

伊利股份 (600887)

2013 年 10 月 31 日

评级：买入（维持）

目标价（未来一年）：56 元

**市场数据：2013 年 10 月 31 日**

收盘价（元）	45.70
一年内最高/最低（元）	52.24/18.99
上证/深证	2160.46/8553.37
市盈率（TTM）	34.66
市净率（MRQ）	6.37
总股本/流通 A 股（亿股）	20.43/15.87
A 股市值（亿元）	933.61



分析师：田渭东

SAC 执业证书编号：

S0790512030001

联系电话： 029-87303020

Email: tianweidong@kysec.cn

联系人：马小龙

联系电话： 029-88447618

Email: maxiaolong@kysec.cn

开源证券有限责任公司

地址：西安市高新区锦业路 1 号

都市之门 B 座 5 层

http://www.kysec.cn

## 费用率如期下降，业绩超预期

- 伊利股份发布 2013 年三季报，2013 年前三季度实现营业总收入 365.71 亿元，同比增长 11.13%，实现归属于上市公司股东的净利润 25.16 亿元，同比增长 84.12%，基本每股收益 1.33 元，稀释每股收益 1.23 元。其中三季度实现营业总收入 125.5 亿元，同比增长 7.01%，归母净利 7.78 亿元，同比增长 28.59%，每股收益 0.38 元。业绩符合市场预期。
- 毛利率有所降低：上半年原奶价格涨幅较大，对公司毛利率产生一定影响，三季度毛利率同比降低 3.7 个百分点至 26.19%。我们认为随着公司产品结构的改善，高毛利产品占比的提升，可以部分消除成本压力，加上年中公司产品有一定幅度的提价，我们预计四季度公司毛利率将会有所提升。
- 费用率如期下降：三季度期间费用率下降幅度较大，同比下降 3.35 个百分点至 20.17%，其中销售费用率下降 3.01 个百分点至 15.13%，我们认为下降主要由于宣传广告费用的绝对减少以及收入增加对费用的分摊。财务费用由于增发资金到位减少 4300 万元，费用率降低 0.35 个百分点至 -0.28%。我们分析认为，四季度销售费用有继续下降的空间，预计销售费用率也将继续下降，带来期间费用率的降低。
- 季度收入增速放缓，利润率提高：三季度公司净利率小幅上升 1.04 个百分点至 6.21%，主要来自费用率的明显下降和毛利率的降低。收入增速有所放缓至 7.01%，基本符合预期。我们预期未来公司收入保持较稳定的增速，利润增速主要源于费用率降低推动利润率提高。
- 乳业推动兼并重组有望带来机会：政府推动乳业兼并重组，减少乳企数量和准入门槛，将有效提升市场集中度，公司作为乳业龙头和明星企业，有望从兼并重组中受益，扩大市场影响力和市场份额。
- 我们预计公司 2013-2015 年公司营业收入分别为 482.52 亿元、539.71 亿元和 600.72 亿元，每股收益分别为 1.58 元、1.81 元和 2.30 元，对应目前估计市盈率分别为 28.92 倍、25.27 倍和 19.9 倍，公司作为乳制品行业龙头，发展路径清晰，充分享受行业增长；今后几年费用率的持续下降有望推动利润率的提升，维持公司“买入”评级。
- 风险因素：食品安全问题和行业负面事件，原奶价格超预期波动影响短期毛利率，销售费用超预期增长。

图表 1 伊利股份主要财务指标及预测

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>增长率 (%)</b>						
营业收入	21. 96%	26. 25%	12. 12%	14. 91%	11. 86%	11. 30%
营业利润	-8. 98%	188. 27%	-7. 47%	86. 70%	34. 95%	29. 19%
归属上市公司股东净利润	20. 00%	132. 79%	-5. 09%	88. 02%	14. 31%	26. 73%
<b>利润率</b>						
毛利率	30. 27%	29. 28%	29. 73%	29. 66%	29. 86%	30. 02%
净利率	2. 68%	4. 89%	4. 13%	6. 73%	6. 88%	7. 82%
<b>收益率</b>						
净资产收益率	17. 64%	29. 06%	23. 07%	19. 69%	19. 12%	20. 27%
总资产收益率	5. 18%	9. 19%	8. 76%	10. 58%	10. 59%	11. 64%

