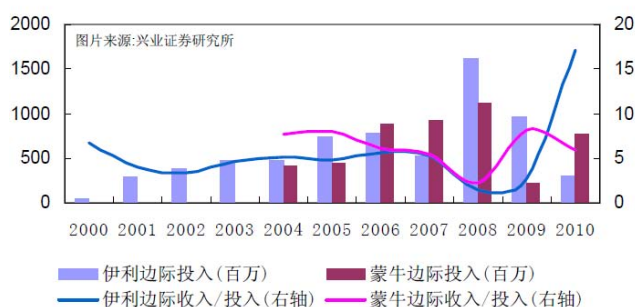


数据来源：兴业证券研究所

双寡头在不同体制、激励和约束下投入意愿和能力的差别是双方此消彼长的内在原因,伊利 2009 年以来边际投入效率提高明显促成了其销量和收入市占率的提升。

图 27、2000-2010 伊利蒙牛边际投入效率比较

2000-2010伊利蒙牛边际投入效率比较



数据来源：兴业证券研究所

蒙牛暂时没有类似 05 年特仑苏明显提高经营盈利水平的新产品而伊利推出了金领冠高端奶粉，且伊利出于融资和行权的考虑有提高行政效率的动力，前面两个造成伊利 EBIT% 低于竞争对手的因素都在改善中。

2011 年伊利拟增发 70 亿扩充产能，主要投资地是山东河南等传统乳制品消

费大省和广东江苏等经济发达省份。

图 28、2009 各省乳制品市场容量及 2006-2009 年化平均增速

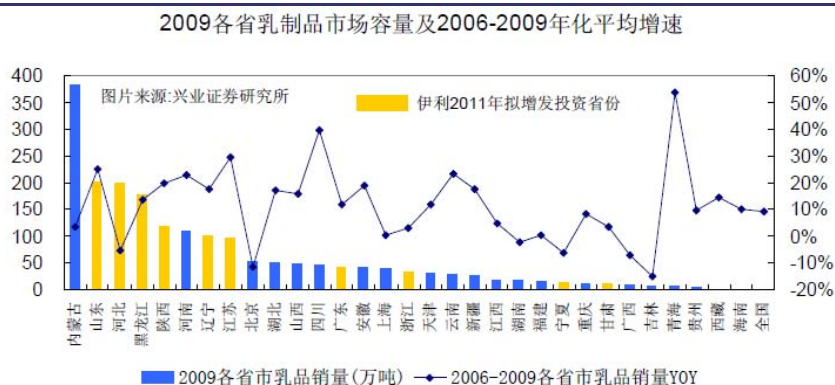
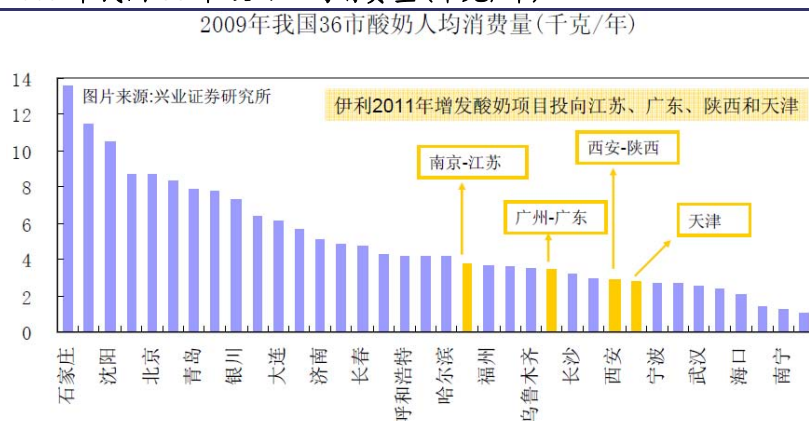
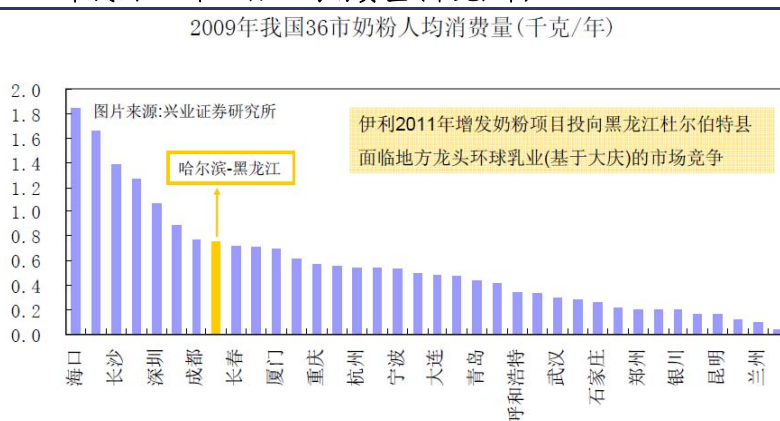


