

伊利股份 (600887.SH) 乳业行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

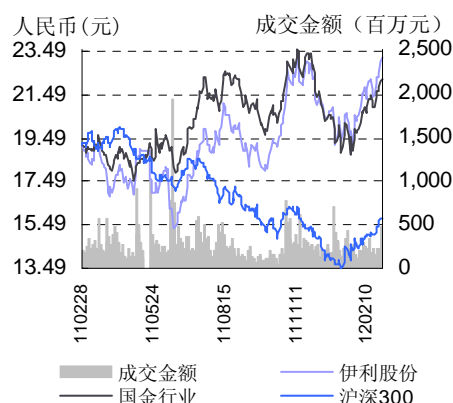
市价(人民币): 23.20元

目标(人民币): 30.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,587.34
总市值(百万元)	37,088.58
年内股价最高最低(元)	23.24/15.37
沪深300指数	2901.22
上证指数	2612.19



相关报告

1. 《坚定伊利黄金投资机遇, 目标价 30 元》, 2011.11.16
2. 《把握伊利黄金投资期, 目标价 30 元》, 2011.10.31
3. 《伊利, 多元提振促业绩释放》, 2011.8.8

陈钢

分析师 SAC 执业编号: S1130511030031
(8621)61038215
cheng@gjzq.com.cn

肖喆

联系人
(8621)61038276
xiaozhe@gjzq.com.cn

把握伊利黄金投资期, 目标价 30 元

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.810	0.972	1.130	1.376	1.795
每股净资产(元)	4.31	5.28	10.21	11.99	14.31
每股经营性现金流(元)	2.54	1.84	3.65	3.03	3.78
市盈率(倍)	32.68	39.35	20.53	16.86	12.92
行业优化市盈率(倍)	80.98	75.12	74.99	74.99	74.99
净利润增长率(%)	N/A	20.00%	126.26%	67.86%	30.53%
净资产收益率(%)	18.81%	18.42%	13.97%	14.85%	16.23%
总股本(百万股)	799.32	799.32	1,598.65	1,598.65	1,598.65

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 伊利股份公布 11 年年报: 营业收入同比增长 26.25%, 为 374.51 亿; 净利润同比大幅增长 132.79%, 为 18.09 亿, 对应 EPS 为 1.13 元。扣除非经常性损益后同比增长 126.26%。
- 四季度单季收入同比增 34.37%, 为 82.51 亿; 净利润同比增 72.68%, 为 3.91 亿。四季度业绩大幅增长。得益于费用率单季下降 9.11 个百分点, 净利率上升 1.05 个百分点至 4.74%。

11 年经营分析

- 伊利 11 年液奶业务结构提升依然明显。
 - 11 年, 伊利液态奶业务实现 28.34% 的增长, 达到 269.33 亿。从市占率看伊利液态奶业务已经超过竞争对手蒙牛。我们认为这主要得益于伊利主力产品(营养舒化奶、QQ 星儿童牛奶、金典)放量增长, 其中金领冠增长 81% 左右, QQ 星增加 102% 左右, 同时竞争对手受负面新闻影响。
- 伊利奶粉业务高端化趋势依然明显
 - 11 年, 奶粉业务实现 22.05% 的增长, 达到 56.42 亿。如我们预期, 产品高端化趋势明显, 金领冠依然维持高增长。
- 双提工程, 全年费用得到有效控制
 - 销售费用率取得明显下降, 从 22.95% 下降至 19.47%, 较同比增长 7.11%。净利率大幅跃升至 4.89%, 再创伊利历史年份最高净利率记录。双提工程得益于行业竞争态势趋缓, 同时也得益于公司全年加强费用管控和利用, 两者因素共同促成了费用率的有效下降。

12 年经营展望

- 大事件宣传依然是亮点
 - 今年公司大事件宣传主要围绕伦敦奥运会展开。公司已经包下伦敦双层巴士的宣传档期并加强央视奥运投放, 同时在国内卖场堆头将大幅加强伦敦奥运主题性宣传。
- 产品结构提升仍值得期待。
 - 除了公司已经成功打造的四大子品类营养舒化奶、金领冠、金典和 QQ 星外, 今年公司着力打造谷物牛奶子品牌谷粒多红黑谷系列--红谷和黑谷谷物牛奶。我们认为谷物牛奶子品类有望成为公司下一个明星产品。

