

**评级：强烈推荐（首次）**
**食品饮料**
**点评报告**

第一创业研究所

李镜池 S1030209080561

联系人：晁岱秀 S1080110100006

电话：0755-82485059

邮件：chaodaixiu@fcsc.cn

## 伊利股份（600887）2011 中报点评

### ——原奶价格企稳 业绩增速可期

#### 交易数据

52 周内股价区间(元): 15.16~46.1

总市值(亿元): 310.62

流通股本(亿股): 15.87

流通股比率(%): 99.3%

#### 资产负债表摘要(06/11)

股东权益(亿元): 50.36

每股净资产(元): 3.15

市净率(%): 6.17

资产负债率(%): 71.5

#### 公司股价近一年走势



#### 相关报告

#### 事件:

公布《2011年半年报报告》，公司实现主营业务收入 188.69 亿元，比上年同期增长 28.42%；实现归属于母公司所有者的净利润 8.16 亿元，比上年同期增长 136.70%；实现基本每股收益 0.51 元。

#### 点评:

- **主营业务的营业收入同比增长 28%** 2011 年一季度开展全国乳业整顿淘汰将近 35% 的中小企业，留下约 10% 的市场份额。公司采取积极的营销策略促使各产品系列销售增速提升显著，其中液体乳销售额达到 128.9 亿元同比增长 28.67%，冷饮系列销售额达到 26.3 亿元同比增长 29.9%，增速创 2007 年以来的新高；奶粉也有 27.5% 的增速达到 31.3 亿元，主营业务的快速增长也为非公开增发股票的顺利完成提供保障。
- **原奶价格企稳 毛利率触底反弹** 2011 年二季度后，原奶价格上涨趋势减缓，并有小幅下滑的迹象，其主要受二、三季度为产奶的高峰期奶源供应充足，淘汰 35% 的中小企业后奶源需求减少的共同影响，内蒙古、河北等 10 个奶牛主产省（区）生鲜乳平均价格已从最高点的 3.21 元/公斤下滑至 3.18 元/公斤。公司上半年的毛利率为 31.59% 同比略下滑 0.33 个百分点，而环比增加 1.29 个百分点。我们认为原奶价格近期维持高位震荡，公司通过产品提价和结构优化促使毛利率触底反弹。
- **非主营业务收入达 4 亿元左右，增厚 EPS0.21 元** 公司以 4.18 亿元出售惠商投资 50% 的股权，获得投资收益 2.18 亿元；另外获得以政府补贴为主的营业外收入 1.91 亿元而营业外支出缩减到 0.08 亿元，营业外收支为 1.83 亿元，合计非主营业务贡献利润 4.01 亿元，扣除所得税后可贡献利润 3.4 亿元，增厚 EPS0.21 元，摊薄后为 0.17 元（以 20 亿股本计算）。
- **给予“强烈推荐”评级** 淘汰 35% 的中小企业有利于规范乳制品行业的市场秩序，原奶价格上涨趋缓，公司费用管理和盈利能力持续向好净利率可维持在 3.5% 以上，预计 11~13 年的摊薄后 EPS（假定 70 亿融资规模）分别为 0.66(30X)、0.82 (24X)、0.98 (20X)，为非公开增发股票的顺利完成或有持续利好出现，给予“强烈推荐”评级。
- **风险：**发生突发性食品安全事故



| 单位: 亿元   | 2009   | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入     | 243.24 | 296.65 | 376.50 | 459.33 | 567.27 |
| 同比 (%)   | 12.3%  | 22.0%  | 26.9%  | 22.0%  | 23.5%  |
| 营业毛利     | 85.45  | 89.79  | 114.08 | 140.49 | 173.49 |
| 同比 (%)   | 47.1%  | 5.1%   | 27.1%  | 23.2%  | 23.5%  |
| 归属母公司净利润 | 6.48   | 7.77   | 13.29  | 16.57  | 19.89  |
| 同比 (%)   | 138.4% | 20.0%  | 71.0%  | 24.6%  | 20.1%  |
| 总股本 (亿股) | 15.99  | 15.99  | 20.27  | 20.27  | 20.27  |
| 每股收益 (元) | 0.41   | 0.49   | 0.66   | 0.82   | 0.98   |
| ROE      | 18.8%  | 18.4%  | 10.6%  | 11.7%  | 12.3%  |
| P/E (倍)  | 48     | 40     | 30     | 24     | 20     |



## 主要财务指标预测

| 资产负债表          |                 |                 |                 |                 | 利润表               |                 |                 |                 |                 |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 单位:百万元         |                 |                 |                 |                 | 单位:百万元            |                 |                 |                 |                 |
| 会计年度           | 2010            | 2011E           | 2012E           | 2013E           | 会计年度              | 2010            | 2011E           | 2012E           | 2013E           |
| <b>流动资产</b>    | <b>7,557.6</b>  | <b>16,977.3</b> | <b>19,907.6</b> | <b>23,863.7</b> | <b>一、营业收入</b>     | <b>29,665.0</b> | <b>37,650.0</b> | <b>45,933.0</b> | <b>56,727.2</b> |
| 货币资金           | 3,341.7         | 11,926.8        | 13,912.0        | 16,525.9        | 减: 营业成本           | 20,686.3        | 26,242.0        | 31,884.1        | 39,378.7        |
| 交易性金融资产        | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 营业税金及附加           | 87.8            | 153.1           | 188.5           | 233.4           |
| 应收款项           | 279.7           | 308.4           | 373.8           | 461.3           | 销售费用              | 6,807.1         | 8,229.5         | 9,645.9         | 11,912.7        |
| 预付款项           | 1,239.5         | 1,233.7         | 1,409.2         | 1,728.6         | 管理费用              | 1,520.8         | 1,934.2         | 2,417.8         | 3,022.3         |
| 存货             | 2,583.7         | 3,275.0         | 3,979.2         | 4,914.4         | 财务费用              | -20.7           | 62.8            | 176.3           | 176.3           |
| 其他流动资产         | 113.0           | 233.4           | 233.4           | 233.4           | 资产减值损失            | -10.2           | 20.2            | 4.8             | 6.4             |
| <b>非流动资产</b>   | <b>7,804.7</b>  | <b>8,653.7</b>  | <b>8,051.1</b>  | <b>7,448.4</b>  | 加: 公允价值变动收益       | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 0.0             |
| 股权投资           | 605.6           | 551.9           | 551.9           | 551.9           | 投资收益              | 11.8            | 221.9           | 3.8             | 3.8             |
| 债权与公允价值资产      | 17.7            | 17.3            | 17.3            | 17.3            | 其中: 联营企业收益        | 5.6             | 3.8             | 3.8             | 3.8             |
| 固定资产           | 5,590.6         | 5,358.8         | 4,709.6         | 4,060.4         | <b>二、营业利润</b>     | <b>605.7</b>    | <b>1,230.1</b>  | <b>1,619.4</b>  | <b>2,001.3</b>  |
| 在建工程           | 720.6           | 1,454.9         | 1,501.5         | 1,548.0         | 加: 营业外收入          | 302.4           | 385.9           | 397.4           | 409.3           |
| 油气和生物性资产       | 136.2           | 381.6           | 381.6           | 381.6           | 减: 营业外支出          | 54.4            | 17.3            | 21.0            | 23.6            |
| 无形及递延性资产       | 465.9           | 613.0           | 613.0           | 613.0           | <b>三、利润总额</b>     | <b>853.6</b>    | <b>1,598.6</b>  | <b>1,995.9</b>  | <b>2,387.0</b>  |
| 其它非流动资产        | 268.1           | 276.2           | 276.2           | 276.2           | 减: 所得税费用          | 57.9            | 239.4           | 299.4           | 358.1           |
| <b>资产总计</b>    | <b>15,362.3</b> | <b>25,631.0</b> | <b>27,958.6</b> | <b>31,312.1</b> | <b>四、净利润</b>      | <b>795.8</b>    | <b>1,359.2</b>  | <b>1,696.5</b>  | <b>2,029.0</b>  |
| <b>流动负债</b>    | <b>10,198.5</b> | <b>12,024.2</b> | <b>12,655.3</b> | <b>13,979.8</b> | 归属母公司净利润          | 777.2           | 1,329.1         | 1,656.7         | 1,989.2         |
| 短期借款           | 2,746.1         | 3,456.2         | 3,456.2         | 3,456.2         | 少数股东损益            | 18.6            | 30.1            | 39.8            | 39.8            |
| 应付账款           | 3,879.7         | 4,398.0         | 5,286.4         | 6,547.3         | <b>五、总股本(百万股)</b> | <b>1,598.6</b>  | <b>2,027.0</b>  | <b>2,027.0</b>  | <b>2,027.0</b>  |
| 预收帐款           | 1,923.4         | 1,316.2         | 1,450.0         | 1,772.6         | <b>EPS(元)</b>     | <b>0.49</b>     | <b>0.66</b>     | <b>0.82</b>     | <b>0.98</b>     |
| 其它流动负债         | 1,649.3         | 2,853.9         | 2,462.7         | 2,203.8         |                   |                 |                 |                 |                 |
| <b>非流动负债</b>   | <b>651.8</b>    | <b>755.8</b>    | <b>755.8</b>    | <b>755.8</b>    | <b>主要财务比率</b>     |                 |                 |                 |                 |
| 长期借款           | 59.7            | 9.7             | 9.7             | 9.7             | <b>会计年度</b>       | <b>2010</b>     | <b>2011E</b>    | <b>2012E</b>    | <b>2013E</b>    |
| 专项及预计负债        | 75.4            | 66.3            | 66.3            | 66.3            | <b>成长能力</b>       |                 |                 |                 |                 |
| 其它非流动负债        | 516.7           | 679.8           | 679.8           | 679.8           | 营业收入              | 22.0%           | 26.9%           | 22.0%           | 23.5%           |
| <b>负债合计</b>    | <b>10,850.3</b> | <b>12,780.0</b> | <b>13,411.1</b> | <b>14,735.6</b> | 营业毛利              | 5.1%            | 27.1%           | 23.2%           | 23.5%           |
| <b>少数股东权益</b>  | <b>293.5</b>    | <b>301.2</b>    | <b>341.0</b>    | <b>380.9</b>    | 主业盈利              | -24.9%          | 93.8%           | 64.7%           | 21.3%           |
| 股本             | 799.3           | 2,027.0         | 2,027.0         | 2,027.0         | 母公司净利             | 20.0%           | 71.0%           | 24.6%           | 20.1%           |
| 资本公积与其它        | 3,060.5         | 8,834.9         | 8,834.9         | 8,834.9         | <b>获利能力</b>       |                 |                 |                 |                 |
| 留存收益           | 358.7           | 1,687.8         | 3,344.5         | 5,333.6         | 毛利率               | 30.3%           | 30.3%           | 30.6%           | 30.6%           |
| <b>股东权益合计</b>  | <b>4,218.5</b>  | <b>12,549.8</b> | <b>14,206.5</b> | <b>16,195.6</b> | 主业盈利/收入           | 1.9%            | 2.9%            | 3.9%            | 3.8%            |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>15,362.3</b> | <b>25,631.0</b> | <b>27,958.6</b> | <b>31,312.1</b> | ROS               | 2.7%            | 3.6%            | 3.7%            | 3.6%            |
|                |                 |                 |                 |                 | ROE               | 18.4%           | 10.6%           | 11.7%           | 12.3%           |
|                |                 |                 |                 |                 | ROIC              | 11.2%           | 8.5%            | 9.6%            | 10.3%           |
| <b>现金流量表</b>   |                 |                 |                 |                 | <b>偿债能力</b>       |                 |                 |                 |                 |
| <b>会计年度</b>    | <b>2010</b>     | <b>2011E</b>    | <b>2012E</b>    | <b>2013E</b>    | 资产负债率             | 70.6%           | 49.9%           | 48.0%           | 47.1%           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>1,474.6</b>  | <b>1,965.4</b>  | <b>2,204.1</b>  | <b>2,832.9</b>  | 利息保障倍数            | -38.4           | 21.6            | 9.6             | 11.5            |
| 净利润            | 795.8           | 1,359.2         | 1,696.5         | 2,029.0         | 速动比率              | 0.48            | 1.12            | 1.24            | 1.34            |
| 折旧摊销           | 599.8           | 689.2           | 654.0           | 655.6           | 经营现金净额/当期债务       | 0.54            | 0.57            | 0.64            | 0.82            |
| 财务费用           | 54.7            | 127.4           | 176.3           | 176.3           | <b>营运能力</b>       |                 |                 |                 |                 |
| 投资损失           | -11.8           | -221.9          | -3.8            | -3.8            | 总资产周转率            | 1.93            | 1.47            | 1.64            | 1.81            |
| 营运资金变动         | 59.7            | 27.5            | -318.8          | -24.1           | 应收款天数             | 3.39            | 2.95            | 2.93            | 2.93            |
| 其它变动           | -23.7           | -15.9           | 0.0             | 0.0             | 存货天数              | 44.96           | 44.93           | 44.93           | 44.93           |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-2,181.1</b> | <b>-1,540.2</b> | <b>-42.7</b>    | <b>-42.7</b>    | <b>每股指标(元)</b>    |                 |                 |                 |                 |
| 资本支出           | -1,972.1        | -1,686.3        | -46.5           | -46.5           | 主业盈利/股本           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 长期投资           | -207.0          | 133.6           | 0.0             | 0.0             | 每股经营现金流           | 0.92            | 0.97            | 1.09            | 1.40            |
| 其它变动           | -2.0            | 12.5            | 3.8             | 3.8             | 每股净资产             | 2.46            | 6.04            | 6.84            | 7.80            |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>-86.8</b>    | <b>7,505.1</b>  | <b>-176.3</b>   | <b>-176.3</b>   | <b>估值比率</b>       |                 |                 |                 |                 |
| 债务融资           | -37.0           | 667.8           | 0.0             | 0.0             | P/E               | 39.97           | 29.63           | 23.77           | 19.80           |
| 权益融资           | 16.8            | 7,000.5         | 0.0             | 0.0             | P/B               | 7.91            | 3.22            | 2.84            | 2.49            |
| 其它变动           | -66.5           | -163.1          | -176.3          | -176.3          | P/S               | 1.05            | 1.05            | 0.86            | 0.69            |
| <b>汇率变动影响</b>  | <b>0.0</b>      | <b>-0.3</b>     | <b>0.0</b>      | <b>0.0</b>      | EV/EBITDA         | 25.54           | 45.30           | 44.80           | 40.86           |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>-793.4</b>   | <b>7,930.2</b>  | <b>1,985.2</b>  | <b>2,613.9</b>  |                   |                 |                 |                 |                 |

## 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。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

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120