



投资辉山乳业，保障原料奶供应

买入 维持

事件：

公司发布公告，拟通过香港全资子公司伊利国际投资辉山乳业 5000 万美元（约 3.1 亿人民币）。

对此，我们点评如下：

- **辉山拥有牧场优势，与辉山合作有助于保障公司奶源供应：**辉山乳业是集牧草种植、奶牛养殖和乳品加工为一体的东北地区大型乳制品企业，其液态奶占据沈阳80%、辽宁60%左右的市场份额，此外，**辉山拥有中国最多的规模化自营牧场（50座）**，存栏奶牛11万余头，且**计划2015年建成100座奶牛养殖场，年产原料奶200万吨**；1-8月份我国主产区生鲜乳平均价格较去年同期上涨5%左右，且7、8月份呈现加速上涨态势，平均价格较去年同期上涨9%，公司通过与辉山乳业建立战略合作关系，签订长期供奶合同，有助于稳定公司东北地区原料奶供应、缓解成本上涨压力。
- **全国化奶源布局，增强产品品质保障和奶源稳定：**若考虑公司在年初增发项目中计划投资15亿元的奶源建设项目，07年至今公司奶源项目投资近90亿元，目前在新疆、内蒙和黑龙江拥有三大黄金奶源基地，在华北、华中和四川等地也进行奶源布局，公司自建、在建及合作牧场近1500座，集中化、规模化养殖比例达90%以上，有助于增强公司产品品质和保障奶源稳定。
- **投资辉山分享投资收益，产品结构升级、行业格局改善保障公司盈利能力持续提升：**辉山乳业拟在香港上市，预计募资10亿美元左右，伊利投资5000万美元，占比5%左右，未来伊利股份将通过投资收益分享辉山经营成果；重申我们长期看好公司的逻辑：（1）行业龙头，受益于乳品行业政策，市场份额将进一步提高；（2）与DFA和辉山乳业合作，成本上涨压力有望有所缓解；（3）产品结构不断升级、费用率仍有下降空间，盈利能力将继续提升。
- **盈利预测及投资建议：**预计13-14年收入分别为480亿、552亿和635亿，YOY为14.3%、15%和15.1%；净利润分别为27.5亿、30.5亿和37.6亿，YOY为60%、11%和23%；EPS分别为1.346元、1.493元和1.84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	48,002	55,203	63,515
增长率 (%)	26.2%	12.1%	14.3%	15.0%	15.1%
归母净利润(百万)	1,809	1,717	2,749	3,051	3,758
增长率 (%)	132.8%	-5.1%	60.1%	11.0%	23.2%
每股收益	0.886	0.841	1.346	1.493	1.840
市盈率	23	48	30	27	22

