

完美验证“期待净利率水平持续提升”

投资要点：

1. 事件

伊利股份前三季度实现收入 292.01 亿元(yoy+24.13%)，实现归属母公司股东净利润 14.18 亿元(yoy+157.35%)，每股收益 0.89 元。

其中，第三季度实现收入 102.54 亿元(yoy+16.88%)，实现归属母公司股东净利润 6.02 亿元(yoy+192.32%)，每股收益 0.38 元。

2. 我们的分析与判断

(一) 具强劲成本转移力，“双提”降低费用水平

3Q11 毛利率为 27.85%(-0.10PCT)，同比略有下降。2011 年前三季度，综合毛利率 30.25%(-0.09PCT)。1-3Q 以来主要原材料原奶成本上涨 10%以上，而公司单季毛利率同比微降均在 1%以内，显示出强劲的成本转移能力。

3Q11 销售费用率下降较多。2011 年前三季度，公司销售及管理费用率分别为 21.20%(-1.68PCT)及 4.42%(-0.08PCT)。单季度而言，1-3Q11 销售费用率分别为 25.62/21.93/16.60%，同比变动-0.06、-1.43、-3.64PCT。虽然就 10 年情况而言，三四季度相对是销售费用配置的淡季，但 3Q11 销售费用率出现明显下降。我们认为一方面与销售规模持续提升有关，另外一方面，公司内部已从 10 年起推行双提工作，使得除 4Q10 销售费用率略有增长外，连续 6 个单季度销售费用率持续下降。管理费用变动属合理范围。1-3Q11 管理费用率分别为 4.07/4.55/4.59%，同比变动-0.30、0.40、-0.32PCT。

(二) 品牌及规模效应提升，支持成为行业第一

公司有望在各项业务上均达到行业第一。2010 年公司液体乳销售收入增速在 27%左右，液乳销售收入超越蒙牛乳业可期；奶粉销售收入增速在 17%左右。我们认为，液体乳和奶粉的销售收入在 2011 年有望达到 31%和 24%，11-13 年 CAGR 分别为 21.05%和 18.34%，将在未来几年内全面战胜海外品牌。冰淇淋得益于品牌力，通过提价、推出新品和产销增长，11-13 年 CAGR 预计可达到 10.47%。

快消品关键在于品牌及规模效应，05 年始品牌建设（奥运、世博、亚运、品牌全面升级）的持续累积投入和费用使用效率的提高有望在未来 3-5 年内体现为企业盈利能力的持续提升。从 10 年开始，伊利已在全集团推行“双提”工作（提高费用使用效率，提升企业盈利能力）。内部管理强化将为净利率提升提供重要支撑。

3. 投资建议

我们提高预测 2011-13 年 EPS 至 1.08 元、1.50 元和 1.83 元，对应 2011/2012/2013 年 PE 为 19、14、11 倍，考虑到未来三年净利润增速 30.46%及公司在行业中品牌价值持续提升趋势（详细请参考 10 月 18 日深度报告），我们给予“推荐”评级。

伊利股份 (600887.SH)

推荐 维持评级

分析师

周颖 (非白酒行业)

✉: (8610) 8357 1301
✉: zhousyng_yj@chinastock.com.cn
执业证书编号: S0130511090001
董俊峰 (首席)
✉: (8610) 6656 8780
✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn
执业证书编号: S0130511010002

市场数据	时间 2011.10.27
A股收盘价(元)	20.43
A股一年内最高价(元)	39.83
A股一年内最低价(元)	15.16
上证指数	2427.48
市净率	7.74
总股本 (亿股)	15.99
实际流通 A 股 (亿股)	15.87
限售的流通 A 股 (亿股)	0.113
流通 A 股市值 (亿元)	324.29

相关研究

- 伊利股份 (600887): 关注品牌提升及内生性管理强化，期待净利率水平持续提升
20111018
- 伊利股份 (600887): 看好市场地位决胜力，毛利率再现拐点向上
20110808
- 伊利股份 (600887): 非公开发行沟通进行时，市占率决胜关键期
20110526
- 伊利股份 (600887): 2011 有望成为品牌升级年，关注长期结构优化
20110502

主营分业务预测

表 1: 伊利股份液体乳业务营收预测

液体乳	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销量 (万吨)	350.00	400.00	469.52	534.78	588.80
增长率 (%)	12.90%	14.29%	17.38%	13.90%	10.10%
吨收入 (元/吨)	4729.94	5246.22	5860.55	6382.14	6848.03
增长率 (%)	1.53%	10.92%	11.71%	8.90%	7.30%
吨成本 (元/吨)	3117.98	3735.24	4152.09	4489.65	4794.05
增长率 (%)	-9.83%	19.80%	11.16%	8.13%	6.78%
收入 (百万元)	16554.80	20984.87	27516.45	34130.61	40320.98
增长率 (%)	14.63%	26.76%	31.13%	24.04%	18.14%
成本 (百万元)	10912.94	14940.95	19494.89	24009.92	28227.21
增长率 (%)	1.81%	36.91%	30.48%	23.16%	17.56%
毛利率 (%)	34.08%	28.80%	29.15%	29.65%	29.99%

资料来源：中国银河证券研究部测算

表 2: 伊利股份奶粉及奶制品业务营收预测

奶粉及奶制品	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销量 (万吨)	7.50	8.80	10.47	12.47	13.39
增长率 (%)	20.97%	17.33%	19.01%	19.10%	7.36%
吨收入 (元/吨)	52848.46	52530.34	54736.62	57637.66	59943.16
增长率 (%)	1.34%	-0.60%	4.20%	5.30%	4.00%
吨成本 (元/吨)	30520.15	32051.93	33260.29	34890.04	36205.40
增长率 (%)	-15.64%	5.02%	3.77%	4.90%	3.77%
收入 (百万元)	3963.63	4622.67	5732.50	7189.48	8027.37
增长率 (%)	22.59%	16.63%	24.01%	25.42%	11.65%
成本 (百万元)	2289.01	2820.57	3483.31	4352.04	4848.50
增长率 (%)	2.04%	23.22%	23.50%	24.94%	11.41%
毛利率 (%)	42.25%	38.98%	39.24%	39.47%	39.60%

资料来源：中国银河证券研究部测算

表 3：伊利股份冷饮产品业务营收预测

冷饮产品	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销量 (万吨)	45.00	47.00	49.65	52.29	54.97
增长率 (%)	0.00%	4.44%	5.65%	5.30%	5.13%
吨收入 (元/吨)	7252.52	7540.89	8175.84	8666.39	9013.04
增长率 (%)	-1.70%	3.98%	8.42%	6.00%	4.00%
吨成本 (元/吨)	4811.04	5342.36	5759.07	6087.33	6313.17
增长率 (%)	-6.90%	11.04%	7.80%	5.70%	3.71%
收入 (百万元)	3263.63	3544.22	4059.68	4531.34	4954.39
增长率 (%)	-1.70%	8.60%	14.54%	11.62%	9.34%
成本 (百万元)	2164.97	2510.91	2859.64	3182.84	3470.29
增长率 (%)	-6.90%	15.98%	13.89%	11.30%	9.03%
毛利率 (%)	33.66%	29.15%	29.56%	29.76%	29.96%

资料来源：中国银河证券研究部测算

敏感性分析

表 4：伊利股份 2011EPS 敏感性分析 (变量：毛利率、2011 收入增速)

2011EPS 变化	毛利率				
	29.56%	30.06%	30.56%	31.06%	31.56%
2011 收入增速	24.00%	0.87	0.96	1.06	1.15
	25.00%	0.87	0.97	1.06	1.16
	26.00%	0.88	0.97	1.07	1.17
	27.00%	0.88	0.98	1.08	1.18
	28.00%	0.89	0.99	1.08	1.18
	29.00%	0.89	0.99	1.09	1.19
	30.00%	0.90	1.00	1.10	1.20

