

1Q12 业绩增幅 183%， 关注行业寡头集中、龙头稳健发展预期

投资要点：

1. 事件

伊利股份发布 2012 年第一季度报告。

2. 我们的分析与判断

(一) 12 年一季度净利润增幅 183%，超市场预期

1Q12 业绩增幅 183%。 2012 一季度实现营业总收入 102.58 亿元(yoy+13.21%)，利润总额 4.95 亿元(yoy+138.93%)，归属于上市公司股东净利润 4.11 亿元(yoy+183.35%)，每股收益 0.26 元。

1Q12 毛利率环比大幅提高，我们判断同比有所下降主要来自于原奶价格压力。 据披露 2011 年收入相较 2010 年增加 77.21 亿元，其中主要因销量增长增加收入 47.80 亿元(占比 62%)，因结构调整及平均售价提高增加收入 29.41%(占比 38%)；全年毛利率 29.17%(-1.05pct)，第四季度 25.8%。2012 年一季度毛利率 30.52%，同比下降 1.37 个百分点，环比大幅提升。考虑到公司产品结构持续进行优化及一定的售价调整，我们判断本季度毛利率同比下降主要源于原奶价格上涨，商务部统计的原奶主产区价格也显示出相同的趋势。

(二) 关注行业格局寡头集中、龙头稳健发展预期

公司将自身目标定位于“世界一流健康食品集团”，2011 年正式启动品牌全面升级。继成功地成为了奥运和世博赞助商后，2011 年公司已以“新伊利滋养生命活力”为主题，进行全面品牌升级，同时开展与迪士尼长达五年的排他合作协议，提升品牌形象国际定位。

行业格局有望继续向寡头集中，提升龙头企业经营增长预期。 对比海内外食品饮料行业现状来看，我们认为，未来国内乳制品行业有望继续向寡头集中，当 CR4 超过 50%时，可以期待由双寡头向单一寡头势力的转变，行业龙头未来有望形成市场占有率接近 40%的稳固龙头地位及高壁垒水平。

3. 投资建议

2011-13 年 EPS 为 1.13、1.41、1.79 元（增发前），对应 2011/2012/2013 年 PE 为 22、16、13 倍，考虑到“行业和公司拐点”推荐逻辑确立、未来三年净利润增速 28.74%及公司在行业中品牌价值持续提升趋势(详细请参考 2011 年 10 月 18 日公司深度报告)，我们给予“推荐”评级。

伊利股份 (600887.SH)

推荐 维持评级

分析师

周颖

✉: (8610) 8357 1301
✉: zhouying_yj@chinastock.com.cn
执业证书编号: S0130511090001

董俊峰 (首席)

✉: (8610) 6656 8780
✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn
执业证书编号: S0130511010002

| 市场数据 | 时间 | 2012.04.22 |
|----------------|----|------------|
| A股收盘价(元) | | 22.38 |
| A股年内最高价(元) | | 24.55 |
| A股年内最低价(元) | | 18.73 |
| 上证指数 | | 2381 |
| 市净率 | | 5.94 |
| 总股本 (亿股) | | 15.99 |
| 实际流通 A 股 (亿股) | | 15.87 |
| 限售的流通 A 股 (亿股) | | 0.113 |
| 流通 A 股市值 (亿元) | | 355.24 |

相关研究

- 伊利股份 (600887): 业绩超预期, 销量增长贡献度和销售费用率下降 3.5PCT 为主驱因素
20120229
- 伊利股份 (600887): 11 年业绩增幅 100% 以上，关注年报披露日期大幅提前
20120222
- 伊利股份 (600887): 稳步龙头，期待品牌及规模效应持续提升
20111116
- 伊利股份 (600887): 完美验证“期待净利率水平持续提升”
20111030
- 伊利股份 (600887): 关注品牌提升及内生性管理强化，期待净利率水平持续提升
20111018
- 伊利股份 (600887): 看好市场地位决胜力，毛利率再现拐点向上
20110808
- 伊利股份 (600887): 非公开发行沟通进行时，市占率决胜关键期
20110526

本次非公开发行主要项目投资及回报

表 1: 伊利股份非公开发行项目投资及回报

| 项目名称(亿元) | 项目总投资 | 拟投入募集资金 | 总投资分布比例 | 募资分布比例 | 项目达产后年收入 |
|----------|-------|---------|---------|---------|----------|
| 液态奶项目 | 18.83 | 15.31 | 36.17% | 30.62% | 53.35 |
| 奶粉项目 | 5.52 | 5.50 | 10.61% | 11.00% | 25.79 |
| 冷饮项目 | 8.05 | 5.77 | 15.45% | 11.53% | 9.04 |
| 酸奶项目 | 4.64 | 4.64 | 8.90% | 9.27% | 12.54 |
| 奶源项目 | 15.03 | 11.17 | 28.87% | 22.34% | 9.88 |
| 补充流动资金 | - | - | | 15.24% | |
| 合计 | 52.06 | 50.00 | 100.00% | 100.00% | 110.60 |

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

表 2: 伊利股份 2011 年度收入拆分及毛利率变动

| | 销量增长 贡献 | 销量增长 增加成本 | 结构调整及 均价贡献 | 原材料及结构 变化增加成本 | 毛利率 | 毛利率变动(pct) |
|--------|------------|--------------|---------------|------------------|--------|------------|
| 液体乳 | 41.85 | 29.79 | 17.63 | 18.68 | 26.53% | -2.27 |
| 冷饮产品 | 0.17 | 0.12 | 6.6 | 4.4 | 29.81% | 0.66 |
| 奶粉及奶制品 | 3.64 | 2.22 | 6.55 | 1.96 | 42.59% | 3.61 |
| 主营业务 | 47.8 | 33.74 | 29.41 | 24.05 | 29.17% | -1.05 |

资料来源: 中国银河证券研究部测算

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。

中国银河证券食品饮料团队，2011年第九届新财富最佳分析师。

董俊峰，研究部行业研究主管 执行总经理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年至今证券业十一年从业经历。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。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证券业行业研究工作。清华大学硕士。

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。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

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证券投资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
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn