

业绩超于预期，预计 Q4 毛利率环比提升

伊利股份（600887）2013 年业绩预告点评

推荐（维持）

风险评级：一般风险

2014 年 1 月 23 日

投资要点

- ◇ **2013年业绩预告净利润同比增长80%左右，超于预期。**公司预告2013年实现归属于母公司净利润同比增长80%左右，对应EPS1.51元，扣除所得税影响，EPS为1.24元。四季度净利润约为5.71亿元，同比增长62.7%，超出我们的预期。
- ◇ 公司全年实现较快增长主要因为：1）报告期股权激励行权导致本期所得税费用减少5.66亿元，从而净利润增加5.66亿元；2）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；3）通过提高收入、控制成本费用等措施使得本期净利润增加2.72亿元。
- ◇ **预计Q4毛利率环比提升，主要得益于提价与产品结构升级。**公司在8月份对大部分产品进行提价，预计综合提价在8%左右，四季度继续提价3%-5%，公司通过提价转嫁成本上涨。此外，14年春节较早，春节前主要以高端产品消费为主，在成本大涨压力下，公司也主推高端产品，预计四季度公司高端产品收入增速40%左右，低端产品增速不到10%，四季度产品结构升级明显。
- ◇ **预计14年原奶大幅上涨概率小。**虽然2014年原奶供需缺口还将存在，但我们认为导致13年原奶价格大涨的主要因素在14年将有明显缓解：1）随着原奶价格上升使得散户退出减缓且有补栏现象，同时规模化牧场放量将弥补散户退出份额；2）13年北方夏季高温实属异常，是小概率事件；3）海外奶粉价格已回落到正常状态，已不对国内原奶价格形成上行压力。因此我们认为2014年原奶价格大幅上涨的概率较小。
- ◇ **展望未来。**我们认为公司高端液态奶金典推出“有机奶”系列后快速增长的趋势仍将延续，液态奶产品结构持续升级，在全年原奶价格维持在高位情况下，公司13年毛利率同比有望小幅改善。国内最大竞争对手蒙牛随着其战略调整对公司竞争压力减弱，同时广告宣传费用占收入比例仍有进一步下降空间，预计公司销售费用率呈下降趋势。长期看好：受益于经济转型与政策红利；定向增发解决产能瓶颈，将推动公司进入增长快车道；股权激励完成后大大提高管理层控制力，高管利益与投资者趋于一致。
- ◇ **盈利预测与投资建议。**我们暂时不调整盈利预测，预计伊利股份2013-2015年实现归属于上市公司净利润28.91亿元、34.38亿元、42.94亿元，同比增长68.34%、18.98%、24.89%；对应EPS为1.42元、1.68元、2.10元。维持“推荐”评级。
- ◇ **风险提示：**食品安全问题，原奶价格大幅上升的风险。

李一凡

SAC 执业证书编号：

S0340513120001

电话：0755-23616031

邮箱：liyifan@dgzq.com.cn

主要数据 2014 年 1 月 22 日

收盘价(元)	37.50
总市值(亿元)	766
总股本(百万股)	2043
流通股本(百万股)	1833
ROE (TTM)	18.58
12 月最高价(元)	52.24
12 月最低价(元)	24.76

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

表 1：公司利润预测表

科目(百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业总收入	41990.69	48415.27	55667.88	63572.71
营业总成本	40401.56	45134.61	51721.12	58724.76
营业成本	29504.95	33551.78	38466.50	43674.45
营业税金及附加	249.48	290.49	334.01	381.44
销售费用	7777.71	8424.26	9853.21	11252.37
管理费用	2809.69	2808.09	3117.40	3496.50
财务费用	49.16	60.00	-50.00	-80.00
资产减值损失	10.57	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	26.52	15.00	13.00	10.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	26.52	15.00	13.00	10.00
其中 对联营和合营投资收益	5.88	0.00	0.00	0.00
营业利润	1615.66	3295.65	3959.75	4857.95
加 营业外收入	501.89	260.00	280.00	360.00
减 营业外支出	30.78	0.00	0.00	0.00
利润总额	2086.76	3555.65	4239.75	5217.95
减 所得税	350.74	579.57	699.56	850.53
净利润	1736.02	2976.08	3540.19	4367.43
减 少数股东损益	18.82	85.34	101.75	73.05
归属于母公司净利润	1717.21	2890.75	3438.44	4294.38
最新总股本(百万股)	1598.65	2042.91	2042.91	2042.91
基本每股收益(元)	1.07	1.42	1.68	2.10
市盈率（倍）	42.54	32.30	27.15	21.74

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

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、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（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。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）2211943

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn