

行权绑定利益，推动长期发展

买入 维持

事件：

公司发布公告，股权激励计划中本次行权股票 14 年 6 月 18 日起上市流通，行权价格 6.49 元，人数 31 人，数量为 1.54 亿份，占最新股本的 7.6%。对此，我们点评如下：

- **本次行权后四大高管持股比例提高至 5.4%，管理层与股东实现利益绑定，推动公司长期发展：**公司 06 年推出针对管理层及核心业务骨干的股权激励计划，07 年首次行权 6.4 万股，仅占全部激励数量 0.1%，本次行权为剩余获授股票期权，共 1.54 亿股，占全部股权激励的 85%（个别激励对象因离职或放弃而取消激励），占总股本 7.6%，且行权后四大高管潘刚、赵成霞、胡利平、刘春海（本次未行权）合计持股从 1.06% 提高至 5.4%，管理层与股东利益实现紧密绑定，有助于增强投资者信心，也有助于制定实施长期发展规划，推动公司长期发展。
- **实际行权成本不低，叠加禁售期影响，有助于提高管理层积极性，推动公司业绩增长：**本次行权价格 6.49 元，按照目前 27.8 元股价、45% 的所得税计算，需缴纳 9.59 元税（ $(27.8 - 6.49) * 45\%$ ），预计成本价格为 16 元左右，且本次股权激励有 1 年的禁售期，管理层每年转让比例不得超过持股总数的 25%，在此价位行权彰显管理层对未来发展充满信心，同时也有助于提高管理层积极性，推动公司业绩继续提升。
- **产品结构升级、行业竞争格局改善，公司盈利能力有望进一步提升：**预计公司全年原奶成本上涨 10%，但产品结构升级和新西兰进口奶粉价格回落将有助于缓解成本上涨压力（恒天然 6 月 4 日奶粉拍卖价格环比下降 7.1%）；行业竞争格局改善，公司龙头地位稳固，与蒙牛比广告费用率有 2 个百分点下降空间，公司盈利能力有望进一步提升。
- **盈利预测及投资建议：**我们自 12 年 12 月 5 日发布年度策略报告《给点阳光就灿烂》，将公司作为食品股三只重点推荐标的之一以来，股价绝对涨幅达 42%，本次股权激励行权实现了管理层和投资者间利益一致化，有利于公司长远发展，维持“买入”评级。预计 13-14 年收入分别为 483 亿、558 亿和 645 亿，YOY 为 15.1%、15.5% 和 15.5%；净利润分别为 23 亿、28.8 亿和 34.8 亿，YOY 为 34%、25% 和 20.7%；按行权后最新股本摊薄后的 EPS 分别为 1.14 元、1.42 元和 1.72 元。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	37,451	41,991	48,341	55,822	64,474
增长率 (%)	26.2%	12.1%	15.1%	15.5%	15.5%
归母净利润(百万)	1,809	1,717	2,302	2,883	3,480
增长率 (%)	132.8%	-5.1%	34.0%	25.2%	20.7%
每股收益	0.894	0.848	1.137	1.424	1.719
市盈率	23	33	24	20	16

食品饮料行业

分析师：

苏青青 (S1180512060001)

电话：021-51782237

Email: suqingqing@hysec.com

研究助理：

刘洋

电话：021-51782230

Email: liuyang1@hysec.com

陈嵩昆

电话：021-51782231

Email: chensongkun@hysec.com

市场表现



相关研究

《茅台环比改善，食品估值需消化》

2013/6/12

《白酒、食品到达精选个股期》

2013/6/2

《把握白酒板块估值修复行情》

2013/5/27

《白酒 PEG 低，食品精选个股》

2013/5/19

图 1：公司股权激励计划实施及行权价格调整情况

公告时间	调整前未行权的股票期权数量(份)	首期行权数量(股)	行权数量占全部股票期权比例	调整后未行权的股票期权数量(份)	占股本比例	调整后行权价格(元)	调整原因
2006.12.29	50,000,000	-	-	未调整	9.7%	13.33	
2007.6.27	未调整	-	-	未调整	9.7%	13.23	10股派1元
2007.11.21	50,000,000	-	-	64,479,843	9.7%	12.05	“伊利CWB1”认股权证行权
2007.12.22	64,479,843	64,480	0.1%	64,415,363	9.7%	未调整	行权价格12.05元，人数35人，限售期为1年。
2008.5.17	64,415,363	-	-	77,298,436	9.7%	10.04	10股转增2股
2011.6.3	77,298,436	-	-	154,596,872	9.7%	5.02	10股转增10股
2012.4.6	未调整	-	-	未调整	9.7%	4.77	10股派2.5元
2013.1.22	154,596,872	-	-	180,921,158	9.7%	6.77	增发272,212,500股
2013.5.27	180,921,158	-	-	180,921,158	9.7%	6.49	10股派2.8元

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 2：2007 年首期行权情况

姓名	授予股票期权数量	认股权证行权后授予股票期权数量	首期股票期权行权数量	首期行权占股票期权比例	占总股本比例
潘刚	15000000	19343953	19344	0.1%	0.003%
胡利平	5000000	6447984	6448	0.1%	0.001%
赵成霞	5000000	6447984	6448	0.1%	0.001%
刘春海	5000000	6447984	6448	0.1%	0.001%
其他激励对象 小计	20000000	25791938	25792	0.1%	0.004%
合计	50000000	64479843	64480	0.1%	0.010%

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 3：本次行权前后激励对象持股数量变化

职务	本次行权前持股		本次行权后持股					
	数量(股)	占比	股权激励数量(股)	行权数量(股)	本次行权占股权激励计划总量的比例	股份合计(股)	占比	
潘刚	总裁	8,686,426	0.46%	54,276,347	54,276,347	29.97%	62,962,773	3.1%
刘春海	副总裁	3,999,474	0.21%	18,092,114	0	0	3,999,474	0.2%
赵成霞	副总裁	4,263,474	0.23%	18,092,114	18,092,114	9.99%	22,355,588	1.1%
胡利平	副总裁	2,895,476	0.15%	18,092,114	18,092,114	9.99%	20,987,590	1.0%
其他激励对象小计				63,503,333	63,503,333	35.07%	63,503,333	3.1%
合计		19,844,850	1.1%	172,056,022	153,963,908	85.03%	173,808,758	8.6%
股本		1,870,858,000					2,024,821,908	

注：行权前公司董事、总裁助理、财务负责人王瑞生和监事会主席王晓刚各持股 240,000 股，占比不高，且其他员工持股数不详，故其他激励对象在行权前持股数中不做统计。

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 4：分产品收入预测

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
液体乳						
销售收入(百万元)	20984.87	26932.70	32270.73	37434	43423	50371
YoY	26.8%	28.3%	19.8%	16.0%	16.0%	16.0%
销售成本(百万元)	14940.95	19788.45	23188.34	26878	31004	35764
毛利(百万元)	6043.92	7144.25	9082.39	10556	12419	14608
毛利率	28.8%	26.5%	28.1%	28.2%	28.6%	29.0%
奶粉及奶制品						
销售收入(百万元)	4622.67	5642.13	4484.40	4933	5525	6188
YoY	16.6%	22.1%	-20.5%	10.0%	12.0%	12.0%
销售成本(百万元)	2820.57	3239.06	2713.29	2984	3315	3682
毛利(百万元)	1802.10	2403.07	1771.11	1948	2210	2506
毛利率	39.0%	42.6%	39.5%	39.5%	40.0%	40.5%
冷饮产品系列						
销售收入(百万元)	3544.22	4221.72	4294.35	4895.56	5629.89	6474.38
YoY	8.6%	19.1%	1.7%	14.0%	15.0%	15.0%
销售成本(百万元)	2510.91	2963.18	2908.65	3328.98	3828.33	4402.58
毛利(百万元)	1033.31	1258.54	1385.70	1566.58	1801.57	2071.80
毛利率	29.2%	29.8%	32.3%	32.0%	32.0%	32.0%

混合饲料						
销售收入(百万元)	393.44	468.97	686.64	823.97	988.77	1186.52
YoY	-7.7%	19.2%	46.4%	20.0%	20.0%	20.0%
销售成本(百万元)	344.59	404.90	576.68	692.14	830.56	996.68
毛利(百万元)	48.85	64.07	109.97	131.84	158.20	189.84
毛利率	12.4%	13.7%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%
主营业务收入	29545.20	37265.51	41736.12	48086	55567	64220
其他业务收入	119.79	185.86	254.57	254.57	254.57	254.57
业务总收入	29664.99	37451.37	41990.69	48341	55822	64474
YoY	22.0%	26.2%	12.1%	15.1%	15.5%	15.5%
主营业务成本	20617.03	26395.59	29387	33883	38978	44845
其他业务成本	69.28	90.08	118.00	118	118	118
业务总成本	20686.31	26485.67	29504.95	34001	39096	44963
毛利率	30.3%	29.3%	29.7%	29.7%	30.0%	30.3%

