



买入

30% ↑

目标价格: 人民币 29.00

600887.SS

价格: 人民币 22.38

目标价格基础: 21.6 倍 12 年市盈率

板块评级: 增持

本报告要点

- 1 季度收入增速高于行业产量增速, 高于主要竞争对手蒙牛
- 费用率继续超预期下降

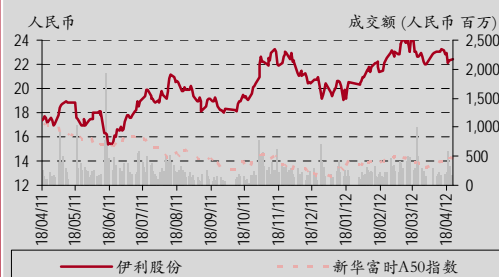
我们的观点有何不同?

- 乳业投资首选龙头企业
- 肯定伊利股份依据自身优势实现利润增长的路径; 肯定伊利股份具备较强的中线投资价值

主要催化剂/事件

- 增发
- 上半年同比情况优越, 季度增速提升, 存较大超预期可能

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	13	(1)	9	30
相对新华富时 A50 指数	2	(4)	7	47

发行股数 (百万)	1,599
流通股 (%)	89.82
流通股市值 (人民币 百万)	32,136
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	255
净负债比率 (%) (2012E)	净现金
主要股东 (%)	
呼和浩特投资有限公司	10.18

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 4 月 23 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费品: 食品及饮料

刘都

(8621) 2032 8510

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120001

*苏斌为本报告重要贡献者

伊利股份

1 季度业绩高增, 同竞争对手拉大差距

2012 年 1 季度伊利股份实现销售收入 102.58 亿元, 同比增长 13.21%; 实现营业利润 4.60 亿元, 同比增长 216.75%; 实现利润总额 4.95 亿元, 同比增长 138.93%; 实现归属上市公司股东净利润 4.11 亿元, 同比增长 183.35%; 每股收益 0.26 元, 扣除非经常损益后每股收益 0.24 元, 大幅超出市场预期, 我们原先预测净利润同比增长超过 115% 或 0.22 元每股收益以上。

支撑评级的要点

- 收入增速尚可, 显著高于行业产量增速; 业绩增长超预期。
- 费用率下降抵消毛利率下降的负面影响, 并给净利润率十分正面影响。上年 1 季度销售费用率高位, 预计 2012 全年费用率下降收窄。
- 现金流状况暂时不佳, 经营性现金流净额较上年同期大幅减少, 主要系预收账款余额下降影响, 资本开支仍高位, 预计定增完成后, 高负债率情况会得到显著改善。
- 具备中长线投资价值, 仍是乳业投资的首选。

评级面临的主要风险

- 不可预测的食品安全问题。
- 原奶和包材价格出现大幅上涨。
- 公司治理风险。
- 增发摊薄。

估值

- 我们预计 2012-13 年每股收益为 1.34 元和 1.68 元, 由于 2011 年高基数特殊原因, 导致 2012 年利润增速或慢于 2011 年。维持 29.00 元目标价, 相当于 2012 和 2013 年 21.6 倍和 17.3 倍市盈率, 维持 **买入** 评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入 (人民币 百万)	29,665	37,451	46,310	56,124	66,694
变动 (%)	22.0	26.2	23.7	21.2	18.8
净利润 (人民币 百万)	777	1,809	2,144	2,684	3,294
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.49	0.57	1.34	1.68	2.06
变动 (%)	20.0	16.4	18.5	25.2	22.7
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	1.21	1.52	-
核心每股收益 (人民币)	0.48	0.97	1.32	1.67	2.05
变动 (%)	20.0	103.2	35.9	26.0	22.9
全面摊薄市盈率 (倍)	46.0	39.6	16.7	13.3	10.9
核心市盈率 (倍)	46.7	23.0	16.9	13.4	10.9
每股现金流量 (人民币)	1.84	2.30	2.72	3.15	3.43
价格/每股现金流量 (倍)	12.1	9.7	8.2	7.1	6.5
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	14.5	14.4	10.3	7.6	5.6
每股股息 (人民币)	0.00	0.25	0.27	0.34	0.52
股息率 (%)	0.00	1.12	1.22	1.52	2.33

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

业绩概述

2012 年 1 季度伊利股份实现销售收入 102.58 亿元，同比增长 13.21%；实现营业利润 4.60 亿元，同比增长 216.75%；实现利润总额 4.95 亿元，同比增长 138.93%；实现归属上市公司股东净利润 4.11 亿元，同比增长 183.35%；每股收益 0.26 元，扣除非经常损益后每股收益 0.24 元，大幅超出市场预期，我们原先预测净利润同比增长超过 115%。

收入增速下降，后续季度增速有望提高。1-2 月份液体乳及乳制品制造业收入同比增速 16.18%，较上年同期 18.32% 的增速有所下滑。1-2 月份，乳制品累计产量同比增速低于 5%，产量增速下滑同上年乳制品行业整顿，大量小企业以及不符合监管新政的企业退出有较大关联，总体看，1 季度行业产量和销售收入增速不高，但龙头企业受益于行业整顿。伊利股份 1 季度收入增速 13.21%，上年第 1 季度增速居 2011 年季度增速第二位，上年季度增速最低为第三季度，为 16.88%，后续季度增速有望提高。

收入增速高于主要竞争对手，利润增速大幅领先。2012 年 1 季度预计公司主要竞争对手蒙牛乳业(2319.HK/港币 22.95, 未有评级)收入增速在 5%-10% 之间，且利润增速低于收入增速。由于上年末以及年初先后发生的黄曲霉毒素、学生饮奶安全事件影响，蒙牛遭遇信任危机，加上年初蒙牛管理层变动，蒙牛的生产销售受到一定影响，伊利股份成为最主要的受益者。

毛利率略降，销售费用率继续大幅下滑。受原奶成本小幅上涨影响，1 季度综合毛利率为 30.5%，同比下降 1.4 个百分点，销售费用率 20.6%，同比大幅下降 5.0 个百分点。上年 1 季度销售费用率增长最快，销售费用率最高，预计全年销售费用率降幅收窄。

管理费用率和财务费用率同比略增。其中管理费用率 4.4%，同比略增 0.4 个百分点，财务费用率 0.1%，同比微增 0.2 个百分点。三项费用率合计 25.2%，同比下降 4.4 个百分点。对于收入规模超 300 亿元的企业而言，费用率下降对利润增厚影响非常明显。

我们有理由相信龙头企业的费用投入拐点自 2010 年即已到来（我们于 2010 年报分析以及各月月报当中均重点提及），市场应该确信这一点。另外一个角度，从市场进入门槛来看，由于进入门槛的抬高致使小企业的扩能以及其他资本的介入存在障碍，龙头企业的销售费用率在达到一个合理的水平之前，其下降是可持续的（从囚徒困境博弈矩阵看，蒙牛的营销投入策略对公司的策略选择有很大影响，阶段性会有反复，但趋势是向下到合理水平），综合而言，伊利股份的费用率仍有下降的空间。

图表 1. 超大型乳企费用投入博弈 2×2 矩阵

蒙牛 B \ 伊利 A	加大费用投入	减少费用投入
	加大投入	减少投入
加大投入	费用率 AB 皆高，利润率不提升	费用率 B 高 A 低，收入增长 B 高 A 低
减少投入	费用率 A 高 B 低，收入增长 A 高 B 低	费用率 AB 皆低，收入增速接近，不低于行业整体

资料来源：公司数据

预收款同比大幅下降影响经营现金流。1 季度现金及现金等价物净增加额为 -11.65 亿元，同比大幅减少 8.81 亿元，主要由于经营活动产生的现金流量净额同比大幅下降 590.1%。1) 销售商品和提供劳务收到现金为 104.52 亿元，同比增 8.5%，低于收入增速，其中预收账款余额较上年同期大幅减少 3.70 亿元，较上年末减少 18.02 亿元；2) 收到其他与经营活动有关的现金为 1.08 亿元，同比下降 41.0%，41.01%，主要原因是政府补助减少所致。

1 季度固定资产投资继续保持高位，购置资产现金流出达 7.82 亿元，同上年基本持平。

公司连续高建设投入，导致公司负债率偏高，定增完成后，公司资金面情况将更为好转。

其他影响利润的情况。1 季度营业外收入较上年减少 2,309 万元，同比下降 35.42%，系政府补助减少；营业外支出增加 373 万元，同比增加 118.68%，系生产性生物资产处置损失增加。

伊利股份的投资价值逻辑

我们认为，乳业当下这一特点非常突出——龙头企业领导行业增长，中小企业的增长存在不同角度的欠缺，或未因基数小而相对增长更快，或收入较快增长的同时利润不能够同步增长，因此，投资乳业，则必然首先选择龙头企业。

产业竞争格局，产业上中下游资源的集约趋势，均有利于龙头企业。乳业行业政策不但严厉而且频繁。政策外力从中长期看，对行业竞争格局影响深远，主客观都进一步将产业链话语权集中到龙头企业，资源相对垄断，这包括奶源控制和采购、生产布局及排他、准入门槛等，中小企业无法做到多环节优势均衡，导致生产基地布局的止步不前，市场份额处于被动守势，另外还会被强制出局。

龙头企业依据自身商业模式特点，通过自身的积累，已经在营销资源取得优势。截至 2011 年上半年，伊利和蒙牛的销售费用占全行业 55%。就美国经验而言，食品饮料、医药是广告投入大户，国内乳业营销资源相对垄断也是不争的事实。而这种垄断优势，会带来很大的费用收缩弹性。前期龙头企业以高投入的营销快速扩张，当前在费用率回归理性的同时却不必担心市场被蚕食，这是其他行业所较难比拟的。

龙头企业具备平台商资质，伊利股份现有 7,000 多人的营销队伍，代理商数量庞大，渠道足够宽阔，在足够大的分销平台上，公司一旦开发出适路对销的产品，则很容易上量，例如公司的 QQ 星儿童奶和金典有机奶，而其他公司往往在市场开拓方面即遭遇瓶颈，这一平台溢价需要在投资当中予以考虑。

近期蒙牛频发信任危机事件，给予主要竞争对手伊利股份更好的市场渗透机会。

经历了食品安全危机、举报信危机等事件之后，伊利股份公司释放业绩的态度在往好的方向转变。

图表 2. 公司 2012 年 1 季度利润表分析

(人民币, 百万)	2011 年 1 季度	2012 年 1 季度	同比变动(%)
营业总收入	9,061.05	10,257.91	13.21
营业收入	9,061.05	10,257.91	13.21
营业总成本	8,915.68	9,796.67	9.88
营业成本	6,171.68	7,127.14	15.48
营业税金及附加	53.42	77.25	44.60
销售费用	2,320.98	2,113.25	(8.95)
管理费用	368.56	455.22	23.51
财务费用	(5.48)	15.09	(375.30)
资产减值损失	6.51	8.72	33.89
其他经营收益			
投资净收益	(0.16)	(1.29)	710.39
汇兑净收益	0.00	0.00	
营业利润	145.21	459.95	216.75
加: 营业外收入	65.18	42.09	(35.42)
减: 营业外支出	3.14	6.87	118.68
利润总额	207.25	495.18	138.93
减: 所得税	57.38	72.94	27.13
净利润	149.87	422.24	181.73
减: 少数股东损益	4.91	11.48	133.82
归属于母公司股东的净利润	144.96	410.76	183.35
每股收益(元)	0.09	0.26	
盈利能力(%)			增减百分点
毛利率	31.9	30.5	(1.4)
经营利润率	1.6	4.5	2.9
税前利润率	2.3	4.8	2.5
净利率	1.7	4.1	2.5

资料来源: 公司资料, 中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	29,665	37,451	46,310	56,124	66,694
销售成本	(20,686)	(26,486)	(32,597)	(39,426)	(46,865)
经营费用	(8,394)	(9,269)	(11,153)	(13,436)	(15,769)
息税折旧前利润	1,198	2,432	3,255	4,065	4,961
折旧及摊销	(613)	(735)	(696)	(804)	(901)
经营利润 (息税前利润)	585	1,697	2,559	3,261	4,060
净利息收入/(费用)	21	49	(68)	(34)	(15)
其他收益/(损失)	248	390	225	175	130
税前利润	854	2,136	2,717	3,402	4,175
所得税	(58)	(304)	(540)	(679)	(834)
少数股东权益	(19)	(23)	(33)	(39)	(47)
净利润	777	1,809	2,144	2,684	3,294
核心净利润	765	1,555	2,114	2,664	3,274
每股收益(人民币)	0.49	1.13	1.34	1.68	2.06
核心每股收益(人民币)	0.48	0.97	1.32	1.67	2.05
每股股息(人民币)	0.00	0.25	0.27	0.34	0.52
收入增长(%)	21.96	26.25	23.65	21.19	18.83
息税前利润增长(%)	(14.95)	190.07	50.83	27.43	24.48
息税折旧前利润增长(%)	1.33	103.18	34.09	24.87	22.03
每股收益增长(%)	20.00	132.79	18.52	25.17	22.72
核心每股收益增长(%)	20.00	132.79	18.52	25.17	22.72

