

乳品

署名人: 蒋鑫

S0960512080006

0755-82026708

jiangxin@china-invs.cn

6-12 个月目标价: 45.89 元

当前股价: 34.95 元

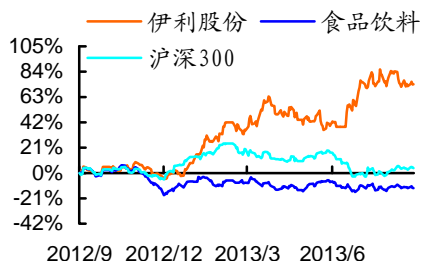
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2097.23
总股本(百万)	2043
流通股本(百万)	1587
流通市值(亿)	555
EPS	0.24
每股净资产(元)	6.28
资产负债率	47.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
伊利股份	-1.30%	23.41%	28.02%
食品饮料	1.99%	-6.92%	-4.83%
沪深 300	6.54%	-12.27%	-13.28%



相关报告

《乳制品行业-政策对网购进口奶粉影响已现, 继续强烈推荐伊利股份和贝因美》
2013-6-26

《乳制品行业-政府决心整治奶粉行业, 利好龙头的政策将持续推出》2013-6-23

《伊利股份-政策资金支持整合, 伊利将存并购预期》2013-6-20

《伊利股份-行权解决唯一缺陷, 长期提业绩, 短期提估值》2013-6-17

《伊利股份-利润增长略低于预期, 二季度恢复性高增长》2013-4-27

《乳制品行业-蒙牛年报显示液奶伊利增长更强劲, 行业盈利改善, 消费者信心恢复》
2013-4-3

伊利股份

600887

强烈推荐

业绩超预期, 净利率持续提升

伊利股份 8 月 30 日公布半年报, 实现收入 240.21 亿元, 同比增长 13.41%, 归属上市公司股东净利润 17.37 亿元, 同比增长 128.22%; 扣非后净利润增长 100.85%; 经营性现金流净额同比增长 152.40%, 实现每股收益 0.85 元。因股权激励行权造成所得税费用减少 4.9 亿元, 业绩高于市场预期。