- 行业格局有力伊利实现“弯道超越”。伊利、蒙牛和娃哈哈是牛奶及含乳大品类的三强。目前娃哈哈在大品类市占率仍居第一位，并领先伊利 50%左右。娃哈哈旗下营养快线“乳胶门”事件为伊利及蒙牛实现“弯道超越”提供机遇。在消费升级的大趋势下，消费者对营养健康的诉求将更高，消费需求变化更利于伊利蒙牛等专业乳品制造商。

盈利调整及投资建议

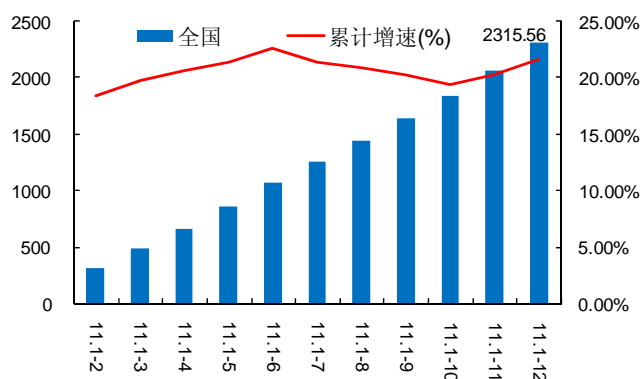
- 我们 12-13 年盈利预测：销售收入 11-13 年分别为 374.51、453.25 和 525.89 亿元，同比增长 26.25%、21.02%和 16%。净利润分别为 18.09、21.99 和 28.70 亿元，同比增 132.79%、21.56%和 30.53%。对应 EPS 为 1.130、1.376 和 1.795 元。若 12 年完成增发（假设融资 50 亿，现价发行），则 12 年对应摊薄 EPS 为 1.20 元，我们建议给予 12 年 25 倍，目标价 30 元，对应市值 550 亿。
- 把握伊利黄金投资期。我们认为公司已经进入基本面和业绩的双拐点阶段。基本面：产品结构高端化与费用下降相辅相成，高端产品拐点放量成为公司净利润重要支柱，同时重金打造的产品实现拐点放量也让公司可以相应减少前期高费用的投入。业绩进入释放周期：为奠定明年增发的成功，公司有动力也有能力释放业绩。

图表1：季度财务对比

	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4
利润表（百万元）												
营业收入	5122.29	7138.50	7034.52	5028.23	7014.38	7736.35	8773.90	6140.36	9061.05	9884.72	10254.86	8250.75
营业成本	3327.58	4587.25	4469.46	3393.79	4759.20	5307.38	6321.59	4298.14	6171.68	6795.68	7399.26	6119.04
毛利	1794.71	2551.25	2565.07	1634.45	2255.18	2428.97	2452.31	1842.22	2889.37	3089.03	2855.60	2131.71
营业税金及附加	21.59	28.66	20.89	37.69	32.39	36.11	28.91	(9.63)	53.42	51.69	50.83	76.98
销售费用	1417.94	2038.47	1949.63	1090.06	1800.70	1806.92	1776.14	1423.30	2320.98	2167.70	1701.91	1100.37
管理费用	206.73	296.57	339.27	348.40	306.53	321.45	431.27	461.56	368.56	449.65	471.32	681.17
财务费用	14.16	7.98	4.39	(4.13)	5.97	(4.33)	(11.49)	(10.86)	(5.48)	(19.85)	(8.68)	(15.15)
营业利润	135.29	185.55	247.80	96.78	112.09	250.89	230.21	12.50	145.21	644.70	647.24	308.85
利润总额	144.39	207.93	312.17	147.38	155.03	282.46	245.19	170.94	207.25	766.13	708.46	454.57
净利润	122.82	149.59	278.54	114.32	125.38	229.51	207.87	233.01	149.87	677.91	615.80	388.85
归属母公司股东的净利润	113.34	140.92	271.78	121.62	124.75	219.97	206.01	226.47	144.96	670.99	602.21	391.06
基本每股收益(元)	0.07	0.09	0.17	0.08	0.08	0.14	0.13	0.14	0.09	0.42	0.38	0.24
主要财务指标（%）												
毛利率	35.04%	35.74%	36.46%	32.51%	32.15%	31.40%	27.95%	30.00%	31.89%	31.25%	27.85%	25.84%
营业税金率	0.42%	0.40%	0.30%	0.75%	0.46%	0.47%	0.33%	-0.16%	0.59%	0.52%	0.50%	0.93%
销售费用率	27.68%	28.56%	27.72%	21.68%	25.67%	23.36%	20.24%	23.18%	25.61%	21.93%	16.60%	13.34%
管理费用率	4.04%	4.15%	4.82%	6.93%	4.37%	4.16%	4.92%	7.52%	4.07%	4.55%	4.60%	8.26%
财务费用率	0.28%	0.11%	0.06%	-0.08%	0.09%	-0.06%	-0.13%	-0.18%	-0.06%	-0.20%	-0.08%	-0.18%
三项费用率	31.99%	32.82%	32.60%	28.53%	30.13%	27.46%	25.03%	30.52%	29.62%	26.28%	21.11%	21.41%
营业利润率	2.64%	2.60%	3.52%	1.92%	1.60%	3.24%	2.62%	0.20%	1.60%	6.52%	6.31%	3.74%
税前利润率	2.82%	2.91%	4.44%	2.93%	2.21%	3.65%	2.79%	2.78%	2.29%	7.75%	6.91%	5.51%
所得税率	14.94%	28.06%	10.77%	22.43%	19.13%	18.75%	15.22%	-36.31%	27.68%	11.52%	13.08%	14.46%
销售净利率	2.21%	1.97%	3.86%	2.42%	1.78%	2.84%	2.35%	3.69%	1.60%	6.79%	5.87%	4.74%

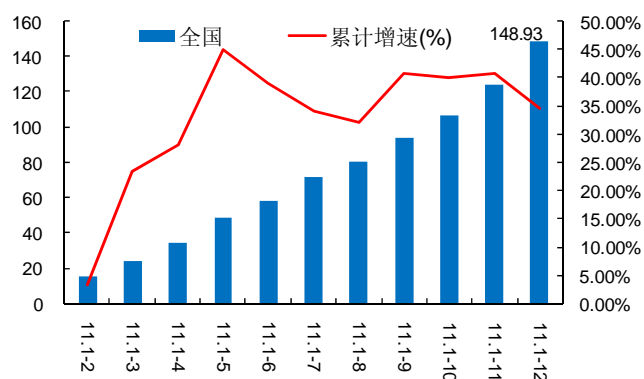
来源：国金证券研究所

图表2: 乳业收入走势图 (亿元)

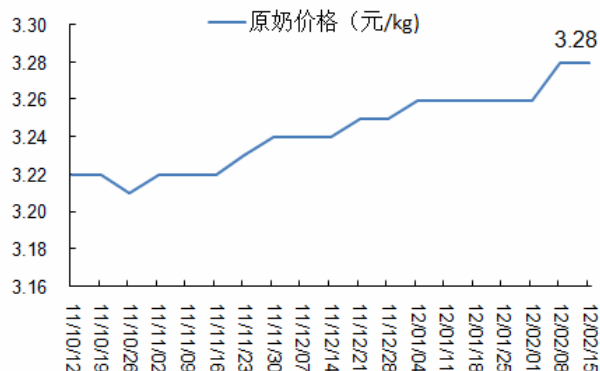


来源: 国金证券研究所, acmr

图表3: 乳业利润走势图 (亿元)



图表4: 原奶价格走势平稳



来源: 国金证券研究所, wind

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	3	5	11	29
买入	0	0	1	1	13
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.11	1.10	1.24

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-02-09	买入	17.97	51.00 ~ 51.00
2 2011-05-02	买入	17.01	53.59 ~ 53.59
3 2011-05-19	买入	17.63	N/A
4 2011-05-30	买入	17.34	N/A
5 2011-07-19	买入	19.27	21.52
6 2011-08-08	买入	19.21	21.50 ~ 21.50
7 2011-10-31	买入	20.97	30.00 ~ 30.00
8 2011-11-16	买入	22.11	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金
融中心 34B