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

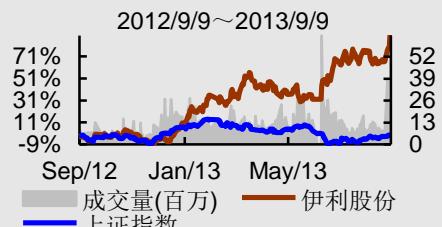
Email: liuyang1@hysec.com

陈嵩昆

电话：021-51782231

Email: chensongkun@hysec.com

市场表现



相关研究

《乳品继续上涨，白酒反弹将近》

2013/9/8

《伊力特：白酒快速恢复，煤化工重组减亏》

2013/9/5

《茅台涨停，投资机会凸显》

2013/9/2

《贵州茅台：基本面最差时点已经过去》

2013/9/2

《伊利股份：业绩高于预期，看好长期投资价值》

2013/9/1

《旺季来临，茅台动销、价格双回升》

2013/8/26

图 1：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	37757	43798	50805
YoY	26.8%	28.3%	19.8%	17.0%	16.0%	16.0%
销售成本 (百万元)	14940.95	19788.45	23188.34	26996	31184	36072
毛利 (百万元)	6043.92	7144.25	9082.39	10761	12614	14734
毛利率	28.8%	26.5%	28.1%	28.5%	28.8%	29.0%
奶粉及奶制品						
销售收入 (百万元)	4622.67	5642.13	4484.40	4933	5673	6524
YoY	16.6%	22.1%	-20.5%	10.0%	15.0%	15.0%
销售成本 (百万元)	2820.57	3239.06	2713.29	2812	3177	3588
毛利 (百万元)	1802.10	2403.07	1771.11	2121	2496	2936
毛利率	39.0%	42.6%	39.5%	43.0%	44.0%	45.0%
冷饮产品系列						
销售收入 (百万元)	3544.22	4221.72	4294.35	4337.29	4684.28	5059.02
YoY	8.6%	19.1%	1.7%	1.0%	8.0%	8.0%
销售成本 (百万元)	2510.91	2963.18	2908.65	2949.36	3138.47	3338.95
毛利 (百万元)	1033.31	1258.54	1385.70	1387.93	1545.81	1720.07
毛利率	29.2%	29.8%	32.3%	32.0%	33.0%	34.0%
混合饲料						
销售收入 (百万元)	393.44	468.97	686.64	720.97	793.07	872.38
YoY	-7.7%	19.2%	46.4%	5.0%	10.0%	10.0%
销售成本 (百万元)	344.59	404.90	576.68	634.46	689.97	750.25
毛利 (百万元)	48.85	64.07	109.97	86.52	103.10	122.13
毛利率	12.4%	13.7%	16.0%	12.0%	13.0%	14.0%
主营业务收入	29545.20	37265.51	41736.12	47748	54948	63261
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	48002	55203	63515
YoY	22.0%	26.2%	12.1%	14.3%	15.0%	15.1%
主营业务成本	20617.03	26395.59	29387	33392	38189	43749
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	33510	38307	43867
毛利率	30.3%	29.3%	29.7%	30.2%	30.6%	30.9%

资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 2：三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	48,002	55,203	63,515	货币资金	2004	7209	8572	11251
YOY	12%	14%	15%	15%	应收和预付款项	1073	1489	1687	1917
营业成本	29,505	33,510	38,307	43,867	存货	2995	3213	3673	4206
毛利	12486	14493	16895	19648	其他流动资产	5	1	1	1
% 营业收入	30%	30%	31%	31%	长期股权投资	568	568	568	568
营业税金及附加	249	285	328	377	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	14251	18051	21551
销售费用	7778	8832	10047	11433	无形资产和开发支出	832	801	771	744
% 营业收入	18.5%	18.4%	18.2%	18.0%	其他非流动资产	0	1	1	1
管理费用	2810	2880	3423	3938	资产总计	18476	26604	31154	36641
% 营业收入	6.7%	6.0%	6.2%	6.2%	短期借款	2578	0	0	0
财务费用	49	-11	-163	-205	应付和预收款项	8895	10193	11672	13381
% 营业收入	0.1%	0.0%	-0.3%	-0.3%	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	10198	11677	13385
投资收益	27	20	20	20	股本	1599	2043	2043	2043
营业利润	1616	2526	3278	4125	资本公积	1845	7512	7512	7512
% 营业收入	3.8%	5.3%	5.9%	6.5%	留存收益	3892	6642	9692	13451
营业外收支	471	300	400	400	归属母公司股东权益	7335	16196	19247	23005
利润总额	2087	2826	3678	4525	少数股东权益	190	210	230	250
% 营业收入	5.0%	5.9%	6.7%	7.1%	股东权益合计	7525	16406	19477	23255
所得税费用	351	57	607	747	负债和股东权益合计	19815	26604	31154	36641
净利润	1736	2769	3071	3778					
归属于母公司所有者的净利润	1717	2749	3051	3758	财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
少数股东损益	19	20	20	20	毛利率	30%	30%	31%	31%
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%	6%	6%
取得投资收益收回现金	0	20	20	20	EBITDA/销售收入	7%	8%	8%	8%
长期股权投资	0	0	0	0	销售净利率	4%	6%	6%	6%
无形资产投资	-3082	-2141	-3411	-3111	ROE	23%	17%	16%	16%
固定资产投资	0	-1500	-1800	-2000	ROA	9%	10%	10%	10%
其他	0	64	0	0	ROIC	14%	15%	13%	14%
投资活动现金流净额	-3057	-2122	-3391	-3091	销售收入增长率	12%	14%	15%	15%
债券融资	-411	-808	0	0	EBIT 增长率	12%	51%	24%	26%
股权融资	0	6111	0	0	EBITDA 增长率	34%	23%	21%	23%
银行贷款增加（减少）	0	-2578	0	0	净利润增长率	-5%	60%	11%	23%
筹资成本	49	-11	-163	-205	总资产增长率	-3%	44%	17%	18%
其他	37	1	0	0	股东权益增长率	-34%	95%	1%	21%
筹资活动现金流净额	-905	2629	0	0	经营现金净流增长率	-34%	95%	1%	21%
现金净流量	-1554	5205	1363	2679	流动比率	0.5	1.2	1.2	1.3
					速动比率	0.3	0.9	0.9	1.0
					应收账款周转天数	4.0	2.5	2.4	2.3

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					
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	上海片区	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
		蒋晓彦		18602191021	jiangxiaoyan@hysec.com
		夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	广深片区	赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@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。