

公司点评●食品制造行业

2013年07月01日

行权全部完成有望助推进入总市值 加速成长时代

核心观点：

1. 事件

公司公告股票期权的行权结果暨股份上市，本次行权股票数量：18,092,114股，副总裁刘春海行权占股权激励计划总量的比例为9.9915%。

2. 我们的分析与判断

(一) 未来一年后业绩表现有望加速

期权行权后，公司收入保持稳定增长的同时，得益于产品结构升级及费用使用效率的提升，未来三年公司净利润复合增速有望保持在25%以上，且可能逐年加速。市场对公司行权后业绩增速及可持续性有所质疑。我们认为，综合考虑从治理结构的基础、现实期权计划中禁售期规定及较高的所得税金额各方面出发，结合公司自身的品牌价值、产品结构，可得出判断，未来一年后业绩表现有望加速。

公司有望在各细分领域上成为第一。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！），同时仍然看好伊利奶粉业务的恢复能力，公司有望在1-2年内实现各产品线均成为行业第一。我们预计，2015年公司市占率将从2008年的16%提高到23%左右。

(二) 未来行业盈利能力超市场预期

行业格局发展趋势有望大幅提升经营增长预期，长期净利率水平将提高到10%上下。对比海内外食品饮料行业现状来看，我们认为未来国内乳制品行业有望继续向寡头集中，当CR4超过50%时，可以期待由双寡头向单一寡头势力的转变，行业龙头未来有望形成市场占有率接近40%的稳固龙头地位及高壁垒水平。如我们多次强调，目前行业整合规范态势日趋明显，有助于龙头企业市占率提升。随着行业标准的提高，政府监管措施进一步健全，小规模企业的数目逐渐降低是长期趋势。在市场空间的转移和政府产业政策力度增大的过程中，具有强劲竞争力的乳品龙头企业有望优先受益，将有利于伊利股份主营业务未来发展。

3. 投资建议

按照行权完毕后股本计算，预计2013-2015EPS为1.13、1.46、1.77元，对应PE30/23/19倍，2013-2015净利润CAGR为28.1%，综合考虑行业趋势及公司城镇化中独特优势，“推荐”评级。

核心优势请参考3篇深度报告：2013年6月13日、1月14日及12年10月15日（报告名参见相关研究）。

伊利股份 (600887.SH)

推荐 维持评级

分析师

董俊峰(首席)

电话：010-66568780

邮箱：dongjunfeng@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511010002

周颖

电话：010-83571301

邮箱：zhouying_yj@ChinaStock.com.cn

执业证书编号：S0130511090001

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 2013.07.01
A股收盘价(元)	33.80
A股一年内最高价(元)	33.80
A股一年内最低价(元)	17.75
上证指数	1995.26
市净率	5.08
总股本(万股)	204291.40
实际流通A股(万股)	158749.62
限售的流通A股(万股)	45541.78
流通A股市值(亿元)	690.50

深度研究

- 伊利股份 (600887)：深度分析：多因素望促业绩确定增长 开启总市值加速成长时代
20130613
- 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

投资摘要：

驱动因素、关键假设及主要预测：

1、预计伊利股份未来三年收入 CAGR12.72%，归属母公司净利润 CAGR28.1%。

我们判断2013-2015年公司收入增速分别为11、14、13%，对应归属母公司净利润增速为34、29、21%；预计2015年净利率为6.09%。

2、未来液体乳市场消费量至少增长一倍。

我们延续2005年7月23日行业深度报告《乳品行业：至少3倍增长空间——从全球看中国》观点，判断未来液体乳市场消费量至少增长1倍，亦即再造一个相同市场容量的市场！如果考虑到城市化率的进一步提高和人口数量增长，那么增长空间将继续扩大。

3、乳业和伊利股份历史性拐点，推动公司市场份额的提高

我们3年前明确提出并强调乳制品行业及伊利公司面临“双拐点”，公司拐点在于，伊利与最大竞争对手蒙牛的相对竞争优势已经发生扭转。行业格局及竞争对手3年来变化，充分验证了我们前期的观点。我们认为，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！），同时仍然看好伊利奶粉业务的恢复能力，公司有望在1-2年内实现各产品线均成为行业第一。我们预计，2015年公司市场份额将从2008年的16%提高到23%左右，我们保守判断2023年接近30%。