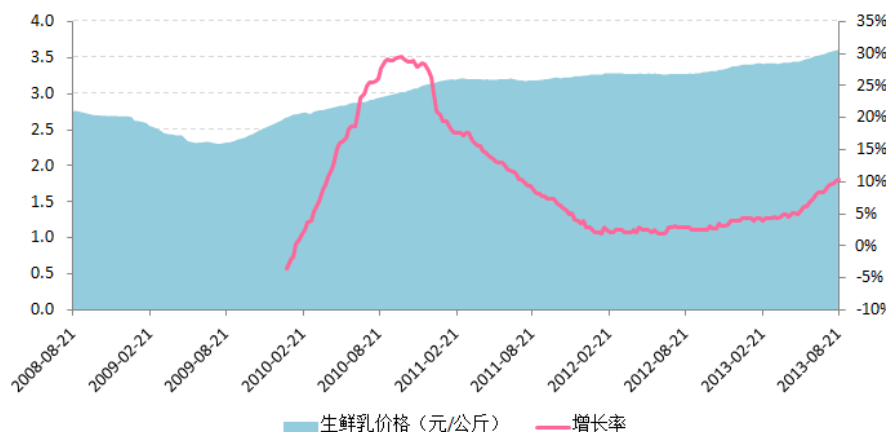
- **二季度收入增长 12.58%, 符合预期, 市占率持续提升。**上半年液体乳收入同比增长 17.89%, 冷饮产品收入下滑 3.40%, 奶粉及奶制品收入增长 6.33%。伊利液体乳增速略快于行业整体的 16.59%, 也高于蒙牛 14.40% 的增速, 伊利份额进一步提升; 由于北方地区降水偏多且温度较低, 冰淇淋销售受到不利影响, 伊利收入下降 3.4%, 蒙牛冰淇淋收入下降 9.5%; 伊利奶粉收入在经历汞异常事件后逐步恢复增长, 由去年下半年下滑 25.83% 恢复至增长 6.33%, 预计 7-8 月在外资品牌负面新闻不断背景下, 奶粉收入增速将继续加快。
- **二季度毛利率 29.43%, 同比持平, 环比下降主要是受持续上涨的原奶价格影响。**原奶价格从 4 月开始出现加速上涨趋势, 目前涨幅 10.4%。受海外进口基粉价格大幅上涨影响, 国内原奶需求上升, 带动国内原奶价格上涨。目前新西兰进口全脂奶粉和脱脂奶粉分别上涨 70% 和 40%。去年公司通过提高产品结构后平均单价提升 4%, 根据渠道调研, 6 月底公司对奶粉产品进行了价格调整, 7 月底对液态奶产品进行了价格调整, 预计全年毛利率能够保持平稳。蒙牛上半年也对旗下产品进行 2 次提价, 行业高端化趋势明显, 蒙牛上半年毛利率提升 1.2 个百分点。
- **二季度营业费用率 18.11%, 同比持平, 广告费用率小幅上升。**广告费用同比由 22.06 亿元增长至 25.92 亿元, 广告费用率由 10.4% 提升至 10.8%。相比蒙牛广告费用进一步由 6.9% 降至 6.5%。
- **二季度管理费用率回归常态, 去年同期问题产品召回造成报废损失, 今年二季度管理费用率同比大幅下降 3.78 个百分点至 4.35%。**上半年管理费用减少 3.53 亿元, 其中上年同期产品报废损失 3.66 亿元, 减少上年同期净利润 3.11 亿元。
- **二季度营业利润增长 274.56%, 剔除去年产品报废造成利润减少后增长 35.15%。**
- **股权激励行权导致所得税减少 4.91 亿元, 二季度净利润同比增长 255.10%。**2013 年 6 月份激励对象行权 1.54 亿股, 行权价格 6.49 元, 导致母公司产生可抵扣亏损 26.07 亿元, 计提递延所得税资产 3.91 亿元, 同时本次行权导致所得税费用减少 4.91 亿元, 净利润增加 4.91 亿元。若剔除 3.66 亿元报废损失及 4.91 亿元所得税减少, 二季度净利润同比增长 17.16%。扣除所得税影响后上半年伊利净利率达到 5.2%, 高于蒙牛收购雅士利后 5.0% 的净利率水平。
- **调整 2013 年盈利预测, 预计 13-14 年 EPS 为 1.45、1.53 元, 继续强烈推荐, 目标价 45.89 元, 看好激励机制理顺后业绩增长的巨大潜力, 以及潜在并购的预期。**
- **风险提示:** 原料价格涨幅超预期

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	41991	48120	55591	63950
收入同比(%)	12%	15%	16%	15%
归属母公司净利润	1717	2933	3097	3888
净利润同比(%)	-5%	71%	6%	26%
毛利率(%)	29.7%	30.6%	31.1%	31.7%
ROE(%)	23.4%	28.6%	23.2%	22.6%
每股收益(元)	0.85	1.45	1.53	1.92
P/E	41.21	24.12	22.85	18.20
P/B	9.65	6.91	5.30	4.11
EV/EBITDA	28	20	16	13

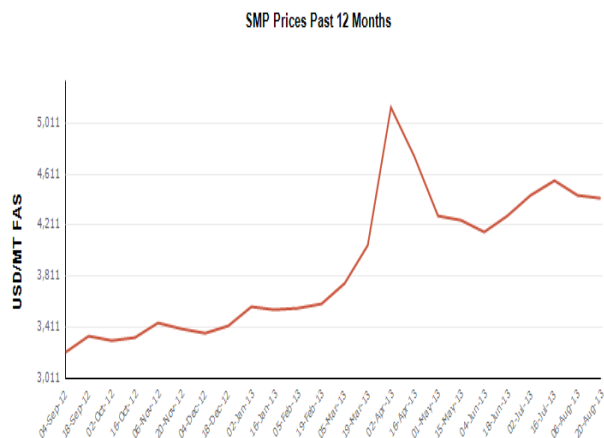
资料来源: 中投证券研究所

图 1 生鲜乳价格目前累计上涨 10.4%



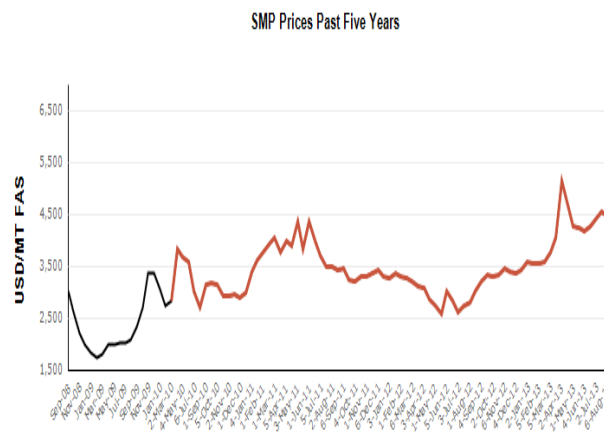
资料来源: WIND、中投证券研究总部

图 2 最近 12 个月恒天然脱脂奶粉价格走势



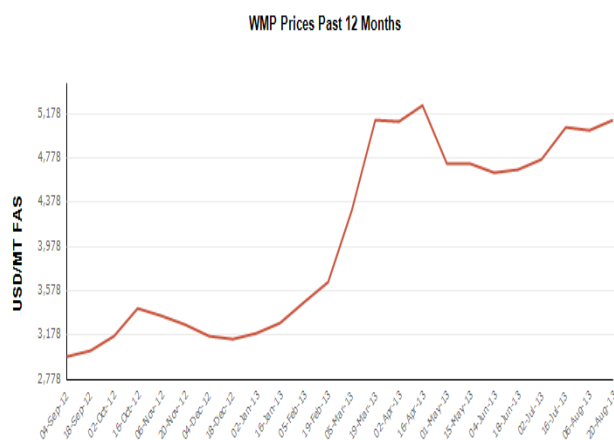
资料来源: USDA, 中投证券研究总部

图 3 最近 5 年恒天然脱脂奶粉价格走势



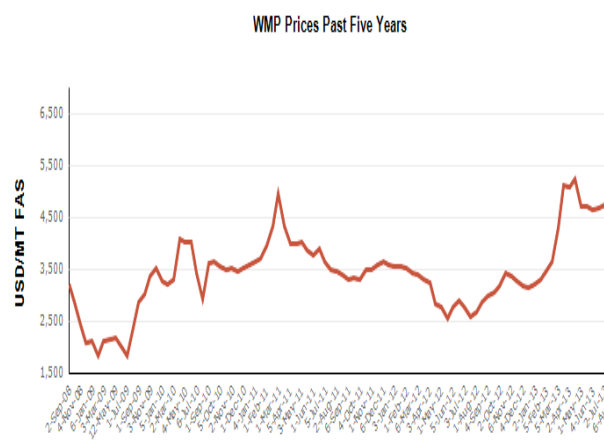
资料来源: USDA, 中投证券研究总部

图 4 最近 12 个月恒天然全脂奶粉价格走势



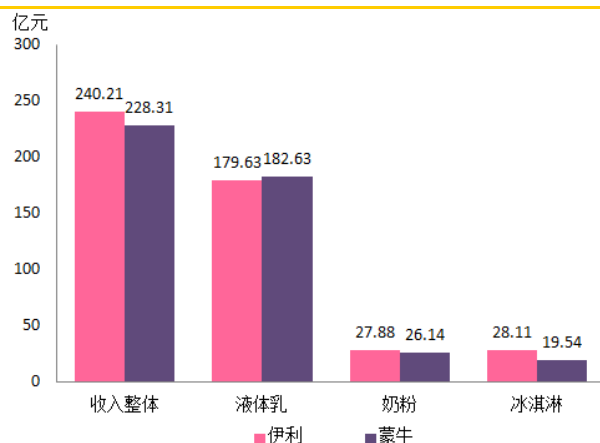
资料来源: USDA, 中投证券研究总部

图 5 最近 5 年恒天然全脂奶粉价格走势



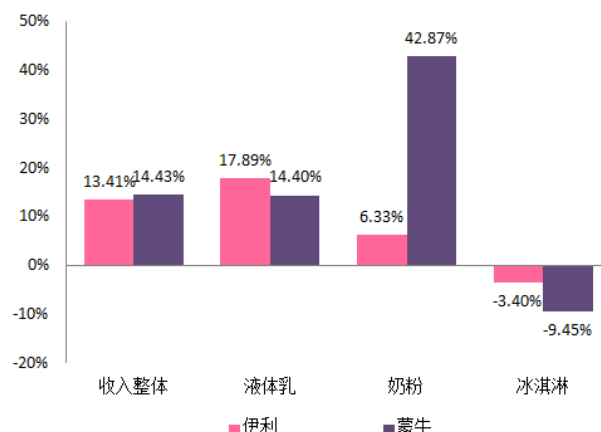
资料来源: USDA, 中投证券研究总部

图 6 2013 年上半年伊利蒙牛各项收入对比



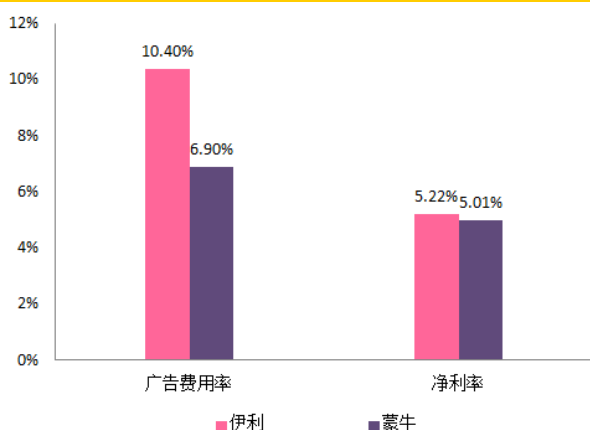
资料来源：公司公告，中投证券研究总部，注：蒙牛已经加上雅士利的收入

图 7 2013 年上半年伊利蒙牛各项收入增速



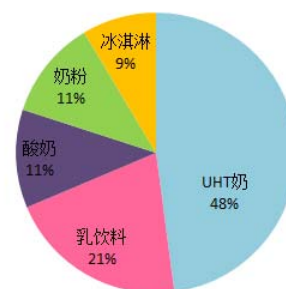
资料来源：公司公告，中投证券研究总部，注：蒙牛已经加上雅士利的收入

图 8 蒙牛伊利净利率对比



资料来源：公司公告，中投证券研究总部，注：蒙牛已经加上雅士利的利润

图 9 蒙牛收入结构



资料来源：公司公告，中投证券研究总部，注：蒙牛已经加上雅士利的收入

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	6207	13216	16568	21790	营业收入	41991	48120	55591	63950
现金	2004	7003	9443	13647	营业成本	29505	33419	38279	43700
应收账款	289	481	556	640	营业税金及附加	249	289	334	384
其它应收款	136	337	389	448	营业费用	7778	8950	10284	11767
预付账款	648	1003	1148	1311	管理费用	2810	2887	3335	3837
存货	2995	4345	4976	5681	财务费用	49	-12	-23	-71
其他	136	48	56	64	资产减值损失	11	20	20	20
非流动资产	13608	13857	14507	15090	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	568	600	600	600	投资净收益	27	0	0	0
固定资产	8900	10108	10753	11031	营业利润	1616	2566	3362	4314
无形资产	832	1022	1212	1402	营业外收入	502	400	400	400
其他	3308	2127	1942	2057	营业外支出	31	30	30	30
资产总计	19815	27074	31075	36880	利润总额	2087	2936	3732	4684
流动负债	11478	16125	16992	18862	所得税	351	-26	597	749
短期借款	2578	2648	2648	2648	净利润	1736	2963	3135	3935
