

公司研究

公司点评

跟踪评级_维持: 短期_推荐, 长期_A

新标识、新口号、新产能

——伊利股份(600887)公司点评

核心观点

1、10 年业绩增长 20%，一季度业绩增长 16.2%。10 年收入 296 亿元，同比增长 22.9%，11 年一季度收入 90 亿元，同比增长 25.6%。10 年实现净利润 7.77 亿元，11 年一季度净利润 1.45 亿元。每 10 股转增 10 股。

2、新产能驱动液态乳制品保持增长。10 年液态乳收入 209.8 亿元，同比增长 26.8%，行业的液态乳产量增速是 14.39%，公司液态乳依然维持了强势增长。奶粉及奶制品收入 46.2 亿元，同比增长 16.6%，冷饮产品收入 35.4 亿元，同比增长 8.6%。11 年收入增长将来自新产能的释放，11 年将有乳都科技示范园、京津唐和山东临朐的产能达产。2012 年公司仍有液态和奶粉新产能的释放。产能扩张的规模效益会持续显现。

3、品牌升级、产品升级，强化娱乐营销。10 年底伊利更换了新的品牌标识，启用了“滋养生命活力”的新广告语。公司本次品牌升级，除了标识、广告和包装换新外，还在对产品升级，主要涉及：金典有机奶、营业舒化奶、金领冠、“畅轻”酸奶、巧乐兹雪糕等明星产品。我们认为高端产品升级将提升公司盈利能力。公司和迪士尼公司签订了 5 年的合作协议，弥补了世博会后营销上的空缺，强化娱乐营销的路线。

4、产品结构调整提升成本转嫁力。10 年原料奶价格涨幅超过 18%，行业成本压力增加，公司 10 年毛利率同比下降 3.7 个百分点，液态乳原料成本占比较大，毛利下滑 5.3 个百分点。11 年一季度内蒙原料奶平均价格 2.95 元/公斤，上涨 11.7%。生产许可证重审带来小企业逐渐退出，原料奶收购恶性竞争减少，年内原奶价格有望小幅下调。上半年乳制品行业还面临限制提价的压力，公司选择内部消化的长期转嫁策略，通过高端产品销量增长提升综合毛利率。

5、预计 11 年业绩增长 38%。公司规划 11 年实现收入 330 亿元，预计公司 11 年收入 345 亿元，预计净利润 10.8 亿元，增长 38.5%，全面摊薄 EPS0.67 元，对应动态 PE27.5X。我们认为 11 年完成业绩目标并不困难。同时，行业政策指向也对伊利这样全国龙头公司有利。公司产品结构线完善，营销创新、产品升级提升了单品竞争力。我们给予公司“短期_推荐，长期_A”的投资评级。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	79932.28
流通A股(万股)	79367.07
52周内股价区间(元)	26.76-46.1
总市值(亿元)	271.93
总资产(亿元)	153.62
每股净资产(元)	5.28
目标价	6个月 40.2
	12个月 47.5

相关报告

- 《国都证券-公司研究-公司点评-伊利股份(600887):成本压力短期影响，关注11年后的产能增长》 2010-11-09
- 《国都证券-公司研究-公司点评-伊利股份(600887):产能继续扩张，推动业绩增长》 2010-08-31

财务数据与估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百万)	29,664.99	34,567.21	39,975.09	46,537.10
同比增速(%)	21.96%	16.53%	15.64%	16.42%
净利润(百万)	777.20	1,104.78	1,556.57	2,179.00
同比增速(%)	20.00%	42.15%	40.89%	39.99%
EPS(元)	0.97	1.38	-	-
全面摊薄 EPS(元)	0.49	0.69	0.97	1.36

研究员: 王明德
 电话: 010-84183372
 Email: wangmingde@guodu.com
 执业证书编号: S0940510120015

研究员: 徐昊
 电话: 010-84183293
 Email: xuhao@guodu.com
 执业证书编号: S0940510120004

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

1、业绩预测

1.1 基本假设

- 1、假设 11 年液态乳收入增长 18.6%，部分新产能释放是收入加速增长的原因，12 年液态乳收入增长 16.0%，13 年液态乳收入增长 17.9%；假设 11 年奶粉业务收入增长 18.7%，12 年奶粉业务收入增长 20.0%，13 年奶粉业务收入增长 16.7%；假设 11 年冷饮业务收入增长 7.1%，12 年收入增长 8.2%，13 年收入增长 7.0%。
- 2、假设 11 年液态乳毛利率 31.6%，12 年液态乳毛利率 31.8%，13 年液态乳毛利率 31.9%；假设 11 年奶粉业务毛利率 41.0%，12 年奶粉业务毛利率 41.2%，13 年奶粉业务毛利率 41.2%；假设 11 年冷饮业务毛利率 30.1%，12 年冷饮业务毛利率 30.6%，13 年冷饮业务毛利率 30.2%。
- 3、假设 11 年销售费用 8.3 亿元，11 年期间费用占比 28.9%；12 年期间费用占比 28.3%；13 年期间费用占比 27.3%。
- 4、公司部分子公司享受优惠税率，假设 11 年至 13 年所得税实际税率 22%。

1.2 伊利股份盈利预测

表 1： 伊利股份盈利预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入(万元)	2,966,498.73	3,456,720.94	3,997,508.67	4,653,710.12
营业收入(万元)	2,966,498.73	3,456,720.94	3,997,508.67	4,653,710.12
营业总成本(万元)	2,907,106.68	3,338,685.50	3,821,846.90	4,398,096.52
营业成本(万元)	2,068,630.88	2,325,930.10	2,675,525.48	3,110,960.32
营业税金及附加(万元)	8,778.49	13,826.88	15,990.03	18,614.84
销售费用(万元)	680,706.73	831,155.78	945,033.73	1,062,530.09
管理费用(万元)	152,080.91	167,427.06	184,897.90	205,525.89
财务费用(万元)	-2,070.75	345.67	399.75	465.37
资产减值损失(万元)	-1,019.57	0.00	0.00	0.00
其他经营收益(万元)				
公允价值变动净收益(万元)				
投资净收益(万元)	1,176.75	1,300.00	1,500.00	1,600.00
营业利润(万元)	60,568.79	119,335.44	177,161.78	257,213.61
营业外收入(万元)	30,236.14	31,747.95	33,335.34	35,002.11
营业外支出(万元)	5,442.58	6,258.97	6,759.68	7,300.46
利润总额(万元)	85,362.35	144,824.42	203,737.44	284,915.26
所得税(万元)	5,786.08	31,861.37	44,822.24	62,681.36
净利润(万元)	79,576.27	112,963.05	158,915.20	222,233.90
少数股东损益(万元)	1,856.61	2,485.19	3,257.76	4,333.56
归属于母公司所有者的净利润(万元)	77,719.66	110,477.86	155,657.44	217,900.34
全面摊薄每股收益(元)	0.49	0.69	0.97	1.36

数据来源：国都证券研究所

2、投资建议

公司规划 11 年实现收入 330 亿元，我们预计公司 11 年收入 345 亿元，预计净

利润 10.8 亿元，增长 38.5%，全面摊薄 EPS0.67 元，对应动态 PE27.5X。我们认为 11 年完成业绩目标并不困难。同时，行业政策指向也对伊利这样全国龙头公司有利，公司产品结构线完善，营销创新、产品升级提升了单品竞争力。我们给予公司“短期_推荐，长期_A”的投资评级。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuweihong@guodu.com
李元	机械设备	liyuan@guodu.com	张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com
邓婷	金融、传媒	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件、钢铁	liufen@guodu.com
王京乐	家用电器、餐饮旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业、环保	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com	王双	化工	wangshuang@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			