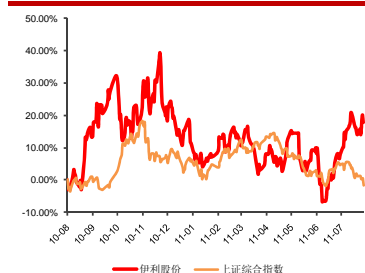


公司评级

谨慎推荐(首次)

公司近一年走势



相关报告

《通胀升级 酒香四溢——食品饮料 2011 年投资策略》

2010 年 12 月 30 日

《啤酒迎夏余热雨 白酒中报有惊喜》

2010 年 7 月 28 日

《寻找确定性——食品农业 2011 年中期投资策略》

2011 年 6 月 30 日

研发部

分析师：冉伶俐

SAC 执业证书编号：S1340510120003

联系电话：010-68858132

Email: ranlingli@cnpsec.com

收入增费用降 新伊利新活力

——伊利股份（600887）半年报点评

事件：

公司公布 2011 年半年报。

点评：

- **业绩概况：主业增长超预期。**2011 年 1-6 月，公司实现营业收入 188.69 亿元，同比增长 28.42%；实现归属于母公司所有者的净利润 8.16 亿元，同比增长 136.70%；实现基本每股收益 0.51 元。不考虑投资收益的业绩贡献，公司主业增长接近 90%，超过市场预期。
- **各业务均衡发展，产品结构持续改善。**报告期内，公司液体乳、冷饮和奶粉业务收入分别为 128.94 亿元、26.32 亿元和 31.31 亿元，同比增速分别为 29.49%、29.89%和 27.52%，各业务实现了均衡快速地发展。各业务中，高端产品占比不断提升，金典、儿童奶和舒化奶占液态奶的占比 20%以上（分别大约为 5%、10%和 5%），金领冠的在奶粉中的占比也超过 10%。
- **原奶价格高位运行，公司承压，毛利率略有下降。**上半年原奶价格高位运行，均价 3.2 元/公斤，同比增长 14.17%。公司承压原材料价格上行，综合毛利率微降 0.2 个百分点，为 31.6%。
- **费用率下降和投资收益大增促公司净利率提升。**报告期内，公司出售呼和浩特市惠商投资管理有限责任公司股权，实现投资收益 2.18 亿元，贡献 1.62 亿元净利润，占比达 19.88%。公司销售费用率 23.7%，同比下降 0.8 个百分点；管理费用率 4.3%，同比上升 0.1 个百分点；财务费用率 -0.1%，同比持平；期间费用率合计 27.88%，降低 0.85 个百分点。在费用率下降和投资收益大增下，公司净利率上升 2 个百分点，到 4.4%。

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	2,432,355	2,966,499	3,775,202	4,696,885
(+/-)	12.30%	21.96%	27.26%	24.41%
营业利润	66,541	60,569	173,086	226,021
(+/-)	-132.46%	-8.98%	185.77%	30.58%
归属于母公司的净利润	64,766	77,720	144,181	188,275
(+/-)	-138.38%	20.00%	85.51%	30.58%
每股收益（元）	0.41	0.49	0.90	1.18
市盈率（倍）	48	40	22	16

➤ **乳制品行业：趋势向好，下半年值得关注。**

从长期看，乳制品行业受益于消费升级，包括农村巨大的潜在消费需求和城市中高端产品消费占比的提升。利乐乳业指数预测，2013 年中国液态乳制品需求量有望从约 250 亿升增长到约 350 亿升，其中乳酸饮料与婴幼儿牛奶消费分别上涨 60%与 50%以上，强劲带动乳制品需求增长。

从下半年看，行业趋势向好：（1）二季度以来，我国乳制品产销量增速已基本回升到历史正常水平，上半年产量同比增长 13.93%，6 月产量同比增长 20.86%；（2）原奶价格涨幅已经趋缓，下半年乳企成本压力有望减缓；（3）新的乳制品生产许可证的重新发放仅有不到六成企业通过审查，明显有利于行业集中度的提升。另外，行业竞争改善，2011 年 1-6 月乳制品行业三项费用率合计 16.1%，同比下降 1.1 个百分点；（4）近日发布的《国家税务总局关于部分行业试行农产品增值税进项税额核定扣除管理办法的公告》指出，高温灭菌乳和巴氏灭菌乳将实行进行税额核定扣除的方法，增值税进项税额核定扣除为乳业减负。