应付账款	4361	6684	7656	8740	少数股东损益	19	29	37	47
其他	4539	6793	6688	7474	归属母公司净利润	1717	2933	3097	3888
非流动负债	813	482	482	482	EBITDA	2579	3587	4581	5666
长期借款	5	5	5	5	EPS (元)	1.07	1.45	1.53	1.92
其他	808	477	477	477	主要财务比率				
负债合计	12290	16607	17474	19344	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	190	219	257	304	成长能力				
股本	1599	2025	2025	2025	营业收入	12.1%	14.6%	15.5%	15.0%
资本公积	1845	1845	1845	1845	营业利润	-7.5%	58.8%	31.0%	28.3%
留存收益	3892	6378	9475	13363	归属于母公司净利润	-5.1%	70.8%	5.6%	25.5%
归属母公司股东权益	7335	10247	13345	17233	获利能力				
负债和股东权益	19815	27074	31075	36880	毛利率	29.7%	30.6%	31.1%	31.7%
现金流量表					净利率	4.1%	6.1%	5.6%	6.1%
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	ROE	23.4%	28.6%	23.2%	22.6%
经营活动现金流	2409	6328	4325	6141	ROIC	17.4%	45.7%	44.2%	58.8%
净利润	1736	2963	3135	3935	偿债能力				
折旧摊销	915	1033	1242	1423	资产负债率	62.0%	61.3%	56.2%	52.5%
财务费用	49	-12	-23	-71	净负债比率	21.03	16.02%	15.23	13.75%
投资损失	-27	0	0	0	流动比率	0.54	0.82	0.98	1.16
营运资金变动	-350	2668	-42	855	速动比率	0.28	0.55	0.68	0.85
其它	86	-323	13	-0	营运能力				
投资活动现金流	-3057	-1392	-1908	-2008	总资产周转率	2.11	2.05	1.91	1.88
资本支出	3102	1165	1705	1805	应收账款周转率	135	121	107	107
长期投资	4	28	0	0	应付账款周转率	6.75	6.05	5.34	5.33
其他	49	-198	-203	-203	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-905	63	23	71	每股收益(最新摊薄)	0.85	1.45	1.53	1.92
短期借款	-407	70	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.19	3.13	2.14	3.03
长期借款	-3	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.62	5.06	6.59	8.51
普通股增加	0	426	0	0	估值比率				
资本公积增加	-7	0	0	0	P/E	41.21	24.12	22.85	18.20
其他	-488	-433	23	71	P/B	9.65	6.91	5.30	4.11
现金净增加额	-1554	4999	2440	4204	EV/EBITDA	28	20	16	13

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2013-6-26	《乳制品行业-政策对网购进口奶粉影响已现，继续强烈推荐伊利股份和贝因美》
2013-6-23	《乳制品行业-政府决心整治奶粉行业，利好龙头的政策将持续推出》
2013-6-20	《伊利股份-政策资金支持整合，伊利将存并购预期》
2013-6-17	《伊利股份-行权解决唯一缺陷，长期提业绩，短期提估值》
2013-4-27	《伊利股份-利润增长略低于预期，二季度恢复性高增长》
2013-4-3	《乳制品行业-蒙牛年报显示液奶伊利增长更强劲，行业盈利改善，消费者信心恢复》
2013-2-1	《乳制品行业-多地区限购和加价销售利好国产奶粉，推荐贝因美和伊利》
2013-1-28	《乳制品行业-双氰胺事件利好非新西兰进口奶源的贝因美和伊利》
2012-12-18	《伊利股份-新西兰建厂，提高产品力和品牌力》
2012-10-30	《伊利股份-业绩符合预期，明年恢复性增长》
2012-8-20	《伊利股份-业绩符合预期，贡含量异常事件利空出尽》
2012-6-14	《伊利股份-伊利紧急召回部分乳粉产品事件点评》
2012-4-23	《伊利股份-费用使用效率提升，净利率提高具备持续性》
2012-2-28	《伊利股份-收入稳健增长，费用率持续下降兑现净利率提升》
2012-1-17	《伊利股份股东大会联合调研纪要》
2011-10-30	《伊利股份-利润增长大幅超预期，费用率下降至合理水平》
2011-8-7	《伊利股份-中报高增长，净利率出现上行拐点》
2011-5-26	《伊利股份-成本趋稳、提价效果显现、费用控制促进净利润大幅提升》
2011-5-19	《伊利股份-定向增发项目将加速产能投放进程，支持未来三年高速增长》
2011-5-3	《伊利股份-年报及一季报点评：收入保持高速增长，盈利能力逐步回升》
2011-3-14	《伊利股份-加大重点消费市场产能布局，建设华南地区运营中心》
2011-1-20	《伊利股份-加码宁夏吴忠液态奶项目，产能布局进一步优化》
2010-12-21	《伊利股份-品牌升级推动公司向世界一流健康食品集团迈进》
2010-11-29	《伊利股份-深耕产业链，扩大自有奶源，加大产能布局，渠道继续下沉》

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ± 10%以内
回 避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

蒋鑫：中投证券研究所食品饮料行业分析师，南开大学经济学硕士，天津大学信息工程工学学士，2010 年加入中投证券。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434