



买入

19% ↑

目标价格: 人民币 24.95

600887.CH

价格: 人民币 20.93

目标价格基础: 16.3 倍 13 年市盈率

板块评级: 增持

本报告要点

■ 三季报点评

我们的观点有何不同?

- 行业面临不利因素, 紧密跟踪和适时调整投资判断
- 伊利股份半年度业绩干扰因素较多, 预计全年亏损, 但幅度不大, 剔除干扰因素, 真实业绩增长仍可观

主要催化剂/事件

- 若增发完成
- 倘若增速持续回升则刺激股价

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	6	(2)	8	2
相对新华富时 A50 指数	10	1	12	17

发行股数(百万)	1,599
流通股(%)	89.82
流通股市值(人民币 百万)	30,053
3 个月日均交易额(人民币 百万)	267
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
呼和浩特投资有限公司	10.18

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 10 月 30 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费品: 食品及饮料

苏铖

(8621) 2032 8510

cheng.su@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512090001

伊利股份

多种因素导致全年业绩可能微幅负增长, 投资价值判断无需动摇

伊利股份 1-9 月实现销售收入 329.09 亿元, 同比增长 12.70%; 实现营业利润 13.49 亿元, 同比下降 6.15%; 实现利润总额 16.67 亿元, 同比下降 0.88%; 实现归属上市公司股东净利润 13.66 亿元, 同比下降 3.66%; 每股收益 0.85 元; 扣除非经常损益后归属股东净利润 11.02 亿元, 同比下降 9.84%。我们对 3 季度的核心判断是收入增速好于 2 季度、销售费用增速加快, 于三季报中得到验证: 3 季度收入增长 14.37%, 增幅高于 2 季度的 10.50%, 销售费用同比增长 25.00%, 而 2 季度是负增长 5%。剔除上年股权转让收益以及上半年产品报废损失影响, 1-9 月营业利润增长在 23%-25%, 全年应在 20%-22% 左右, 是非常不错的成绩, 2012 年业绩洼地使得 2013 年业绩增幅值得期待。我们预计公司全年净利润微幅-2.0%至 2%, 保守以-2%预测。我们略调整 2012-13 年盈利预测, 不考虑增发摊薄每股收益分别 1.11 元、1.53 元, 维持目标价 24.95 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 3 季度综合毛利率同比上升 2.04 个百分点, 我们判断是结构的优化, 而结构优化是今年以来乳制品的主要趋势特征, 冷饮和奶粉毛利率同比上升, 2 季度公司高毛利率的奶粉业务受到影响, 3 季度在恢复过程中。
- 我们半年报点评中对行业最大的担心是销售费用策略变化, 我们预计主要公司销售费用增速较快反弹, 伊利股份 3 季度销售费用增长 25%, 大幅高于收入增速, 而 1、2 季度为同比下降, 销售费用率累计降幅继续收窄。
- 乳业以结构升级为基调的白银投资期仍具吸引力, 公司具备中长线投资价值, 仍是乳业投资的佳选, 但须注意适时调整投资判断。

评级面临的主要风险

- 不可预测的食品安全问题; 原奶和包材价格出现大幅上涨; 公司治理风险导致业绩节奏难以把握。

估值

- 我们调整 2012-13 年每股收益预测为 1.11 元和 1.53 元, 维持 24.95 元的目标价, 相当于 2012 和 2013 年 22.5 倍和 16.3 倍市盈率, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	29,665	37,451	42,563	49,491	56,998
变动(%)	22.0	26.2	13.6	16.3	15.2
净利润(人民币 百万)	777	1,809	1,773	2,441	3,036
全面摊薄每股收益(人民币)	0.49	0.57	1.11	1.53	1.90
变动(%)	20.0	16.4	(2.0)	37.6	24.4
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.12	1.48	1.85
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.25	1.52	1.86
调整幅度(%)	-	-	(11.3)	0.4	2.1
核心每股收益(人民币)	0.48	0.97	1.08	1.50	1.87
变动(%)	20.0	103.2	10.9	39.1	24.8
全面摊薄市盈率(倍)	43.1	37.0	18.9	13.7	11.0
核心市盈率(倍)	43.7	21.5	19.4	13.9	11.2
每股现金流量(人民币)	1.84	2.30	2.28	2.86	3.11
价格/每股现金流量(倍)	11.3	9.1	9.2	7.3	6.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.5	13.4	12.9	8.4	6.2
每股股息(人民币)	0.00	0.25	0.22	0.31	0.48
股息率(%)	0.00	1.19	1.07	1.47	2.29

