

强烈推荐-A (维持)

伊利股份 600887.SH

目标估值: 24.40 元

当前股价: 16.57 元

2011年6月30日

净利率进入向上拐点期

基础数据

上证综指	2728
总股本(万股)	159865
已上市流通股(万股)	158734
总市值(亿元)	265
流通市值(亿元)	263
每股净资产(MRQ)	2.7
ROE(TTM)	18.3
资产负债率	71.8%
主要股东	呼和浩特投资公司
主要股东持股比例	5.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5	-11	8
相对表现	-6	-9	-7



相关报告

- 1、《食品饮料业日报-顺鑫售股权增业绩, 伊利今复牌看时机》2011/6/15
- 2、《食品饮料业日报-伊利对举报信严正声明, 停牌待具体公告》2011/6/14
- 3、《食品饮料业 2011 年中期投资策略-酒业销售模式演进的深度研究》2011/6/9

朱卫华

0755-82943101
zhuweihua@cmschina.com.cn
S1090511030001

王晗 (研究助理)

010-57601855
wanghan@cmschina.com.cn

近期定增计划和举报信事件造成公司股价连续暴跌, 我们认为机会难得, 不仅估值优势凸显, 而且两件事都有可能促进公司释放业绩。按乳业净利率 3.5%再加股权转让投资收益, 我们将今年 EPS 预测由 0.76 元调高至 0.92 元 (其中主业 0.81 元), 按主业给予 30 倍 PE, 目标价 24.4 元, 维持“强烈推荐-A”投资评级。

- **净利率进入上升拐点, 未来几年业绩弹性释放。**公司去年开始全集团开展双提工作, 提高费用利用率, 提高盈利能力。净利率上现在看今年可以达到 3.5% 或者更好, 十二五末收入计划达到 700-800 亿。从成本方面看, 今年原料成本压力大, 但是公司通过调结构提价等方式积极应对, 且现在奶价已经略降, 为 3.5 元/公斤左右, 成本方面同比增长放缓。
- **定增为公司长远业绩增长打下基础。**本次定增迫在眉睫, 原因有三: 首先, 关闭小奶企, 现在市场需求很大; 其次, 土地供给越收越小, 必须加快步伐; 第三, 与竞争对手相比主要短板在产能, 两强争霸产能很重要。此外, 本次定增数额巨大, 价格较高, 要顺利发行也需要公司释放业绩。
- **举报信事件也客观要求公司释放业绩挽回负面形象。**公司 6 月 14 日因举报信跌停, 我们之后第一时间在日报中做出分析, 认为此事不会影响公司经营, 相反我们认为, 更有利于推动公司提升业绩表现来消除舆论负面影响。请参考《食品饮料业 6 月 14 日报-伊利对举报信严正声明, 停牌待具体公告》和《食品饮料业 6 月 15 日报-顺鑫售股权增业绩, 伊利今复牌看时机》。目前投资者信心逐步恢复, 股价也在回升之中。
- **上调盈利预测, 维持“强烈推荐-A”投资评级。**我们上调伊利 11-13 年盈利预测至 0.92、1.2 和 1.52 元 (分红除权后), 今年业绩中有股权转让投资收益影响 EPS 0.11 元, 三年主业业绩同比增长分别为 67%、47%、27%。按今年主业业绩给予 30 倍 PE, 目标价 24.4 元。现在股价经定增计划及举报信事件持续大跌后已出现历史大底, 估值相对于业绩增长非常有吸引力。
- **风险提示:** 举报信事件升级, 食品安全风险。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	24324	29665	37170	45057	54912
同比增长	12%	22%	25%	21%	22%
营业利润(百万元)	665	606	1607	2070	2632
同比增长	-132%	-9%	165%	29%	27%
净利润(百万元)	648	777	1469	1921	2432
同比增长	-138%	20%	89%	31%	27%
每股收益(元)	0.81	0.97	0.92	1.20	1.52
PE	20.5	17.0	18.0	13.8	10.9
PB	3.8	3.1	4.7	3.5	2.8

资料来源: 招商证券

伊利股东大会投资者交流纪要

开展双提工作，今年目标净利率至少 3.5%

去年开始我们全集团开展双提工作。提高费用利用率，提高盈利能力。这是和方方面面有关的，所有的我们都制订了非常详细的考核指标，每个月都要考核。1-4 月份初见成效。1 季度有特殊性，因为春节，所以一季度我们只有 29% 的收入增长，10 年 1 季度缺奶，11 年要好一些，但是还是缺奶很严峻。2 季度现在牛奶又有点富裕了，现在产能全开满了还加工不了，我们就都喷成奶粉回头在做其他产品。我们现在 1 天收 1 万吨奶，每天多收 1000 吨，但是到 9、10 月份还是缺奶。现在我们还是控制住了这样一个平衡点，既要发展也要利润。从今年看盈利能力不断提升，11 年也是伊利历史上发展最好的一个时机，品牌发展、竞争对手的失误、国家打压小奶企。我们从来没融过资，30 个亿的净资产做 300 个亿的生意。我们今年又花了上亿的资金做 QS 改造，国内的小企业被砍掉不是因为不合格，而是让它改它不愿意投入。我们产能和竞争对手比酸奶少一半，冰淇淋少 1/3，液态奶少 1/3。现在小企业也都被砍了，我们得抓住这个机会实现企业未来的快速成长。

净利润率上现在看今年可以达到 3.5% 或者更好，3.5% 能有保障。现在奶价已经下来点了，3 块 5 左右。我们明年肯定会比 3.5% 更好，我们有信心。

十二五末收入计划达到 700-800 亿。

原料成本压力大，公司积极应对

伊利一直是以乳业作为主业的。我们要做未来 5 年的战略规划，整个乳业这几年发展的环境变化非常快。特别是今年一季度，一个是国家的宏观经济环境，原材料、饲料、农产品一涨价对我们影响非常大。去年 9 月份我们做了一个预算，后来 10 月份、11 月份各改了一遍。

去年我们冷饮预算是今年利润 2 个亿，结果按照现在的趋势是要亏两个亿。其他企业的压力更大，靠什么调整？第一，产品结构，过去确实我们有一些产品块头有些太大，消费者吃不了，我们产品要瘦身，能瘦就瘦。第二是要调价，一个季度就调了 4 次价格，我们做决策的时候非常难。市场风险很大，我们主力产品巧乐兹，一年 11-12 个亿，一个调不好产品就死了。现在经过 4 次调整价格，现在看到的是都成功了。我们所有的主力产品都调了价。今年冰淇淋会有一个很好的利润回报，支撑今年企业净利率 3.5% 的目标。

液态奶成本压力也非常大，今年 1 季度我们对高端的消费者敏感度不高的产品也做了调价，大众品还是没有调，蒙牛也没调。现在来看调完价之后也是比较顺利，市场接受度不错。

奶粉也在考虑现有产品加大高附加值产品投入力度，例如金领冠，4、5 月份有一个非常大的提高。不过现在相对于进口奶粉利润率还是偏低，而且一线市场达不到事业部的要求，包括华东市场，我们奶粉都比较弱。去年通过世博会在华东是有一个比较大的提升。

奶源基地建设，不得不建，加快步伐

我们未来要做世界最大的健康食品集团。奶源基地上的投入因为回报率低已经是能压就压了，我们现在自己的牧场只占总需求量的 1/10。比如四川，市场抢了丢、丢了抢，因为四川农民养牛不积极，我们必须建设示范牛场，让农民有积极性。

国内对小区牧场集中的成果很显著。三聚氰胺之后，河北非常重视，现在基本都是规模化饲养了。比如黑龙江就不行，地方保护，结果这些地区分散奶源还比较高。

伊利 70%多的都是规模饲养的奶源，我们是比重最大的。虽然奶价涨，但是奶农积极性在下降，因为成本涨的特别多，奶农经不起折腾了。现在奶价这么高、奶农还是在卖牛。农民对整个行业的发展失去信心。政府大力扶持规模化奶牛养殖，正在讨论要采取什么方式来推动中国奶业的发展。政府要拿钱，一期 5 个亿。企业、政府、投资者三家一起来讨论。这都是对企业未来发展利好的信息。现在呼市的奶农也动摇了信心，呼市也面临没有地的问题，未来越来越少，价格也越来越高，我们今年先拿下了几块地。

