



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
证券研究报告

2011年7月14日

食品饮料

研究部

孙轶佳

分析员, SAC 执业证书编号: S0080511010026
sunyj@cicc.com.cn

金志耀

分析员, SAC 执业证书编号: S0080511010037
jinzy@cicc.com.cn

推荐

伊利股份 (600887.SH)

品牌价值提升带动利润快速增长

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	19,360	21,659	24,324	29,665	36,049	43,461
(+/-%)	16.8	11.9	12.3	22.0	21.5	20.6
息税前利润	114	(2,036)	688	585	1,340	1,930
(+/-%)	(80.0)	n.m.	n.m.	-15.0	129.1	44.0
净利润	(21)	(1,687)	648	777	1,262	1,749
(+/-%)	n.m.	n.m.	n.m.	20.0	62.3	38.6
每股盈利(元)	(0.01)	(1.06)	0.41	0.49	0.79	0.95
(+/-%)	n.m.	n.m.	n.m.	20.0	62.3	20.5
每股经营现金流(元)	1.2	0.2	2.5	1.8	1.8	1.9
市盈率(倍)	n.m.	n.m.	46.7	38.9	24.0	19.9
市净率(倍)	7.2	10.8	8.8	7.2	5.8	5.2
EV/EBITDA(倍)	22.2	n.m.	10.8	11.7	13.7	11.3
股价/经营现金流(倍)	16.2	n.m.	7.5	10.3	10.8	9.9
净资产收益率(%)	n.m.	n.m.	18.8	18.4	24.1	26.4
投入资本收益率(%)	0.8	n.m.	12.4	12.0	17.3	19.9
现金分红收益率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.8	1.0

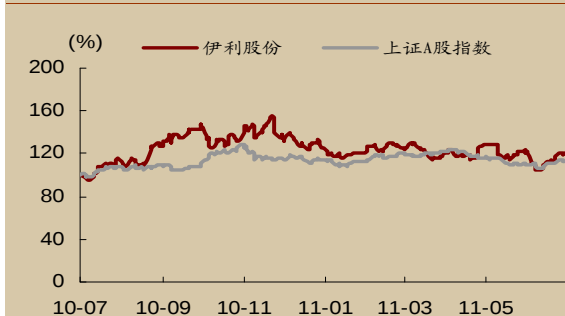
股票信息

股票代码	600887 CH
当前股价	人民币 18.91
日成交量(百万股)	28.76
52周最高价/最低价	人民币 23.05/13.905
总市值(百万元)	30,230
发行股数(百万股)	1,599
其中:流通股(百万股)	1,587
主要股东(持股比例)	呼和浩特投资有限责任公司(10.21%)

最近估值走势

	1周内变化	1个月变化	3个月变化	年初至今
伊利股份	5.9%	14.4%	4.6%	-1.2%
上证A股指数	-0.1%	1.7%	-7.6%	-0.3%
中金食品饮料指数	1.3%	5.1%	7.1%	4.1%

最近股价走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

公司近况:

公司发布业绩预增公告, 预计 2011 年上半年度净利润同比增长约 100%以上, 对应净利润 6.89 亿元以上, 对应每股收益 0.43 元以上。净利润的大幅度增长主要源自公司主营业务收入快速增长以及投资收益(股权转让收益)大幅增加所致, 符合我们预期。我们判断剔除 1.5 亿元投资收益, 2011 年上半年利润有望达到 5.39 亿元, 同比增速达到 56%以上。

评论:

伊利品牌提升带动公司高端产品放量, 带动公司利润快速增长。

(1) 伊利利润主要来自高端产品。经典舒化儿童奶等高达 40%-50% 等高端产品和奶粉是伊利利润的主要来源; (2) 历史上高端产品的放量往往伴随着公司品牌力的提升。蒙牛高端和新产品的快速增长正是伴随着快乐女生等事件营销的成功。而 2008 年后伊利赞助奥运会、世博会等事件, 伊利品牌价值持续提升, 2010 年伊利的品牌价值已接近 300 亿元。我们相信伊利品牌价值的发展将带动公司主要高端产品的快速增长, 并带动伊利利润的快速增长。今年中期儿童奶快速增长已印证这一判断。

低端产品利润压力有望缓解。(1) 原奶价格环比下降锁定低端产品利润。公司二季度原奶收购价格已由前期 3.7 元的水平环比回落至 3.5-3.6 元/斤(含检测费)的水平, 锁定低端产品的利润压力。(2) 今年上半年 45% 的乳品企业淘汰后, 将净化行业竞争格局, 带动行业利润率的提升, 这一趋势在 2007 年速冻食品行业取消散装食品的销售已逐步看到。

奶粉业务的亮点刚刚开始。我们预期 2011 年上半年公司的奶粉业务仍将有超预期表现, 有望成为公司的利润又一大增长点。

预期中报业绩将再超预期。我们预计公司 2011 年上半年净利润同比增速达到 70% 左右。2011 年 360 亿元收入, 3.5% 的净利润率业绩承诺有保证。同时, 我们相信在中报中投资者将读出伊利发展的更多惊喜和潜力, 进一步超预期的可能。

估值与建议:

对应 2011 年和 2012 年市盈率分别为 24x 和 19.9x, 在食品饮料板块中极具投资吸引力, 伊利将长期受益于乳品行业竞争格局改善以及自身品牌力提升带来的快速增长, 重申对伊利的推荐。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1: 历史财务数据和指标

(单位: 人民币百万元)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
损益表						
主营业务收入	19,360	21,659	24,324	29,665	36,049	43,461
主营业务成本	(14,347)	(15,849)	(15,778)	(20,686)	(24,976)	(30,021)
主营业务利润	4,930	5,688	8,437	8,891	10,931	13,266
营业费用	(3,911)	(5,532)	(6,496)	(6,807)	(7,903)	(9,352)
管理费用	(884)	(1,915)	(1,191)	(1,521)	(1,687)	(1,983)
财务费用	(29)	(14)	(22)	21	(36)	(35)
营业利润	85	(2,050)	665	606	1,305	1,895
利润总额	106	(1,956)	812	854	1,652	2,318
净利润	(21)	(1,687)	648	777	1,262	1,749
现金流量表						
经营活动现金流	778	183	2,029	1,475	2,801	3,509
投资活动现金流	(1,449)	(910)	(715)	(2,181)	(999)	(999)
融资活动现金流	1,430	1,715	(98)	(87)	(93)	(287)
现金及现金等价物净增加额	760	988	1,215	(793)	1,709	2,224
资产负债表						
货币资金	1,772	2,774	4,113	3,342	5,051	7,275
应收帐款及票据	331	220	219	280	325	391
其它应收款项	796	403	663	1,352	1,644	1,981
存货	1,737	2,020	1,836	2,584	3,119	3,750
长期投资	412	523	400	623	622	621
固定资产净额	4,407	5,007	5,109	5,591	6,249	6,467
在建工程	504	260	228	721	350	350
无形资产及其他资产	215	521	496	734	723	712
短期借款	891	2,703	2,685	2,698	2,698	2,698
应付帐款及票据	2,174	3,168	3,766	3,880	4,684	5,630
其它应付款项	1,978	2,227	2,507	3,563	4,302	5,171
长期借款	95	55	110	60	60	60
少数股东权益	494	438	267	294	403	555
股东权益	4,213	2,789	3,443	4,219	5,228	6,627
财务指标						
净债务/所有者权益	Net cash	3%	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
资产负债率	54%	73%	72%	71%	69%	67%
应收帐款周转期(天)	7.2	4.6	3.3	3.1	3.1	3.0
存货周转期(天)	41	43	45	39	42	42
速动比率	0.6	0.4	0.6	0.5	0.6	0.7
流动比率	0.9	0.7	0.8	0.7	0.8	1.0
主营业务利润率	25.5%	26.3%	34.7%	30.0%	30.3%	30.5%
营业利润率	0.4%	n.m.	2.7%	2.0%	3.6%	4.4%
税前利润率	0.5%	n.m.	3.3%	2.9%	4.6%	5.3%
净利润率	n.m.	n.m.	2.7%	2.6%	3.5%	4.0%
EBITDA 利润率	2.9%	n.m.	5.4%	4.3%	5.7%	6.3%
营业、管理费用/营业收入	24.8%	34.4%	31.6%	28.1%	26.6%	26.1%
净资产收益率	n.m.	n.m.	18.8%	18.4%	24.1%	26.4%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	1.0%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 2: 关键假设

(人民币: 百万元)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
销售收入	19,360	21,659	24,324	29,665	36,049	43,461
奶粉						
销量(万吨)	5.5	5.5	6.7	8.1	9.7	11.6
单价(元/吨)	49,860	58,835	58,864	57,211	57,211	57,211
销售收入	2,725	3,247	3,964	4,623	5,547	6,657
液态奶						
销量(万吨)	300.3	276.3	303.9	364.7	445.0	538.4
单价(元/吨)	4,410	5,204	5,447	5,754	5,869	5,986
销售收入	13,246	14,380	16,555	20,985	26,114	32,229
冷饮						
销量(万吨)	43.0	52.1	52.1	57.3	60.1	63.1
单价(元/吨)	6,357	6,357	6,269	6,189	6,189	6,189
销售收入	2,735	3,309	3,264	3,544	3,721	3,908
其它产品						
销售收入	499	544	542	513	667	667
毛利率	25.9%	26.8%	35.1%	30.3%	30.7%	30.9%
营业费用	3,911	5,532	6,496	6,807	7,903	9,352
营业费用率	20.2%	25.5%	26.7%	22.9%	21.9%	21.5%
管理费用	884	1,915	1,191	1,521	1,687	1,983
管理费用率	4.6%	8.8%	4.9%	5.1%	4.7%	4.6%
税前利润	106	(1,956)	812	854	1,652	2,318
税前利润率	0.5%	n.m.	3.3%	2.9%	4.6%	5.3%
净利润	(21)	(1,687)	648	777	1,262	1,749
净利润率	n.m.	n.m.	2.7%	2.6%	3.5%	4.0%

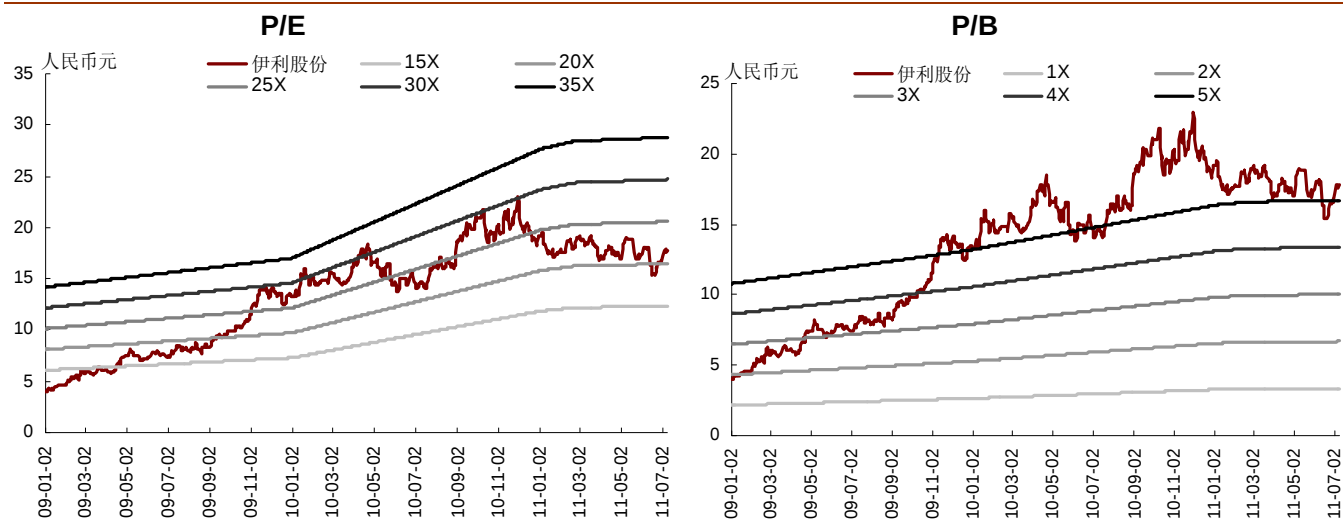
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 3: A 股覆盖公司估值表

公司	代码	投资评级	当前股价 2011-7-13	市盈率				市净率				净资产收益率(%)				股息收益率(%)				EV/EBITDA			
				2009	2010	2011E	2012E	2009	2010	2011E	2012E	2009	2010	2011E	2012E	2009	2010	2011E	2012E	2009	2010	2011E	2012E
贵州茅台	600519.SH	推荐	194.59	42.6	36.4	23.1	16.4	12.7	10.0	7.6	5.5	29.8	27.5	32.9	33.6	0.6	1.2	1.1	1.6	30.8	26.0	16.5	11.2
五粮液	000858.SZ	推荐	38.00	44.5	32.8	25.0	18.5	10.1	8.0	6.3	5.0	22.7	24.3	25.4	26.8	0.4	0.8	1.0	1.4	26.8	19.5	15.0	10.9
泸州老窖	000568.SZ	推荐	47.99	40.0	30.3	22.3	16.9	15.7	12.1	10.4	8.8	39.4	40.0	46.8	52.0	1.6	2.1	3.1	4.1	34.8	24.7	16.7	12.9
水井坊	600779.SH	审慎推荐	24.06	36.7	50.0	46.2	50.8	7.9	8.1	7.4	6.9	21.4	16.1	16.0	13.5	2.2	1.0	1.0	0.9	22.2	30.7	28.3	29.2
洋河股份	002304.SZ	审慎推荐	135.41	97.2	55.3	34.4	25.3	12.0	8.8	12.2	8.6	12.4	15.9	35.4	34.1	0.0	0.7	1.2	1.6	69.9	36.8	22.0	15.6
山西汾酒	600809.SH	推荐	79.07	96.4	69.2	37.2	23.7	20.8	17.8	13.0	10.0	21.5	25.7	35.0	42.1	0.6	0.6	1.9	3.0	47.5	34.9	20.2	13.0
金种子酒	600199.SH	审慎推荐	18.51	67.6	71.8	34.7	24.7	7.4	12.9	9.7	7.2	10.9	18.0	27.9	29.3	0.0	0.6	1.2	1.7	92.7	48.8	24.0	16.8
顺鑫农业	000860.SZ	无评级	19.02	51.9	23.4	9.1	7.2	3.5	1.9	1.5	1.3	6.7	7.9	17.0	17.7	0.0	0.0	0.0	0.0	41.3	15.2	12.1	7.7
张裕A	000869.SZ	审慎推荐	103.45	48.4	38.0	29.6	23.9	18.0	14.2	11.0	8.8	37.1	37.4	37.2	36.9	1.2	1.4	1.9	2.4	34.9	26.6	20.7	16.4
金枫酒业	600616.SH	审慎推荐	11.74	35.3	39.2	22.7	19.5	5.8	5.1	4.6	4.0	16.5	13.1	20.1	20.5	0.0	1.3	1.7	1.7	25.1	23.7	15.0	12.7
古越龙山	600059.SH	中性	12.10	100.4	63.8	62.5	60.6	5.8	5.5	5.3	5.1	5.7	8.6	8.4	8.3	0.4	0.8	0.8	0.8	56.2	34.1	32.7	30.7
ST皇台	000995.SZ	无评级	17.39	438.9	n.m.	144.7	63.7	13.4	15.9	14.4	10.0	3.0	n.m.	9.9	15.7	0.0	0.0	0.1	1.9	n.m.	120.5	67.7	36.6
