

公司点评●食品制造

2014年8月1日

重申白马首推品种 短期博弈无妨长期

核心观点：

1. 事件

近一周乳品板块整体涨幅超过食品饮料行业涨幅。公司四位董事 29/30 号通过二级市场增持 4881.6 万股，投入资金超过 12 亿元。

2. 我们的分析与判断

(一) 增量行情首推伊利股份

目前食品饮料板块进入增量资金行情阶段，根据我们 6 月 30 号《食品饮料行业 2014 下半年投资策略：增量资金行情看龙头大白马，存量资金行情看甲午年牛股》中，关于“龙头大白马相对估值水平位于底部，若 A 股市场发动增量资金行情则坚决看多，且首推伊利股份（600887）”的判断，我们认为最近半个月这一市场风格转换迹象已经充分验证。这是我们首推伊利股份的重要逻辑。

同时，伊利四位董事于 7 月 29、30 日在二级市场上共增持 4881.6 万股。我们认为，这仅仅是增量资金行情中才能起作用的催化剂，换句话说，如果放到上半年，基本上也会一日游。当然，高管增持一方面彰显了伊利管理层对公司未来发展的信心；另一方面，考虑到增持股份有 6 个月的锁定期，可在某种程度上打消市场此前关于管理层股权激励部分减持的疑虑。

(二) 业绩趋势保持上升通道

2014 年一季度收入增速 11%，归属于上市公司股东净利润增幅 123%，高于收入 112PCT，三项费用率的持续控制及毛利率提升为主因。毛利率提高 1.3PCT 源于产品结构升级和去年下半年产品售价上调，三项费用率降低 2.3PCT、所得税率降低 3.8PCT 及理财产品投资收益和政府补助等因素，提升净利率近翻倍至 8%。预计第二、三、四季度收入增速均达到两位数。

我们认为未来主营业务有望全线成为行业第一，长期净利率水平将提高到 10% 上下。

3. 投资建议

预计 2014/15 年 EPS1.25/1.52 元，“推荐”评级（主营业务分析请详参深度报告《伊利股份(600887)：多因素望促业绩确定增长 开启总市值加速成长时代》，关注最近一年来连续三篇深度报告力荐）。

我们在《三全食品 (002216.SZ) 深度报告：从 30 亿到 300 亿的跨越》中表明了对伊利股份推荐的力度和前瞻性，如果食品饮料板块继续增量资金行情，那么公司将展开重返千亿市值之路。

当然，如果短期内出现资金博弈，将凸显长期投资良机。

伊利股份 (600887.SH)

推荐 维持评级

分析师

董俊峰 (首席)

电话：010-66568780

邮箱：dongjunfeng@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511010002

李琰

电话：010-83571374

邮箱：liyan_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130513060001

特此鸣谢：岳思铭 010-66568238

(yuesiming@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据 **时间 2014.07.30**

A 股收盘价(元)	25.28
A 股一年内最高价(元)	52.24
A 股一年内最低价(元)	21.34
上证指数	2181.24
市净率	4.80
总股本 (万股)	306437.10
实际流通 A 股(万股)	300782.37
限售的流通 A 股(万股)	5654.73
流通 A 股市值(亿元)	760.38

相对指数表现图



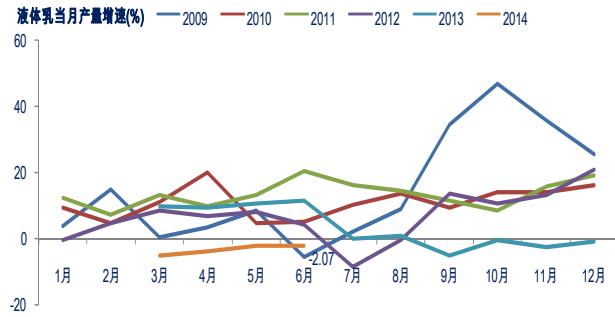
资料来源：中国银河证券研究部

深度研究

1. 伊利股份 (600887) 伊利股份 (600887)：未来增长无忧 只需关注博弈 20140604
2. 伊利股份 (600887)：业绩增长确定 关注资金博弈 20140430
3. 食品饮料行业 2014 下半年投资策略：增量资金行情看龙头大白马，存量资金行情看甲午年牛股 20140630

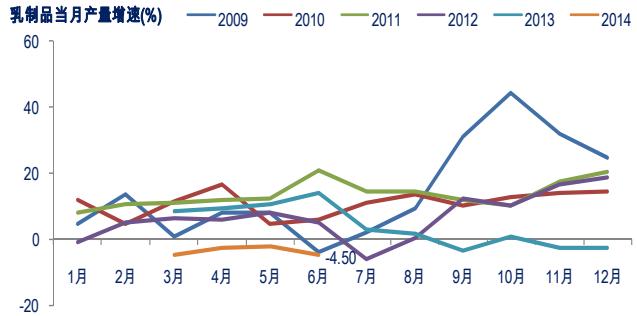
一、行业：产量下降利润复苏 总体趋势平稳

图 1：液体乳当月产量增速自 2013 年 6 月后出现明显回落，6 月单月产量增速为 -2.07%



资料来源：中国银河证券研究部，WIND

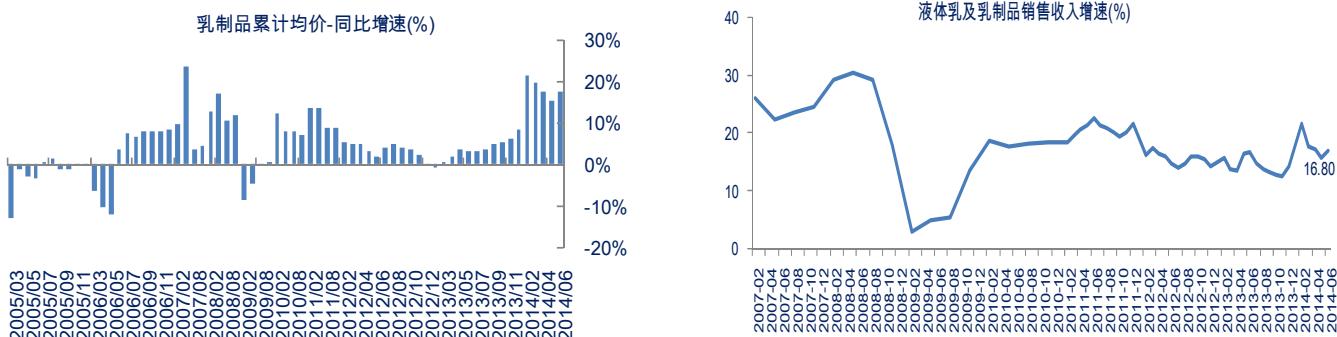
图 2：乳制品当月产量增速与液体乳总体趋势相近，但 6 月最新当月产量增速较液体乳下滑幅度更大为 -4.5%



