

行业趋势预判再次验证 液奶今年超越蒙牛可期

核心观点:

1. 事件

伊利股份发布 2012 年度报告及 2013 年一季报。

2. 我们的分析与判断

(一) 2012 及 2013 年一季度主要经营数据

2012 年收入增幅 12%，净利润与我们预测基本一致。2012 年度公司实现营业收入 419.91 亿元(yoy+12.12%)，实现营业利润 16.16 亿元(yoy-7.47%)，利润总额 20.87 亿元(-2.32%)，归属净利润 17.17 亿元(-5.09%)，全面摊薄每股收益 0.92 元。毛利率微增，受非经常性损益等影响，净利率微降。毛利率 29.73%(yoy+0.45PCT)，净利率 4.09%(yoy-0.74PCT)。销售费用率 18.52%(yoy-0.95PCT)，管理费用率 6.69%(yoy+1.43PCT)；所得税率 16.81%(yoy+2.58PCT)。

1Q13 收入增长 14%，净利润增长 19%。1Q2013 公司实现营业收入 117.24 亿元(yoy+14.30%)，营业利润 5.39 亿元(yoy+17.22%)，利润总额 5.88 亿元(+18.70%)，归属净利润 4.87 亿元(yoy+18.61%)，全面摊薄每股收益 0.26 元。高端产品增长对毛利率提升效果明显。1Q13 毛利率 32.27%(yoy+1.85PCT)，净利率 4.16%(yoy+0.15PCT)。销售费用率延续 3Q12 趋势，单季同比均正增加。1Q13 销售费用率 21.99%(yoy+1.39PCT)，管理费用率 5.24%(yoy+0.80PCT)，三项费用率 27.22%(yoy+2.03PCT)，所得税率 16.55%(yoy+1.82PCT)。

2012 年度产品结构升级拉动收入增长占比 34%。就收入结构而言，2012 年度因销量增长、产品结构升级增加收入分别为 29.31、15.4 亿元，占增量比例为 66、34%。分业务来看，液体乳、冷饮、奶粉及奶制品、混合饲料业务分别实现收入 322.71、42.94、44.84、6.86 亿元，同比变动 19.82、1.72、-20.52、46.42%；毛利率分别为 28.14、32.27、39.49、16.01%，同比变动 1.61、2.46、-3.1、2.35PCT。

(二) 蒙牛 2012 首度出现下滑，行业寡头趋势明显

行业寡头格局持续提升龙头企业增长预期，公司有望很快在各项业务上均达行业第一。乳制品两大巨头年报已出，验证先前各报告中判断：整体经济放缓等因素可能使得伊利 12 年收入增速有所下降，但全年超过主要竞争对手两位数百分点是大概率事件，更重要的，就行业内竞争态势而言，2013 年伊利液奶收入超越蒙牛可期(2012 伊利、蒙牛液奶分别为 322.7、323.4 亿元，充分验证判断！)。

3. 投资建议

公司核心优势请参考今年 1 月 14 日及 12 年 10 月 15 日深度报告(报告名参见相关研究)。预测 2013/14 EPS 1.23、1.59 元，PE 24/18 倍。综合考虑行业趋势及公司城镇化中独特优势，“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

特此鸣谢

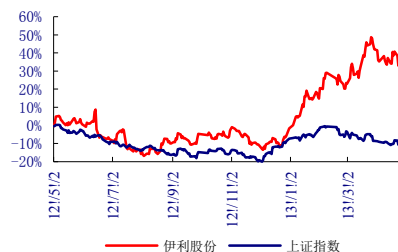
李琰 010-83571374(liyan_yj@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2013.04.29

A 股收盘价(元)	29.24
A 股一年内最高价(元)	33.59
A 股一年内最低价(元)	18.03
上证指数	2177.91
市净率	7.46
总股本(万股)	187085.80
实际流通 A 股(万股)	158749.62
限售的流通 A 股(万股)	28336.18
流通 A 股市值(亿元)	464.18

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

深度研究

伊利股份 (600887): 全产品线重返行业第一 关注中长期高增长空间 20130114

伊利股份 (600887): 融资年内有望完成, 龙头地位稳步提升 20121015

附录之一：我们认为，2012 年伊利股份财报中值得关注的信息

● 产品结构层面：

表 1：伊利股份 2012 年分业务收入、毛利及变动

分产品（亿元）	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年增减	营业成本比上年增减	毛利率比上年增减(%)
液体乳	322.71	231.88	28.14%	19.82%	17.18%	增加 1.61 个百分点
冷饮产品系列	42.94	29.09	32.27%	1.72%	-1.84%	增加 2.46 个百分点
奶粉及奶制品	44.84	27.13	39.49%	-20.52%	-16.23%	减少 3.10 个百分点
混合饲料	6.87	5.77	16.01%	46.42%	42.43%	增加 2.35 个百分点

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

我们的观点：

因销量增长、产品结构升级对收入增量的贡献比例分别为 66、34%。就收入结构而言，2012 年度因销量增长、产品结构升级增加收入分别为 29.31、15.4 亿元，占增量比例为 66、34%。

分业务来看，液体乳、冷饮、奶粉及奶制品、混合饲料业务分别实现收入 322.71、42.94、44.84、6.86 亿元，同比变动 19.82、1.72、-20.52、46.42%；毛利率分别为 28.14、32.27、39.49、16.01%，同比变动 1.61、2.46、-3.1、2.35PCT。

——乳制品主业中，液体乳业务增速最快。

来自于销量增长的贡献收入 41.9 亿元，占液体乳增量 79%，相当于贡献增速 15.6%；来自于金典奶、每益添等高端产品的销售份额不断提高，产品结构升级增加收入 11.46 亿元，占液体乳增量 21%，相当于贡献增速 4.3%。

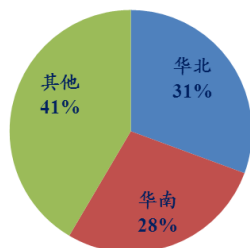
请再次关注我们提出的对伊利竞争优势的判断：2012 年整体收入增幅超越对手两位数是大概率事件！2013 年液奶超越蒙牛可期！（2012 年伊利、蒙牛液奶收入为 322.7、323.4 亿元）

——冷饮业务受到天气因素影响整体微增。

公司在报告期内对巧乐兹、伊利牧场等高端产品不断推陈出新，销售势头良好而带动产品结构升级影响收入增加 2.76 亿元，相当于贡献增速 6.5%；天气因素影响冰类产品销量下降，使得收入减少 2.03 亿元，相当于拖累增速 4.8%。

表 1：伊利股份 2012 年分地区收入及变动

伊利股份 2012 年收入地区分布



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

表 2：伊利股份 2012 年分地区收入及变动

地区（亿元）	营业收入	营业收入比上年增减（%）
华北	127.77	22.18%
华南	116.29	21.84%
其他	173.30	0.39%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

分地区而言，华北、华南分别实现销售收入 127.77、116.29 亿元，同比增速均达到 22%；其他地区收入 173.29 亿元，同比增加 0.39%。

● 费用层面：

管理费用增幅 43%，主要由于产品报废损失导致。2012 年度公司管理费用 28.1 亿元，增幅 42.57%，主要原因为：1) 产品报废损失影响；2) 公司提高员工工资以及社会保险费用上涨导致职工薪酬增加；3) 产量增加导致机器设备修理费用增加；4) 新增固定资产投入使用导致折旧费增加。我们将报废损失扣除后测算管理费用为 24.18 亿元，相当于增幅 22.7%。

投资收益减少 2.27 亿元，主要为一次性处置收益差异。2012 年度公司投资收益较上年同期减少 2.27 亿元，降幅 89.55%，主要原因是上期处置呼和浩特市惠商投资管理有限责任公司股权，而本期未发生股权处置损益，导致投资收益减少。

表 3：伊利股份 2012 年费用变动一览

项目（亿元）	本期金额	上期金额	本期金额较上期变动比例(%)
销售费用	77.78	72.91	6.68%
管理费用	28.10	19.71	42.57%
财务费用	0.49	-0.49	不适用
资产减值损失	0.11	0.28	-62.39%
投资收益	0.27	2.54	-89.55%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

表 4：伊利股份 2012 年管理费用细拆

项目（亿元）	本期发生额	上期发生额	同比变动
职工薪酬	12.15	10.72	13.37%
折旧修理费	5.42	4.19	29.24%
差旅费	0.96	0.79	22.13%
物耗劳保费	0.49	0.38	29.44%
办公租赁费	0.90	0.74	21.32%
无形资产摊销	0.17	0.18	-8.86%
税费	1.16	0.93	25.20%
产品报废损失	3.66	0.00	
生物资产损失	0.25	0.00	
其他	2.93	1.77	65.22%
合计	28.10	19.71	42.57%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