我们下了大功夫，现在市场上食品安全伊利是最好的，所以大的活动也都选择伊利。

品牌效应释放，助推公司发展

从 05 年到现在我们在品牌建设上投入非常大，有些当期可以体现出来，有些得 3-5 年才能体现出来，例如奥运会、世博会、亚运会。企业要有一个和消费者沟通的平台，这样更有利于整合资源。我们前年就在规划亚运会结束之后品牌全面升级，例如我们的 logo 设计就有问题，有两块很大的空白，伊利俩字就设计不大。伊利这几年发展从很小的企业发展成为一个大企业，再加上三聚氰胺的洗礼，我们品牌升级不仅仅是改一个 logo，而是和消费者全面沟通，内部管理也要改善。做不好对企业损失很大，做好了受益终生，我们讨论过好多年，准备在今年做这件事。包括工作流程、企业制度，员工服务意识都要变化，随着 logo 变化而进行整合。例如奶粉事业部，很多促销员导购员要换成营养顾问、母婴专家，要有一大批能够和消费者进行沟通和服务的队伍。伊利的品牌是一个全面的升级，是支撑未来 5-10 年伊利的发展的一个非常重要的因素。我们每个月都要去市场上看。例如换包装，不顺利的话消费者可能认为你这是假产品。

每一次国家有大的活动，都是伊利代言，这是国家的信任、消费者的信任，全体员工做了很多工作。我们内部现在我们已经准备 12 年的伦敦奥运会了，已经全面铺开了，占领明星资源。还有和迪斯尼的合作，我们也推出了系列迪斯尼的产品，包装设计上非常好，这些未来都要发挥价值。

从快消品来说，要规模优势，有了规模就占有资源。占有的资源多了在消费者身边形成的市场就比较大，未来品牌的价值是非常重要的，过去几年伊利的费用比竞争对手高，我们这几年在品牌建设上投入比较大，在各种业务上成长也比较大。这种品牌价值在未来 3-5 年可能会发挥更大的价值，到那时候大家就会觉得我们会比竞争对手有一个质的飞跃。

本次增发，用最少的钱办最多的事

保荐人介绍本次发行概况

1、从长远角度看，考虑到财务费用，40 亿、50 亿、70 亿长期是没有大的差别的，但

是1年内还是有比较明显的股本稀释。

2、70亿资金只是我们的预算，并不是一定要用完70亿，目前已经有很多项目已经利用各种资金在做了。70亿之中有16亿补充流动资金，摊到20多个项目所剩无几。

最大的项目还是液态奶项目，液态奶占到了公司70%的收入来源。1、募投之后降低液态奶的比例，2、奶源方面投了12亿，一共七八个地方12个项目；3、产品布局，会使公司物流成本降低，保鲜度提高。

这些项目都已经完成了土地、报批手续，利用了公司自有资金。还有项目没有土地、报批的手续，这部分有20-30亿。所有项目加起来一共超百亿。

为什么以前不投，现在突然这么多？

1、关闭小奶企，现在需求很大

2、土地供给越收越小，不能等了，缓几年土地方面的便利条件就不在了

3、与竞争对手相比主要短板在产能，伊利现在产能是竞争对手的一半。未来两强争霸就是基于伊利的产能能到多少。

我们也想分两步走，先一次再一次，但是融资过程耗时，我们的发展不能等了。我们希望用最少的股权稀释比来达到伊利的发展目标。

对比竞争对手，分析、学习、提高

从目前伊利的发展看，从市场的认可和团队的士气，都是蒸蒸日上，势头很好。大家看报表也觉得奇怪，两个企业差不多，但是报表上反映的一些比率却不一样。企业费用我们更关注，只要我们能掌握到的资料，只要一拿到我们就分析我们有什么优势，竞争企业有什么优势。前一段时间提到我们广告费比对手高14亿，但是我们也没有具体数据，我们也想知道两家到底多少，两家报表不一样。大的趋势上我们也在不断追赶，通过企业内部管理、提高营销效率，1-4月份成效比较显著，业绩能够支撑增发方案。利润率上我们比对手少有两方面因素，一个是历史原因，例如税收方面我们比蒙牛要多很多，有些工厂蒙牛让地方政府建的，我们都是自己建的；二是收入方面我们两家也是有差距，例如液态奶。

股权激励方案，没考虑过行权

股权激励方案设计的有问题，操作起来难度很大，一个是资金问题，第二个是形式，得先拿钱去买，1年之后才能卖，而且只有25%，还卖不完。很多信托投资者都来找我们，讨论来讨论去还是做不成，这两年我们都没考虑过行权问题，市场上有说法是我们为了行权压业绩。如果这样的话，我们一不会送股、二不会增发。我们现在所有的决策都是基于企业的发展做出的。

