

买入 维持

伊利股份 (600887)

2011 年 7 月 14 日

上半年业绩大幅预增点评

食品饮料行业分析师: 赵 勇
SAC 执业证书编号: S0850209090682
zhaoyong@htsec.com
0755-82775282联系人: 齐 莹
qiy@htsec.com
021-23219166

7 月 13 日股价: 18.91 元

事件: 公司发布业绩预增公告, 预计 2011 年上半年归属于母公司所有者的净利润较上年同期增长约 100% 以上, 去年同期归属于母公司所有者的净利润为 3.45 亿元; 基本每股收益为 0.22 元 (按总股本 159864 万股计算)。

简评:

1、公司大幅预增在预期之内, 全年高增长可期

公司上半年实现业绩 6.89 亿元以上, 对应 EPS 在 0.431 元以上, 主要得益于主营业务收入的快速增长以及投资收益 (股权转让收益) 较上年同期大幅增加。扣除投资收益后, 我们预计主业 EPS 在 0.36 元左右。

公司今年重点开展“双提工作”, 即提高盈利能力和费用使用效率, 每个月都进行考核评价, 并对考核指标进行了细化。目前“双提工作”卓有成效, 我们预计公司今年利润率达到 3.7% 左右, 较去年 2.6% 的净利率水平有大幅提高。不考虑增发实施后对业绩的摊薄, 全年业绩有望实现 50% 以上的高增长。

2、上半年主业快速增长的同时有效应对成本上升和费用控制

公司采取了一系列有效措施应对原奶涨价, 包括 1) 调整产品结构, 提升高毛利的高端产品占比; 2) 对部分产品进行“瘦身”, 但之前充分考虑了消费者接受程度。3) 提高部分品类产品价格, 其中冷饮在一季度完成了四次提价, 五月份的情况看来提价全部成功, 没有给竞争对手低价竞争机会, 也没有影响销售。液态奶中针对对消费者敏感度不高的产品 (金典系列) 进行了上调, 没有上调纯牛奶价格。现在市场接受度很好, 销售没有受到影响。

原奶价格方面, 进入 2011 年, 奶价同比增长幅度逐月下降, 由 1 月初的 18% 降到现在的 11%。环比增长则从 3 月中旬停滞, 并保持 2 个月之久, 从 5 月开始部分地区出现奶价下跌显现。目前是产奶旺季和收奶的相对淡季。预计随着下半年消费旺季的到来, 生鲜乳价格将会缓慢上涨, 但增长幅度不会很大。

从上半年经营成果来看, 估计公司对成本和费用都成功进行了有效控制。下半年成本进一步上涨的压力预计不大。

3、融资项目有利公司产品、产业链和产能优化布局, 为公司未来几年的快速发展奠定基础

从已经公告的增发拟投项目来看, 有利于公司的产品结构调整, 提高高端产品比重; 抢占上游资源, 增加可控奶源规模, 完善产业链; 优化产能布局, 降低运输半径, 提高保鲜度。

1) 产品结构调整: 增发拟投项目中提高了奶粉和酸奶投入, 而液态奶项目投入仅占 26% 左右, 公司去年液态奶收入占比约为 71%, 奶粉和冷饮的占比分别为 16% 和 12%。可见增发项目有助于公司提升高端乳制品占比, 产品结构更为优化。

2) 上游资源抢占: 此次奶源共有 23 个项目, 大都为 1000-5000 头的牧场, 牧场规模较为经济。牧场建设为公司未来的原奶供应提供保障。此外, 公司在全国进行奶源布局, 有利于公司今后在各地就地取材, 保证当地原奶供应的充足性和新鲜度。

3) 产能布局优化: 公司的全国布局有助于降低运输半径, 节省运输成本的同时提高乳制品的保鲜度。

盈利预测: 我们预计公司 2011-2013 年每股收益为 0.85 元、1.01 元和 1.24 元, 公司 7 月 13 日股价为 18.91 元, 对应 2011-2013 年 PE 为 22 倍、18 倍和 15 倍。假设公司融资 70 亿, 则摊薄后每股收益为 0.67、0.80、0.99 元, 若融资金额下调, 则摊薄比例更低。公司目前的估值在乳制品板块和整个食品板块中处于较低水平, 考虑到公司的行业龙头地位, 未来几年继续维持快速增长, 产品结构进一步完善, 产业链和产能布局进一步优化, 我们给予公司 2012 年摊薄前 25 倍估值水平, 对应合理价格为 25 元。

风险与不确定性: (1) 原奶价格波动风险; (2) 乳制品食品安全问题; (3) 产业政策风险; (4) 增发最终融资金额尚存在不确定性, 方案尚待股东大会和证监会批准。

以下是我们对公司 2011-2013 年的最新盈利预测。

表 1 伊利股份合并损益表及预测 (百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	21659	24324	29665	36171	44544	55077
营业成本	15849	15778	20686	25059	30814	38045
营业税金及附加	122	109	88	181	223	275
销售费用	5532	6496	6807	7958	9621	11952
管理费用	1915	1191	1521	1628	2004	2478
财务费用	14	22	-21	10	5	0
投资收益	20	15	12	220	0	0
资产减值及公允价值变动	296	77	-10	0	0	0
其他收入	0	0	0	0	0	0
营业利润	-2050	665	606	1554	1876	2326
营业外净收支	94	146	248	40	40	40
利润总额	-1956	812	854	1594	1916	2366
所得税费用	-219	147	58	233	281	349
少数股东损益	-49	18	19	27	31	41
归属于母公司净利润	-1687	648	777	1334	1604	1976
每股收益 (元)	-1.05	0.40	0.49	0.85	1.01	1.24

资料来源: 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

赵勇：食品饮料行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：五粮液、水井坊、贵州茅台、泸州老窖、古井贡酒、山西汾酒、洋河股份、老白干酒、伊力特、沱牌曲酒、青岛啤酒、燕京啤酒、张裕 A、古越龙山、伊利股份、双汇发展。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。