我们有别于市场的判断：

市场对公司行权后业绩增速及可持续性有所质疑。

我们认为，在剩余股票期权行权之后，综合考虑从治理结构的基础、现实期权计划中禁售期规定及较高的所得税金额等各方面出发，结合公司自身的品牌价值、产品结构，可得出判断，在公司收入保持稳定增长的同时，得益于产品结构升级及费用使用效率的提升，未来三年公司净利润年复合增速有望保持在25%以上。

关注伊利独特的优势支持公司在城镇化过程中获得更大收益的概率。

估值与投资建议：

预测2013-2015最终摊薄EPS为1.13、1.46、1.77元，对应PE25/19/16倍。预计2013-2015净利润CAGR为28.1%，综合考虑行业趋势及公司城镇化中独特优势，“推荐”评级。

股票价格表现的催化剂：

季度报表超预期；产能相继投产，匹配市场利好市占率长期提升；宏观政策中对于城镇化方案倾向的预期与公司独特优势的匹配。

主要风险因素：

行业食品安全事件；宏观经济增速波动；原材料价格大幅变动风险。

伊利股份 (600887) 财务报表预测 (单位: 百万元)

资产负债表	2012	2013E	2014E	2015E	利润表	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	6207.30	10672.16	12601.62	17264.50	营业收入	41990.69	46456.39	53147.23	60140.12
现金	2004.20	4328.77	7001.55	9654.23	营业成本	29504.95	32830.73	37514.91	42242.45
应收账款	289.30	388.67	364.60	483.75	营业税金及附加	249.48	234.14	304.72	335.08
其它应收款	135.58	263.50	233.81	315.84	营业费用	7777.71	8561.91	9497.41	10741.03
预付账款	647.83	1572.22	796.94	1720.15	管理费用	2809.69	2644.89	2928.41	3211.48
存货	2994.64	4113.97	4045.65	5073.88	财务费用	49.16	-42.71	-116.98	-196.43
其他	135.75	5.03	159.07	16.66	资产减值损失	10.57	10.20	21.65	17.62
非流动资产	13608.10	13860.15	14716.12	15495.79	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	568.45	571.75	574.29	578.19	投资净收益	26.52	97.37	125.91	83.27
固定资产	10240.00	10654.43	11458.12	12195.14	营业利润	1615.66	2314.60	3123.01	3872.17
无形资产	831.60	887.69	985.22	1086.16	营业外收入	501.89	408.52	443.91	451.44
其他	1968.05	1746.29	1698.50	1636.31	营业外支出	30.78	38.71	33.47	34.32
资产总计	19815.40	24532.31	27317.74	32760.30	利润总额	2086.76	2684.42	3533.46	4289.29
流动负债	11477.90	14387.46	14482.67	16900.06	所得税	350.74	338.37	514.01	628.52
短期借款	2577.79	2753.64	2772.24	2701.22	净利润	1736.02	2346.05	3019.44	3660.77
应付账款	4361.20	5939.60	5498.12	7376.74	少数股东损益	18.82	36.63	39.38	48.19
其他	4538.90	5694.23	6212.32	6822.10	归属母公司净利	1717.21	2309.42	2980.07	3612.58
非流动负债	812.52	721.44	762.93	765.16					
长期借款	4.63	4.43	4.28	3.98	财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
其他	807.89	717.00	758.65	761.18		成长能力			
负债合计	12290.42	15108.90	15245.61	17665.22	营业收入增长率	12.12%	10.63%	14.40%	13.16%
少数股东权益	190.08	226.71	266.09	314.28	营业利润增长率	-7.47%	43.26%	34.93%	23.99%
归属母公司股东权	7334.90	9196.70	11806.05	14780.80	归属于母公司净	-5.09%	34.49%	29.04%	21.22%
负债和股东权益	19815.40	24532.31	27317.74	32760.30		获利能力			
					毛利率	29.73%	29.33%	29.41%	29.76%
					净利率	4.13%	5.05%	5.68%	6.09%
					ROE	23.07%	24.90%	25.01%	24.25%
					ROIC	17.02%	19.06%	19.74%	19.73%
						偿债能力			
					资产负债率	62.02%	61.59%	55.81%	53.92%
					净负债比率	34.35%	29.28%	23.01%	17.93%
					流动比率	0.54	0.74	0.87	1.02

资料来源：中国银河证券研究部

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。本报告清晰准确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受到任何形式的补偿。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