

乳品

署名人: 蒋鑫

S0960512080006

0755-82026708

jiangxin@cjis.cn

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

6-12 个月目标价: 24.00 元

当前股价: 19.23 元

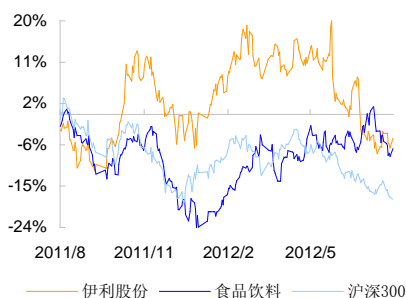
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2106.96
总股本(百万)	1598
流通股本(百万)	1587
流通市值(亿)	305
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	-2.63	-14.34	-8.29
食品饮料	-9.90	-3.28	6.75
沪深 300 指数	-4.18	-10.12	-8.81



相关报告

伊利股份-伊利紧急召回部分乳粉产品事件点评 2012-06-18

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

600887

强烈推荐

业绩符合预期, 贡含量异常事件利空出尽

今日伊利股份公布中报, 实现营业收入 210.84 亿元, 同比增长 11.80%; 营业利润下降 15.62%; 利润总额同比下降 4.66%; 归属上市公司股东的净利润下降 6.67%, 实现每股收益 0.48, 我们此前预计净利润下降 10% 左右, 基本符合预期。贡含量异常事件造成的直接损失充分体现, 估值处于行业底部, 建议加大关注。

投资要点:

- 二季度单季收入增长 10.5%, 较一季度放缓, 主要是贡含量异常事件造成奶粉销量出现下滑。上半年液体乳实现收入 152.4 亿元, 同比增长 18.16%; 冷饮产品实现收入 29.1 亿元, 同比增长 10.55%; 奶粉产品实现收入 26.2 亿元, 同比下降 16.26%。此外, 受宏观经济增速回落影响, 液体乳及乳制品行业产量增速逐月回落, 前 7 个月行业产量累计增速回落至 4.7%, 公司产品难免也受到影响。
- 二季度毛利率较环比下降 1 个百分点至 29.55%, 主要是原料价格同比小幅上涨。预计年内原料价格将基本保持平稳, 涨幅 3% 左右, 毛利率保持平稳。
- 二季度销售费用率继续降至 18.86%, 环比下降 1.8 个百分点, 同比下降 3.1 个百分点, 主要是广告宣传费下降。但在广告宣传费下降的同时保持收入持续高于行业的增长体现公司费用使用效率的提升。
- 管理费用率由一季度的 4.44% 上升至 8.13%, 主要是由于此前贡含量异常事件召回产品造成产品报废损失 3.66 亿元。我们此前发布的报告中预计全优占婴幼儿奶粉收入不到 25%, 占整体收入不到 2%, 过去半年收入不超过 4 亿, 因此召回产品造成报废损失基本符合预期, 直接损失已充分体现。
- 二季度单季营业利润下降 67.95%, 主要是管理费用上升; 利润总额下降 43.51%, 好于营业利润, 主要是二季度有 2.27 亿元营业外收入, 大部分是政府扶持资金。
- 我们预计 2012-2014 年公司 EPS 分别为 1.10, 1.40, 1.75 (摊薄前), 摊薄后 2012-2014 年 EPS 分别为 0.95, 1.21, 1.51, 对应摊薄后 PE 分别为 20/16/13 倍, 给予明年 20 倍 PE, 对应 6 个月目标价 24 元。
- 作为大众消费品龙头, 公司未来稳定增长可期, 目前市场对公司的预期不高, 20 倍基本属于大众消费品估值区间的下限, 此次中报后关于贡含量异常事件的负面影响已经利空出尽, 基本面恢复后股价也会有表现, 20 倍以下建议买入。
- 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	42029	50589	60822
收入同比(%)	26%	12%	20%	20%
归属母公司净利润	1809	1754	2244	2806
净利润同比(%)	133%	-3%	28%	25%
毛利率(%)	29.3%	29.4%	29.8%	30.0%
ROE(%)	30.0%	23.0%	22.7%	22.1%
每股收益(元)	0.98	0.95	1.21	1.51
P/E	19.72	20.34	15.90	12.72
P/B	5.92	4.67	3.61	2.81
EV/EBITDA	12	11	9	7

资料来源: 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
流动资产	8727	11459	14216	18522
现金	3921	5958	7620	10617
应收账款	281	420	506	608
其他应收款	264	294	354	426
预付账款	835	890	1066	1277
存货	3310	3855	4619	5533
其他流动资产	116	42	51	61
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	23270	26834	32030
流动负债	12866	14848	16115	18437
短期借款	2985	2648	2648	2648
应付账款	4379	5931	7107	8513
其他流动负债	5502	6269	6360	7276
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	15332	16599	18921
少数股东权益	282	302	357	424
股本	1599	1855	1855	1855
资本公积	1851	1851	1851	1851
留存收益	2575	3929	6173	8978
归属母公司股东权益	6024	7635	9879	12685
负债和股东权益	19930	23270	26834	32030

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	3670	4055	3429	4966
净利润	1832	1775	2298	2873
折旧摊销	731	797	957	1113
财务费用	-49	8	-14	-37
投资损失	-254	0	0	0
营运资金变动	1321	1767	175	1016
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	-513	14	37
短期借款	287	-337	0	0
长期借款	-53	0	0	0
普通股增加	799	256	0	0
资本公积增加	-802	0	0	0
其他筹资现金流	-364	-432	14	37
现金净增加额	62	2036	1663	2997

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	37451	42029	50589	60822
营业成本	26486	29656	35533	42565
营业税金及附加	233	252	304	365
营业费用	7291	7733	9612	11556
管理费用	1971	2522	2681	3224
财务费用	-49	8	-14	-37
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	1838	2453	3130
营业外收入	421	300	300	300
营业外支出	31	50	50	50
利润总额	2136	2088	2703	3380
所得税	304	313	406	507
净利润	1832	1775	2298	2873
少数股东损益	23	21	54	68
归属母公司净利润	1809	1754	2244	2806
EBITDA	2428	2642	3396	4206
EPS (元)	1.13	0.95	1.21	1.51

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%	20.4%	20.2%
营业利润	188.3	5.3%	33.5%	27.6%
归属于母公司净利润	132.8	-3.1%	27.9%	25.0%
获利能力				
毛利率	29.3%	29.4%	29.8%	30.0%
净利率	4.8%	4.2%	4.4%	4.6%
ROE	30.0%	23.0%	22.7%	22.1%
ROIC	28.1%	37.8%	43.3%	56.5%
偿债能力				
资产负债率	68.4%	65.9%	61.9%	59.1%
净负债比率	22.02	17.37%	16.04	14.08%
流动比率	0.68	0.77	0.88	1.00
速动比率	0.42	0.51	0.60	0.70
营运能力				
总资产周转率	2.12	1.95	2.02	2.07
应收账款周转率	128	116	109	109
应付账款周转率	6.55	5.75	5.45	5.45
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.98	0.95	1.21	1.51
每股经营现金流(最新摊薄)	1.98	2.19	1.85	2.68
每股净资产(最新摊薄)	3.25	4.12	5.33	6.84
估值比率				
P/E	19.72	20.34	15.90	12.72
P/B	5.92	4.67	3.61	2.81
EV/EBITDA	12	11	9	7

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 $\pm 10\%$ 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

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。

张镭: 中投证券研究所首席行业分析师。

免责声明

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