



上半年业绩有望持续增长 激励行权保障业绩提升 ——伊利股份 (600887) 调研快报

2013年7月22日

强烈推荐/维持

伊利股份

调研快报

焦凯

食品饮料分析师 电话:010-66554144
MSN:kaijiao@hotmail.com

执业证书编号: S1480512090001

李德宝

联系人电话: 010-66554063 MSN: wdcy1985@hotmail.com Email: lidb@dxzq.net.cn

事件:

近期我们调研了伊利股份，与公司董秘、证代进行交流。

主要观点:

1.公司上半年业绩有望稳定持续增长。2012年伊利股份的液态奶和奶粉收入占其总收入的87.53%，其中液态奶收入占比76.85%，是公司主要收入来源，2012年增速为19.82%，但是目前国内液态奶市场已经经历了规模快速增长期，未来将以优化产品结构带动液态奶收入的增长。上半年公司液态奶业务运营稳定，我们预计上半年公司液态奶收入增长仍将保持15-20%的增速。公司奶粉业务去年遭遇“汞超标”事件，导致其奶粉业务收入、利润下滑，目前公司已经逐步走出“汞超标”事件的阴影，我们预计公司奶粉业务收入有望恢复至正常年份9成水平。鉴于上半年占公司收入较多的液态奶业务运营稳定，以及奶粉业务受事件影响逐步恢复，我们预计公司上半年业绩有望稳定持续增长。

2.与 DFA 合作扩大原材料采购。公司曾于7月6日发布与DFA合作公告，DFA是美国最大的奶牛公司，占据美国30%以上的市场份额，在美国拥有8500家牧场，DFA在奶酪、乳清粉、大包装奶粉等产品在国际上拥有巨大优势，未来公司将DFA在奶粉（原料粉）和乳清蛋白的采购上开展合作，缓解国内奶源不足困境，保障公司原料供给和进一步提升产品质量。

3.股权激励行权将管理层与公司利益捆绑。6月18日公司完成了股权激励对管理层的行权，行权股数1.54亿股，行权完成后管理层成为公司第二大股东，股权激励的行权将管理层与公司利益捆绑，促使管理层进一步提升公司盈利能力，优化费用利用情况，保障业绩持续提升。

4.公司费用率有望长期下降。在乳品行业中各个公司费用率的高企意味着竞争的激烈，目前公司在品牌的建设和渠道的铺设均较为完备，且未来行业增速将有望保持稳定，在不发生较大食品安全等事件的前提下，我们预计行业的竞争将进入稳定期，至少公司的行业巨头地位较为稳固，在行业平稳增长、没有竞争的时候，利润率有望达到顶点，我们预计公司费用率有望长期下降，利润率将改善。

结论:

鉴于公司是我国乳品行业龙头，业绩稳定增长，且股权激励的行权促使管理层进一步提升公司盈利能力，提高费用利用率，保障公司未来业绩持续的增长，我们看好公司长期的发展，预计公司2013-2015年EPS1.18元、1.47元、1.82元，对应PE30倍、24倍、19倍，维持强烈推荐评级。

表：伊利股份盈利预测

资产负债表	单位：百万元					利润表					单位：百万元					
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E						2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	
流动资产合计	8727	6207	11480	14337	17600	营业收入					37451	41991	48889	57092	66344	
货币资金	3921	2004	4889	5709	6634	营业成本					26486	29505	34518	40291	46798	
应收账款	281	289	335	391	454	营业税金及附加					233	249	293	343	398	
其他应收款	264	136	158	184	214	营业费用					7291	7778	8965	10155	11447	
预付款项	835	648	1683	2892	4296	管理费用					1971	2810	2661	3170	3740	
存货	3310	2995	4256	4967	5770	财务费用					-49	49	96	87	54	
其他流动资产	0	0	7	15	24	资产减值损失					28.11	10.57	0.00	0.00	0.00	
非流动资产合计	11202	13608	12615	12941	13253	公允价值变动收益					0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期股权投资	567	568	568	568	568	投资净收益					254	27	29	32	35	
固定资产	7027	8900	10216	10896	11364	营业利润					1746	1616	2385	3078	3943	
无形资产	676	832	804	776	748	营业外收入					421.32	501.89	500.00	500.00	500.00	
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出					30.91	30.78	30.00	30.00	30.00	
资产总计	19930	19815	24095	27278	30853	利润总额					2136	2087	2855	3548	4413	
流动负债合计	12866	11478	13597	14570	15407	所得税					304	351	428	532	662	
短期借款	2985	2578	3856	3771	3351	净利润					1832	1736	2426	3016	3751	
应付账款	4379	4361	5102	5955	6917	少数股东损益					23	19	21	23	25	
预收款项	3052	2599	2843	3129	3460	归属母公司净利润					1809	1717	2406	2993	3726	
一年内到期的非流动负债	8	3	3	3	3	EBITDA					2176	2177	3601	4325	5174	
非流动负债合计	758	813	824	916	1020	BPS(元)					1.06	1.00	1.18	1.47	1.82	
长期借款	7	5	5	5	5	主要财务比率										
应付债券	0	0	0	0	0	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E						
负债合计	13624	12290	14421	15486	16427	成长能力										
少数股东权益	282	190	211	234	259	营业收入增长					26.25%	12.12%	16.43%	16.78%	16.21%	
实收资本（或股本）	1599	1599	2043	2043	2043	营业利润增长					188.27%	-7.47%	47.60%	29.09%	28.09%	
资本公积	1851	1845	1845	1845	1845	归属于母公司净利润增长					132.79%	-5.09%	40.10%	24.42%	24.48%	
未分配利润	2043	3209	4893	6988	9597	盈利能力										
归属母公司股东权益合计	6024	7335	9464	11559	14167	毛利率(%)					29.28%	29.73%	29.40%	29.43%	29.46%	
负债和所有者权益	19930	19815	24095	27278	30853	净利率(%)					4.83%	4.09%	4.92%	5.24%	5.62%	
现金流量表	单位：百万元					总资产净利润(%)					9.08%	8.67%	9.98%	10.97%	12.08%	
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE(%)					30.03%	23.41%	25.42%	25.90%	26.30%	
经营活动现金流	1588					偿债能力										
净利润	2426					资产负债率(%)					68%	62%	60%	57%	53%	
折旧摊销	650					流动比率					0.68					
财务费用	96					速动比率					0.54	0.84	0.98	1.14		

	-46	-56	-63	营运能力	0.28	0.53	0.64	0.77
应收账款减少				总资产周转率	2.12	2.11	2.23	2.22
预收帐款增加	244	285	332	应收账款周转率	139	147	157	157
投资活动现金流	390	-968	-965	应付账款周转率	6.55	6.75	7.30	7.29
公允价值变动收益	0	0	0	每股指标(元)				
长期股权投资减少	17	0	0	投资收益	29	32	35	1.13
				每股收益(最新摊薄)		1.07	1.18	1.47
筹资活动现金流	907	-978	-1487	每股净现金流(最新摊薄)	0.08	0.18	1.41	0.40
应付债券增加	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.77	4.59	4.63	5.66
长期借款增加	0	0	0	估值比率				
普通股增加	444	0	0	P/E	31.30	33.06	30.04	24.14
资本公积增加	0	0	0	P/B	9.39	7.71	7.64	6.25
现金净增加额	2885	820	925	EV/EBITDA	18.05	16.92	22.75	18.24
								14.67

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

分析师简介

焦凯

经济学硕士，2012年加盟东兴证券研究所，两年工作经验，现从事食品饮料研究。

联系人简介

李德宝

食品科学硕士，2011年加盟东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。