附录之二：我们认为，蒙牛 2012 年度值得重点关注的信息

● 产品结构层面：

表 5：蒙牛 2012 年分业务收入及业绩变动（亿元）

收入	2011	2012	同比增减	同比增减幅度
液体奶	337.01	323.37	-13.64	-4.05%
冰淇淋	32.59	31.71	-0.87	-2.67%
其他乳制品	4.28	5.72	1.44	33.61%
总计	373.88	360.80	-13.07	-3.50%
业绩	2011	2012	同比增减	同比增减幅度
液体奶	20.26	18.31	-1.95	-9.64%
冰淇淋	0.31	0.39	0.08	25.23%
其他乳制品	-0.21	-1.44	-1.23	579.80%
总计	20.36	17.26	-3.10	-15.24%
业绩比率	2011	2012	同比增减百分点	
液体奶	6.01%	5.66%	-0.35%	
冰淇淋	0.96%	1.23%	0.27%	
其他乳制品	-4.95%	-25.19%	-20.24%	
总计	5.45%	4.78%	-0.66%	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

表 6：蒙牛 2012 年占比最大业务液体奶分品类收入变动（亿元）

收入	2011	2012	同比增减	同比增减幅度
UHT	208.376	197.062	-11.31	-5.43%
乳饮料	83.096	80.388	-2.71	-3.26%
酸奶	45.54	45.92	0.38	0.83%
收入占比	2011	2012	同比增减百分点	
UHT	61.83%	60.94%	-0.89%	
乳饮料	24.66%	24.86%	0.20%	
酸奶	13.51%	14.20%	0.69%	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

我们的观点：

优势业务液体奶收入及业绩首度出现下滑，冰激凌业务收入下滑，奶粉业务微增但业绩亏损增加。分业务而言，2012 年蒙牛液体奶、冰淇淋、其他乳制品(奶粉为主)业务分别实现销售收入 323.37、31.71、5.72 亿元，同比变动-4.05%、-2.67%、33.61%；实现业绩 18.31、0.39、-1.44 亿元，同比变动-9.64%、25.23%、579.8%（注：2011 年其他乳制品业绩为-0.21 亿元，2012 年为-1.44 亿元）；分业务业绩比率为 5.66%、1.23%、-25.19%，同比变动-0.35%、0.27%、-20.24 个百分点。

液奶业务中，UHT 及乳饮料收入下滑，但据公司披露仍重点产品保持两位数增长。占比最大的液体奶业务中，UHT 奶、乳饮料及酸奶业务分别实现收入 197.1、80.39、45.92 亿元，

同比变动-5.43、-3.26、0.83%，占液体奶比例分别为 60.94、24.86、14.2%，同比变动-0.89、0.2、0.69 个百分点。据披露重点产品特仑苏、冠益乳、未来星和真果粒收入保持两位数增长，优益 C 三位数增长。

- **营销层面：**

销售渠道进行了较大调整，1)缩短销售管理系统总部到终端售点层级；2)对原有常温、低温、冰淇淋营销中心进行资源综合，搭建统一平台；3)包括财务预算系统在内进行标准化、系统化管理。

- **我们的观点：**

关注统一管理平台及财务预算系统对快消品公司带来的影响。

- **原奶采购及食品安全层面：**

据公司披露，原奶中来自规模化、集约化牧场比例提高至 93%，同时在建 8 座自建牧场。

- **我们的观点：**

据公司披露，具体体现为，12 年蒙牛加大对牧场及养殖小区规模化奶源采购比例，同时加大对质检设备投入。蒙牛 12 年毛利率净利率双降，主要来源于奶源**规范的成本**（由于产品品质带来销量下滑倒逼所致）。

- **产能层面：**

公司产能合计 758 万吨(yoy+7.52%)。

- **战略合作层面：**

2012 年 Arla Foods 引进为第二大战略股东。中国丹麦乳品技术合作中心于 2012 年 11 月 26 日成立，2013 年蒙牛将派部分员工往丹麦接受培训，同时 Arla Foods 生产的 UHT 奶、奶粉、奶酪及黄油产品将由蒙牛渠道进入中国。

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，兼食品饮料行业分析师（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食品饮料行业研究工作。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接受任何形式的补偿。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