

净利润同比大幅增长

买入 维持

目标价： 23.4-25.8 元

事件：伊利股份发布半年报业绩预增公司，预计上半年归属母公司所有者净利润较上年同期增长约 100%以上。

➤ **净利润同比大幅增长，净利率提升已得体现：**本期净利润规模同比去年大幅增长除了主业增长很快外（预计上半年收入增长近 30%、净利润增长 70%），公司还将旗下一家子公司股权于当期出售，获得投资收益 1 个亿以上。此外，上半年收入增速远低于主业贡献的净利润增速的原因主要还是来自于产品结构升级带来的毛利率提升、行业竞争格局趋稳带来的费用率的下降，符合我们对其今年是盈利拐点的判断。

➤ **长期看，乳制品板块格局凸显变局，有利于伊利实现千亿收入规模目标，维持前期《乳制品行业景气上行拐点显现》及《伊利股份-长期投资价值凸显》中对未来几年发展方向的定位：**1，45%乳制品生产企业被淘汰出局、行业继续保持 13%增长过程中将使得拥有全国性品牌、渠道资源及完整品类的龙头企业如伊利受益；2，自建奶源基地可以确保放心奶源的有效供给，极大消除消费者对安全性的担忧；3，行业格局稳定、竞争趋缓也为伊利股份今后盈利能力提升提供外界可行性条件；4，伊利股份短期目标是收入规模 500 亿，长期发展目标是收入规模达 1000 亿（对应市场份额 30%左右），公司将通过不断完善产业链结构、扩充产能、加强营销来实现这一目标，长期投资价值凸现。

➤ **上调明年两年盈利预测：**预计 2011-2013 年收入分别为 358 亿、429 亿和 512 亿，增速分别为 20.6%、19.9%和 19.3%；归属母公司净利润分别为 12.5 亿（上调 11%）、16.5 亿（上调 4%）和 20.9 亿，增速分别为 61.3%、31.9%和 26.8%；对应的 EPS 分别为 0.78 元、1.03 元和 1.318 元（未考虑增发摊薄）。

➤ **估值和投资建议：**由于公司净利率水平一直很低（2010 年净利率 2.68%），因此只要净利率水平稍有提升，都将带来业绩的大幅提升，而我们已经从中报中看到了这一趋势。（结合可比上市公司估值情况以及伊利股份正处业绩拐点期，按照 30X11PE/25X12PE 计算，合理价值区间应为 23.4-25.8 元，维持“买入”评级。

食品饮料行业

联系人：

苏青青

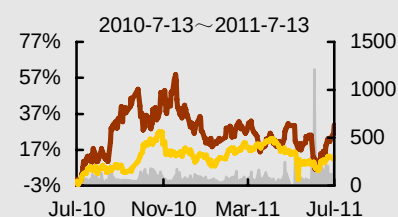
电话：021-51782237

Email: suqingqing@hysec.com

分析师：

邴彬（S1180511050001）

市场表现



股东户数

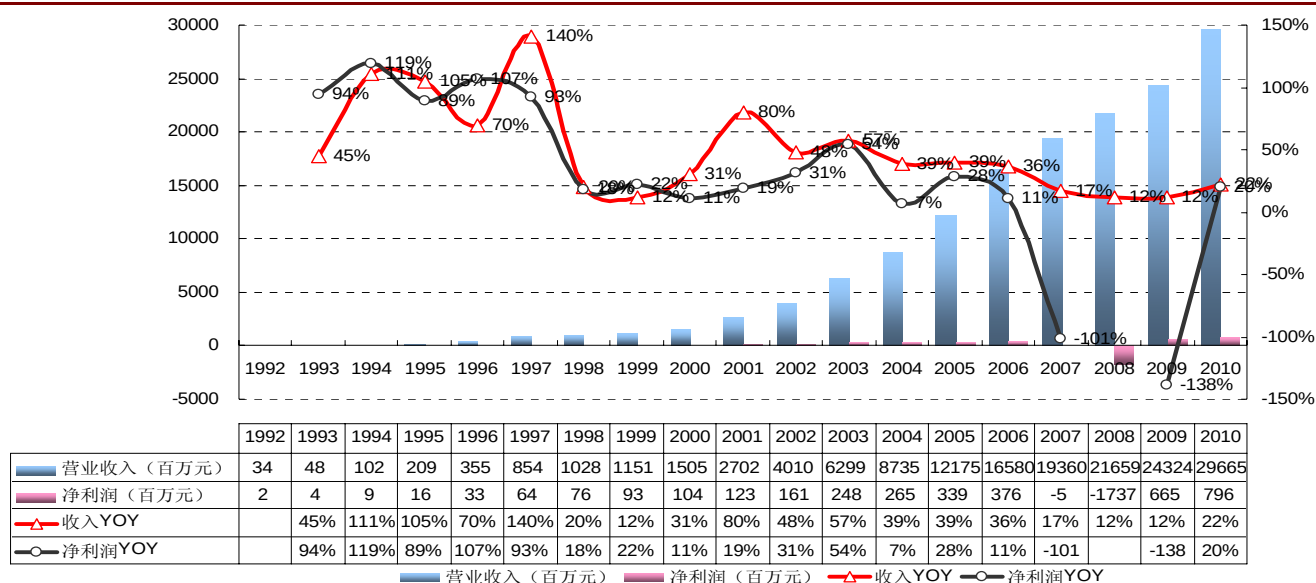
报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20110331	15534	
20101231	17579	
20100930	24774	

数据来源：港澳资讯

相关研究

- 1 《伊利股份（600887）宏源证券*公司动态点评*伊利股份：伊利股价异动点评*600887*食品饮料*苏青青》，2011.6
- 2 《伊利股份（600887）宏源证券*公司研究*伊利股份：长期投资价值凸显*600887*食品饮料*苏青青》，2011.6

图 1: 伊利股份历史收入及净利润变化走势图-未因突发性事件导致经营长期停滞不前



资料来源: 年报, 宏源证券研究所

图 2：分产品销售收入及毛利率预测表

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
产品一：液态奶业务（常温奶、酸奶等）						
营业收入（百万元）	14442	16555	20985	25811	31232	37478
YOY		15%	27%	23%	21%	20%
营业成本（百万元）	10719	10913	14941	17810	21394	25673
YOY		2%	37%	19%	20%	20%
毛利额（百万元）	3723	5642	6044	8002	9838	11806
YOY		52%	7%	32%	23%	20%
毛利率	26%	34%	29%	31%	32%	32%
占销售收入比重	67%	68%	71%	72%	73%	73%
占毛利额比重	64%	66%	67%	70%	70%	71%
产品二：奶粉业务						
营业收入（百万元）	3233	3964	4623	5547	6657	7988
YOY		23%	17%	20%	20%	20%
营业成本（百万元）	2243	2281	2821	3328	3961	4713
YOY		2%	24%	18%	19%	19%
毛利额（百万元）	990	1683	1802	2219	2696	3275
YOY		70%	7%	23%	22%	21%
毛利率	31%	42%	39%	40%	41%	41%
占销售收入比重	15%	16%	16%	16%	16%	16%
占毛利额比重	17%	20%	20%	19%	19%	20%
产品三：冷饮业务						
营业收入（百万元）	3320	3264	3544	3899	4483	5156
YOY		-2%	9%	10%	15%	15%
营业成本（百万元）	2325	2151	2476	2729	3138	3609
YOY		-7%	15%	10%	15%	15%
毛利额（百万元）	995	1112	1068	1170	1345	1547
YOY		12%	-4%	9%	15%	15%
毛利率	30%	34%	30%	30%	30%	30%
占销售收入比重	15%	13%	12%	11%	10%	10%
占毛利额比重	17%	13%	12%	10%	10%	9%
产品三：其他业务（含饲料、冰激凌、奶酪）						
营业收入（百万元）	663	541	513	523	534	545
YOY		-18%	-5%	2%	2%	2%
营业成本（百万元）	562	433	448	419	427	436
YOY		-23%	4%	-7%	2%	2%
毛利额（百万元）	102	109	65	105	107	109
YOY		7%	-40%	61%	2%	2%
毛利率	15%	20%	13%	20%	20%	20%
占销售收入比重	3%	2%	2%			
占毛利额比重	2%	1%	1%			
营业总收入（百万元）	21659	24324	29665	35781	42906	51167
营业总成本（百万元）	15849	15778	20686	24286	28920	34430
毛利额（百万元）	5809	8545	8979	11495	13986	16736
毛利率	27%	35%	30%	32%	33%	33%