表 1: 盈利预测简表

单位: 百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	24324	29665	37170	45057	54912
营业成本	15778	20686	26008	31559	38356
营业税金及附加	109	88	110	133	162
营业费用	6496	6807	7820	9164	11168
管理费用	1191	1521	1821	2118	2581
财务费用	22	(21)	34	25	24
资产减值损失	77	(10)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	15	12	229	12	12
营业利润	665	606	1607	2070	2632
营业外收入	209	302	100	100	100
营业外支出	63	54	60	60	60
利润总额	812	854	1647	2110	2672
所得税	147	58	142	143	181
净利润	665	796	1505	1967	2490
少数股东损益	18	19	35	46	58
归属于母公司净利润	648	777	1469	1921	2432
EPS (元)	0.81	0.97	0.92	1.20	1.52

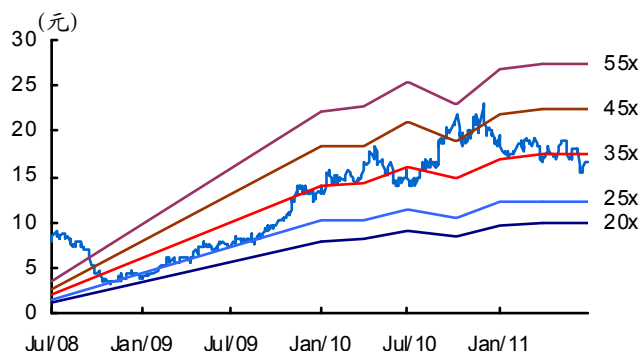
资料来源: 招商证券

表 2: 各季度业绩回顾

单位: 百万元	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1
营业收入	5028	7014	7736	8774	6140	9061
营业成本	4934	6904	7489	8548	6129	8916
营业费用	3394	4759	5307	6322	4298	6172
管理费用	38	32	36	29	-10	53
财务费用	1090	1801	1807	1776	1423	2321
投资收益	3	2	4	4	2	0
营业利润	97	112	251	230	13	145
归属母公司净利润	122	125	220	206	226	145
EPS (元)	0.15	0.16	0.28	0.26	0.28	0.18
主要比率						
毛利率	32.5%	32.2%	31.4%	28.0%	30.0%	31.9%
营业费用率	21.7%	25.7%	23.4%	20.2%	23.2%	25.6%
管理费用率	6.9%	4.4%	4.2%	4.9%	7.5%	4.1%
营业利润率	1.9%	1.6%	3.2%	2.6%	0.2%	1.6%
有效税率	22.4%	19.1%	18.7%	15.2%	-36.3%	27.7%
净利率	2.4%	1.8%	2.8%	2.3%	3.7%	1.6%
YoY						
收入	97.3%	36.9%	8.4%	24.7%	22.1%	29.2%
归属母公司净利润	扭亏	10.1%	56.1%	-24.2%	86.2%	16.2%

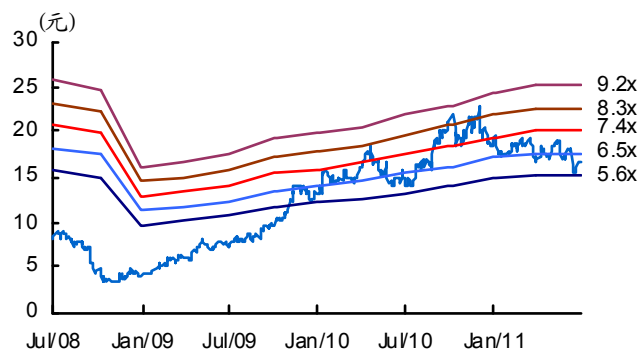
资料来源: 招商证券

图 1: 伊利股份历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心、港澳资讯

图 2: 伊利股份历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心、港澳资讯

参考报告:

- 1、《食品饮料业日报－顺鑫售股权增业绩，伊利今复牌看时机》2011/6/15
- 2、《食品饮料业日报－伊利对举报信严正声明，停牌待具体公告》2011/6/14
- 3、《食品饮料业 2011 年中期投资策略-酒业销售模式演进的深度研究》2011/6/9
- 4、《食品饮料业 2011 年 5 月月报－白酒企业业绩靓丽、双汇伊利各有机会》2011/5/23
- 5、《食品饮料业 2011 年二季度投资策略－中档酒一季报、大众品超跌机会》2011/4/10

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	6831	7558	8248	9972	12996
现金	4113	3342	2983	3583	5229
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1	23	28	34	42
应收款项	218	257	299	363	442
其它应收款	92	113	142	172	209
存货	1836	2584	3238	3929	4776
其他	572	1240	1558	1891	2298
非流动资产	6321	7805	9067	10617	11532
长期股权投资	387	606	406	406	406
固定资产	5109	5591	7368	8960	9914
无形资产	265	461	415	373	336
其他	560	1147	878	878	877
资产总计	13152	15362	17316	20589	24528
流动负债	9037	10199	10847	12153	14332
短期借款	2685	2698	1902	1650	1921
应付账款	3407	3704	4657	5651	6868
预收账款	862	1923	2418	2934	3566
其他	2084	1873	1870	1918	1976
长期负债	405	652	652	652	652
长期借款	110	60	60	60	60
其他	295	592	592	592	592
负债合计	9442	10850	11499	12805	14983
股本	799	799	1599	1599	1599
资本公积金	2655	2654	1854	1854	1854
留存收益	(12)	766	2235	4157	5859
少数股东权益	267	294	129	175	233
母公司所有者权益	3443	4219	5688	7609	9312
负债及权益合计	13152	15362	17316	20589	24528

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	2029	1475	2790	3365	4117
净利润			1469	1921	2432
折旧摊销			764	945	1082
财务费用			34	25	24
投资收益			(229)	(12)	(12)
营运资金变动			438	427	521
其它			314	58	70
投资活动现金流	(715)	(2181)	(2500)	(2500)	(2000)
资本支出			(2500)	(2500)	(2000)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	(98)	(87)	(649)	(265)	(471)
借款变动			(845)	(251)	271
普通股增加			799	0	0
资本公积增加			(799)	0	0
股利分配			0	0	(730)
其他			196	(13)	(12)
现金净增加额	1215	(793)	(359)	600	1646

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	24324	29665	37170	45057	54912
营业成本	15778	20686	26008	31559	38356
营业税金及附加	109	88	110	133	162
营业费用	6496	6807	7820	9164	11168
管理费用	1191	1521	1821	2118	2581
财务费用	22	(21)	34	25	24
资产减值损失	77	(10)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	15	12	229	12	12
营业利润	665	606	1607	2070	2632
营业外收入	209	302	100	100	100
营业外支出	63	54	60	60	60
利润总额	812	854	1647	2110	2672
所得税	147	58	142	143	181
净利润	665	796	1505	1967	2490
少数股东损益	18	19	35	46	58
母公司所有者净利润	648	777	1469	1921	2432
EPS (元)	0.81	0.97	0.92	1.20	1.52

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	12%	22%	25%	21%	22%
营业利润	-132%	-9%	165%	29%	27%
净利润	-138%	20%	89%	31%	27%
获利能力					
毛利率	35.1%	30.3%	30.0%	30.0%	30.1%
净利率	2.7%	2.6%	4.0%	4.3%	4.4%
ROE	18.8%	18.4%	25.8%	25.3%	26.1%
ROIC	8.6%	7.5%	19.7%	20.6%	21.5%
偿债能力					
资产负债率	71.8%	70.6%	66.4%	62.2%	61.1%
净负债比率	21.8%	18.3%	11.3%	8.3%	8.1%
流动比率	0.8	0.7	0.8	0.8	0.9
速动比率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6
营运能力					
资产周转率	1.8	1.9	2.1	2.2	2.2
存货周转率	8.2	9.4	8.9	8.8	8.8
应收帐款周转率	117.2	124.9	133.6	136.2	136.5
应付帐款周转率	5.0	5.8	6.2	6.1	6.1
每股资料(元)					
每股收益	0.81	0.97	0.92	1.20	1.52
每股经营现金	2.54	1.84	1.75	2.11	2.58
每股净资产	4.31	5.28	3.56	4.76	5.83
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.46
估值比率					
PE	20.5	17.0	18.0	13.8	10.9
PB	3.8	3.1	4.7	3.5	2.8
EV/EBITDA	22.7	22.6	11.0	8.7	7.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱卫华：清华大学经济学学士，中国科学技术大学管理学硕士，招商证券研发中心执行董事、消费品研究小组组长。

王晗：清华大学生物学学士，剑桥大学生物学硕士。

招商证券食品饮料研究团队以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，曾先后获得《新财富》最佳分析师食品饮料行业 2005、2006、2007 年度第一名、2008、2009 年度第二名、2010 年度第三名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。