

2013 年 05 月 22 日
刘荟
LiuHui@e-capital.com.cn
目标价(元)
34.00
公司基本资讯

产业别	食品饮料
A 股价(2013/5/22)	28.44
上证综指(2013/5/22)	2302.4
股价 12 个月高/低	33.18/18.57
总发行股数(百万)	1870.86
A 股数(百万)	1587.50
A 市值(亿元)	543.67
主要股东	呼和浩特投资 有限责任公司 (10.16%)
每股净值(元)	6.86
股价/账面净值	4.24
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-6.1 4.5 29.4

近期评等

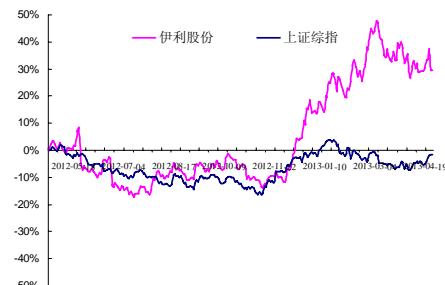
出刊日期	前日收盘	评等
2013-5-3	28.47	买入

产品组合

液体乳	77.3%
奶粉及奶制品	10.7%
冷饮产品系列	10.3%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	46.4%
一般法人	10.3%

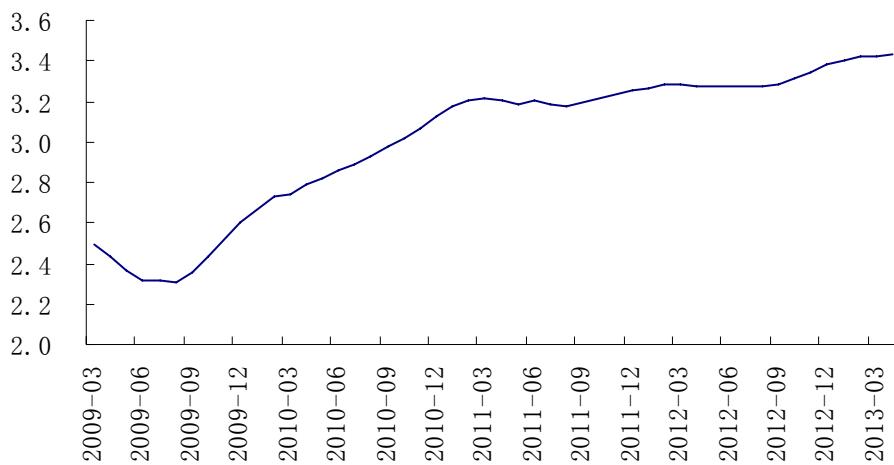
股价相对大盘走势

伊利股份(600887.SH)
Buy 买入
虽然 2013 年原奶价格上涨 10%，但是有望通过产品升级转嫁
结论与建议：
公司召开股东大会，结论如下：

- **2013 年以来原奶价格上涨 10%：**由于 2012 年，奶牛疫情略重，牧场及养殖户部分奶牛进行屠杀，导致今年原奶供给量偏低，公司采购价格从 2012 年的 3.7 元/公斤，上涨到目前的 4.15 元/公斤，涨幅约 10%；但是从公司 2013 年 1Q 的毛利率看，还同比提高 1.9 个百分点，主要来自产品结构升级的贡献，我们预计 2013 年毛利率同比持平的概率较大；
- **产品提价或通过结构升级实现：**面对原料价格的上涨，伊利和蒙牛都表示希望通过提价转嫁成本，但是考虑到消费者对低端白奶的产品价格十分敏感，同时大公司对市场占有率的压力比较大，预计会在部分地区，缓慢、试探性提价；
- 相对而言，产品结构升级对伊利毛利率的贡献更大。2013 年伊利产品重点在“金典有机奶”，产品定位与蒙牛“特仑苏”相对应。2012 年蒙牛“特仑苏”市场规模 55 亿元，伊利“金典”市场规模 15-20 亿元。伊利希望 2013 年金典系列可以实现翻番，将与特仑苏的销售对比，由 2012 年的 1: 4 提高到 1: 2；
- 伊利“QQ 星”儿童奶的增长很快，2012 年已反超蒙牛“未来星”，2013 年依然保持 20% 以上的增长。相对来说，伊利“舒化奶”基数已经较大（2012 年实现销售约 30 亿元），增长趋缓。目前液态奶高端产品（金典、舒化奶、QQ 星）约占液态奶的 30% 左右。
- 从伊利奶粉的销售情况看，2012 年 6 月“汞含量异常”的影响正在减弱，2013 年 1Q 奶粉的销售基本恢复到正常年份的 90%，（2012 年全年公司奶粉业务同比下降 20%），我们预计 2013 年奶粉销售恢复到 2011 年水平的可能性较大，较 2012 年同比增长 20%；
- 酸奶是伊利的相对弱项，酸奶业务尚未实现盈利。对于光明的常温酸奶“莫斯利安”，伊利仍在观察，包括产品品质和未来市场空间。
- **我们的观点：**伊利在终端管道上的优势最明显，而对奶源建设、新产品研发的策略相对保守，更多的是采取跟随的策略，伊利目前的战略定位是“不要犯错”。2012 年蒙牛受食品安全的影响很大，给伊利提供了弯道超车的机遇，未来行业竞争情况，还有待观察蒙牛新管理层磨合进展。
- **盈利预测：**预计 2013、2014 年将分别实现净利润 22.16 亿元和 27.89 亿元，同比分别增长 29.03% 和 25.88%，EPS 分别为 1.18 元和 1.49 元，目前股价对应的 PE 分别为 24.1 倍和 19.1 倍，维持买入的投资建议。