资料来源：中国银河证券研究部测算

伊利股份 (600887) 财务报表预测

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
	4113.47	3341.74	5614.76	8087.81	11048.82		24323.55	29664.99	37675.48	46232.95	53670.98
货币资金	878.39	1609.72	1647.23	2117.90	2476.69	营业成本	15778.07	20686.31	26163.04	31879.75	36874.92
应收和预付款项	1835.65	2583.65	2228.40	2275.00	2309.48	营业税金及附加	108.83	87.78	147.17	170.38	195.25
存货	3.78	22.50	21.47	25.18	31.59	营业费用	6496.09	6807.07	8032.41	9505.49	10954.25
其他流动资产	386.84	605.60	517.73	525.20	536.11	管理费用	1190.96	1520.81	1669.02	2015.76	2352.58
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	22.40	-20.71	-4.27	-21.51	-41.24
投资性房地产	5335.79	6256.94	7378.23	8302.15	9135.94	资产减值损失	76.90	-10.20	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	265.23	461.11	567.88	686.72	811.87	投资收益	15.13	11.77	224.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	559.58	1147.43	902.76	-79.30	492.42	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	13152.14	15362.32	18326.71	22396.61	26757.75	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计						营业利润	665.41	605.69	1892.11	2683.08	3335.23
短期借款	2684.88	2697.83	2694.38	2693.95	2694.74	其他非经营损益	146.46	247.94	188.52	201.31	204.82
应付和预收款项	4268.97	5627.67	7053.48	8628.61	10000.17	利润总额	811.88	853.62	2080.63	2884.39	3540.05
长期借款	109.73	59.73	46.43	32.30	12.46	所得税	146.61	57.86	312.09	432.66	531.01
其他负债	295.05	592.06	442.92	467.49	480.06	净利润	665.27	795.76	1768.53	2451.73	3009.04
负债合计	9442.20	10850.29	12046.11	13664.28	15016.38	少数股东损益	17.61	18.57	46.40	63.50	78.12
股本	799.32	799.32	1598.65	1598.65	1598.65	归属母公司股东净利润	647.66	777.20	1722.13	2388.23	2930.92
资本公积	2655.24	2653.63	1854.30	1854.30	1854.30	每股收益 (EPS)	0.41	0.49	1.08	1.49	1.83
留存收益	-11.60	765.60	2487.73	4875.96	7806.88	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
归属母公司股东权益	3442.96	4218.52	5940.68	8328.91	11259.83	毛利率	35.13%	30.27%	30.56%	31.05%	31.29%
少数股东权益	266.98	293.52	339.92	403.42	481.54	销售净利率	2.66%	2.62%	4.57%	5.17%	5.46%
股东权益合计	3709.94	4512.04	6280.60	8732.33	11741.37	ROE	18.81%	18.42%	28.99%	28.67%	26.03%
负债和股东权益合计	13152.14	15362.32	18326.71	22396.61	26757.75	ROA	4.92%	5.06%	10.66%	10.66%	10.95%
						ROIC	33.73%	16.32%	62.84%	89.45%	109.89%
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售收入增长率	12.30%	21.96%	27.00%	22.71%	16.09%
净利润	491.52	609.99	643.39	866.23	1063.21	EBIT 增长率	-66.21%	-14.95%	222.72%	40.98%	23.76%
折旧与摊销	2028.83	1474.57	3737.15	4422.35	5004.67	净利润增长率	-61.62%	20.00%	121.58%	38.68%	22.72%
经营性现金净流量	-715.42	-2181.14	-1455.70	-1953.47	-2066.23	估值倍数					
投资性现金净流量	1179.34	1194.97	2531.23	3527.79	4357.20	EPS(X)	0.41	0.49	1.08	1.49	1.83
筹资性现金净流量	1215.26	-793.39	2273.01	2473.05	2961.01	PE(X)	25.21	21.01	18.97	13.68	11.14
现金流量净额	518.81	547.83	1580.01	2250.42	2804.22	PB(X)	4.74	3.87	5.50	3.92	2.90
EBITDA						PS(X)	1.34	1.10	0.87	0.71	0.61
NOPLAT						EV/EBITDA(X)	26.96	26.61	12.56	9.01	7.30

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

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。

董俊峰，行业研究主管兼食品饮料行业证券分析师（首席）。1994—1998年消费品营销策划业四年从业经历、1998—1999年超市业一年从业经历、2001年至今证券业十年从业经历。清华大学硕士。2003年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。

周颖，食品饮料行业证券分析师（非白酒行业）。2007年至2011年2月在中信证券从事行业研究工作，2011年3月至今在银河证券从事食品饮料行业研究工作。清华大学硕士。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

郭怡娴，食品饮料行业证券分析师（白酒行业）。2008年至今从事食品饮料行业研究。武汉大学金融学硕士。

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，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）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证券投资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提供。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

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

北京地区: 傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区: 于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深广地区: 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn