

乳品

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 蒋鑫

S0960110110022

0755-82026708

jiangxin@cjis.cn

6-12 个月目标价:

当前股价: 24.28 元

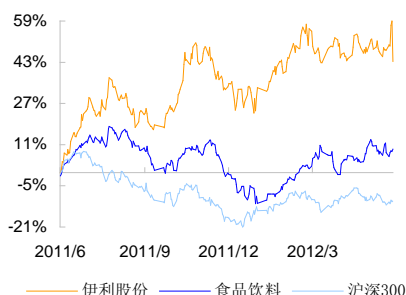
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2306.85
总股本(百万)	1598
流通股本(百万)	1587
流通市值(亿)	346
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	-3.79	-8.37	11.81
食品饮料	1.70	4.71	10.73
沪深 300 指数	-1.82	-1.42	7.11



相关报告

伊利股份-费用使用效率提升,净利率提高
具备持续性 2012-04-24

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
降至合理水平 2011-10-30

伊利股份

600887

强烈推荐

伊利紧急召回部分乳粉产品事件点评

6月12日,国家食品安全风险监测发现伊利公司生产的个别全优2、3、4段乳粉参照健康综合指标,产品汞含量有异常。公司于6月13日开始将2011年11月-2012年5月内生产的全优2、3、4段乳粉全部召回,同时积极查验原因并及时妥善处理。

- **汞含量异常是事实,公司表示未来将汞含量纳入常规检测。**婴幼儿奶粉中污染物检测标准没有对汞含量进行限制,但是对乳清粉、乳清蛋白粉、发酵乳、调制乳、炼乳、乳粉、生乳、灭菌乳、巴氏杀菌乳中的污染物限量应符合 GB 2762 的规定,鲜乳中不得超过 0.01mg/kg,公司被检的 40 个批次的产品中,有 2 个批次汞含量为 0.034mg/Kg 和 0.045mg/Kg,两个乳清粉原料样品汞含量分别为 0.54mg/Kg 和 0.42mg/Kg。汞属于污染物,在生产、运输、使用过程中都可能污染。由于无标准限制,过去公司对汞含量只是进行抽检,公司表示以后会将汞含量纳入常规检测。
- **公司将去年 11 月到今年 5 月内生产的全优 2、3、4 段乳粉全部召回,体现出公司作为龙头企业的责任感,使消费者能放心购买其余产品,直接召回业绩影响不大,主要是对后续销售的影响。**事件影响主要包括召回损失、产品索赔、后续销售影响。公司的收入中奶粉占 15%,其中婴幼儿奶粉占 60%,公司的婴幼儿奶粉从高端到低端分为四个品类:金领冠 199 元、金装 138 元、全优 118 元、普装 88 元。我们预计全优占婴幼儿奶粉收入不到 1/4,占整体收入不到 2%,过去半年收入不超过 4 亿,因此召回损失预计不大;主要是对奶粉和其他产品后续销售的影响,结合此前食品安全问题恢复速度,一般销量恢复增长至少要 3 个月,去年公司三季度奶粉收入约 15 亿,整体收入 102.5 亿。我们下调全年收入增速至 12%,利润增长持平。
- **我们整理了历次食品安全问题对业绩和股价的影响。**除三聚氰胺外,以往出事后实际收入与此前一致预期偏差在 (-40%, -10%),出事后实际利润与此前一致预期偏差在 (-60%, -20%),股价最深跌幅在 (-60%, -30%),股价至最深跌幅时间 3 天到 3 个月不等,一般事后 3 至 14 个月盈利出现同比增长。当然可能有其他非事件因素影响,如经济原因、原料价格大幅上涨等。我们认为此次事件影响远小于三聚氰胺和瘦肉精事件,也比黄曲霉毒素影响略小,预计股价最深跌幅接近-30%。
- **作为国产第二大品牌的贝因美值得关注,贝因美在历史上从未被报道过产品质量不合格,而且贝因美和伊利的优势区域都在三四线城市,贝因美的冠军宝贝系列与伊利金领冠系列价格相当,贝因美金装系列奶粉与伊利的金装和全优系列价格相当,短期内可能填补伊利空缺并提高市场份额,预计贝因美 2012-2013 年 EPS 分别为 1.22 和 1.45,对应 PE 分别为 18、15 倍,给予明年 18 倍 PE,目标价 26 元。**

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	37451	42008	51421	62336
收入同比(%)	26%	12%	22%	21%
归属母公司净利润	1809	1809	2322	2898
净利润同比(%)	133%	0%	28%	25%
毛利率(%)	29.3%	29.4%	29.9%	30.1%
ROE(%)	30.0%	24.3%	23.8%	22.9%
每股收益(元)	1.13	1.13	1.45	1.81
P/E	19.31	19.31	15.05	12.05
P/B	5.80	4.70	3.58	2.76
EV/EBITDA	14	13	10	8

- 国务院总理6月13日主持国务院常务会议要求健全食品安全监管。从长期来看，食品质量问题的频发，倒逼国家食品安全监管机构提升乳制品质量标准，提高产品质量，加强对乳品企业监管，加速行业集中，大企业负责任的行为会得到广大消费者的认同和信赖，对整个行业有积极的影响。
- 我们下调盈利预测至2012-2014年公司EPS分别为1.13、1.45、1.81(摊薄前)，假设增发3亿股，募集50亿资金，摊薄后2012-2014年EPS分别为0.95、1.22、1.52，对应摊薄后PE26、20、16倍，给予摊薄后明年20倍基本合理，我们预计跌幅最深可能接近-30%，可以择机买入。
- 风险提示：营业费用率波动、食品安全问题

表 1 其他食品安全问题爆发对业绩和股价影响的回顾

公司	事件	时间	此前市场 收入预期	实际收入	实际收入 与预期偏 差	此前市 场利润 预期	实际利 润	实际利润 与预期偏 差	股价最 深涨跌 幅	股价至 最低点 时间	业绩恢复增 长时间
伊利	三聚氰胺	9.11	240.5 亿	216.6 亿	-9.94%	3.2 亿	-17.4 亿	-643.7%	-56.7%	46 天	5-6 个月
蒙牛	三聚氰胺	9.11	265.1 亿	238.6 亿	-10.00%	11.2 亿	-9.24 亿	-182.5%	-73.5%	54 天	8-9 个月
圣元	三聚氰胺	9.11	4.71 亿	3.48 亿	-26.11%	1.10 亿	-0.64 亿	-158.1%	-90.7%	177 天	13-14 个月
飞鹤	三聚氰胺	9.11	0.48 亿	1.14 亿	137.50%	0.16 亿	0.28 亿	75.0%	383.0%		合格
圣元	性早熟	8.5	3.91 亿	2.52 亿	-35.55%	0.38 亿	-0.22 亿	-157.9%	-43.9%	33 天	12-13 个月
双汇	瘦肉精	3.15	460.0 亿	355.8 亿	-22.7%	36.0 亿	14.4 亿	-60.0%	-36.2%	11 天	12-13 个月
味千	猪骨汤精	7.23	35.6 亿	30.7 亿	-13.8%	5.6 亿	3.7 亿	-33.9%	-50.0%	30 天	仍未增长
雨润	瘦肉精	9.8	361.0 亿	323.2 亿	-10.5%	32.0 亿	18.0 亿	-43.8%	-55.6%	19 天	仍未增长
三全	葡萄球菌	11.7	26.3 亿	26.3 亿	0%	1.69 亿	1.34 亿	-20.7%	-38.8%	76 天	仍未增长
蒙牛	黄曲霉毒素	12.26							-31.4%	3 天	3 个月

资料来源：中投证券研究所整理，注：业绩恢复增长慢或包含其他非事件因素，所有单位均为上市地区货币单位，伊利、双汇、三全货币单位为亿人民币，蒙牛、雨润、味千货币单位为亿港元，圣元、飞鹤货币单位为亿美元。

图 2 食品中贡限量指标

GB 2762—2005		
4.3 汞		
4.3.1 食品中汞限量指标见表 3。		
表 3 食品中汞限量指标		
食 品	限量 (MLs) / (mg/kg)	
	总汞(以 Hg 计)	甲基汞
粮食(成品粮)	0.02	—
薯类(土豆、白薯)、蔬菜、水果	0.01	—
鲜乳	0.01	—
肉、蛋(去壳)	0.05	—
鱼(不包括食肉鱼类)及其他水产品	—	0.5
食肉鱼类(如鲨鱼、金枪鱼及其他)	—	1.0

资料来源：卫生部、中投证券研究所

附录:

官方网站公告:

6月12日,国家食品安全风险监测发现我公司生产的个别全优2、3、4段乳粉参照健康综合指标,产品汞含量有异常。据此,我公司立即对所有产品进行排查,自检、送检。鉴于国内外尚无乳粉中汞含量限量的标准,我公司本着对消费者高度负责、有效防范风险的态度,于6月13日开始将2011年11月-2012年5月内生产的全优2、3、4段乳粉全部召回,同时积极查验原因并及时妥善处理。

我公司生产的其他婴幼儿乳粉、雪糕冰激凌、牛奶、酸奶等产品,全部经过了企业自检、送检以及国家监管部门的检测,均未检出。

伊利集团官网将及时公布处理结果。

内蒙古质监局副局长马达回应媒体: 婴幼儿奶粉产品的原料乳清粉汞含量超标

内蒙古质监局副局长马达回应媒体:根据国家食品安全风险监测,发现内蒙古伊利集团个别乳粉产品含有汞成分。但是,目前对此尚无限量规定。根据国家食品安全风险监测提供的信息,我局对伊利集团的产品进行了检测,结果显示,被检的40个批次的产品中,有2个批次汞含量为0.034mg/Kg和0.045mg/Kg。为查找原因,又对7个乳清粉原料进行了检测,结果显示,有两个乳清粉原料样品汞含量分别为0.54mg/Kg和0.42mg/Kg。与其他同类产品相比,含量要高。因此,将此情况视为异常,应引起重视,并查清原因,予以解决。

质检总局发文补充: 未发现国内其他企业生产的婴幼儿配方乳粉汞含量异常

根据国家食品安全风险监测发现个别婴幼儿配方乳粉汞含量异常的情况,质检总局立即组织国家食品质检中心对所有婴幼儿配方乳粉生产企业的所有品种的婴幼儿配方乳粉,开展汞含量专项应急监测。截止6月14日12时,共抽检了715个婴幼儿乳粉样品,覆盖了全部婴幼儿乳粉生产企业(其中20家企业停产未采集到样品)。检测结果显示,除伊利集团公司所属婴幼儿乳粉生产企业的个别批次产品汞含量异常外,未发现国内其他企业生产的婴幼儿配方乳粉汞含量异常的问题。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	8727	11258	14256	18800
现金	3921	5755	7560	10704
应收账款	281	420	514	623
其他应收款	264	294	360	436
预付账款	835	890	1082	1308
存货	3310	3857	4688	5667
其他流动资产	116	42	51	62
非流动资产	11202	11811	12618	13508
长期投资	567	600	600	600
固定资产	7027	7876	8499	8962
无形资产	676	866	1056	1246
其他非流动资产	2932	2469	2463	2700
资产总计	19930	23069	26874	32308
流动负债	12866	14849	16276	18742
短期借款	2985	2648	2648	2648
应付账款	4379	5933	7213	8718
其他流动负债	5502	6267	6415	7376
非流动负债	758	484	484	484
长期借款	7	7	7	7
其他非流动负债	751	477	477	477
负债合计	13624	15333	16760	19226
少数股东权益	282	303	359	428
股本	1599	1599	1599	1599
资本公积	1851	1851	1851	1851
留存收益	2575	3984	6305	9204
归属母公司股东权益	6024	7434	9755	12653
负债和股东权益	19930	23069	26874	32308

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	3670	4110	3572	5113
净利润	1832	1830	2377	2968
折旧摊销	731	797	957	1113
财务费用	-49	9	-13	-38
投资损失	-254	0	0	0
营运资金变动	1321	1766	237	1069
其他经营现金流	89	-292	13	1
投资活动现金流	-3476	-1505	-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	-193	-203	-203
筹资活动现金流	-132	-770	13	38
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	-433	13	38
现金净增加额	62	1834	1805	3144

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	37451	42008	51421	62336
营业成本	26486	29666	36063	43590
营业税金及附加	233	252	309	374
营业费用	7291	7982	9770	11844
管理费用	1971	2226	2725	3304
财务费用	-49	9	-13	-38
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	0	0	0
营业利润	1746	1853	2547	3242
营业外收入	421	300	300	300
营业外支出	31	50	50	50
利润总额	2136	2103	2797	3492
所得税	304	273	420	524
净利润	1832	1830	2377	2968
少数股东损益	23	21	56	70
归属母公司净利润	1809	1809	2322	2898
EBITDA	2428	2658	3491	4317
EPS (元)	1.13	1.13	1.45	1.81

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	26.2%	12.2%	22.4%	21.2%
营业利润	188.3	6.1%	37.5%	27.3%
归属于母公司净利润	132.8	0.0%	28.4%	24.8%
获利能力				
毛利率	29.3%	29.4%	29.9%	30.1%
净利率	4.8%	4.3%	4.5%	4.6%
ROE	30.0%	24.3%	23.8%	22.9%
ROIC	28.1%	39.0%	45.6%	60.0%
偿债能力				
资产负债率	68.4%	66.5%	62.4%	59.5%
净负债比率	22.02	17.37%	15.89	13.85%
流动比率	0.68	0.76	0.88	1.00
速动比率	0.42	0.50	0.59	0.70
营运能力				
总资产周转率	2.12	1.95	2.06	2.11
应收账款周转率	128	116	110	110
应付账款周转率	6.55	5.75	5.49	5.47
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.13	1.13	1.45	1.81
每股经营现金流(最新摊薄)	2.30	2.57	2.23	3.20
每股净资产(最新摊薄)	3.77	4.65	6.10	7.92
估值比率				
P/E	19.31	19.31	15.05	12.05
P/B	5.80	4.70	3.58	2.76
EV/EBITDA	14	13	10	8

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

请务必阅读正文之后的免责条款部分

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, 旨在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