公司作为行业龙头，将明显受益于行业集中度提升和行业竞争改善，实现市场占有率提升和费用率下降。

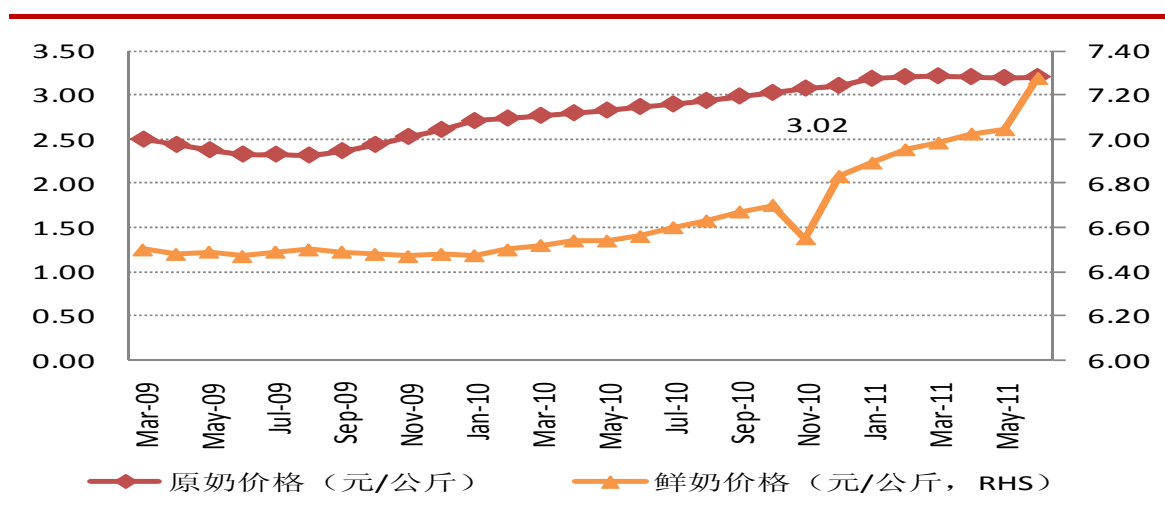
- **定增支撑长期竞争力提升，短期会摊薄业绩。**公司前期公告，拟非公开发行股份募集资金不超过 70 亿元，用于产能扩张和上游奶源建设。其中，用于产能扩张 41.2 亿元（液态奶 18.8 亿元、冷饮 2.8 亿元、奶粉 26 亿元、酸奶 14 亿元），用于奶源建设 12.32 亿元，补充流动资金 16.48 亿元。
- **接力事件营销，提升品牌形象。**今年，公司采用了新 logo “新伊利，滋养生命活力”，新 logo 赋予了新的品牌诉求。公司事件营销策略日益完善成熟，2008 年以来，公司相继在奥运、世博、迪士尼成功进行了事件营销。今年 7 月，公司再次在变形金刚电影热映时进行了事件营销。我们看好公司不断在事件营销中提升品牌形象、实现厚积薄发。
- **盈利预测和评级。**不考虑增发的摊薄效应，我们预计公司 2011-2012 年的 EPS 分别为 0.9 元和 1.18 元，以最新收盘价计算，对应的动态市盈率分别为 22X 和 16X。我们看好乳制品行业的增长空间、行业集中度提升和竞争改善，公司作为行业龙头，长期竞争力明显，首次给予公司“谨慎推荐”的评级。
- **风险提示：**（1）食品安全的风险；（2）大盘系统性风险；（3）前期举报事件后续进展的可能风险。

图表 1：公司各业务中期业绩

	营业收入（元）	毛利率（%）	收入YOY（%）	毛利率变动
液体乳	12,894,236,698.97	29.49	28.67	减少0.57个百分点
冷饮产品系列	2,632,071,909.69	30.13	29.89	减少0.09个百分点
奶粉及奶制品	3,131,024,974.15	41.46	27.52	增加0.57个百分点
混合饲料	211,811,658.84	16.22	11.51	增加1.12个百分点

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 2：原奶价格走势



数据来源：wind，中邮证券研发部

图表 3：公司费用率变化

	2,008	2,009	2,010	2010年中期	2011年中期	中期变动
毛利率	26.82%	35.13%	30.27%	31.76%	31.56%	下降0.20个百分点
销售费用率	25.54%	26.71%	22.95%	24.46%	23.69%	下降0.76个百分点
管理费用率	8.84%	4.90%	5.13%	4.26%	4.32%	上升0.06个百分点
财务费用率	0.07%	0.09%	-0.07%	0.01%	-0.13%	下降0.14个百分点
期间费用率	34.45%	31.70%	28.00%	28.73%	27.88%	下降0.85个百分点

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 4：公司募投项目情况

项目名称	项目总投资（万元）	拟投入募集资金（万元）	达产后年收入（亿元）
液态奶项目	18.83	18.83	53.35
冷饮项目	2.75	2.75	3.13
奶粉项目	5.52	5.52	25.79
酸奶项目	14.1	14.1	34.78
奶源项目	12.32	12.32	7.82
补充流动资金	16.48	16.48	
合计	70	70	124.87

数据来源：中邮证券研发部 公司公告

图表 6：公司盈利预测表

单位：万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	2,165,859	2,432,355	2,966,499	3,775,202	4,696,885
增长率	11.87%	12.30%	21.96%	27.26%	24.41%
减：营业税金及附加	12,152	10,883	8,778	11,326	14,091
销售费用	553,239	649,609	680,707	835,075	1,009,830
管理费用	191,543	119,096	152,081	188,760	234,844
财务费用	1,445	2,240	(2,071)	(3,775)	0
期间费用率	34.45%	31.70%	28.00%	27.02%	26.50%
资产减值损失	29,568	7,690	(1,020)	0	0
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2,001	1,513	1,177	22,000	0
营业利润	(205,001)	66,541	60,569	173,086	226,021
增长率(%)	-2520.83%	-132.46%	-8.98%	185.77%	30.58%
加：营业外收入	21,871	20,923	30,236	0	0
减：营业外支出	12,434	6,277	5,443	0	0
利润总额	(195,564)	81,188	85,362	173,086	226,021
增长率(%)	-1938.15%	-141.51%	5.14%	102.77%	30.58%
利润率(%)	-9.03%	3.34%	2.88%	4.58%	4.81%
减：所得税费用	(21,893)	14,661	5,786	25,963	33,903
实际税负比率(%)	11.19%	18.06%	6.78%	15.00%	15.00%
净利润	(173,671)	66,527	79,576	147,123	192,118
归属母公司所有者的净利润	(168,745)	64,766	77,720	144,181	188,275
增长率	8091.85%	-138.38%	20.00%	85.51%	30.58%
净利润率(%)	-8.02%	2.74%	2.68%	3.90%	4.09%
少数股东损益	(4,926)	1,761	1,857	2,942	3,842
总股本(万股)	159,865	159,865	159,865	159,865	159,865
每股收益(元)	(1.06)	0.41	0.49	0.90	1.18

数据来源：中邮证券研发部 公司公告

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任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、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。