

牵手 DFA，助力缓解成本压力

买入 维持

事件：

公司发布公告，与美国 DFA 公司签署谅解备忘录，拟在战略采购、牧场服务等方面建立长期战略合作关系，并就未来乳品相关项目建立战略性优先权关系。

对此，我们点评如下：

- **DFA拥有丰富且价格低廉的原奶资源，与DFA合作有助于缓解公司成本压力：** DFA在美国拥有8500家牧场和21个大型奶品生产加工基地，2012年销售收入120亿美元，其产品结构中原奶占比70%以上，在美国市场占有率30%左右，是美国最大的牛奶公司；我们认为伊利或将在奶粉及乳清粉采购方面与其合作，美国原奶价格仅相当于国内的80%左右，与DFA合作有助于伊利获得稳定的奶源供应，且相对较低的价格也将缓解原奶成本上涨压力。
- **伊利或将借鉴DFA养殖经验提高自有牧场单产水平：** 美国平均每头奶牛年产9.8吨牛奶，是我国的2.4倍，公司或将与DFA在奶牛养殖、牧场服务等方面开展合作，有助于提高伊利自有牧场的产量和产品品质，从而有助于降低公司生产成本、保障奶源安全。
- **综合竞争优势突出，龙头地位稳固，公司盈利能力将持续提升：** 我们长期看好伊利股份的逻辑在于：（1）市场份额将进一步提高：公司是乳制品行业龙头，在规模、管理、战略等方面具有明显综合竞争优势，且在政府市场规范政策的推动下，公司的规模和品牌优势将推动其市场份额提升；（2）成本上涨压力或将有所缓解：公司与DFA合作以及近期新西兰进口奶粉价格回落将有助于缓解成本上涨压力；（3）盈利能力将继续提升：行业竞争格局改善，公司费用率仍有下降空间，且公司产品结构不断优化将带动盈利能力持续提升。
- **盈利预测及投资建议：** 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%；按最新股本摊薄后的EPS分别为1.13元、1.41元和1.71元，维持“买入”评级。

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	2,304	2,887	3,484
增长率(%)	132.8%	-5.1%	34.2%	25.3%	20.7%
每股收益	0.886	0.841	1.128	1.413	1.706
市盈率	23	42	31	25	21

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

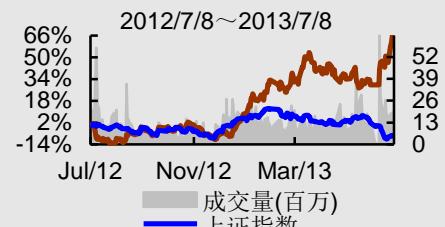
Email: liuyang1@hysec.com

陈嵩昆

电话：021-51782231

Email: chensongkun@hysec.com

市场表现



相关研究

《乳品继续领涨，白酒看旺季反弹》

2013/7/7

《贝因美：业绩超预期，渠道优化推动领先》

2013/7/3

《白酒有相对收益，食品看龙头公司》

2013/7/2

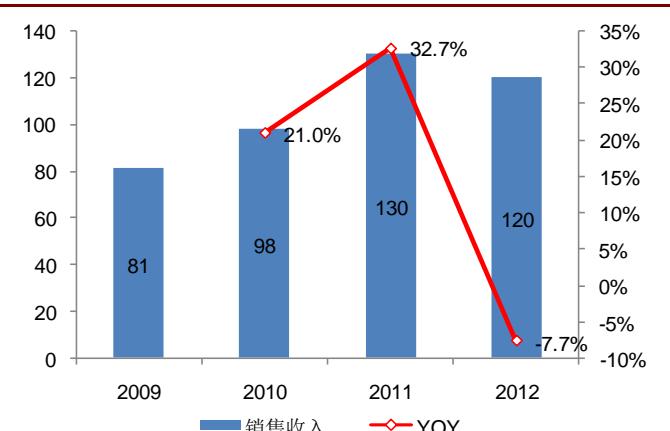
《白酒相对收益，乳品表现最佳》

2013/7/1

《汤臣倍健：业绩环比改善，全年高增长无忧》

2013/7/1

图 1: 2012 年 DFA 销售收入 120 亿美元



资料来源: 网络公开资料, 宏源证券研究所

图 2: DFA 是美国最大的牛奶公司

牧场	8500 家
奶牛	在美国本土组建了一个包含有超过 13000 个牛奶商的供应网络, 各个牛奶商拥有数目不等的奶牛, 公司一共控制有大约 170 万头奶牛
生产基地	大型奶品生产加工基地 21 个
产量	2012 年 2785 万吨

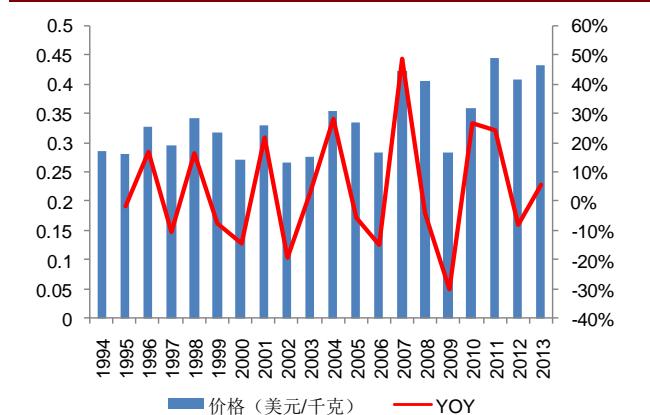
资料来源: 网络公开资料, 宏源证券研究所

图 3: 我国生鲜乳价格逐年提高, 截止 2013 年 6 月 26 日, 主产区生鲜乳价格为 3.52 元/公斤



资料来源: 网络公开资料, 宏源证券研究所

图 4: 美国原奶平均价格仅为 2.67 元/公斤 (按 1 美元=6.2 元人民币换算)



资料来源: 网络公开资料, 宏源证券研究所

图 5: 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 6：三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	8202	12200	17182
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	26282	30209	35428
% 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	-21	-211	-304	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	2043	2043	2043
营业利润	1616	2288	2988	3707	资本公积	1845	7512	7512	7512
% 营业收入	3.8%	4.7%	5.4%	5.7%	留存收益	3892	6196	9083	12568
营业外收支	471	500	500	500	归属母公司股东权益	7335	15751	18638	22122
利润总额	2087	2788	3488	4207	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	15956	18858	22358
所得税费用	351	469	586	707	负债和股东权益合计	19815	26282	30209	35428
净利润	1736	2319	2902	3499					
归属于母公司所有者的净利润	1717	2304	2887	3484	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%	15%	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	6111	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%	34%	25%	21%
筹资成本	49	-21	-211	-304	总资产增长率	-3%	42%	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	2629	0	0	经营现金净流增长率	-34%	82%	2%	17%
现金净流量	-1554	6198	3998	4982	流动比率	0.5	1.2	1.5	1.7
					速动比率	0.3	0.9	1.2	1.5
					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

作者简介:

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	李 倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张 瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	朱 隽	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com
华东区域	赵 佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚 燕	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李 岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	吴 婕		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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。