

评级：强烈推荐（上调）

食品饮料

公司半年报点评

## 证券研究报告

分析师 李镜池 S1080511060001

联系人 晁岱秀 S1080110100006

电话：0755-82485059

邮件：chaodaixiu@fcsc.cn

预测价格区间(元) 24 ~ 26

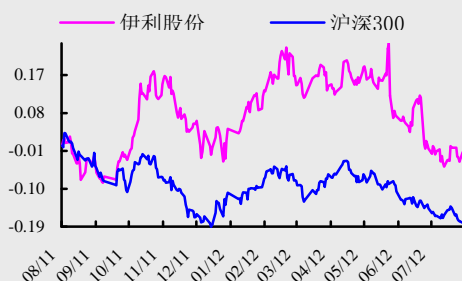
## 交易数据

上一日交易日股价(元)	20.13
总市值(百万元)	32,181
流通股本(百万股)	1,587
流通股比率(%)	99.29

## 资产负债表摘要(06/12)

股东权益(百万元)	6,383
每股净资产(元)	3.99
市净率(倍)	5.04
资产负债率(%)	66.88

## 公司与沪深300指数比较



## 相关报告

## 伊利股份(600887)——

## 液态乳稳健增长，关注奶粉销售恢复

## 事件：

公布 2012 年上半年年报，实现销售收入 11.66 亿元，同比增长 2.09%；实现利润总额 6.67 亿元，同比下降 15.62%；归属于上市公司股东的净利润 7.61 亿元，同比下降 6.67%，实现 EPS0.48 元。

## 点评：

**奶粉事件影响，二季度净利润下滑 47.8%。**2012Q2 实现营业收入 109.23 亿元，同比增长 10.5%；实现营业利润 2.07 亿元，同比下降 67.95%；归属上市公司股东的净利润为 3.51 亿元，同比下降 47.72%，实现 EPS0.22 元。含汞奶粉召回销毁造成的损失达到 3.66 亿元，为净利润大幅下滑的主要原因。

**原奶高位运行导致毛利率略微下滑。**2012Q2 公司整体毛利率同比下滑 1.7 个百分点至 29.55%，主要受原奶价格继续维持在 3.27 元/公斤的高位运行，而销售者对国产乳制品的信心日益下降，行业竞争更加激烈，导致产品提价难度加大。公司的液体乳、奶粉、以及混合饲料三大系列的毛利率分别同比下降 2.63、6.99 和 3.53 个百分点。冷饮产品系列毛利率大幅提升 14 个百分点至 44.16%。

**液态乳销售稳健增长，奶粉、冷饮销售出现下滑。**液态乳上半年销售额同比增长 18.16%达到 152.36 亿元，其占公司营业收入的比重为 72.26%。公司在液态乳领域的领先地位依旧稳固，远远超过 6.32%的行业增速。奶粉、冷饮销售下滑了 7.06%和 0.38%，分别为 29.1 亿元和 26.22 亿元，奶粉及奶制品业务受“含汞门”事件影响，造成的产品报废损失达到 3.66 亿元。

**期间费用率仍将维持于低位。**公司自去年二季度开始推行“双提”工作（提高费用使用效率，提升企业盈利能力）的效果依然存在，2012Q2 销售费用率同比下降 3.07 个百分点至 18.86%，主要来自于广告宣传费用的减少，预计下半年销售费用率在 16%~18%之间。2012Q2 管理费用受产品报废损失影响同比增加 97.6%达到 8.89 亿元，管理费用率达到 8.13%，预计下半年管理费用将回落至 4.5%的正常水平。

**上调“强烈推荐”** 预计 2012~2014 年公司的 EPS 为 1.04、1.56、1.94（按增发后的 19.05 亿股本计算，EPS 为 0.88、1.31、1.62），奶粉事件对公司业绩的影响好于市场预期，在伦敦奥运期间实施大量的品牌宣传增强品牌力，目前估值仅有 18 倍，故上调投资评级至“强烈推荐”。

