

**乳品**
**署名人：蒋鑫**

S0960512080006

0755-82026708

jiangxin@cjis.cn

**署名人：柯海东**

S0960512080001

0755-82026712

kehaidong@cjis.cn

**6-12个月目标价：** 24.20元

当前股价： 20.84元

评级调整： 维持

**基本资料**

上证综合指数	2058.94
总股本(百万)	1598
流通股本(百万)	1587
流通市值(亿)	330
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	0.53	8.09	-5.40
食品饮料	1.69	-5.37	-4.41
沪深300指数	-2.50	-4.82	-14.86


**相关报告**

伊利股份 - 业绩符合预期，贡含量异常事件

利空出尽 2012-08-21

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**
**600887**
**强烈推荐**
**业绩符合预期，明年恢复性增长**

今日伊利股份公布三季报，实现营业收入 320.09 亿元，同比增长 12.7%；营业利润下降 15.62%；归属母公司净利润下降 3.66%，每股收益 0.85，经营活动产生的现金流净额同比增长 19%；三季度单季收入同比增长 14.37%，归属母公司净利润同比增长 4.07%，每股收益 0.38，业绩符合预期。

**投资要点：**

- **三季度单季收入增长 10.0%，与二季度增速持平，仍明显快于行业增速。**三季度整体液体乳行业产量同比增长 0.53%，公司收入增长明显快于行业。6月以来行业食品安全问题频频发生，行业产量增速也在 7 月降至底部，9 月出现明显回升，创下年内新高，液体乳产量同比增长 13.1%。公司奶粉业务已恢复到出事前水平，且中高端产品增长较快。从竞争格局看，公司收入增长与光明基本持平，光明三季度收入同比增长 10.26%，但快于蒙牛，蒙牛上半年收入下降 1.17%。
- **毛利率三季度保持稳定在 30%，原料价格小幅上涨 3%。**原奶价格目前 3.31 元/公斤，同比增长 3%，主要是今年占原奶成本大头的饲料，玉米、豆粕、苜蓿草、燕麦草等价格出现上涨，同时 11 月开始原奶产量会出现季节性下降，但考虑进口大包奶粉到岸价格与国内仍有较大价差，原奶价格上涨空间十分有限。新西兰进口的原料奶粉到岸价 2.4 万元/吨，对应 3.0 元/公斤的原奶价格，与国内价差 10%
- **三季度费用率仍保持在较低水平 18%，净利率高达 5.58%。**由于 6 月以来行业食品安全问题频发，竞争对手加大了费用投入，公司费用率较难进一步下降，但维持在较低水平已说明公司费用使用效率的提高。考虑国内寡头格局竞争在所难免，公司净利率进一步提升将是长期且缓慢的。
- **非公开发行已经于 10 月 12 日过会，预计融资有望在今年内完成。**
- **公司规划 2016 年实现 800 亿收入，5 年复合增速 16.4%，我们预计 2012-2014 年公司 EPS 分别为 1.12, 1.43, 1.78 (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 19/15/12 倍，作为大众消费品龙头，公司未来稳定增长可期，19 倍基本属于大众消费品估值最低水平，给予明年 20 倍 PE，对应 6 个月目标价 24.2 元，建议买入。**
- **风险提示：**营业费用率波动、食品安全问题

**主要财务指标**

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	37451	42075	49790	58508
收入同比(%)	26%	12%	18%	18%
归属母公司净利润	1809	1797	2293	2854
净利润同比(%)	133%	-1%	28%	24%
毛利率(%)	29.3%	30.0%	30.3%	30.6%
ROE(%)	30.0%	23.3%	22.9%	22.2%
每股收益(元)	0.96	0.95	1.21	1.51
P/E	21.91	22.06	17.28	13.89
P/B	6.58	5.14	3.96	3.08
EV/EBITDA	13	12	10	8

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
<b>流动资产</b>				
现金	3921	6032	7677	10608
应收账款	281	421	498	585
其他应收款	264	295	349	410
预付账款	835	884	1041	1219
存货	3310	3829	4510	5282
其他流动资产	116	42	50	59
<b>非流动资产</b>				
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
<b>资产总计</b>	19930	23313	26742	31670
<b>流动负债</b>				
短期借款	2985	2648	2648	2648
应付账款	4379	5890	6938	8126
其他流动负债	5502	6271	6304	7120
<b>非流动负债</b>				
长期借款	7	7	7	7
其他非流动负债	751	477	477	477
<b>负债合计</b>	13624	15293	16374	18378
少数股东权益	282	303	358	427
股本	1599	1894	1894	1894
资本公积	1851	1851	1851	1851
留存收益	2575	3972	6265	9119
归属母公司股东权益	6024	7717	10010	12864
<b>负债和股东权益</b>	19930	23313	26742	31670

**现金流量表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>				
净利润	1832	1818	2349	2923
折旧摊销	731	797	957	1113
财务费用	-49	64	38	16
投资损失	-254	0	0	0
营运资金变动	1321	1760	107	900
其他经营现金流	89	-292	13	1
<b>投资活动现金流</b>				
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
<b>筹资活动现金流</b>				
短期借款	287	-337	0	0
长期借款	-53	0	0	0
普通股增加	799	295	0	0
资本公积增加	-802	0	0	0
其他筹资现金流	-364	-488	-38	-16
<b>现金净增加额</b>	62	2111	1645	2931

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

**利润表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	37451	42075	49790	58508
营业成本	26486	29451	34692	40630
营业税金及附加	233	252	299	351
营业费用	7291	7994	9709	11321
管理费用	1971	2525	2639	3101
财务费用	-49	64	38	16
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
<b>营业利润</b>	1746	1769	2393	3069
营业外收入	421	400	400	400
营业外支出	31	30	30	30
<b>利润总额</b>	2136	2139	2763	3439
所得税	304	321	414	516
<b>净利润</b>	1832	1818	2349	2923
少数股东损益	23	21	55	69
<b>归属母公司净利润</b>	1809	1797	2293	2854
EBITDA	2428	2629	3389	4198
EPS(元)	1.13	0.95	1.21	1.51

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	26.2%	12.3%	18.3%	17.5%
营业利润	188.3	1.3%	35.3%	28.3%
归属于母公司净利润	132.8	-0.7%	27.6%	24.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率	29.3%	30.0%	30.3%	30.6%
净利率	4.8%	4.3%	4.6%	4.9%
ROE	30.0%	23.3%	22.9%	22.2%
ROIC	28.1%	37.5%	42.5%	54.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	68.4%	65.6%	61.2%	58.0%
净负债比率	22.02	17.41%	16.26	14.49%
流动比率	0.68	0.78	0.89	1.01
速动比率	0.42	0.52	0.61	0.72
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	2.12	1.95	1.99	2.00
应收账款周转率	128	116	108	108
应付账款周转率	6.55	5.74	5.41	5.39
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.96	0.95	1.21	1.51
每股经营现金流(最新摊薄)	1.94	2.19	1.83	2.62
每股净资产(最新摊薄)	3.18	4.07	5.29	6.79
<b>估值比率</b>				
P/E	21.91	22.06	17.28	13.89
P/B	6.58	5.14	3.96	3.08
EV/EBITDA	13	12	10	8

## 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

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，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，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，但我们将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關服務。

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，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。该研究报告谢绝媒体转载。

## 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