

食品饮料行业

报告原因：季报点评

2012年10月31日

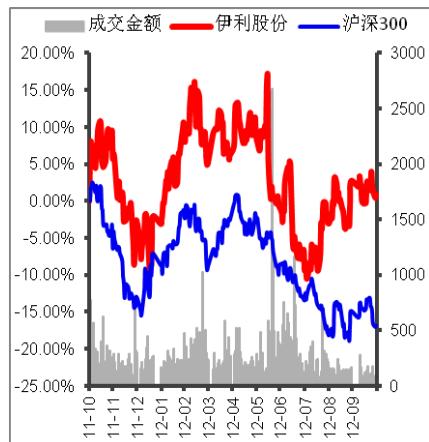
市场数据：2012年10月30日

收盘价（元）	20.93
一年内最高/最低（元）	24.55/18.03
市净率	4.8
市盈率	18.4
流通A股市值（百万元）	33,223

基础数据：2012年9月30日

每股收益（元）	0.26
营业收入（百万元）	32,909.19
净利润（百万元）	1,366.27
总股本/流通A股(百万)	1,599/1,587

公司近期市场表现（最近一年）：



分析师：

罗胤

执业证书编号：S0760511010012

Tel: 010-82190301

Email: luoyin@sxzq.com

MSN: luo_yin@hotmail.com

联系人：

张小玲

Tel: 0351-8686990

010-82190365

Email: zhangxiaoling@sxzq.com

孟军

Tel: 010-82190365

Email: mengjun@sxzq.com

伊利股份 (600887)

增持

食品安全问题影响逐步淡化，收入增速小幅回升

维持评级

公司研究/点评报告

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	销售利润率	净资产收益率	市盈率
2011A	37,451	26.2	1,809	132.8	1.13	4.9	30.0	18.5
2012E	42,047	12.3	1,817	0.4	1.14	4.4	23.2	18.4
2013E	48,124	14.5	2,485	36.8	1.55	5.2	24.1	13.5
2014E	55,255	14.8	3,058	23.1	1.91	5.6	22.9	10.9

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

● **业绩符合预期。**2012年1-9月公司共实现营业收入3,290,919.4万元，同比增长12.7%；实现归属于母公司股东的净利润136,627.35万元，同比减少3.66%；每股收益0.26元。其中7-9月实现营业收入1,172,821.65万元，同比增长14.37%；实现归属于母公司股东的净利润60,473.98万元，同比减少4.49%。业绩基本符合预期。

● **食品安全问题影响逐步淡化，收入增速小幅回升。**自2011年底国内乳品行业陆续爆发多起食品安全事件，使得消费者信心再度受挫，乳品生产企业经营面临较大压力，增速明显放缓。不过，作为行业龙头，公司仍具有较强的品牌、渠道、规模优势，随着食品安全问题负面影响逐步淡化，公司销售收入增速已现小幅回升态势，在上年同期低基数因素助推下，单季增长已回升至14.47%，增速较二季度上升约4个百分点。未来，随着消费者信心的理性恢复，公司销售增速应将逐步回升。

● **高端产品带动毛利率提升，费用率上升挤压盈利。**尽管高毛利产品奶粉业务受到食品安全问题影响销售有所下滑，但高端液奶产品销售态势依然较好，受此推动公司销售毛利率相比上年同期上升了2.04个百分点。不过，为应对负面事件影响，公司加大了营销管理力度，三季度当季销售费用率相比上年同期上升1.54个百分点，管理费用率同比亦上升0.72个百分点，公司盈利能力有所下降。在上年同期高利润基数影响下，公司单季净利润仅比上年同期实现微幅增长。

● **投资建议：**近期公司非公开发行方案已获证监会通过，定向增发时间窗口敞开，增发底价17.31元对当前股价形成良好支撑，我们预计公司2012-2014年的EPS分别为1.14、1.55、1.91元，对应动态市盈率分别为18.4、13.5、10.9倍，维持“增持”评级。

表1：伊利股份单季利润表

单位：百万元	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	同比变化
一、营业收入	6,140	9,061	9,885	10,255	8,251	10,258	10,923	11,728	14.37
营业收入	6,140	9,061	9,885	10,255	8,251	10,258	10,923	11,728	14.37
二、营业总成本	6,129	8,916	9,459	9,612	7,973	9,797	10,733	11,050	14.96
营业成本	4,298	6,172	6,796	7,399	6,119	7,127	7,695	8,223	11.13
营业税金及附加	-10	53	52	51	77	77	61	71	39.02
销售费用	1,423	2,321	2,168	1,702	1,100	2,113	2,060	2,127	25.00
管理费用	462	369	450	471	681	455	889	623	32.23
财务费用	-11	-5	-20	-9	-15	15	20	8	(188.18)
资产减值损失	-33	7	14	-3	11	9	9	-2	(38.47)
三、其他经营收益	2	-0	219	4	31	-1	17	4	(11.17)
投资净收益	2	-0	219	4	31	-1	17	4	(11.17)
四、营业利润	13	145	645	647	309	460	207	682	5.39
加：营业外收入	132	65	126	68	162	42	227	62	(9.08)
减：营业外支出	-27	3	5	7	16	7	1	5	(27.10)
五、利润总额	171	207	766	708	455	495	433	739	4.32
减：所得税	-62	57	88	93	66	73	79	133	43.06
六、净利润	233	150	678	616	389	422	354	606	(1.51)
减：少数股东损益	7	5	7	14	-2	11	3	2	(87.09)
归属于母公司所有者净利润	226	145	671	602	391	411	351	605	0.42
七、每股收益：	0.28	0.18	0.42	0.38	0.24	0.26	0.22	0.38	0.42
收入增长率(%)	22.12	29.18	27.77	16.88	34.37	13.21	10.50	14.37	(2.51)
毛利率(%)	30.00	31.89	31.25	27.85	25.84	30.52	29.55	29.89	2.04
营业利润率(%)	0.20	1.60	6.52	6.31	3.74	4.48	1.89	5.82	(0.50)
净利率(%)	3.79	1.65	6.86	6.00	4.71	4.12	3.24	5.17	(0.83)
销售费用率(%)	23.18	25.61	21.93	16.60	13.34	20.60	18.86	18.14	1.54
管理费用率(%)	7.52	4.07	4.55	4.60	8.26	4.44	8.13	5.31	0.72
归属于母公司净利润增长率(%)	86.21	16.20	205.03	192.32	72.68	183.35	-47.72	0.42	(191.90)

资料来源：公司公告 山西证券研究所

➤ 盈利预测

表 2：盈利预测表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
一、营业总收入	37,451.37	42,046.61	48,124.21	55,255.17
营业收入	37,451.37	42,046.61	48,124.21	55,255.17
二、营业总成本	35,959.19	40,331.67	45,623.47	52,080.27
营业成本	26,485.67	29,431.99	33,808.97	38,680.89
营业税金及附加	232.92	210.23	240.62	276.28
销售费用	7,290.96	7,988.86	8,902.98	9,945.93
管理费用	1,970.69	2,637.52	2,694.96	3,204.80
财务费用	-49.16	42.05	-48.12	-55.26
资产减值损失	28.11	21.02	24.06	27.63
三、其他经营收益	253.82	21.00	21.00	21.00
投资净收益	253.82	21.00	21.00	21.00
四、营业利润	1,746.01	1,735.94	2,521.74	3,195.90
加：营业外收入	421.32	430.00	430.00	430.00
减：营业外支出	30.91	30.00	30.00	30.00
五、利润总额	2,136.42	2,135.94	2,921.74	3,595.90
减：所得税	303.98	299.03	409.04	503.43
六、净利润	1,832.44	1,836.91	2,512.70	3,092.47
减：少数股东损益	23.22	20.21	27.64	34.02
归属于母公司所有者的净利润	1,809.22	1,816.70	2,485.06	3,058.46
七、每股收益：	1.13	1.14	1.55	1.91
净利润增长率(%)	132.79	0.41	36.79	23.07

资料来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。