

食品饮料行业

报告原因：中报点评

2014 年 9 月 1 日

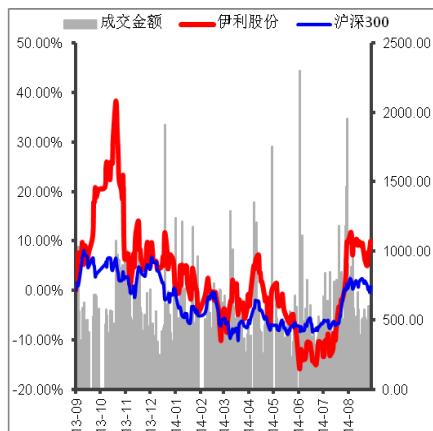
市场数据：2014 年 8 月 29 日

收盘价（元）	26.56
一年内最高/最低（元）	52.24/21.34
市净率	3.2
市盈率	17.7
流通 A 股市值（百万元）	79,887

基础数据：2014 年 6 月 30 日

每股收益（元）	0.75
营业收入（百万元）	27,286.31
净利润（百万元）	2,292.87
总股本/流通 A 股(百万)	3064 /3007.8

公司近期市场表现（最近一年）：



分析师：

罗胤

执业证书编号：S0760511010012

Tel: 010-82190301

Email: luoyin@sxzq.com

伊利股份 (600887)

买入

进入盈利回升期，下半年有望加速增长

上调评级

公司研究/点评报告

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	销售利润率	净资产收益率	市盈率
2013A	47,779	13.8	3,187	85.6	1.65	6.7	19.8	16.1
2014E	54,775	14.6	4,591	44.0	1.50	8.4	22.2	17.7
2015E	62,413	13.9	5,677	23.7	1.85	9.1	21.5	14.3
2016E	71,143	14.0	6,983	23.0	2.28	9.9	20.9	11.7

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

● **业绩符合预期。**2014年上半年公司共实现营业收入2,728,630.52万元，同比增长13.59%；实现归属于公司股东的净利润229,287.28万元，同比增长31.93%；每股收益0.75元。业绩符合预期。

● **销售保持稳定增长，中高端新品望持续带动业绩提升。**作为国内乳业龙头，公司销售持续实现稳步增长，各个产品品类均取得较好表现，上半年液体乳产品收入增长15.29%，奶粉和冷饮产品也分别增长9.10%和8.16%。收入快速增长一方面得益于上年底的产品提价，另一方面则受益于中高端产品销量的持续增长。未来，除原有“金典”系列外，常温酸奶安慕希、香蕉牛奶味可滋、乳酸菌饮料每益添等新品也有望持续放量，将带动公司收入继续保持较快增长。

● **产品结构升级与原料价格下降助毛利率上行，盈利能力望持续增强。**在前期奶荒过后，原奶价格阶段下行趋势确立，最新的生鲜乳均价为3.94元/公斤，相较去年的同比增速已降至10%以下。受原奶价格下降、产品结构升级及提价因素推动，公司产品毛利率升至近年高点，已达33.12%，较上年同期上升2.36个百分点。未来，预期原奶价格将持续回落，在提价与成本下降的剪刀差持续放大背景下，公司盈利能力有望进一步增强。

● **联手三大国际认证机构，质量建设利好长远。**近期公司与SGS、LRQA和Intertek三大国际认证机构达成战略合作，升级伊利全球质量安全管理保障体系，公司此举一方面将有助于进一步提升其食品安全的风险控制能力，提升产品质量，另一方面也有助于恢复消费者信心、提升产品品牌力，利好公司长远发展。

● **投资建议：**二季度当季的利润下滑主要是受到上年同期税收返还因素影响，我们预计公司2014-2016年EPS分别为1.50、1.85、2.28元，对应动态市盈率分别为17.7、14.3、11.7倍，上调至“买入”评级。

表1：伊利股份单季利润表

单位：百万元	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2	同比变化
一、营业总收入	11,728	9,081	11,724	12,297	12,550	11,208	13,110	14,360	16.78
营业收入	11,728	9,081	11,724	12,297	12,550	11,208	13,036	14,251	15.89
二、营业总成本	11,050	8,822	11,185	11,533	11,836	10,697	11,966	13,078	13.39
营业成本	8,223	6,460	7,929	8,678	9,263	8,212	8,639	9,609	10.72
营业税金及附加	71	40	64	89	36	45	58	73	(18.26)
销售费用	2,127	1,478	2,579	2,227	1,898	1,842	2,721	2,500	12.29
管理费用	623	843	614	535	669	574	599	885	65.46
财务费用	8	6	-2	-5	-35	10	-54	2	(136.16)
资产减值损失	-2	-5	0	9	6	14	2	8	(9.75)
三、其他经营收益	4	8	-0	10	20	101	30	46	369.31
投资净收益	4	8	-0	10	20	101	30	46	369.31
四、营业利润	682	267	539	774	734	612	1,174	1,329	71.75
加：营业外收入	62	170	51	143	109	136	80	125	(12.88)
减：营业外支出	5	18	3	9	14	12	6	18	87.38
五、利润总额	739	420	588	908	829	736	1,248	1,436	58.24
减：所得税	133	66	97	-348	50	60	160	218	(162.66)
六、净利润	606	354	490	1,256	779	676	1,088	1,218	(2.97)
减：少数股东损益	2	3	3	5	2	4	4	10	100.69
归属于母公司所有者净利润	605	351	487	1,251	778	672	1,084	1,209	(3.37)
七、每股收益：	0.38	0.22	0.26	0.62	0.38	0.33	0.53	0.59	(4.22)
收入增长率(%)	14.37	10.07	14.30	12.58	7.01	23.41	11.82	16.78	4.20
毛利率(%)	29.89	28.87	32.37	29.43	26.19	26.73	33.72	32.57	3.15
营业利润率(%)	5.82	2.94	4.60	6.29	5.85	5.46	8.96	9.26	2.96
净利率(%)	5.17	3.89	4.18	10.21	6.21	6.03	8.30	8.48	(1.73)
销售费用率(%)	18.14	16.27	21.99	18.11	15.13	16.44	20.76	17.41	(0.70)
管理费用率(%)	5.31	9.28	5.24	4.35	5.33	5.12	4.57	6.17	1.81
归属于母公司净利润增长率(%)	0.42	-10.26	18.61	256.57	28.59	91.39	122.54	-3.37	(259.94)

资料来源：公司公告 山西证券研究所

➤ 盈利预测

表 2：盈利预测表

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业总收入	47,778.87	54,775.35	62,413.07	71,143.00
营业收入	47,778.87	54,775.35	62,413.07	71,143.00
二、营业总成本	45,251.24	49,907.61	56,274.78	63,478.07
营业成本	34,082.76	37,112.09	42,013.39	47,584.72
营业税金及附加	233.91	257.44	287.10	320.14
销售费用	8,546.07	9,585.69	10,610.22	11,738.59
管理费用	2,391.83	2,957.87	3,370.31	3,841.72
财务费用	-33.09	-38.34	-43.69	-49.80
资产减值损失	29.76	32.87	37.45	42.69
三、其他经营收益	131.39	100.00	100.00	100.00
投资净收益	131.39	100.00	100.00	100.00
四、营业利润	2,659.01	4,967.74	6,238.29	7,764.93
加：营业外收入	439.84	430.00	430.00	430.00
减：营业外支出	38.48	30.00	30.00	30.00
五、利润总额	3,060.38	5,367.74	6,638.29	8,164.93
减：所得税	-140.82	756.85	936.00	1,151.25
六、净利润	3,201.20	4,610.89	5,702.29	7,013.67
减：少数股东损益	13.96	20.29	25.09	30.86
归属于母公司所有者的净利润	3,187.24	4,590.60	5,677.20	6,982.81
七、每股收益：	1.65	1.50	1.85	2.28
净利润增长率(%)	85.61	44.03	23.67	23.00

资料来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。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。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。