资料来源：中国银河证券研究部，WIND

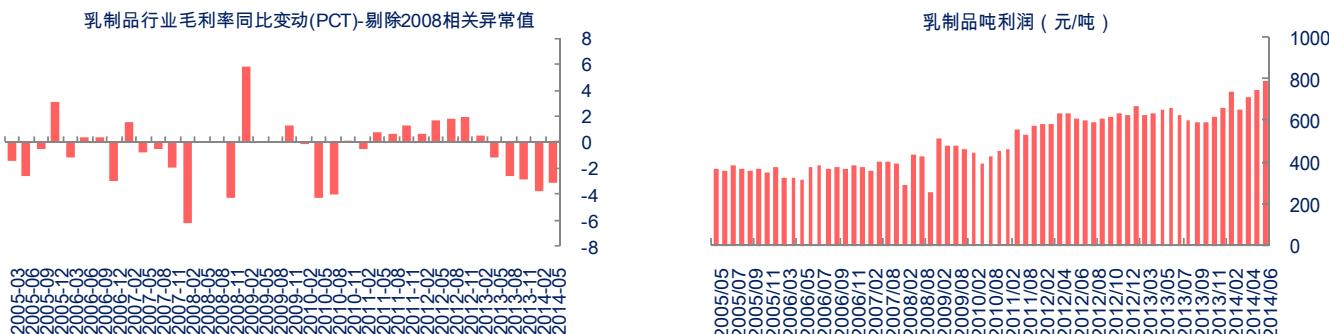
2014 年 6 月份，液体乳和乳制品的当月产量（最新）分别为 216.76 万吨、242 万吨，增速分别为 -2.07% 和 -4.5%。2013 年特别是下半年，液体乳和乳制品当月产量增速一路下滑，均处于历史较低水平，并且将趋势延续到了 2014 年。我们认为，相较于液体乳而言，乳制品产量降幅有所扩大一方面是与去年同期的较高基数有关；另一方面则是因国内婴幼儿配方乳粉企业生产许可证换证审核使得生产企业大幅减少所致。

图 3：乳制品（含液体乳）2014 年 6 月吨产品价格同比增速仍高达 17.41%；2014 年 1-6 月销售收入累计增速为 16.80%



资料来源：中国银河证券研究部，WIND

图 4：液体乳及乳制品毛利率自 2013 年 6 月后持续下滑，但今年以来的吨利润开始回升（百分点，元/吨）



资料来源：中国银河证券研究部，WIND

2013 年行业均价增幅连续上升，进入 2014 年有所回落但仍处在高位。回顾近几年数据我们可以发现，2011 年 1-2 月及 1-5 月，乳制品均价提升幅度分别为 12% 和 15%，到下半年回落，1-8 月和 1-11 月升幅为 8%。2012 年 2-4 月，乳制品均价提升幅度保持在 5%，5-6 月均价上涨幅度小幅回落至 2~3%，7-9 月份重回 4% 左右，10-12 月开始持续回落至 -0.13%。2011 年由于 CPI 推动，乳制品价格呈现普涨特征，2012 年随着 CPI 及宏观经济增速均有所回落，乳品均价提升幅度也出现回落。但自 2013 年以来，行业均价出现微增，继 2013 年 4 月，均价由 2012 年底的负值小幅度回升至了 1.76% 后，5-8 月增幅均超 3%，9 月增幅接近 5%，自 10 月至 12 月一路走高，增速均突破 5%，并在 2014 年 2 月达到 21.37% 的峰值，自此缓慢回落，截至 6 月增幅仍维持在 17.41% 的高位。

2013 年由于成本的增加，毛利率出现下降并且幅度逐步加大；从 2013 年 10 月起，吨均利润达到最低点开始回升，至 2014 年 2 月达到高点后开始震荡，5 月超越 2 月高点再创 753.58 元的吨利润后，6 月份累计吨利润为 791.02 元/吨，为自 2013 年底以来的新高。我们认为，今年以来乳制品行业保持着较好的盈利状况，主要是上游生鲜乳价格较年初有所下降，终端产品提价与结构升级的效果开始显现。预计下半年随着上游养殖产能的逐步释放，原奶供需将会有所好转。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

中国银河证券食品饮料团队，2013年和2011年新财富最佳分析师。

董俊峰，食品饮料行业分析师（首席）。1994—1998年消费品营销策划业四年从业经历、1998—1999年超市业一年从业经历、2001年至今证券业十三年从业经历。清华大学硕士。2003年首创消费品行业数量化研究模型《品牌渠道评级体系》，已获国家版权局著作权登记证书。

李琰，食品饮料行业分析师。2010年进入证券业工作，2012年5月至今在银河证券从事食品饮料行业研究工作。英国雷丁大学硕士。

二人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址： www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn