

陈桂柳

执业证书编号：S0270511060001

电话：020-37865153

chengl@wlzq.com.cn

联系人：夏雅琴

电话：021-60883487

发布日期：2012年2月29日

## 业绩符合预期

——伊利股份（600887）2011年报点评

### 研究报告-点评报告

增持（维持）

**事件：**伊利股份2月29日发布2011年度报告公告称，2011年度归属于上市公司股东的净利润为18.09亿元，同比增长132.79%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为13.1亿元，同比增长126.26%；基本每股收益为1.13元，同比增长130.61%。

#### 点评：

- **业绩快速增长，基本符合预期。** 受益于人均乳制品消费提升以及城镇化进程加速，国内乳制品消费需求保持稳定发展，作为行业龙头企业，伊利股份实现良好的经营业绩。公司2011年实现营业收入和净利润分别为374.51亿元和18.09亿元，同比增长分别为26.25%和132.79%，基本符合我们的预期，主营收入增长方面，销量贡献增长12.83%，产品结构调整及销售价格贡献增长7.89%；其中4季度公司实现营业收入和净利润分别为82.50亿元和3.91亿元，同比增长分别为34.37%和72.68%，受益于销售费用率的大幅下降，净利润率提升1.05%至4.74%。

图1：公司营业收入及营业收入增速一览

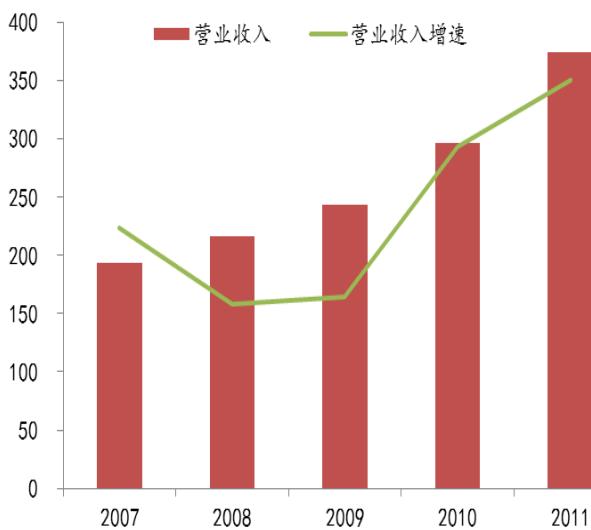
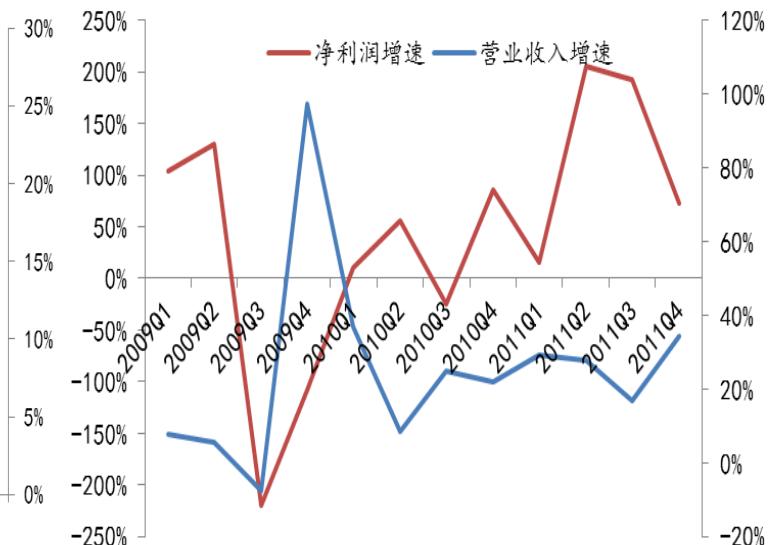


图2：公司单季度营业收入增速和净利润增速一览



数据来源：Wind 资讯 万联证券研究所

- **整体毛利率有所下降，但净利润率大幅提升。** 分产品来看，液体乳实现收入269.33亿元，同比增长28.34%，占全部产品比重有所提升，主要是由于公司产品放量增长，预计金典产品销量突破10亿元，舒化奶突破20亿元以及QQ星儿童成长奶同比增长超100%，另外，蒙牛致癌物事件致使伊利液体乳市占率的提升。虽然产品价格有所上涨，但是由于未能全部消化成本上涨从而致使其毛利率下降2.27%。

奶粉及奶制品实现收入56.42亿元，同比增长22.05%，虽然原辅料价格上涨，但是公司采取调

整产品结构，其中高端奶粉金领冠产品销量出现持续增长，中高端产品占比的提高缓解了成本压力，促使其毛利率提升3.61%。

2011年公司整体毛利率为29.28%，较上期下降近1个百分点，由于2011年液体乳产品占比提升以及其毛利率下降2.27%致使公司整体毛利率有所下降；2011年初以来公司开展“提高费用使用效率和提升公司盈利能力”双提工作卓有成效，其中销售费用率较去年同期下降3.48%，受益于销售费用率的大幅下降以及出售股权实现收益，公司2011年净利润率提升2.21%至4.83%。

图3：各项产品营业收入占比一览

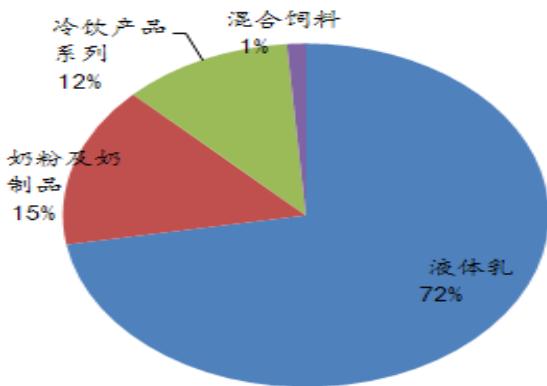
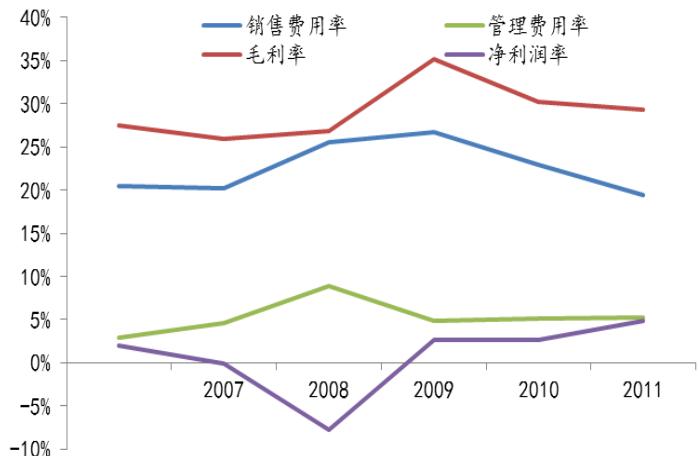


图4：毛利率、销售费用率以及净利润率一览



数据来源：Wind资讯 万联证券研究所

- 定增方案顺利实施有助于提高公司竞争力。**本次定增募集资金对项目结构有所微调，其中调增液态奶项目3.48亿元，调减补充流动资金3.48亿元，其他项目投资规模不变。本次非公开发行募集资金投资项目实施后，公司生产规模将会有所扩大，产品结构更加丰富，产业布局更加完善，有利于公司产品市占率进一步提升，从而提高公司的竞争力和可持续发展能力。

表1：定增募集资金拟用于以下项目：

项目名称	项目总投资(亿元)	拟投入募集资金(亿元)	项目达产后年收入(亿元)
液态奶项目	22.31	18.79	51.02
奶粉项目	5.52	5.50	25.79
冷饮项目	8.05	5.77	10.55
酸奶项目	4.64	4.64	16.08
奶源项目	15.03	11.17	9.89
补充流动资金	--	4.14	--
合计	55.54	50	113.32

数据来源：Wind资讯 万联证券研究所

- 盈利预测与投资建议。**预计公司2012年和2013年营业收入分别为455.25亿元和545.28亿元，净利润分别为21.74亿元和28.46亿元，对应的每股收益分别为1.36元和1.78元，按融资50亿元规模计算，

2012年摊薄之后的每股收益为1.20元，目前股价对应的2012年市盈率为19.33倍。基于国内乳制品行业增长空间大，行业集中度提升以及竞争格局的变化将使公司明显受益，维持公司“增持”评级。

- 风险因素：原奶价格持续上涨，食品安全问题。

### 盈利预测

	2009 年	2010 年	2011 年	2012E
营业收入 (亿元)	243.24	296.65	374.51	455.25
增长比率 (%)	12.30	21.96	26.25	21.56
净利润 (亿元)	6.48	7.77	18.09	21.74
增长比率 (%)	138.38	20.00	132.82	20.19
每股收益 (元)	0.81	0.97	1.13	1.36
市盈率 (倍)	28.64	23.92	20.50	17.06

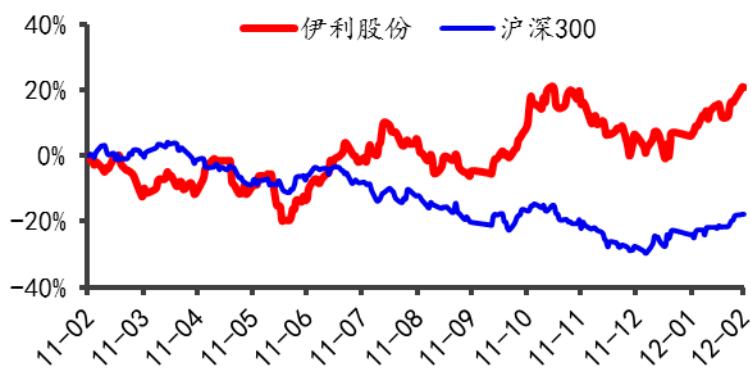
### 市场数据

收盘价 (元)	23.20
一年内最高/最低 (元)	23.61/15.16
沪深300指数	2451.86
市净率 (倍)	6.15
流通市值 (亿元)	368.26

### 基础数据

每股净资产 (元)	3.77
每股经营现金流 (元)	2.30
毛利率 (%)	29.28
净资产收益率 (%)	30.03
资产负债率 (%)	68.36
总股本/流通股 (万股)	159865/158734
B股/H股 (万股)	0/0

### 个股相对沪深300指数走势



### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；  
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；  
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。