

收入及净利润符合前期预计， 继续看好长期价值

核心观点：

1. 事件

伊利股份提前公布2012年中报。

2. 我们的分析与判断

(一) 2012上半年经营分析

收入增长11%，净利润下降7%，幅度小于市场预期。1H12公司实现营业收入211.81亿元(yoy11.28%)，归属净利润7.62亿元(yoy-6.67%)，每股收益0.48元。其中，2Q12实现收入109.23亿元(yoy10.50%)，归属净利润3.51亿元(yoy-47.69%)，每股收益0.22元。1H12毛利率30.02%，同比降低1.54pct，2Q12毛利率29.55%，同比降低1.71pct，环比减少0.97pct。

分业务而言，液体乳收入高增长接近20%，奶粉收入下降16%。1H12液体乳、冷饮、奶粉、混合饲料业务分别实现收入152.36、29.10、26.22、3.16亿元，同比变动18.16、10.55、-16.26、49.20%。各项业务毛利率分别为26.87、34.48、44.15、13.13%，同比变动-2.62、4.35、2.69、-3.09pct。液体乳、混合饲料毛利率有所下降，主因为饲料成本上升及原奶价格上涨。奶粉业务收入下降的同时毛利率仍然保持增长，显示出高附加值奶粉受到影响较小。

前期事件产生产品报废损失3.66亿元，基本符合我们前期判断规模。

(二) 行业格局寡头集中趋势不改

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。12年公司作为伦敦奥运会中国代表团唯一乳制品供应商，年初起已经开展了一系列创意十足的广告，形象清晰、积极正面。

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

我们预计全年收入413亿元，全年净利润16.79亿元，12EPS1.05元(PE18倍)。若考虑增发最大股本摊薄，12EPS为0.88元。综合公司在行业中各方面竞争地位，仍维持“推荐”评级。

伊利股份 (600887.SH)

推荐 维持评级

分析师

周颖

■：010-83571301

✉：zhouying_yj@ChinaStock.com.cn

执业证书编号：S0130511090001

董俊峰（首席）

■：010-66568780

✉：dongjunfeng@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511010002

市场数据 时间 2012.08.20

A股收盘价(元)	19.23
A股一年内最高价(元)	24.55
A股一年内最低价(元)	17.70
上证指数	2106.96
市净率	5.10
总股本(万股)	159864.55
实际流通A股(万股)	158734.15
限售的流通A股(万股)	1130.40
流通A股市值(亿元)	305.25

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

1. 伊利股份 (600887): 可关注股价波动后的投资价值 20120717
2. 伊利股份 (600887): 投资机会将在短期股价波动后凸显 20120616
3. 伊利股份 (600887): 1Q12 业绩增幅 183%，关注行业寡头集中龙头稳健发展预期 20120423

表：伊利股份（600887）财务报表预测（单位：百万元）

资产负债表	2010A	2011A	2012E	2013E	利润表	2010A	2011A	2012E	2013E
货币资金	3341.74	3921.13	5134.69	5357.29	营业收入	29664.99	37451.37	41260.18	46456.39
应收和预付款项	1609.72	1380.64	1459.64	1911.10	营业成本	20686.31	26485.67	29249.34	32830.73
存货	2583.65	3309.59	2573.11	2448.70	营业税金及附加	87.78	232.92	142.94	238.44
其他流动资产	22.50	116.09	21.43	99.25	营业费用	6807.07	7290.96	7814.68	8817.42
长期股权投资	605.60	566.78	498.30	515.48	管理费用	1520.81	1970.69	2395.98	2401.80
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-20.71	-49.16	-1.83	-8.89
固定资产和在建工	6256.94	8617.42	9044.71	11314.11	资产减值损失	-10.20	28.11	69.81	44.32
无形资产和开发支	461.11	676.07	575.72	698.48	投资收益	11.77	253.82	224.00	224.00
其他非流动资产	1147.43	2932.38	1161.28	1210.63	公允价值变动损	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	15362.32	19929.50	19675.65	22698.34	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
					营业利润	605.69	1746.01	1813.26	2356.56
短期借款	2697.83	2985.29	2838.11	2765.81	其他非经营损益	247.94	390.41	214.11	272.88
应付和预收款项	5627.67	7431.22	7981.87	8903.71	利润总额	853.62	2136.42	2027.37	2699.48
长期借款	59.73	7.18	45.15	30.38	所得税	57.86	303.98	304.11	404.92
其他负债	592.06	751.06	522.42	507.24	净利润	795.76	1832.44	1723.27	2294.56
负债合计	10850.29	13624.03	13443.45	14171.57	少数股东损益	18.57	23.22	44.05	39.13
股本	799.32	1598.65	1598.65	1598.65	归属母公司股东	777.20	1809.22	1679.21	2255.43
资本公积	2653.63	1851.18	1851.18	1851.18	每股收益（EPS）	0.49	1.13	1.05	1.41
留存收益	765.60	2574.82	2444.81	4700.24	财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E
归属母公司股东权	4218.52	6023.85	5894.63	8150.07	毛利率	30.27%	29.28%	29.11%	29.33%
少数股东权益	293.52	281.62	337.57	376.70	销售净利率	2.62%	4.83%	4.07%	4.85%
股东权益合计	4512.04	6305.47	6232.20	8526.76	ROE	18.42%	30.03%	28.49%	27.67%
负债和股东权益合	15362.32	19929.50	19675.65	22698.34	ROA	5.06%	9.08%	8.53%	9.94%
					ROIC	16.32%	0.00%	49.88%	42.01%
现金流量表	2010A	2011A	2012E	2013E	销售收入增长率	21.96%	26.25%	10.17%	12.59%
净利润	795.76	1723.27	2294.56	2294.56	EBIT 增长率	-14.95%	-100.00%	6.75%	29.60%
折旧与摊销	609.99	731.05	376.41	519.68	净利润增长率	20.00%	132.79%	-7.19%	34.31%
经营性现金净流量	1474.57	4061.87	4481.27	3035.73	估值倍数				
投资性现金净流量	-2181.14	-3004.32	-2796.49	-2741.33	EPS(X)	0.49	1.13	1.05	1.41
筹资性现金净流量	-86.79	265.59	108.16	-71.81	PE(X)	20.15	17.31	20.25	15.08
现金流量净额	-793.39	1323.14	1792.94	222.60	PB(X)	3.71	5.20	5.77	4.17
EBITDA	1194.97	2427.89	2187.84	2867.35	PS(X)	1.06	0.84	0.82	0.73
NOPLAT	547.83	1442.03	1509.15	1951.64	EV/EBITDA(X)	25.54	41.76	15.15	11.56

资料来源：中国银河证券研究部

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。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。

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: 何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区: 詹 璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn