

2014 年 01 月 23 日

李晓璐

c0049@capital.com.tw

目标价(元)

42.00

公司基本资讯

产业别	食品饮料		
A 股价(2014/1/22)	37.50		
上证综指(2014/1/22)	2051.75		
股价 12 个月高/低	51.29/25.52		
总发行股数(百万)	2042.91		
A 股数(百万)	1833.16		
A 市值(亿元)	766.09		
主要股东	呼和浩特投资有限责任公司 (09.30%)		
每股净值(元)	7.55		
股价/账面净值	4.97		
一个月	三个月	一年	
股价涨跌(%)	-3.3	-5.1	46.4

近期评等

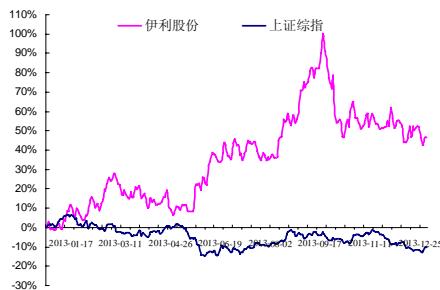
出刊日期	前日收盘	评等
2013-09-02	34.95	买入
2013-05-22	28.16	买入

产品组合

液体乳	77.3%
奶粉及奶制品	10.7%
冷饮产品系列	10.3%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	46.4%
一般法人	10.3%

股价相对大盘走势

伊利股份(600887.SH)
Buy 买入

预告 2013 年业绩同比增 80%，产品升级和产业整合成为未来业绩保障

结论与建议：

公司预告 2013 年全年业绩同比增长约 80%。扣非后实际同比增长约 25%。从业绩上看，公司业务已经从 2012 年的低迷状态中完全恢复。对于 2014 年，我们认为原奶价格涨幅将回归常态，公司通过提价及产品结构升级可使毛利率同比保持稳定甚至小幅提高。此外，工信部主导乳业整合，为伊利提供了发展机遇。

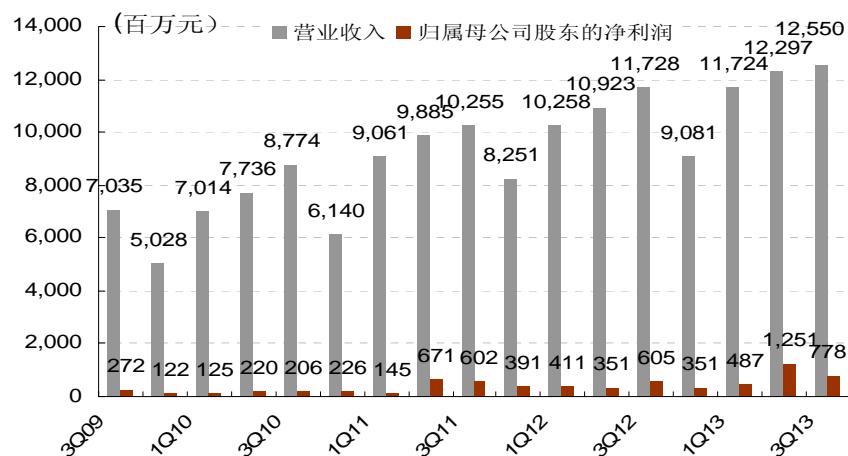
受 3Q 业绩影响，公司股价下挫，风险已经充分释放。当前股价对应 2014、2015 年 PE 分别为 22 倍和 17 倍，维持买入的投资建议。

- 公司预告 2013 年实现归属上市公司股东净利润同比增长约 80%。照此推算，预计公司 2013 年实现净利约为 31 亿元，对应每股收益 1.51 元。高于我们的预期约 7%。
- 从 4Q 单季看，预计净利润为 5.77 亿元，同比增长 64%。好于我们预期。预计单季度毛利率在 31% 左右，同比提高约 2 个百分点，比 3Q 提高 3.7 个百分点，主要来自于产品结构升级。
- 从全年看，2013 年股权激励对象行权，使得全年净利润增加 5.66 亿元；另外，2012 年 2Q 公司发生汞含量异常事件，产品报废导致同期净利润减少 3.11 亿元。剔除两部分的影响，2013 年净利润同比增长 25%。
- 2013 年全年鲜奶主产区平均价格 3.4 元-4.1 元/公斤，累计上涨约 20%。按照鲜奶在全品类成本中的占比约 40% 计算，原奶价格上涨使成本增加约 8%。2013 年 8 月，伊利、蒙牛提高部分产品的价格，提价幅度约在 5%，覆盖了大部分的原料价格上涨。
- 相对而言，产品结构升级对公司业绩的贡献更大。伊利 2013 年的营销重点在“金典有机奶”。预计 2013 年金典系列实现翻番，销售规模达到 30-40 亿元。两相平衡，我们预计公司 2013 年全年毛利率与 2012 年持平甚至略有提高，预计在 30% 左右。
- 2013 年 6 月，工信部提出乳业整合目标希望 2 年内将行业集中度提高至 70% 以上，产品管控能力差的中小企业退出，为伊利这样的龙头企业提供了发展机遇。
- 预计 2014 年 2Q 上游奶牛养殖产能开始释放，2014 年原奶均价有望回归到年均上涨 5% 左右的正常水平。公司通过提价及产品结构升级可使毛利率同比保持稳定甚至小幅提高。
- 预计 2014、2015 年分别实现净利润 35.27 亿元和 44.42 亿元，同比分别增长 14% (扣非后同比增长 40%) 和 26%。EPS 分别为 1.73 元和 2.17 元。

.....接续下页

年度截止 12 月 31 日		2010	2011	2012	2013F	2014F	2015F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	777	1809	1717	3092	3527	4442
同比增减	%	20.00	132.79	-5.09	80.08	14.06	25.95
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.38	0.89	0.84	1.51	1.73	2.17
同比增减	%	20.00	132.79	-5.09	80.08	14.06	25.95
市盈率(P/E)	X	98.57	42.34	44.61	24.77	21.72	17.25
股利 (DPS)	RMB 元	0.00	0.25	0.28	0.30	0.30	0.30
股息率 (Yield)	%	-	0.67	0.75	0.80	0.80	0.80

图 1：公司营收及净利润情况 单位：百万元



资料来源：公司公告、群益证券

图 2：主产区鲜奶价格 单位：元/公斤



资料来源：WIND、群益证券

预期报酬(Expected Return; ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%)；买入 Buy (30% $>$ ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% $>$ ER $>$ -10%)

卖出 Sell (-30% $<$ ER \leq -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F	2015F
营业收入	29665	37451	41991	47921	57469	69024
经营成本	20686	26486	29505	33715	39987	47682
营业税金及附加	88	233	249	240	286	341
销售费用	6807	7291	7778	8520	10135	12117
管理费用	1521	1971	2810	2862	3137	3855
财务费用	-21	-49	49	-54	86	104
资产减值损失	-10	28	11	16	27	27
投资收益	12	254	27	30	6	6
营业利润	606	1746	1616	2652	3817	4904
营业外收入	302	421	502	394	400	400
营业外支出	54	31	31	36	25	25
利润总额	854	2136	2087	3010	4192	5279
所得税	58	304	351	-98	629	792
少数股东损益	19	23	19	16	36	45
归属于母公司所有者的净利润	777	1809	1717	3092	3527	4442

附二：合并资产负债表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F	2015F
货币资金	3342	3921	2004	3475	5093	7797
应收账款	257	281	289	327	369	417
存货	2584	3310	2995	3594	4312	5175
流动资产合计	7558	7512	5288	7396	9775	13389
长期股权投资	606	567	568	568	568	568
固定资产	5591	7027	8900	10680	12816	15380
在建工程	666	1591	1511	1058	740	518
非流动资产合计	7805	11202	13608	14307	16125	18467
资产总计	15362	19930	19815	21702	25900	31856
流动负债合计	10198	12866	11478	12626	13888	15277
非流动负债合计	652	758	813	894	983	1081
负债合计	10850	13624	12290	13519	14871	16359
少数股东权益	294	282	190	190	380	1141
股东权益合计	4219	6024	7335	7993	10649	14357
负债及股东权益合计	15362	19930	19815	21702	25900	31856

附三：合并现金流量表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F	2015F
经营活动产生的现金流量净额	1475	3670	2409	3956	4266	5032
投资活动产生的现金流量净额	-2181	-3476	-3057	-2412	-2546	-2246
筹资活动产生的现金流量净额	-87	-132	-905	-73	-102	-82
现金及现金等价物净增加额	-793	62	-1554	1471	1618	2704

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证券持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证券。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。