

中报有望实现高增长，估值显现优势

投资要点：

1. 事件

2010年度分配方案10转增10股新增无限售条件流通股份于6月14日上市流通，公司股票于6月15日复牌。

2. 我们的观点与判断

(一)、非公开发行沟通进行时

公司于5月18日审议通过非公开发行股票预案。

本次公开发行预案尚未最后确定，只有一高一低指标。“一高”

指标：本次非公开发行融资金额上限为70亿元。“一低”**指标：**发行定价不低于定价基准日前20个交易日股票交易均价90%。

项目投入和融资需要有业绩支持，会与投资者充分协调。公司表示力争与投资者、第三方共同协调，确定适宜的融资金额，考虑投资者利益，同时满足公司项目建设的需求。

(二)、市场地位决胜关键期，支撑长期竞争力提升

公司历史年投资金额在20亿元左右，本次非公开增发明显加大投资力度，原因主要有三：

一、行业规范进程产生空白市场空间，是市占率的绝好提升机会。乳品行业规范加强使得部分中小企业关停退出，产生空白市场份额。本次拟建设液奶、酸奶项目分布东北华北西北及华南，奶粉和冷饮项目加强重点区域，配合公司良好的品牌影响力和销售策略将有望直接助益市占率提升。

二、全国性土地审批趋严，需要为未来产能提前布局资源占有。规模生产用地面积较大，土地批复手续未来愈来愈难，因此目前需加大对资源占有力度。

三、市占率提升主要取决于产能瓶颈能否尽快解决。目前公司和竞争对手产能仍存在一定差距，行业规范从严后借助外协可能性大大降低，必须做先置性产能投入。

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）。企业内部加强管理将为净利率提升提供支撑。

3. 投资建议

我们预测中报收入有望达到178亿元(yoy+21%)，归属净利润6.39亿元(yoy+86%)，EPS0.40元；预测11/12全年收入增速20.22/20.97%，对应净利率达到3.5/4%概率较大，对应11/12年净利润12.48/17.26亿元，对应EPS(现有股本)0.78/1.08元，相当于21/15倍PE，显现估值优势。

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
✉：zhouying_yj@chinastock.com.cn
执业证书编号：S1010510120060

董俊峰 (首席)

■：(8610) 6656 8780
✉：dongjunfeng@chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130210070013

市场数据	时间 2011.06.14
A股收盘价(元)	16.28
A股一年内最高价(元)	39.83
A股一年内最低价(元)	16.28
上证指数	2730
市净率	6.17
总股本(百万股)	1598.65
实际流通A股(百万股)	1587.34
限售的流通A股(百万股)	11.30

相关研究

- (1) 伊利股份 (600887) 跟踪报告：非公开发行沟通进行时，市占率决胜关键期 20110526
- (2) 伊利股份 (600887) 非公开发行股票预案点评：市场地位决胜关键期 20110519
- (3) 伊利股份 (600887)：10转增10超市场预期，关注长期产品结构优化 20110502
- (4) 乳品业：生产许可新政有望提升行业龙头定价能力和缓解成本压力 20110401
- (5) 伊利股份 (600887) 深度研究报告：重申迎接乳业和公司历史性拐点机遇 (第四次更新) 20100830
- (6) 乳品行业：至少3倍增长空间 20050723

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	940.86	2041.57	4480.34		24323.55	29664.99	35663.00	43141.00	48990.92
货币资金	878.39	1609.72	2050.28	2456.81	2780.74	营业成本	15778.07	20686.31	24596.02	28974.11	32595.88
应收和预付款项	1835.65	2583.65	1610.00	2500.00	2700.00	营业税金及附加	108.83	87.78	196.15	301.99	269.45
存货	3.78	22.50	356.63	431.41	489.91	营业费用	6496.09	6807.07	7760.27	9745.55	10960.61
其他流动资产	386.84	605.60	400.00	400.00	400.00	管理费用	1190.96	1520.81	1533.51	1855.06	2204.59
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	22.40	-20.71	3.70	-0.51	-13.15
投资性房地产	5335.79	6256.94	6756.10	7101.20	7339.27	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	479.11	495.11	509.11	投资收益	15.13	11.77	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	559.58	1147.43	480.77	-126.94	345.82	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	12689.94	15541.06	18832.33	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	1573.35	2264.79	2973.54
短期借款	4268.97	5627.67	4759.29	5640.35	6359.11	其他非经营损益	146.46	247.94	90.00	40.00	40.00
应付和预收款项	109.73	59.73	69.73	79.73	89.73	利润总额	811.88	853.62	1663.35	2304.79	3013.54
长期借款	295.05	592.06	0.00	0.00	0.00	所得税	146.61	57.86	249.50	345.72	452.03
其他负债	9442.20	10850.29	6764.02	7656.08	8385.84	净利润	665.27	795.76	1413.85	1959.07	2561.51
负债合计	799.32	799.32	1598.65	1598.65	1598.65	少数股东损益	17.61	18.57	166.34	230.48	301.35
股本	2655.24	2653.63	1854.30	1854.30	1854.30	归属母公司股东净利润	647.66	777.20	1247.51	1728.59	2260.15
资本公积	-11.60	765.60	2013.12	3741.71	6001.86	每股收益 (EPS)	0.41	0.49	0.78	1.08	1.41
留存收益	3442.96	4218.52	5466.06	7194.66	9454.81	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
归属母公司股东权益	266.98	293.52	459.85	690.33	991.68	毛利率	35.13%	30.27%	31.03%	32.84%	33.47%
少数股东权益	3709.94	4512.04	5925.92	7884.99	10446.49	销售净利率	2.66%	2.62%	3.50%	4.01%	4.61%
股东权益合计	13152.14	15362.32	12689.94	15541.06	18832.33	ROE	18.81%	18.42%	22.82%	24.03%	23.90%
负债和股东权益合计						ROA	4.92%	5.06%	11.12%	11.12%	12.00%
						ROIC	33.73%	16.32%	28.64%	35.56%	45.54%
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售收入增长率	12.30%	21.96%	20.22%	20.97%	13.56%
净利润	491.52	609.99	619.83	771.02	887.02	EBIT 增长率	-66.21%	-14.95%	43.58%	43.58%	30.74%
折旧与摊销	-715.42	-2181.14	-796.09	-1157.00	-1158.00	净利润增长率	-61.62%	20.00%	60.51%	38.56%	30.75%
经营性现金净流量	-98.14	-86.79	-1850.83	11.51	24.15	估值倍数					
投资性现金净流量	1215.26	-793.39	-2400.89	1100.72	2438.77	EPS(X)	0.41	0.49	0.78	1.08	1.41
筹资性现金净流量	1179.34	1194.97	2196.89	3035.31	3847.40	PE(X)	20.09	16.74	20.86	15.06	11.52
现金流量净额	518.81	547.83	1323.85	1919.07	2521.51	PB(X)	3.78	3.08	4.76	3.62	2.75
EBITDA	491.52	609.99	619.83	771.02	887.02	PS(X)	1.07	0.88	0.60	0.60	0.53
NOPLAT						EV/EBITDA(X)	21.33	21.06	11.45	8.29	6.54

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。

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。

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。

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独立财务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 100033
电话：010-66568888
传真：010-66568641
网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：
北京地区联系： 010-66568849
上海地区联系： 010-66568281
深圳广州地区联系： 010-66568908