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

1-9 月业绩概述

伊利股份 1-9 月实现销售收入 329.09 亿元, 同比增长 12.70%; 实现营业利润 13.49 亿元, 同比下降 6.15%; 实现利润总额 16.67 亿元, 同比下降 0.88%; 实现归属上市公司股东净利润 13.66 亿元, 同比下降 3.66%; 每股收益 0.85 元; 扣除非经常损益后归属股东净利润 11.02 亿元, 同比下降 9.84%。我们对 3 季度的核心判断是收入增速好于 2 季度、销售费用增速加快, 于三季报中得到验证: 3 季度收入增长 14.37%, 增幅高于 2 季度的 10.50%, 销售费用同比增长 25.00%, 而 2 季度是负增长 5%。我们保守预计公司全年净利润微幅下降 2.0% 左右。剔除上年股权转让收益以及上半年产品报废损失影响, 1-9 月营业利润增长在 23%-25%, 全年应在 20%-22% 左右, 是非常不错的成绩, 2012 年业绩洼地使得 2013 年业绩增幅值得期待。

我们对乳业格局的判断, 对龙头公司的投资价值的判断, 不会因阶段性的干扰因素而摇摆变化。

阶段性需求放缓, 费用策略变化已提示, 需重点关注

需求不振是今年多数大众消费品面临的共同问题, **关注行业销售费用态势。**我们此前已经提示过, 快消品一旦出现需求放缓, 有效直接的策略即是增加费用投入。今年以来乳制品行业收入增速整体逐季下滑, 乳制品行业销售费用策略已经发生变化, **我们于 4 月份即开始提示, 我们认为下半年销售费用增速将继续高出收入增速**, 从行业 1-8 月份情况看, 销售费用增长 18.38%, 高于收入增速, 各主要乳制品企业均有反映。

在此背景下, 产品结构调整不可持续、费用率没有合理回落空间的企业其盈利能力提升将存在问题。据此, 我们认为光明乳业(600597.CH/人民币 8.69, 买入)和伊利股份均是不错的品种。

行业产量和收入增速不振直接反映在龙头公司收入增速减缓

1-3 月份液体乳及乳制品制造业收入同比增速 17.31%, 较上年同期 19.65% 的增速有所下滑。1-6 月份, 这一增速继续有所下降, 为 14.61%, 上年同期同比增速为 22.57%。上年收入增速有前低后略高的情形存在。

1-6 月份, 乳制品累计产量同比增速为 6.58%, 液体乳产量增速为 7.31%, 较 1 季度回升幅度有限, 仍处于较低水平。

图表 1. 乳制品行业收入增速情况

(%)	收入增速	成本增速	销售费用增速	利润总额增速	毛利率
1-3 月	17.31	16.31	12.11	36.8	23.5
1-6 月	14.61	13.35	16.96	28.2	23.8
1-8 月	14.80	13.09	18.38	26.0	24.0

资料来源: 中银国际研究整理

预收款余额稳定, 经营现金流情况良好

3 季度末, 账面预收账款余额 22.58 亿元, 较 2 季度末几乎无变动。1-6 月公司销售商品和提供劳务收到的现金 239.78 亿元, 超过主营收入的 211.81 亿元。3 季度销售商品和提供劳务收到的现金 137.56 亿元, 亦超过单季 117.28 亿的销售收入。

1-6 月份固定资产投资继续保持高位，1 季度购置资产现金流出达 7.47 亿元，同上年基本持平，1-6 月份购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金达到 13.05 亿元。3 季度继续投入 10.31 亿元，公司连续高建设投入，导致公司负债率偏高，定增完成后，公司资金面情况将更为好转。