可选消费类平均				91.7	46.4	41.0	29.3	11.1	10.0	8.6	6.8	18.9	21.3	26.0	27.5	0.6	0.9	1.3	1.8	43.8	36.8	24.2	17.8
可选消费类平均(剔除古越龙山和ST皇台)				56.1	44.6	28.4	22.7	11.4	9.9	8.4	6.6	21.8	22.6	29.4	30.7	0.7	1.0	1.4	1.8	42.6	28.7	19.0	14.6
低价快消类																							
三全食品	002216.SZ	推荐	37.99	80.0	57.5	41.6	29.4	7.6	6.9	6.1	5.0	9.5	11.9	14.6	17.1	0.5	0.5	0.0	0.0	59.7	47.5	25.4	16.2
承德露露	000848.SZ	审慎推荐	16.96	44.6	34.7	25.3	18.4	9.6	8.3	7.3	6.3	21.5	23.9	28.9	34.4	2.4	3.5	2.4	3.3	24.3	20.7	14.9	10.6
青岛啤酒	600600.SH	审慎推荐	36.11	38.9	32.1	26.5	22.1	5.9	5.1	4.4	3.7	15.2	15.8	16.4	16.8	0.4	0.5	0.6	0.7	20.0	16.7	11.0	8.8
燕京啤酒	000729.SZ	推荐	17.67	34.1	27.8	22.1	18.3	2.9	2.6	2.4	2.2	8.5	9.4	10.9	12.0	0.9	1.1	1.4	1.7	15.0	12.1	9.9	7.7
伊利股份	600887.SH	推荐	18.91	46.7	38.9	24.0	19.9	8.8	7.2	5.8	5.2	18.8	18.4	24.1	26.4	0.0	0.0	0.8	1.0	10.8	11.7	13.7	11.3
光明乳业	600597.SH	回避	9.00	76.6	48.6	56.9	52.5	4.5	4.2	4.0	3.8	5.8	8.6	7.0	7.3	0.0	0.6	0.9	12.0	22.2	15.7	14.4	12.7
ST南汇	000716.SZ	无评级	9.57	n.m.	10.5	49.0	20.7	12.9	5.8	5.2	4.1	n.m.	55.1	10.6	20.1	0.0	0.0	0.0	0.0	46.2	50.2	20.6	17.2
低价快消类平均				53.5	35.7	35.0	25.9	7.5	5.7	5.0	4.4	13.2	20.5	16.1	19.2	0.6	0.9	0.9	2.7	28.3	25.0	15.7	12.1
低价快消类平均(剔除光明乳业)				48.9	33.6	31.4	21.4	8.0	6.0	5.2	4.4	14.7	22.4	17.6	21.1	0.7	0.9	0.9	1.1	29.3	26.5	15.9	12.0
A股覆盖总体平均				78.9	42.2	38.8	28.0	9.7	8.4	7.3	5.9	17.0	21.0	22.3	24.5	0.6	0.9	1.1	2.1	37.8	32.4	21.1	15.7
A股覆盖总体平均(剔除龙山、皇台和光明)				53.7	40.5	29.5	22.2	10.1	8.4	7.2	5.8	19.5	22.5	25.0	27.1	0.7	1.0	1.2	1.6	37.6	27.9	17.9	13.6

资料来源: 万德资讯, 中金公司研究部

图表 4: 历史市盈率市净率区间



资料来源：万德资讯，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~-10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

