

证券研究报告—动态报告

食品饮料

食品

伊利股份（600887）

推荐

（维持评级）

2011年5月22日

净利率短线有较大提升空间

证券分析师：黄茂 0755-82138922 huangmao@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120030

事项：

公司近期公告了定向增发，我们进行了深入沟通，具体情况如下。

评论：

■ 行业正处于变局的关键期

乳制品业经过长期的发展，行业格局已经基本稳定，目前两大巨头市场占有率在 50% 左右。政府重新审核乳制品牌照和相关检验要求的提高，将大幅提高行业门槛，迫使小企业退出市场。同时，蒙牛过去几年的投入力度相对偏弱。因此，目前市场存在很大的机遇，将决定公司下一步的成败。

■ 产能瓶颈 融资对公司下一步发展非常关键

公司目前资产负债率在 70% 以上，其中银行借款有 30 亿。过高的负债率限制了银行对公司的进一步放款。目前公司产能利用率已经偏向饱和，甚至出现一定供不应求的局面，需要进一步加速发展。公司要获得长期发展的资金支持，加速发展，必须通过再融资。目前，已经有一些财务投资者表示愿意参与公司的增发，而大股东方面还需要经过政府审批。

■ 11 年将是净利率提升的元年 最终要实现和蒙牛接轨

公司过去一直费用率偏高，而净利率远低于蒙牛。随着这次增发的实施，公司可能会努力压缩费用，将 11 年净利率提升到比如 3.5% 以上。并且，如果未来情况不出现大波动，净利率还会保持逐年提升的态势。并最终实现和蒙牛净利率水平的接轨。

■ 公司长期将延续稳定发展 还有 6-8 倍的空间

公司一季度收入增长约 30%，全年有望保持 20-25% 的增长，连续三年收入增速稳步提升。未来几年的收入增速也会保持在 15% 以上，延续稳定增长的格局。中国乳制品人均消费量，即使相对东亚和台湾等类似地区，也有 2-3 的空间。净利率从目前的 2 个多点提升到 6-7 个点的国际平均水平也有 2-3 倍的空间，加上公司市场占有率还有一定提升空间。公司未来净利润提升空间还有 6-8 倍。如果这一过程在未来 10 年实现，年均增速将达到 20% 以上。

■ 行权仍存在较大障碍

目前，公司股权激励一直未能有进一步的动作，主要是受制于较高的所得税税率，以及预缴所得税和融资所带来的

巨大融资成本。同时，资本市场对行权的高预期和炒作，也使得行权更加困难。管理层目前并未放弃行权的权力，但实际难以实施。

■ **看好中长期稳定发展 维持“推荐”**

我们预计，按照增发完全摊薄后，11-13 年 EPS 可以达到 1.33、1.46 和 1.75 元（其中 11 年约含 0.2 元投资收益）。经常性 EPS 分别同比增长 18%、27%和 20%，实现 EPS 的反摊薄。目前股价对应动态市盈率分别为 26、24、20 倍，处于历史低位，维持“推荐”。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。