图表 2. 公司利润表分析

(人民币, 百万)	2011 年 1-9 月	2012 年 1-9 月	同比变动(%)	2011 年 7-9 月	2012 年 7-9 月	同比变动(%)
一、营业总收入	29,200.62	32,909.19	12.70	10,254.86	11,728.22	14.37
营业收入	29,200.62	32,909.19	12.70	10,254.86	11,728.22	14.37
二、营业总成本	27,985.86	31,579.46	12.84	9,611.60	11,049.62	14.96
营业成本	20,366.63	23,044.92	13.15	7,399.26	8,222.63	11.13
营业税金及附加	155.94	209.07	34.07	50.83	70.67	39.02
销售费用	6,190.59	6,300.12	1.77	1,701.91	2,127.31	25.00
管理费用	1,289.52	1,966.96	52.53	471.32	623.23	32.23
财务费用	(34.01)	42.91	(226.16)	(8.68)	7.66	(188.18)
资产减值损失	17.19	15.49	(9.87)	(3.04)	(1.87)	(38.47)
三、其他经营收益						
投资净收益	222.39	18.97	(91.47)	3.99	3.54	(11.17)
四、营业利润	1,437.16	1,348.70	(6.15)	647.24	682.14	5.39
加：营业外收入	259.42	331.53	27.79	68.22	62.03	(9.08)
减：营业外支出	14.73	13.18	(10.52)	7.00	5.10	(27.10)
五、利润总额	1,681.85	1,667.05	(0.88)	708.46	739.06	4.32
减：所得税	238.27	284.72	19.50	92.66	132.57	43.06
六、净利润	1,443.58	1,382.33	(4.24)	615.80	606.49	(1.51)
减：少数股东损益	25.42	16.05	(36.85)	13.60	1.76	(87.09)
归属于母公司所有者的净利润	1,418.16	1,366.27	(3.66)	602.21	604.74	0.42
七、每股收益(元)	0.89	0.85		0.38	0.38	
盈利能力(%)			百分点变动			百分点变动
毛利率	30.25	29.97	(0.28)	27.85	29.89	2.04
经营利润率	4.92	4.10	(0.82)	6.31	5.82	(0.50)
税前利润率	5.76	5.07	(0.69)	6.91	6.30	(0.61)
净利率	4.86	4.15	(0.70)	5.87	5.16	(0.72)

资料来源：公司资料，中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	29,665	37,451	42,563	49,491	56,998
销售成本	(20,686)	(26,486)	(30,012)	(34,921)	(40,261)
经营费用	(8,394)	(9,269)	(10,772)	(11,803)	(13,256)
息税折旧前利润	1,198	2,432	2,475	3,571	4,381
折旧及摊销	(613)	(735)	(696)	(804)	(901)
经营利润 (息税前利润)	585	1,697	1,779	2,767	3,480
净利息收入/(费用)	21	49	(52)	(18)	7
其他收益/(损失)	248	390	453	250	240
税前利润	854	2,136	2,180	2,999	3,727
所得税	(58)	(304)	(386)	(535)	(667)
少数股东权益	(19)	(23)	(21)	(23)	(25)
净利润	777	1,809	1,773	2,441	3,036
核心净利润	765	1,555	1,725	2,401	2,996
每股收益(人民币)	0.49	1.13	1.11	1.53	1.90
核心每股收益(人民币)	0.48	0.97	1.08	1.50	1.87
每股股息(人民币)	0.00	0.25	0.22	0.31	0.48
收入增长(%)	21.96	26.25	13.65	16.28	15.17
息税前利润增长(%)	(14.95)	190.07	4.83	55.54	25.77
息税折旧前利润增长(%)	1.33	103.18	1.94	44.27	22.69
每股收益增长(%)	20.00	132.79	(1.99)	37.64	24.37
核心每股收益增长(%)	20.00	132.79	(1.99)	37.64	24.37

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	854	2,136	2,180	2,999	3,727
折旧与摊销	610	731	696	804	901
净利息费用	55	103	52	18	(7)
运营资本变动	(12)	918	739	1,126	687
税金	(58)	(304)	(386)	(535)	(667)
其他经营现金流	49	593	456	243	408
经营活动产生的现金流	1,475	3,670	3,641	4,574	4,969
购买固定资产净值	(1,987)	(3,789)	(2,500)	(2,000)	(1,600)
投资减少/增加	(192)	339	0	0	0
其他投资现金流	(2)	(26)	(195)	(36)	(36)
投资活动产生的现金流	(2,181)	(3,476)	(2,695)	(2,036)	(1,636)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(50)	(53)	150	120	96
支付股息	0	(400)	(359)	(493)	(765)
其他融资现金流	(37)	320	(896)	(471)	(309)
融资活动产生的现金流	(87)	(132)	(1,105)	(844)	(979)
现金变动	(772)	579	(159)	1,694	2,355
期初现金	4,113	3,342	3,921	3,762	5,456
公司自由现金流	(707)	195	946	2,538	3,333
权益自由现金流	(736)	191	1,044	2,640	3,437

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	3,342	3,921	3,762	5,456	7,811
应收帐款	280	387	404	475	547
库存	2,584	3,310	4,202	4,191	4,429
其他流动资产	1,352	1,110	1,516	1,642	2,473
流动资产总计	7,558	8,727	9,884	11,764	15,260
固定资产	5,591	7,027	8,652	9,860	10,854
无形资产	461	676	650	624	598
其他长期资产	1,753	3,499	3,895	3,939	3,698
长期资产总计	7,805	11,202	13,197	14,423	15,150
总资产	15,362	19,930	23,082	26,187	30,410
应付帐款	3,704	4,379	4,952	5,587	6,442
短期债务	2,698	2,985	2,090	1,567	1,175
其他流动负债	3,796	5,502	7,340	8,172	9,466
流动负债总计	10,198	12,866	14,382	15,326	17,083
长期借款	60	7	157	277	373
其他长期负债	592	751	802	871	947
股本	799	1,599	1,599	1,599	1,599
储备	3,419	4,426	5,840	7,788	10,059
股东权益	4,219	6,025	7,439	9,387	11,657
少数股东权益	294	282	303	326	351
总负债及权益	15,362	19,930	23,082	26,187	30,410
每股帐面价值(人民币)	5.28	3.77	4.65	5.87	7.29
每股有形资产(人民币)	4.70	3.35	4.25	5.48	6.92
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.35)	(0.59)	(0.95)	(2.27)	(3.93)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	4.04	6.49	5.81	7.21	7.69
息税前利润率(%)	1.97	4.53	4.18	5.59	6.11
税前利润率(%)	2.88	5.70	5.12	6.06	6.54
净利率(%)	2.62	4.83	4.17	4.93	5.33
流动性					
流动比率(倍)	0.74	0.68	0.69	0.77	0.89
利息覆盖率(倍)	(28.2)	(34.52)	34.54	154.35	(469.65)
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.49	0.42	0.40	0.49	0.63
估值					
市盈率(倍)	43.05	18.49	18.87	13.71	11.02
核心业务市盈率(倍)	43.71	21.51	19.39	13.94	11.17
目标价对应核心业务市盈率(倍)	51.31	22.04	22.49	16.34	13.14
市净率(倍)	3.71	5.31	4.32	3.45	2.79
价格/现金流(倍)	11.35	9.12	9.19	7.32	6.73
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.51	13.40	12.91	8.36	6.21
周转率					
存货周转天数	31.79	32.26	36.03	30.91	28.36
应收帐款周转天数	3.16	2.74	3.29	3.29	3.29
应付帐款周转天数	65.36	60.34	60.23	58.40	58.40
回报率					
股息支付率(%)	0.00	22.09	20.24	20.19	25.21
净资产收益率(%)	17.64	29.06	23.18	25.37	25.49
资产收益率(%)	5.06	9.08	7.68	9.32	9.98
已运用资本收益率(%)	6.00	13.68	13.35	17.95	19.24

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10% 以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371