资料来源：宏源证券研究所

图 3：三张财务报表预测摘要（百万元）

利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	21658.59	24323.55	29664.99	35780.73	42905.83	51166.71
减：营业成本	15849.14	15778.07	20686.31	24286.02	28920.05	34430.31
营业税金及附加	121.52	108.83	87.78	135.97	163.04	194.43
营业费用	5532.39	6496.09	6807.07	8229.57	9868.34	11512.51
管理费用	1915.43	1190.96	1520.81	1789.04	2145.29	2558.34
财务费用	14.45	22.40	-20.71	-50.04	-96.22	-52.89
资产减值损失	295.68	76.90	-10.20	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	20.01	15.13	11.77	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	120.00	0.00	0.00
营业利润	-2050.01	665.41	605.69	1510.17	1905.32	2524.01
加：其他非经营损益	94.37	146.46	247.94	0.00	0.00	0.00
利润总额	-1955.64	811.88	853.62	1510.17	1905.32	2524.01
减：所得税	-218.93	146.61	57.86	226.53	285.80	378.60
净利润	-1736.71	665.27	795.76	1283.65	1619.53	2145.41
减：少数股东损益	-49.26	17.61	18.57	29.95	37.79	50.05
归属母公司股东净利润	-1687.45	647.66	777.20	1253.70	1581.74	2095.35
资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	3131.22	3880.14	2838.86	8726.27	9537.11	13834.37
应收和预付款项	587.01	879.39	1632.22	760.83	2096.68	1307.55
存货	2020.37	1835.65	2583.65	3024.94	3653.83	4297.47
其他流动资产	36.05	2.78	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	515.97	386.84	605.60	605.60	605.60	605.60
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	5318.20	5424.33	6447.37	7547.62	11447.87	10848.12
无形资产和开发支出	224.72	265.23	461.11	408.14	355.18	302.21
其他非流动资产	17.66	15.28	22.49	20.11	17.74	17.74
资产总计	11851.20	12689.64	14591.31	21093.51	27714.00	31213.06
短期借款	2703.00	2684.88	2697.83	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	5477.32	5821.06	6683.90	7600.30	9101.26	10454.91
长期借款	54.63	109.73	59.73	59.73	3559.73	3559.73
其他负债	388.68	364.04	637.81	637.81	637.81	637.81
负债合计	8623.63	8979.70	10079.27	8297.83	13298.79	14652.44
股本	799.32	799.32	799.32	799.33	799.33	799.33
资本公积	2649.20	2655.24	2653.63	9653.62	9653.62	9653.62
留存收益	-659.26	-11.60	765.57	2019.27	3601.01	5696.36
归属母公司股东权益	2789.26	3442.96	4218.52	12472.22	14053.96	16149.31
少数股东权益	438.31	266.98	293.52	323.47	361.25	411.31
股东权益合计	3227.57	3709.94	4512.04	12795.68	14415.21	16560.61
负债和股东权益合计	11851.20	12689.64	14591.31	21093.51	27714.00	31213.06
现金流量表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	197.03	2051.23	1481.68	3530.19	2209.62	5239.38
投资性现金净流量	-909.58	-715.42	-2181.14	-2000.00	-5000.00	-1000.00
筹资性现金净流量	1715.00	-98.14	-86.79	4357.21	3601.22	57.89
现金流量净额	1002.50	1237.67	-786.28	5887.40	810.84	4297.26

资料来源：宏源证券

分析师简介:

苏青青: 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海交通大学材料学硕士, 曾任职于国金证券, 2010 年新财富团队成员, 2011 年 4 月加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglilie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。