图 29、2009 年我国 36 市酸奶人均消费量(千克/年)



奶粉投向黑龙江，更多是生产基地的定位。

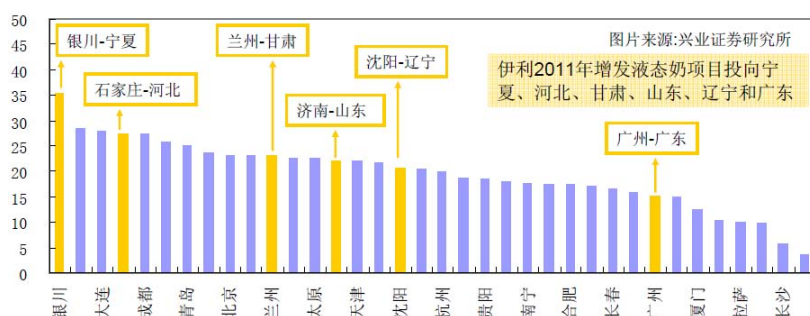
图 30、2009 年我国 36 市奶粉人均消费量(千克/年)



液态奶投向宁夏、河北、甘肃、山东、辽宁和广东，继续深耕人均鲜奶消费量较高的省份。

图 31、2009 年国内 36 市人均消费鲜奶量(千克/年)

2009年国内36市人均消费鲜奶量(千克/年)



数据来源: 兴业证券研究所

由于募投项目的产品结构优于原有产品, EBIT%将提升, 预计达产后增加 124 亿收入, 5.13 亿 EBIT。

表 9、伊利 2011 拟增发项目盈利和回报估算

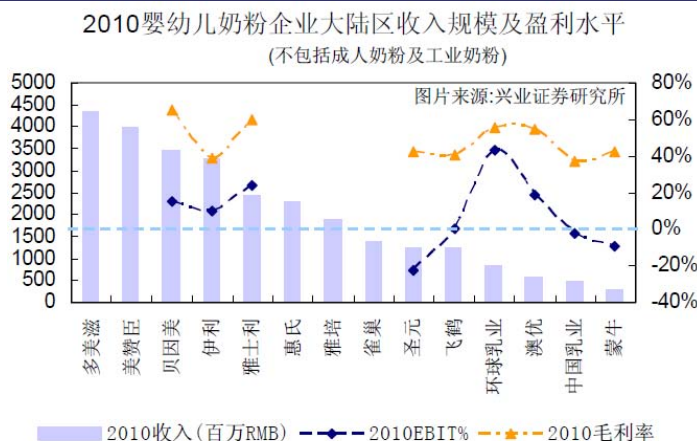
单位:亿	总投资	达产后收入	总资产周转率	预计 EBIT%	预计 EBIT
液态奶	18.83	53.35	2.83	1.3%	0.69
冷饮	2.75	3.13	1.14	4.0%	0.13
奶粉	5.524	25.79	4.67	8.0%	2.06
酸奶	14	34.78	2.48	6.0%	2.09
奶源	12.3	7.82	0.64	2.0%	0.16
补充流动资金	16.48				
总计	69.884	124.87	1.79	4.10%	5.13

资料来源: 兴业证券研究所

特别的, 伊利将奶粉产能规划到了 20 万吨, 将其作为未来盈利的主要来源。伊利 00 年开始与德国拖菲尔公司合资做奶粉很快失败, 05 年大力发展奶粉定位中低端, 08 年开始走高端化路线。至 2010 年约 9 万吨 46 亿奶粉销售 3.7 亿 EBIT, 其中约 33 亿不到 5 万吨是婴幼儿奶粉获得 3.3 亿 EBIT, 其中高端金领冠收入不超过 4 亿元(表 8)。

