

乳品

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zanglei@cjis.cn

参与人: 蒋鑫

S0960110110022

0755-82026708

jiangxin@cjis.cn

**6-12个月目标价:** 28.75元

当前股价: 22.30元

评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2406.86
总股本(百万)	1598
流通股本(百万)	1587
流通市值(亿)	353
EPS	1.13
每股净资产(元)	3.77
资产负债率	68.36%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
伊利股份	-5.44	18.97	24.55
食品饮料	-4.11	17.75	1.49
沪深300指数	-0.12	6.42	1.69


**相关报告**

伊利股份 - 收入稳健增长, 费用率持续下降

兑现净利率提升 2012-02-29

伊利股份 - 利润增长大幅超预期, 费用率下降至合理水平 2011-10-30

伊利股份 - 中报高增长, 净利率出现上行拐点 2011-08-07

**伊利股份**
**600887**
**强烈推荐**
**费用使用效率提升, 净利率提高具备持续性**

今日伊利股份公布一季报, 实现营业收入 102.58 亿元, 同比增长 13.21%; 营业利润增长 216.75%; 利润总额同比增长 138.93%; 归属上市公司股东的净利润增长 183.35%, 略高于我们此前预期的增长 150%, 实现每股收益 0.26 元。

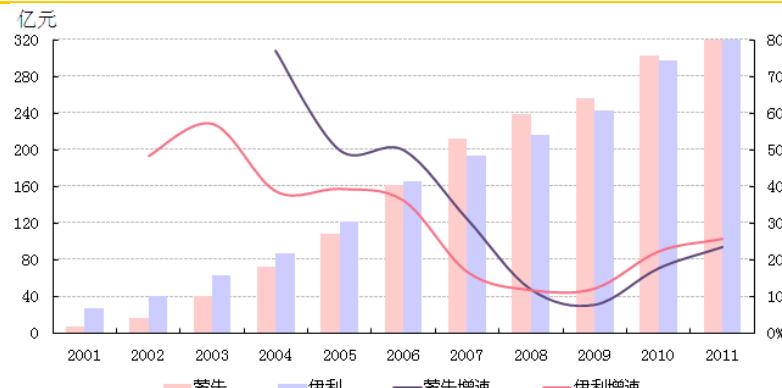
- 实现收入 **102.58 亿元**, 同比增长 **13.21%**, 受春节旺季缩短和蒙牛黄曲霉毒素事件影响, 收入环比增速有所放缓, 但仍高于行业整体 **7.5%** 的销量增速。去年下半年开始, 伊利收入增速远高于蒙牛收入增速, 体现竞争地位不断上升。随着季节性因素影响褪去, 收入增速有望加快, 考虑行业仍有一倍以上空间, 且正常情况下行业增速有 **10%-20%**, 预计伊利未来 3 年能够保持收入 **20%** 的复合增速。
- 毛利率环比提升至 **30.52%**, 预计主要是因为年初公司对产品进行提价, 同时不断推出高毛利新品。毛利率从去年四季度的 **25.84%** 提升至 **30.52%**, 预计是今年年初公司对部分产品进行了提价。原奶仍保持小幅上涨趋势, 季度环比增长 **2%**, 公司具有较强的成本转嫁能力, 预计毛利率能够维持在 **30%** 以上。同时公司不断推出高毛利新品, 近期公司斥资 **2 亿元** 打造了高端活性乳酸菌饮品“每益添”, 由伊利集团研发中心与丹尼斯克公司联合研发, 并聘请杨幂作为产品代言人。
- 每年一季度费用投放比例较大, 因此营业费用环比提升至 **20.6%**, 但同比仍大幅下降 **5 个百分点**, 在蒙牛维持费用率保持不变的背景下, 伊利获得更快增长, 提现更高的费用使用效率。2011 年公司在预测到原辅材料价格将大幅上涨情况下, 为了提升公司盈利能力, 开展了“提高费用使用效率, 提升公司盈利能力”双提活动, 全年销售费用率同比减少 **3.48 个百分点**。其中广告宣传费用率减少 **3.15 个百分点**。预计今年费用费用率的下降仍主要是广告费用率的减少。
- 在费用率下降的背景下归属母公司净利率同比从 **1.6%** 提升至 **4.0%**。过去伊利和蒙牛净利率的差距主要是管理费用率的差别, 蒙牛计划 2015 年将净利率提升到 **6%**。不论从竞争对手来看还是从国外同类公司来看, 伊利净利率提升到 **5%** 难度不大, 如果进行产品线拓展, 利润率可能更高。
- 预计 **2012-2014 年 EPS 分别为 1.30, 1.61, 2.01 (摊薄前)**, 按目前二级市场股价, 按募集 **50 亿元**, 摊薄后 **EPS 为 1.15, 1.42, 1.77**, 目前股价对应 **16 倍 PE**, 为大众消费品行业最低水平, 给予 **2012 年 20 倍 PE**, 目标价 **28.4 元**。按收入 **20%** 复合增速计算, **2015 年公司收入 800 亿元**, 预计净利率能达到 **5%**, 给予 **20 倍估值**, 股价复合增速 **22%**, 维持强烈推荐。风险提示: 营业费用率波动、食品安全

**主要财务指标**

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	37451	46027	55725	66966
收入同比(%)	26%	23%	21%	20%
归属母公司净利润	1809	2078	2574	3206
净利润同比(%)	133%	15%	24%	25%
毛利率(%)	29.3%	29.8%	30.4%	30.4%
ROE(%)	30.0%	25.6%	24.1%	23.1%
每股收益(元)	1.13	1.30	1.61	2.01
P/E	20.50	17.85	14.41	11.57
P/B	6.16	4.58	3.47	2.67
EV/EBITDA	21	13	11	9

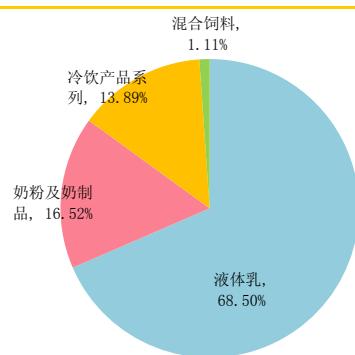
资料来源: 中投证券研究所

图 1 伊利收入增速高于蒙牛



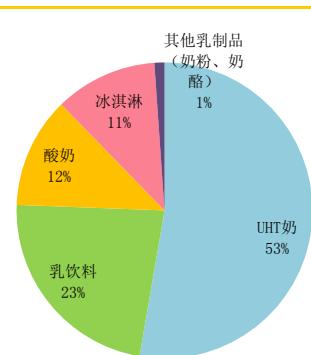
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 伊利产品结构



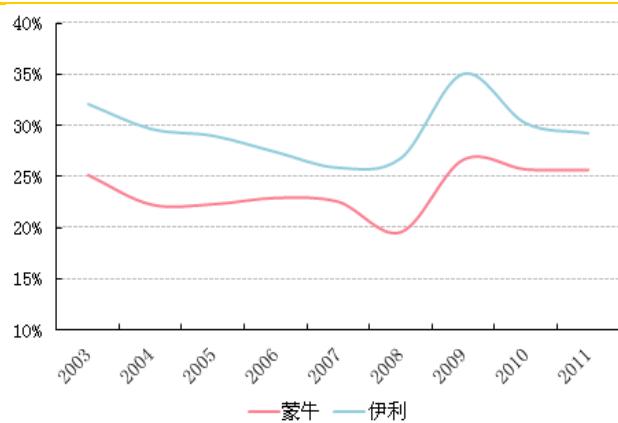
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 蒙牛产品结构



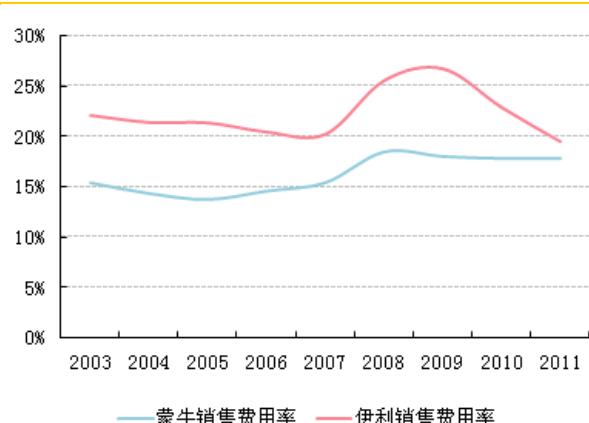
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 4 蒙牛将促销费计入营业成本，毛利率低



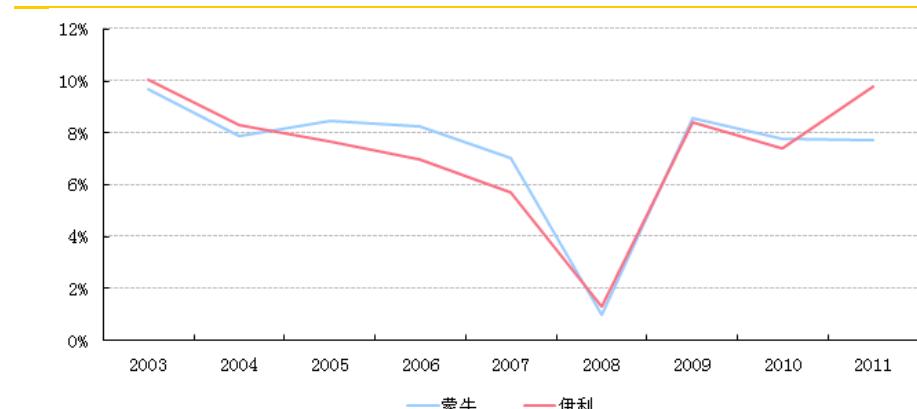
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 5 伊利将促销费用计入销售费用，销售费用率高



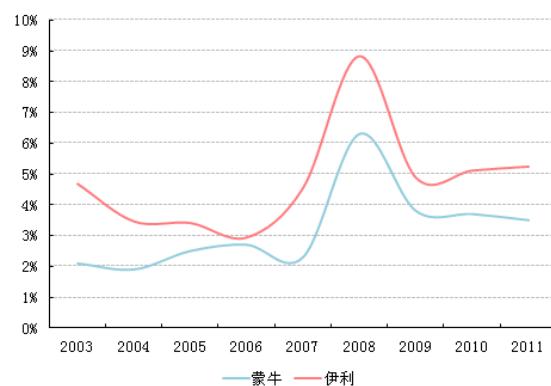
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 6 2011 年以前毛利率-销售费用率差距不大



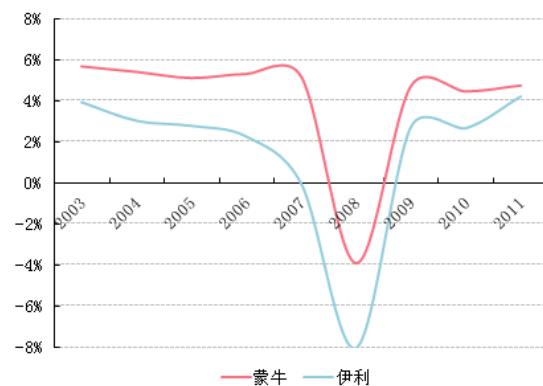
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 7 管理费用率差 1 个点



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 8 2011 年以前净利率差别主要由管理费用造成



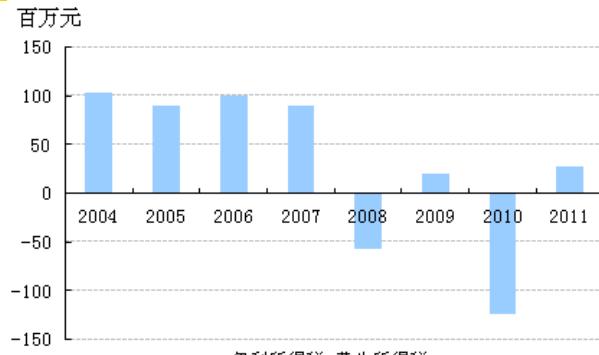
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 9 所得税/利润总额：蒙牛所得税优势逐步消失



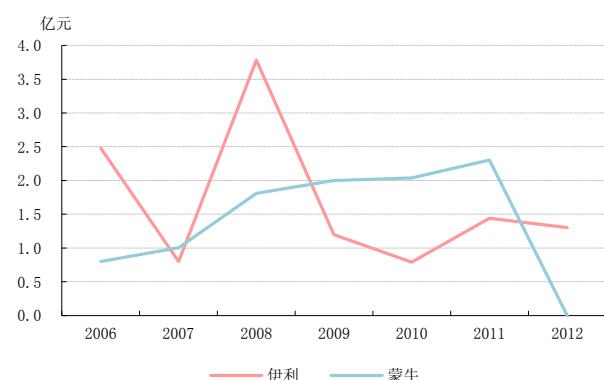
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 10 伊利所得税-蒙牛所得税



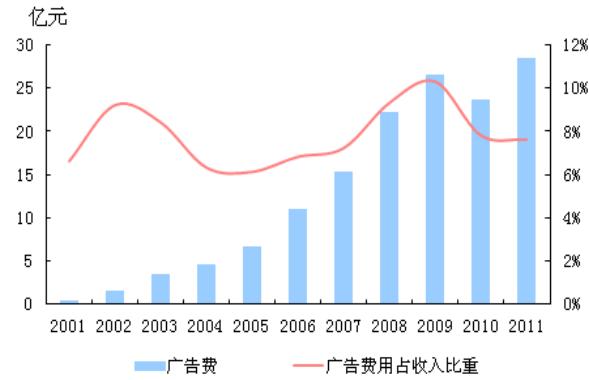
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 11 CCTV 黄金资源广告招标中标情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 12 蒙牛广告费用率持平



资料来源：公司公告、中投证券研究所

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>				
现金	8727	12468	15216	19814
应收账款	281	460	557	670
其他应收款	264	322	390	469
预付账款	835	969	1164	1399
存货	3310	4199	5044	6062
其他流动资产	116	46	56	67
<b>非流动资产</b>	11202	12174	13449	14883
长期投资	567	600	600	600
固定资产	7027	8240	9330	10338
无形资产	676	866	1056	1246
其他非流动资产	2932	2468	2463	2699
<b>资产总计</b>	19930	24641	28664	34697
<b>流动负债</b>				
短期借款	12866	15723	17109	19859
应付账款	2985	2648	2648	2648
其他流动负债	4379	6459	7760	9327
<b>非流动负债</b>	5502	6615	6701	7884
长期借款	758	484	484	484
其他非流动负债	7	7	7	7
<b>负债合计</b>	13624	16207	17593	20343
少数股东权益	282	332	394	471
股本	1599	1599	1599	1599
资本公积	1851	1851	1851	1851
留存收益	2575	4653	7227	10433
归属母公司股东权益	6024	8103	10677	13883
<b>负债和股东权益</b>	19930	24641	28664	34697

**现金流量表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	3670	4169	3294	5107
净利润	1832	2128	2636	3283
折旧摊销	0	406	486	565
财务费用	-49	5	-19	-42
投资损失	-254	-254	0	0
营运资金变动	0	2039	174	1297
其他经营现金流	2141	-154	16	4
<b>投资活动现金流</b>	-3476	-1252	-1780	-2007
资本支出	3789	1280	1577	1804
长期投资	247	33	0	0
其他投资现金流	559	61	-203	-203
<b>筹资活动现金流</b>	-132	-367	19	42
短期借款	287	-337	0	0
长期借款	-53	0	0	0
普通股增加	799	0	0	0
资本公积增加	-802	0	0	0
其他筹资现金流	-364	-30	19	42
<b>现金净增加额</b>	62	2551	1533	3143

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	37451	46027	55725	66966
营业成本	26486	32297	38801	46634
营业税金及附加	233	276	334	402
营业费用	7291	8989	10783	12791
管理费用	1971	2439	2953	3549
财务费用	-49	5	-19	-42
资产减值损失	28	20	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	254	254	0	0
<b>营业利润</b>	1746	2254	2852	3612
营业外收入	421	300	300	300
营业外支出	31	50	50	50
<b>利润总额</b>	2136	2504	3102	3862
所得税	304	376	465	579
<b>净利润</b>	1832	2128	2636	3283
少数股东损益	23	50	62	77
<b>归属母公司净利润</b>	1809	2078	2574	3206
EBITDA	1697	2665	3319	4135
EPS (元)	1.13	1.30	1.61	2.01

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	26.2%	22.9%	21.1%	20.2%
营业利润	188.3	29.1%	26.5%	26.7%
归属于母公司净利润	132.8	14.9%	23.9%	24.5%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	29.3%	29.8%	30.4%	30.4%
净利率	4.8%	4.5%	4.6%	4.8%
ROE	30.0%	25.6%	24.1%	23.1%
ROIC	28.0%	46.5%	46.0%	56.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	68.4%	65.8%	61.4%	58.6%
净负债比率	22.02	16.43%	15.14	13.09%
流动比率	0.68	0.79	0.89	1.00
速动比率	0.42	0.53	0.59	0.69
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	2.12	2.07	2.09	2.11
应收账款周转率	133	124	110	109
应付账款周转率	6.55	5.96	5.46	5.46
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.13	1.30	1.61	2.01
每股经营现金流(最新摊薄)	2.30	2.61	2.06	3.19
每股净资产(最新摊薄)	3.77	5.07	6.68	8.68
<b>估值比率</b>				
P/E	20.50	17.85	14.41	11.57
P/B	6.16	4.58	3.47	2.67
EV/EBITDA	21	13	11	9

---

## 投资评级定义

---

### 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上

推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%

中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内

回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上

中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平

看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

---

## 研究团队简介

---

张 镭: 中投证券研究所首席行业分析师。

蒋 鑫: 中投证券研究所食品行业分析师, 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士。

柯海东: 中投证券研究所酒类行业分析师, 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学工业设计工学学士, 武汉大学营销管理双学士。

---

### 免责条款

---

本报告由中国中投证券有限责任公司 (以下简称“中投证券”) 提供, 旨为派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

---

## 中国中投证券有限责任公司研究所

---

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务 中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际 大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434