**风险提示：**食品安全事故；国内宏观经济恶化



盈利预测

单位: 亿元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	296.65	374.51	431.10	513.01	605.35
同比 (%)	22.0%	26.2%	15.1%	19.0%	18.0%
营业毛利	89.79	109.66	123.09	144.94	171.03
同比 (%)	5.1%	22.1%	12.3%	17.7%	18.0%
归属母公司净利润	7.77	18.09	16.70	24.98	30.95
同比 (%)	20.0%	132.8%	-7.7%	49.6%	23.9%
总股本 (亿股)	15.99	15.99	15.99	15.99	15.99
每股收益 (元)	0.49	1.13	1.04	1.56	1.94
ROE	18.4%	30.0%	22.9%	25.5%	24.0%
P/E (倍)	40	17	18	12	10

资料来源: 公司公告 第一创业证券研究所整理

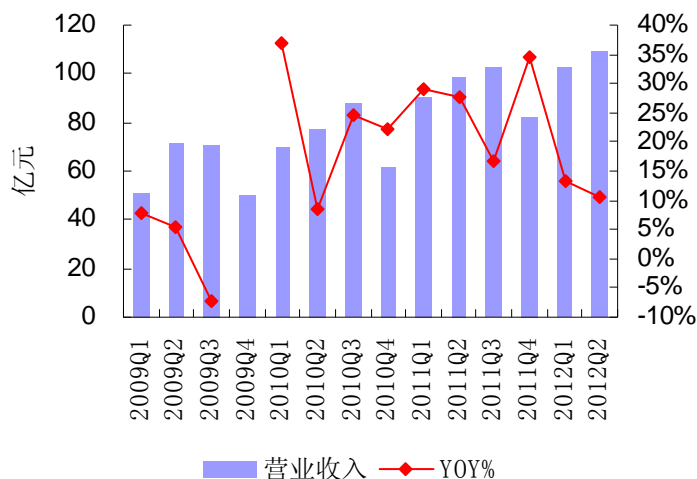


## 受含汞奶粉事件影响，二季度净利润下滑 47.8%

2012 年上半年实现了营业收入 211.81 亿元，同比增长 11.8%，营业利润 6.67 亿元同比下滑 15.62%，实现净利润 7.62 亿元同比下降 6.67%；每股收益为 0.48 元，扣除非经常性损益后的净利润为 5.45 亿元同比下降 18.56%。

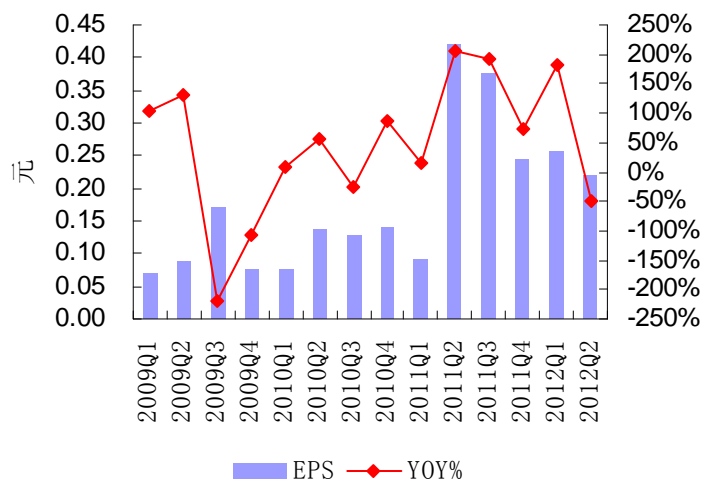
2012Q2 实现营业收入 109.23 亿元，同比增长 10.5%；实现营业利润 2.07 亿元，同比下降 67.95%；归属上市公司股东的净利润为 3.51 亿元，同比下降 47.72%，实现 EPS0.22 元。主要受含汞奶粉召回销毁造成的损失达到 3.66 亿元，为净利润大幅下滑的主要原因。

图 1 2012Q2 营业收入增长 10.5%



数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

图 2 2012Q2 净利润下滑为 47.72%



数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

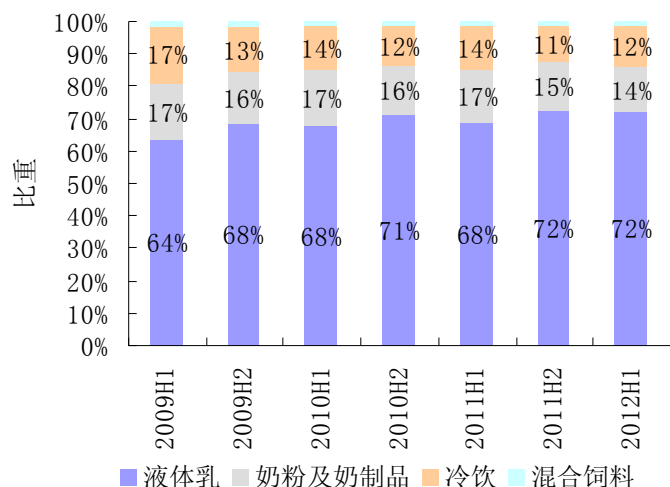
## 液态乳销售稳健增长，奶粉、冷饮销售出现下滑

**液态乳销售稳健增长。**液态乳产品仍是公司的拳头产品，2012 上半年销售额同比 18.16%达到 152.36 亿元，其占公司营业收入和营业毛利的比重分别为 72.26%和 65.02%。公司在液态乳领域的领先地位依旧稳固，全国液态乳上半年产量增速 6.32%同时，公司液态乳产品仍有 18.2%的增长。

**奶粉、冷饮销售出现下滑。**2012 上半年奶粉及奶制品、冷饮产品的销售额分别为 29.1 亿元和 26.22 亿元，分别下滑了 7.06%和 0.38%。奶粉及奶制品业务受“含汞门”事件影响，造成一定程度的损失，从公司公告中显示，此次事件造成的产品报废损失约为 3.66 亿元。而冷饮产品受提价以及产品结构调整，毛利率提升 14 个百分点至 44.2%。

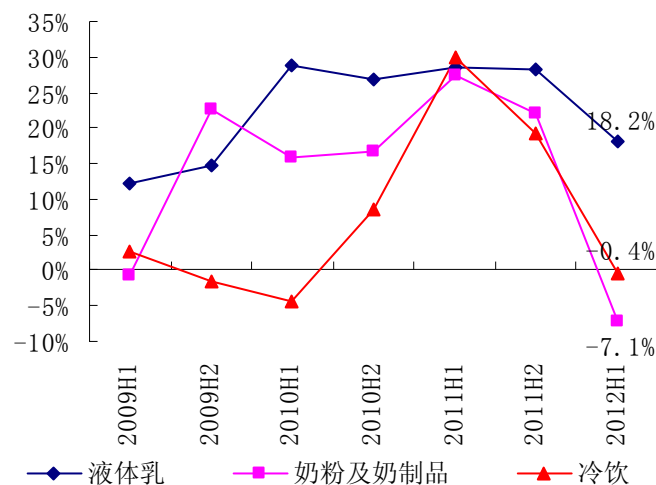


图 3 奶粉占营业收入的比重下滑 3 个百分点至 14%



数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

图 4 液态奶保持 18.2%的增速



数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

### 原奶价格高位运行导致毛利率略微下滑

2012Q2 公司整体毛利率同比下滑 1.7 个百分点至 29.55%，主要受原奶价格继续维持在 3.27 元/公斤的高位运行，而销售者对国产乳制品的信心日益下降，行业竞争更加激烈，导致产品提价难度加大。公司的液体乳、奶粉、以及混合饲料三大系列的毛利率分别同比下降 2.63、6.99 和 3.53 个百分点。冷饮产品系列毛利率大幅提升 14 个百分点至 44.16%。

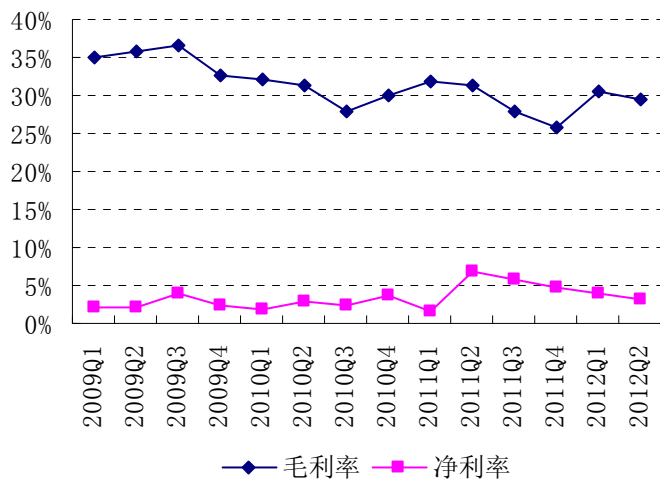
原奶价格继续维持在 3.27 元/公斤的高位运行，以及玉米、豆粕等价格的继续上涨，将进一步推动原奶价格的维持在高位或者继续上涨，都将对公司的综合毛利率产生压力。

### 期间费用率仍将维持低位

公司自去年二季度开始在全集团推行“双提”工作（提高费用使用效率，提升企业盈利能力）的效果依然存在，2012Q2 销售费用率同比下降 3.07 个百分点至 18.86%，主要来自于广告宣传费用的减少，预计下半年销售费用率在 16%~18%之间。2012Q2 管理费用受产品报废损失影响同比增加 97.6%达到 8.89 亿元，管理费用率达到 8.13%，预计下半年管理费用将回落至 4.5%的正常水平。

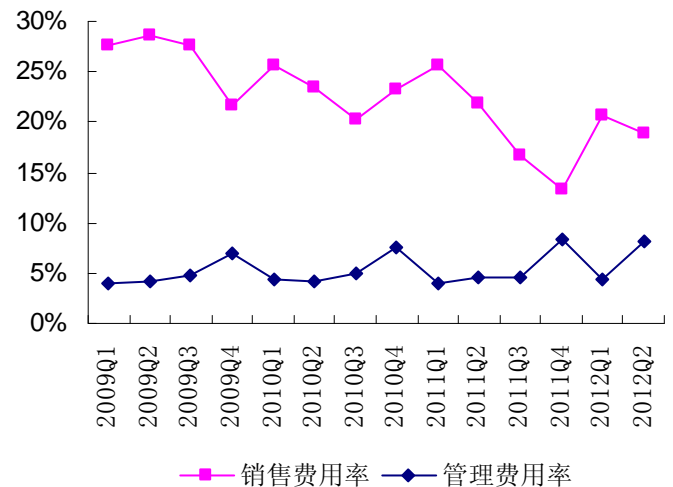


图 5 毛利率同比下滑 1.7 个百分点至 29.55%



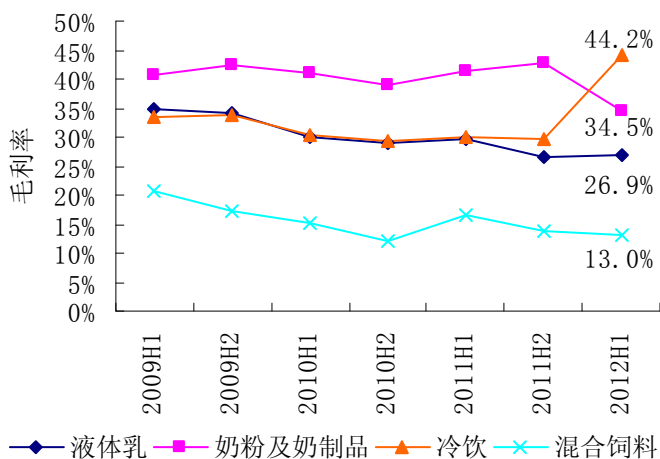
数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

图 6 2012Q2 财务费用率为 18.86%，仍然维持在地位



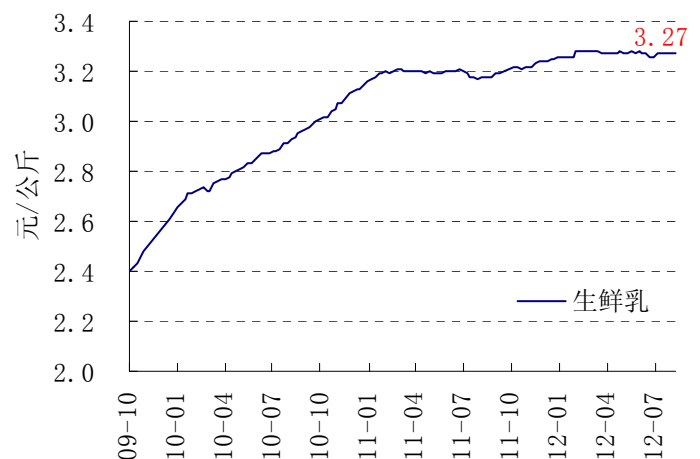
数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

图 7 液体乳、奶粉毛利率皆略有下滑



数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

图 8 原奶价格维持在高位



数据来源：wind 第一创业证券研究所

**上调“强烈推荐”** 预计 2012~2014 年公司的 EPS 为 1.04、1.56、1.94（按增发后的 19.05 亿股本计算，EPS 为 0.88、1.31、1.62），奶粉事件对公司业绩的影响好于市场预期，在伦敦奥运期间实施大量的品牌宣传增强品牌力，目前估值仅有 18 倍，故上调投资评级至“强烈推荐”。

**风险提示：** 食品安全事故；国内经济持续恶化



盈利预测

单位: 亿元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	296.65	374.51	431.10	513.01	605.35
同比 (%)	22.0%	26.2%	15.1%	19.0%	18.0%
营业毛利	89.79	109.66	123.09	144.94	171.03
同比 (%)	5.1%	22.1%	12.3%	17.7%	18.0%
归属母公司净利润	7.77	18.09	16.70	24.98	30.95
同比 (%)	20.0%	132.8%	-7.7%	49.6%	23.9%
总股本 (亿股)	15.99	15.99	15.99	15.99	15.99
每股收益 (元)	0.49	1.13	1.04	1.56	1.94
ROE	18.4%	30.0%	22.9%	25.5%	24.0%
P/E (倍)	40	17	18	12	10

资料来源: 公司公告 第一创业证券研究所整理



## 主要财务指标预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	<b>8,727.4</b>	<b>9,491.7</b>	<b>13,659.8</b>	<b>18,889.6</b>	<b>一、营业收入</b>	<b>37,451.4</b>	<b>43,110.1</b>	<b>51,301.0</b>	<b>60,535.2</b>
货币资金	3,921.1	3,981.1	7,147.4	11,251.2	减: 营业成本	26,485.7	30,800.9	36,807.1	43,432.4
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	232.9	290.9	342.5	404.1
应收款项	387.1	395.9	461.4	542.9	销售费用	7,291.0	7,779.2	8,939.8	10,548.9
预付款项	834.9	1,049.1	1,235.7	1,453.1	管理费用	1,970.7	2,624.5	2,643.2	2,907.5
存货	3,309.6	3,844.6	4,594.2	5,421.3	财务费用	-49.2	100.8	124.2	109.1
其他流动资产	274.7	221.1	221.1	221.1	资产减值损失	28.1	19.8	5.1	5.8
<b>非流动资产</b>	<b>11,202.1</b>	<b>11,573.4</b>	<b>10,764.7</b>	<b>9,955.9</b>	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	566.8	562.8	562.8	562.8	投资收益	253.8	13.5	-3.7	-3.7
债权与公允价值资产	14.3	17.7	17.7	17.7	其中: 联营企业收益	-1.6	-3.7	-3.7	-3.7
固定资产	7,026.8	7,155.5	6,294.9	5,434.3	<b>二、营业利润</b>	<b>1,746.0</b>	<b>1,507.3</b>	<b>2,435.6</b>	<b>3,123.7</b>
在建工程	1,635.3	1,623.1	1,675.0	1,726.9	加: 营业外收入	421.3	506.5	521.7	537.4
油气和生物性资产	871.4	1,143.0	1,143.0	1,143.0	减: 营业外支出	30.9	10.6	5.5	6.2
无形及递延性资产	719.3	737.0	737.0	737.0	<b>三、利润总额</b>	<b>2,136.4</b>	<b>2,003.3</b>	<b>2,951.8</b>	<b>3,654.9</b>
其它非流动资产	368.1	334.4	334.4	334.4	减: 所得税费用	304.0	313.4	442.8	548.2
<b>资产总计</b>	<b>19,929.5</b>	<b>21,065.1</b>	<b>24,424.4</b>	<b>28,845.5</b>	<b>四、净利润</b>	<b>1,832.4</b>	<b>1,689.8</b>	<b>2,509.0</b>	<b>3,106.6</b>
<b>流动负债</b>	<b>12,865.8</b>	<b>12,728.9</b>	<b>13,579.2</b>	<b>14,893.7</b>	归属母公司净利润	1,809.2	1,669.9	2,497.7	3,095.4
短期借款	2,993.0	3,096.7	3,096.7	3,096.7	少数股东损益	23.2	19.9	11.3	11.3
应付账款	4,520.6	5,170.1	6,178.7	7,295.0	<b>五、总股本(百万股)</b>	<b>1,598.6</b>	<b>1,598.6</b>	<b>1,598.6</b>	<b>1,598.6</b>
预收帐款	3,052.5	2,300.1	2,569.8	3,016.3	<b>EPS (元)</b>	<b>1.13</b>	<b>1.04</b>	<b>1.56</b>	<b>1.94</b>
其它流动负债	2,299.8	2,162.0	1,733.9	1,485.7	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	<b>758.2</b>	<b>778.9</b>	<b>778.9</b>	<b>778.9</b>	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
长期借款	7.2	4.6	4.6	4.6	<b>成长能力</b>				
专项及预计负债	58.0	63.4	63.4	63.4	营业收入	26.2%	15.1%	19.0%	18.0%
其它非流动负债	693.1	710.9	710.9	710.9	营业毛利	22.1%	12.3%	17.7%	18.0%
<b>负债合计</b>	<b>13,624.0</b>	<b>13,507.8</b>	<b>14,358.1</b>	<b>15,672.5</b>	主业盈利	161.3%	9.7%	59.1%	26.2%
<b>少数股东权益</b>	<b>281.6</b>	<b>265.9</b>	<b>277.2</b>	<b>288.5</b>	母公司净利	132.8%	-7.7%	49.6%	23.9%
股本	1,598.6	1,598.6	1,598.6	1,598.6	<b>获利能力</b>				
资本公积与其它	2,382.4	2,379.7	2,379.7	2,379.7	毛利率	29.3%	28.6%	28.3%	28.3%
留存收益	2,042.8	3,313.0	5,810.8	8,906.1	主业盈利/收入	3.9%	3.7%	5.0%	5.4%
<b>股东权益合计</b>	<b>6,023.9</b>	<b>7,291.4</b>	<b>9,789.2</b>	<b>12,884.5</b>	ROS	4.9%	3.9%	4.9%	5.1%
<b>负债和股东权益</b>	<b>19,929.5</b>	<b>21,065.1</b>	<b>24,424.4</b>	<b>28,845.5</b>	ROE	30.0%	22.9%	25.5%	24.0%
<b>现金流量表</b>					ROIC	20.2%	16.2%	19.4%	19.4%
单位:百万元					<b>偿债能力</b>				
<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	资产负债率	68.4%	64.1%	58.8%	54.3%
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,670.4</b>	<b>2,090.4</b>	<b>3,346.1</b>	<b>4,268.5</b>	利息保障倍数	-37.3	16.8	20.2	28.5
净利润	1,832.4	1,689.8	2,509.0	3,106.6	速动比率	0.40	0.43	0.65	0.89
折旧摊销	759.2	904.7	865.7	866.4	经营现金净额/当期债务	1.23	0.68	1.08	1.38
财务费用	103.5	124.9	124.2	109.1	<b>营运能力</b>				
投资损失	-253.8	-13.5	3.7	3.7	总资产周转率	1.88	2.05	2.10	2.10
营运资金变动	1,320.8	-658.6	-156.5	182.7	应收款天数	3.72	3.31	3.24	3.23
其它变动	-91.7	43.1	0.0	0.0	存货天数	44.98	44.94	44.93	44.94
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3,475.6</b>	<b>-1,301.1</b>	<b>-55.6</b>	<b>-55.6</b>	<b>每股指标(元)</b>				
资本支出	-3,761.9	-1,324.5	-51.9	-51.9	主业盈利/股本	0.92	1.01	1.61	2.03
长期投资	286.2	19.5	0.0	0.0	每股经营现金流	2.30	1.31	2.09	2.67
其它变动	0.0	4.0	-3.7	-3.7	每股净资产	3.59	4.39	5.95	7.88
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-132.0</b>	<b>-476.8</b>	<b>-124.2</b>	<b>-109.1</b>	<b>估值比率</b>				
债务融资	194.3	102.2	0.0	0.0	P/E	16.99	18.41	12.31	9.93
权益融资	0.5	0.0	0.0	0.0	P/B	5.35	4.38	3.23	2.44
其它变动	-326.8	-579.0	-124.2	-109.1	P/S	0.82	0.71	0.60	0.51
<b>汇率变动影响</b>	<b>-0.8</b>	<b>0.1</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	EV/EBITDA	39.60	33.42	31.33	26.62
<b>现金净增加额</b>	<b>61.9</b>	<b>312.6</b>	<b>3,166.3</b>	<b>4,103.8</b>					

数据来源: 公司公告 第一创业研究所



## 免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135