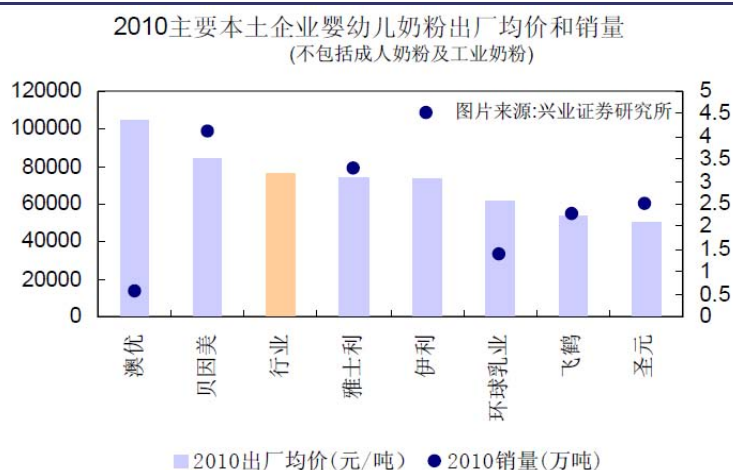
伊利婴幼儿奶粉 2010 销量市占率 9.8%, 收入市占率 9.4%排第 4, 单价和 EBIT%在都略低于行业(此处对行业单价和 EBIT%的估算包括了海外生产国内消费的外资品牌)。

图 32、2010 婴幼儿奶粉企业大陆区收入规模及盈利水平



数据来源：兴业证券研究所

图 33、2010 主要本土企业婴幼儿奶粉出厂均价和销量



数据来源：兴业证券研究所

按照伊利婴幼儿奶粉目前的定位，收入和利润已经接近单一品牌全国性网络做中低端市场的历史峰值(三鹿收入最高峰 07 年 100 亿，其中 40 亿婴幼儿奶粉，利润最高峰 06 年 3.8 亿)。

所以在飞鹤雅士利等收缩战线深耕二三四线快速增长市场的背景下，伊利逆势挺进高端市场直面外资竞争（表 2），这也是渠道做到一定程度后企业的必然选择，它对利润率的边际改善远大于对收入增长的贡献。

4、盈利预测和估值

假设最终融资 60 亿，每股定价 16.34 元，则新增股本 3.673，原 15.99 亿股，增发后总股本 19.66 亿股，盈利预测结果：2011 至 2013，收入年均 YOY18%，净利润年均 YOY20%，按照 15.99 亿股折算，2011-2013EPS 为 0.755，0.769，0.843。

表 10、盈利预测结果

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	29665	35480	42035	49123
增长率	22.0%	19.6%	18.5%	16.9%
营业利润(百万元)	606	1112	1240	1448
增长率	-9.0%	83.5%	11.5%	16.8%
净利润(百万元)	777	1206	1228	1350
增长率	20.0%	55.2%	1.8%	9.9%
股本	799.32	1,598.65	1,966.15	1,966.15
最新摊薄每股收益(元)	0.49	0.75	0.77	0.84
每股净资产(元)	2.64	3.39	7.71	8.55
动态市盈率(倍)	37.4	24.1	23.7	21.5
市净率 (倍)	6.9	5.4	2.4	2.1

按照 2012 年 25 倍 PE 安全边际为 19.23 元, dcf 估值安全边际为 18.17 元
(Wacc=9%, g=3%)

表 11、伊利 DCF 估值结果

WACC(%)	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%
5.00%	30.67	41.07	61.91	124.64
6.00%	23.75	29.82	39.94	60.19
7.00%	19.18	23.11	29.01	38.84
8.00%	15.94	18.66	22.49	28.22
9.00%	13.52	15.52	18.17	21.89
10.00%	11.67	13.17	15.11	17.69
11.00%	10.20	11.37	12.84	14.72
12.00%	9.01	9.94	11.08	12.51

表 12、兴业食品饮料近期报告列表

2011-04-27	《2011 年业绩超预期消费品企业剖析》
2011-04-11	《张裕 2010 年年报解读》-以中西部为目标市场的新一轮扩张开始
2011-04-08	《强烈推荐中国食品 0506.HK》
2011-04-08	《2011 海内外啤酒年报综述和行业竞争势态判断》
2011-03-31	《王朝酒业 2010 年年报低于预期》
2011-03-30	《中国食品长城葡萄酒 2010 年年报简评》
2011-03-21	《茅台 2010 预收账款还原和未来 5 年的讨论》
2011-03-16	《双汇瘦肉精停牌点评》
2011-03-15	《燕啤 2011 年提价盈利弹性测算》
2011-02-24	深度:《葡萄酒深度报告:旧时王榭堂前燕,飞入寻常百姓家?》
2010-12-01	金子火腿询价报告:《小池塘里心向大海的鱼》
2010-08-24	深度:《啤酒中期演义:黎明后,谁是沙漠之花?》
2010-08-13	张裕 2010 半年报点评《收获酒庄酒,应战新市场》
2010-07-02	青啤:《增长放缓-内因整合,外忧竞争》

附表:伊利财务报表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	7558	9059	11472	12866
货币资金	3342	3600	4553	4350
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	257	434	440	503
其他应收款	113	311	278	320
存货	2584	3347	4475	5721
非流动资产	7805	7476	11779	13230
可供出售金融资产	18	16	17	17
长期股权投资	606	610	620	630
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	5591	5471	9785	11162
在建工程	666	333	166	83
油气资产	0	0	0	0
无形资产	461	595	746	891
资产总计	15362	16535	23251	26096
流动负债	10198	10269	10107	11591
短期借款	2698	1704	0	0
应付票据	175	358	433	517
应付账款	3704	4634	5701	6704
其他	3621	3574	3972	4369
非流动负债	652	517	467	440
长期借款	60	60	60	60
其他	592	457	407	380
负债合计	10850	10786	10573	12031
股本	799	1599	1966	1966
资本公积	2654	1854	7154	7154
未分配利润	359	1444	2550	3765
少数股东权益	294	324	357	394
股东权益合计	4512	5749	12678	14065
负债及权益合计	15362	16535	23251	26096

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	777	1206	1228	1350
折旧和摊销	610	567	834	1204
资产减值准备	-313	116	17	66
无形资产摊销	18	10	11	11
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-21	77	-7	-59
投资损失	-12	-14	-14	-14
少数股东损益	19	31	33	37
营运资金的变动	9	330	-92	163
经营活动产生现金流量	1294	1534	2144	2388
投资活动产生现金流量	-1442	-216	-5164	-2650
融资活动产生现金流量	-40	-1059	3973	59
现金净变动	-188	258	953	-203
现金的期初余额	4113	3342	3600	4553
现金的期末余额	3926	3600	4553	4350

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	29665	35480	42035	49123
营业成本	20686	25140	30566	35662
营业税金及附加	88	124	147	172
销售费用	6807	7374	8106	9565
管理费用	1521	1668	1997	2348
财务费用	-21	77	-7	-59
资产减值损失	-10	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	12	14	14	14
营业利润	606	1112	1240	1448
营业外收入	302	320	300	300
营业外支出	54	57	56	57
利润总额	854	1374	1483	1692
所得税	58	137	223	305
净利润	796	1237	1261	1387
少数股东损益	19	31	33	37
归属母公司净利润	777	1206	1228	1350
EPS (元)	0.49	0.75	0.77	0.84

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	22.0%	19.6%	18.5%	16.9%
营业利润增长率	-9.0%	83.5%	11.5%	16.8%
净利润增长率	20.0%	55.2%	1.8%	9.9%
盈利能力(%)				
毛利率	30.3%	29.1%	27.3%	27.4%
净利率	2.6%	3.4%	2.9%	2.7%
ROE	18.4%	22.2%	10.0%	9.9%
偿债能力(%)				
资产负债率	70.6%	65.2%	45.5%	46.1%
流动比率	0.74	0.88	1.14	1.11
速动比率	0.49	0.54	0.68	0.60
营运能力(次)				
资产周转率	2.08	2.22	2.11	1.99
应收帐款周转率	119	103	96	104
每股资料(元)				
每股收益	0.49	0.75	0.77	0.84
每股经营现金	0.92	0.96	1.34	1.49
每股净资产	2.64	3.39	7.71	8.55
估值比率(倍)				
PE	37.4	24.1	23.7	21.5
PB	6.9	5.4	2.4	2.1

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。