接续下页

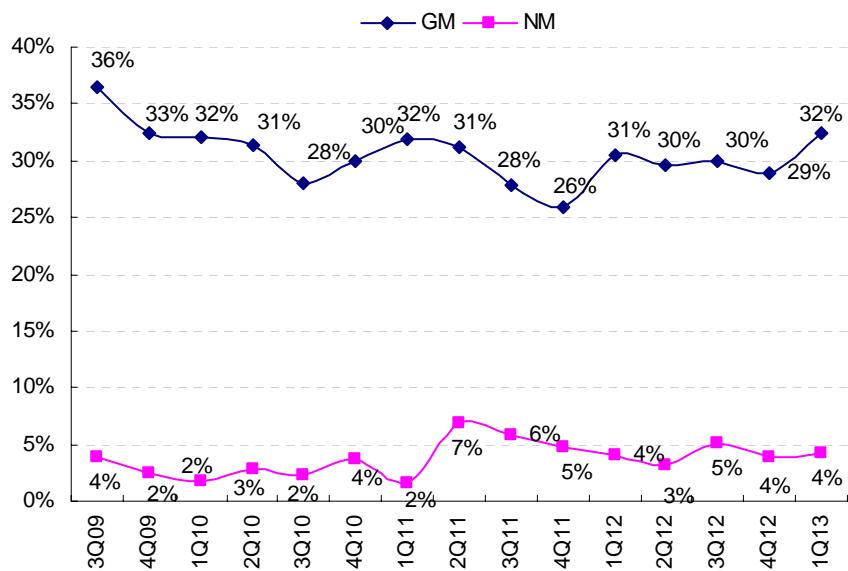
年度截止 12 月 31 日		2010	2011	2012	2013F	2014F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	777	1809	1717	2216	2789
同比增减	%	20.00	132.79	-5.09	29.03	25.88
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.42	0.97	0.92	1.18	1.49
同比增减	%	20.00	132.79	-5.09	29.03	25.88
A 股市盈率(P/E)	X	68.46	29.41	30.98	24.1	19.1
股利 (DPS)	RMB 元	0.00	0.25	0.28	0.30	0.30
股息率 (Yield)	%	-	0.88	0.98	1.05	1.05

图 1：原奶主产区平均价格 单位：元/公斤



资料来源：商务部、群益证券

图 2：公司利润率情况 单位：%



资料来源：公司公告、群益证券

预期报酬(Expected Return; ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
营业收入	29665	37451	41991	50293	60333
经营成本	20686	26486	29505	35313	42271
营业税金及附加	88	233	249	273	327
销售费用	6807	7291	7778	9353	11375
管理费用	1521	1971	2810	2750	3198
财务费用	-21	-49	49	230	90
资产减值损失	-10	28	11	7	38
投资收益	12	254	27	7	6
营业利润	606	1746	1616	2373	3040
营业外收入	302	421	502	291	300
营业外支出	54	31	31	23	25
利润总额	854	2136	2087	2642	3315
所得税	58	304	351	405	497
少数股东损益	19	23	19	21	28
归属于母公司所有者的净利润	777	1809	1717	2216	2789

附二：合并资产负债表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
货币资金	3342	3921	2004	2598	3478
应收账款	257	281	289	327	369
存货	2584	3310	2995	3594	4312
流动资产合计	7558	7512	5288	6519	8160
长期股权投资	606	567	568	568	568
固定资产	5591	7027	8900	10680	12816
在建工程	666	1591	1511	1058	740
非流动资产合计	7805	11202	13608	14307	16125
资产总计	15362	19930	19815	20826	24286
流动负债合计	10198	12866	11478	12626	13888
非流动负债合计	652	758	813	894	983
负债合计	10850	13624	12290	13519	14871
少数股东权益	294	282	190	190	380
股东权益合计	4219	6024	7335	7116	9034
负债及股东权益合计	15362	19930	19815	20826	24286

附三：合并现金流量表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
经营活动产生的现金流量净额	1475	3670	2409	3079	3528
投资活动产生的现金流量净额	-2181	-3476	-3057	-2412	-2546
筹资活动产生的现金流量净额	-87	-132	-905	-73	-102
现金及现金等价物净增加额	-793	62	-1554	594	880

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核审。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证券持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证券。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。