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 5：三张财务报表分析摘要

财务报表预测 (单位: 百万元)									
利润表	2012	2013E	2014E	2015E	资产负债表	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	41,991	48,341	55,822	64,474	货币资金	2004	7951	11944	16922
YOY	12%	15%	15%	16%	应收和预付款项	1073	1234	1387	1563
营业成本	29,505	34,001	39,096	44,963	存货	2995	3260	3213	3696
毛利	12486	14340	16725	19512	其他流动资产	5	1	1	1
% 营业收入	30%	30%	30%	30%	长期股权投资	568	568	568	568
营业税金及附加	249	287	332	383	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产和在建工程	11751	13151	14151	14951
销售费用	7778	8954	10340	11942	无形资产和开发支出	832	758	692	632
% 营业收入	18.5%	18.5%	18.5%	18.5%	其他非流动资产	0	1	1	1
管理费用	2810	2852	3293	3804	资产总计	18476	26031	29954	35168
% 营业收入	6.7%	5.9%	5.9%	5.9%	短期借款	2578	0	0	0
财务费用	49	-18	-206	-299	应付和预收款项	8895	10321	11346	13066
% 营业收入	0.1%	0.0%	-0.4%	-0.5%	长期借款	5	5	5	5
资产减值损失	11	0	4	0	其他负债	808	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	12290	10326	11351	13070
投资收益	27	20	20	20	股本	1599	2025	2025	2025
营业利润	1616	2285	2983	3701	资本公积	1845	7281	7281	7281
% 营业收入	3.8%	4.7%	5.3%	5.7%	留存收益	3892	6194	9077	12557
营业外收支	471	500	500	500	归属母公司股东权益	7335	15500	18382	21863
利润总额	2087	2785	3483	4201	少数股东权益	190	205	220	235
% 营业收入	5.0%	5.8%	6.2%	6.5%	股东权益合计	7525	15705	18603	22098
所得税费用	351	468	585	706	负债和股东权益合计	19815	26031	29954	35168
净利润	1736	2317	2898	3495					
归属于母公司所有者的净利润	1717	2302	2883	3480	财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
少数股东损益	19	15	15	15	毛利率	30%	30%	30%	30%
现金流量表	2012	2013E	2014E	2015E	三费/销售收入	25%	24%	24%	24%
经营活动现金流净额	36	282	427	428	EBIT/销售收入	4%	5%	5%	5%
取得投资收益收回现金	0	20	20	20	EBITDA/销售收入	7%	7%	7%	7%
长期股权投资	0	0	0	0	销售净利率	4%	5%	5%	5%
无形资产投资	-3082	-840	-510	-310	ROE	23%	15%	16%	16%
固定资产投资	0	-800	-600	-500	ROA	9%	9%	10%	10%
其他	0	64	0	0	ROIC	14%	12%	12%	13%
投资活动现金流净额	-3057	-821	-490	-290	销售收入增长率	12%	15%	15%	16%
债券融资	-411	-808	0	0	EBIT 增长率	12%	36%	23%	23%
股权融资	0	5862	0	0	EBITDA 增长率	30%	19%	17%	17%
银行贷款增加(减少)	0	-2578	0	0	净利润增长率	-5%	33%	25%	21%
筹资成本	49	-18	-206	-299	总资产增长率	-3%	41%	15%	17%
其他	37	1	0	0	股东权益增长率	-34%	82%	2%	17%
筹资活动现金流净额	-905	2380	0	0	经营现金流增长率	-34%	82%	2%	17%
现金净流量	-1554	5946	3994	4978	流动比率	0.5	1.2	1.5	1.7
					速动比率	0.3	0.9	1.2	1.4
					应收账款周转天数	4.0	2.5	2.3	2.1

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

分析师简介:

苏青青: 宏源证券研究所食品饮料行业首席分析师, 上海交通大学材料学硕士, 曾任职于国金证券, 2010 年新财富团队成员, 2011 年加盟宏源证券研究所, 2012 年获新财富最佳分析师第四名, 水晶球公募类第五、非公募第三名。

主要研究覆盖公司: 汤臣倍健、酒鬼酒、五粮液、古越龙山、山西汾酒、青青稞酒、贵州茅台、伊利股份等。

机构销售团队

华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
	周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。