

评级：强烈推荐（维持）

食品饮料

公司年报点评

证券研究报告

分析师 李镜池 S1080511060001
 联系人 晁岱秀 S1080110100006
 电话： 0755-82485059
 邮件： chaodaixiu@fcsc.cn

交易数据

上一日交易日股价（元）	23.2
总市值（百万元）	37,089
流通股本（百万股）	1,587
流通股比率（%）	99.29

资产负债表摘要（09/11）

股东权益（百万元）	5,637
每股净资产（元）	3.53
市净率（倍）	6.58
资产负债率（%）	70.18

公司与沪深300指数比较



相关报告

伊利股份(600887) —
利润来自费用率下降，后期关注原料奶价格
事件：

2011年公司实现主营业务收入372.66亿元，较上年增长26.13%；归属于母公司所有者的净利润为18.09亿元，增长132.8%；实现基本每股收益1.13元；分红方案：每10股派红利2.5元（含税），符合市场预期。

点评：

- 营业收入符合市场预期** 全年营业收入实现372亿元，同比增长26%，其中四季度同比增长34.4%，继续保持快速增长。其中液态奶实现销售269亿元，同比增加28.3%，占营业收入的比例提升至72.3%；奶粉销售56.4亿元，同比增加22%，冷饮实现销售42.2亿元，同比增加19%。
- 净利润增长来自销售费用率的下降** 2011年开展“提高费用使用效率，提升公司盈利能力”双提活动，取得的效果显著，销售费用率从2010年的23%下降到19.5%，下降了3.5个百分点，从而使利润增加约12.95亿元，为2011年净利润增加的主要来源。从季度来看，销售费用率从一季度的25.61%快速下降到四季度的13.34%，四季度同比下降了10个百分点。若2012年销售费用率继续得到有效控制，综合考虑各方面因素，假定12年全年销售费用率在18%左右，12年一季度净利润也将保持高速增长。
- 液态奶的毛利率或进一步下降** 国内液态奶以灭菌奶为主，是由我国奶源“北多南少”决定，尽管消费者对巴氏奶的需求增加，但这一现状仍将持续较长一段时间。而国内液态奶处于非常激烈的竞争环境，其提价空间有限，蒙牛、伊利、光明等的纯牛奶自2010年以来一直维持在2.3~2.6元/225mL，而原料奶却上涨了26%，致使液态奶的毛利率持续下降至26.5%。新募投项目中仍有超过23亿的资金用于建设液态奶和酸奶产能，建成投产后将加剧竞争。目前原料奶已上涨到3.28元/升，并有进一步上涨的趋势，对其成本仍有较大压力。
- 奶粉受益于“龙宝宝”** 2012年为我国的农历龙年，处于生育高峰的80后年轻夫妻都打算要一个“龙宝宝”，将导致2012年新生婴儿大幅增加，预计数量将超过2008年“奥运宝宝”的1800万。公司奶粉主要销售网络分布于二、三线城市以及广大的农村市场，在价格方面也略低于美赞臣、多美滋等国际品牌，预计奶粉增速将超过往年。
- 维持“强烈推荐”** 总股本按增发完成后的19.05亿股计算，预计12~13年EPS为1.23(19X)、1.52(15X)、1.82(13X)，维持“强烈推荐”。



- 风险提示：销售费用率是否继续得到有效控制；原料奶价格上涨

盈利预测

单位：亿元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	296.65	374.51	466.27	559.52	660.24
同比（%）	22.0%	26.2%	24.5%	20.0%	18.0%
营业毛利	89.79	109.66	133.87	162.31	193.51
同比（%）	5.1%	22.1%	22.1%	21.2%	19.2%
归属母公司净利润	7.77	18.09	23.51	28.91	34.67
同比（%）	20.0%	132.8%	29.9%	23.0%	19.9%
总股本（亿股）	15.99	15.99	19.05	19.05	19.05
每股收益（元）	0.49	1.13	1.23	1.52	1.82
ROE	18.4%	30.0%	17.6%	17.8%	17.6%
P/E（倍）	48	20	19	15	13

数据来源：公司公告 第一创业研究所



免责声明：

本报告仅供第一创业证券有限责任公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本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。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级：

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135