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	854	2,136	2,717	3,402	4,175
折旧与摊销	610	731	696	804	901
净利息费用	55	103	68	34	15
运营资本变动	(12)	918	1,002	1,371	925
税金	(58)	(304)	(540)	(679)	(834)
其他经营现金流	49	593	466	146	347
经营活动产生的现金流	1,475	3,670	4,348	5,037	5,489
购买固定资产净值	(1,987)	(3,789)	(2,500)	(2,000)	(1,600)
投资减少/增加	(192)	339	0	0	0
其他投资现金流	(2)	(26)	(197)	(38)	(38)
投资活动产生的现金流	(2,181)	(3,476)	(2,697)	(2,038)	(1,638)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(50)	(53)	150	120	96
支付股息	0	(400)	(435)	(545)	(835)
其他融资现金流	(37)	320	(875)	(458)	(301)
融资活动产生的现金流	(87)	(132)	(1,160)	(883)	(1,040)
现金变动	(772)	579	491	2,117	2,810
期初现金	4,113	3,342	3,921	4,412	6,529
公司自由现金流	(707)	195	1,651	2,999	3,851
权益自由现金流	(736)	191	1,734	3,086	3,932

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	3,342	3,921	4,412	6,529	9,339
应收帐款	280	387	440	539	640
库存	2,584	3,310	4,564	4,731	5,155
其他流动资产	1,352	1,110	1,657	1,871	2,900
流动资产总计	7,558	8,727	11,073	13,669	18,035
固定资产	5,591	7,027	8,652	9,860	10,854
无形资产	461	676	650	624	598
其他长期资产	1,753	3,499	3,893	3,935	3,692
长期资产总计	7,805	11,202	13,196	14,419	15,144
总资产	15,362	19,930	24,268	28,089	33,179
应付帐款	3,704	4,379	5,379	6,308	7,498
短期债务	2,698	2,985	2,090	1,567	1,175
其他流动负债	3,796	5,502	7,756	8,773	10,358
流动负债总计	10,198	12,866	15,225	16,648	19,032
长期借款	60	7	157	277	373
其他长期负债	592	751	840	938	1,043
股本	799	1,599	1,599	1,599	1,599
储备	3,419	4,426	6,135	8,274	10,733
股东权益	4,219	6,025	7,734	9,873	12,332
少数股东权益	294	282	314	353	400
总负债及权益	15,362	19,930	24,268	28,089	33,179
每股帐面价值(人民币)	5.28	3.77	4.84	6.18	7.71
每股有形资产(人民币)	4.70	3.35	4.43	5.78	7.34
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.35)	(0.59)	(1.36)	(2.94)	(4.88)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	4.04	6.49	7.03	7.24	7.44
息税前利润率(%)	1.97	4.53	5.53	5.81	6.09
税前利润率(%)	2.88	5.70	5.87	6.06	6.26
净利率(%)	2.62	4.83	4.63	4.78	4.94
流动性					
流动比率(倍)	0.74	0.68	0.73	0.82	0.95
利息覆盖率(倍)	(28.2)	(34.52)	37.86	96.35	269.44
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.49	0.42	0.43	0.54	0.68
估值					
市盈率(倍)	46.03	19.77	16.69	13.33	10.86
核心业务市盈率(倍)	46.74	23.00	16.92	13.43	10.93
目标价对应核心业务市盈率(倍)	59.65	25.62	21.62	17.27	14.08
市净率(倍)	3.96	5.67	4.45	3.50	2.81
价格/现金流(倍)	12.13	9.75	8.23	7.10	6.52
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.48	14.35	10.32	7.65	5.64
周转率					
存货周转天数	31.79	32.26	35.97	30.77	28.21
应收帐款周转天数	3.16	2.74	3.29	3.29	3.29
应付帐款周转天数	65.36	60.34	60.23	58.40	58.40
回报率					
股息支付率(%)	0.00	22.09	20.30	20.29	25.36
净资产收益率(%)	17.64	29.06	27.05	26.63	26.24
资产收益率(%)	5.06	9.08	8.84	9.56	9.93
已运用资本收益率(%)	6.00	13.68	18.63	20.25	21.31

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371