数据来源：公司年报，开源证券研究所

图表 2 伊利股份利润表及预测

利润表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	29,664.99	37,451.37	41,990.69	48,251.06	53,971.29	60,071.52
营业成本	20,686.31	26,485.67	29,504.95	33,939.52	37,855.19	42,035.90
营业税金及附加	87.78	232.92	249.48	289.51	313.03	348.41
销售费用	6,807.07	7,290.96	7,777.71	8,685.19	9,175.12	9,611.44
管理费用	1,520.81	1,970.69	2,809.69	2,412.55	2,693.17	2,991.56
财务费用	-20.71	-49.16	49.16	-72.15	-115.91	-154.88
资产减值损失	-10.20	28.11	10.57	0.00	0.00	0.00
投资净收益	11.77	253.82	26.52	20.00	20.00	20.00
<b>营业利润</b>	605.69	1,746.01	1,615.66	3,016.44	4,070.69	5,259.08
营业外净收入	247.94	390.41	471.10	350.00	400.00	400.00
<b>利润总额</b>	853.62	2,136.42	2,086.76	3,366.44	4,470.69	5,659.08
所得税费用	57.86	303.98	350.74	117.83	760.02	962.04
<b>净利润</b>	795.76	1,832.44	1,736.02	3,248.61	3,710.67	4,697.03
少数股东损益	18.57	23.22	18.82	20.00	20.00	20.00
<b>归属于上市公司股东净利润</b>	777.20	1,809.22	1,717.21	3,228.61	3,690.67	4,677.03
<b>每股收益</b>	0.91	1.06	1.07	1.58	1.81	2.29

数据来源：公司年报，开源证券研究所

## 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

## 与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

### 证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现20%以上；

增持（outperform）：相对强于市场表现5%~20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；

减持（underperform）：相对弱于市场表现5%以下。

### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供开源证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88447618

传真：029-88447618

## 公司简介

开源证券有限责任公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，由陕西开源证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司，主要股东为陕西煤业化工集团有限责任公司、佛山市顺德区美的技术投资有限公司、佛山市顺德区诚顺资产管理有限责任公司、佛山市顺德区德鑫创业投资有限公司，注册资本 13 亿元，公司经营范围为：证券经纪、证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券自营；证券资产管理；融资融券业务；证券投资基金管理销售。

## 业务简介：

- **代理买卖证券业务：**我公司经中国证监会批准，开展证券代理买卖证券业务，主要包括：证券的代理买卖（沪、深 A 股、证券投资基金、ETF、LOF、权证、国债现货、国债回购、可转换债券、企业债券等）；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户。公司通过集中交易系统可以为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网和手机等多种委托渠道，可满足投资者通买通卖的交易需求。公司目前与多家银行开通客户资金第三方存管业务，确保投资者资金安全流转，随时随地轻松理财。
- **证券投资咨询业务：**我公司经中国证监会批准，开展证券投资咨询业务，为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、看法或建议；
- **与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问：**我公司经中国证监会批准，开展财务顾问业务，为上市公司收购、重大资产重组、合并、分立、股份回购、发行股份购买资产等上市公司资产、负债、收入、利润和股权结构产生重大影响的并购重组活动，提供交易估值、方案设计、出具专业意见等专业服务。
- **证券自营业务：**我公司经中国证监会批准，开展证券自营业务，使用自有资金和依法筹集的资金，以公司名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价值证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。
- **资产管理业务：**我公司经中国证监会批准，开展资产管理业务，接受客户委托资产，并负责受理客户委托资产的投资管理，为客户提供专业的投资管理服务。服务对象为机构投资者以及大额个人投资者，包括各类企业、养老基金、保险公司、教育机构和基金会等。
- **融资融券业务：**融资融券交易和约定购回式证券交易业务运作，为客户提供信用融资服务

## 公司下设十七家营业部：

西大街营业部：西安市西大街 495 号（西门里 200 米路北）	电话：029-87617788
长安路营业部：西安市长安南路 447 号（政法学院正对面）	电话：029-85389098
纺织城营业部：西安市纺织城三厂什字西南角（纺正街 426 号）	电话：029-83542958
榆林航宇路营业部：榆林市航宇路中段长丰大厦三层	电话：0912-3258261
榆林神木营业部：榆林市神木县东兴街融信大厦四层	电话：0912-8018710
商洛名人街营业部：商洛市名人街旅游局大楼一层	电话：0914-2981717
安康石泉营业部：安康石泉县向阳路中段	电话：0915-8228999
铜川正阳路营业部：铜川新区正阳路东段华荣商城一号	电话：0919-3199313
渭南朝阳大街证券营业部：渭南市朝阳大街中段	电话：0913-8189866
咸阳兴平证券营业部：兴平市金城路中段金城一号天镜一号	电话：029-38615030
咸阳世纪大道证券营业部：咸阳市秦都区世纪大道世纪家园三期 A 座 6 号	电话：029-33660530
西安锦业三路证券营业部：西安市锦业三路紫薇田园都市 C 区 S2-2	电话：029-81881435
佛山顺新宁路证券营业部：广东省佛山市顺德区大良新宁路 1 号信业大厦 8 楼	电话：0757-22363300
北京开阳路证券营业部：北京市开阳路 1 号瀚海花园大厦 2 层 202	电话：010-83570606
汉中南郑证券营业部：汉中市南郑县大河坎镇江南西路君临汉江二期	电话：0916-8623535
韩城盘河路证券营业部：韩城市新城区盘河路南段京都国际北楼 4 层 B 户	电话：0913-2252666
锦业路营业部：西安市高新区锦业路 1 号都市之门 B 座 5 层 1 墓 1 单元 10505 室	电话：029-88447531