

中报靓丽，业绩大幅提升

事件：

伊利股份 2011 年上半年实现营业收入 189.46 亿元，同比增长 28.42%，实现归属于上市公司股东净利润 8.16 亿，同比增长 136.7%，除去股权投资收益 2.18 亿，同比增长 73.33%。净利润率 4.4%，去年同期仅为 2.4%。基本每股收益 0.51 元，同比提高 0.29 元。超越此前中报 100% 的市场预期。

研究结论：

我们强化之前推荐伊利的主要逻辑：持续强势的品牌建设带来的终端销售增长，产品结构优化推动的毛利率提升；公司从做市场份额转为关注盈利能力带来的费用率下降是伊利业绩长期增长的三大推手。定向增发迫在眉睫的诉求或为业绩释放的短期催化剂。具体来看：

营业收入快速增长，冷饮，奶粉提速值得关注

主营业务液体乳及乳制品制造业营业收入增长 28.65%，超过行业平均增速 20%。分产品来看，液体乳增长 28.67%，冷饮增长 29.89%，奶粉及奶制品增长 27.52%，冷饮与奶粉增长提速值得关注。在冷饮市场增速放缓，成本上涨的前提下，公司在报告期内对冷饮进行了产品“瘦身”，部分提价，并重点推广高毛利品类“巧乐兹”，有效的转嫁了成本上升的压力，促进了销售收入的增长。奶粉是公司目前重点推广的品类，上半年销售优异，且随着高端产品“金领冠”占比的提高，奶粉的营业利润率逐步提升，达到 41.46%，同比提高 0.57 个百分点。

产品结构优化，费用率下降，带来利润率的大幅提升

与去年同期相比，2011 年上半年原奶价格维持在 3.2 元/kg，同比上涨 18% 左右。原奶成本占到产品总成本的 45%~50%，但是公司上半年毛利率 31.56%，仅比去年同期下降 0.19 个百分点，我们认为这主要得益于公司产品结构的不断优化，高毛利产品比重持续提高。考虑到今年奶源供给的相对充足，我们预测今年伊利的全年毛利率水平将高于去年的 30.3%。上半年公司的销售费用率 23.69%，与去年同期相比下降 0.76%。分拆来看，占销售费用比重最大的广告宣传堆头陈列等营销费用 26.14 亿，占营业收入的比重从 2010 年同期的 14.72% 下降为 13.79%，广告费用利用效率正在提升。

我们认为品牌，渠道，终端和新品是快消企业在激烈竞争中发展的四大保证，伊利是目前国内企业中为数不多综合实力均衡的投资标的，且公司适时从规模扩张转型为优质增长的轨道上来，看好其长期发展。

我们预测 2011 年—2013 年 EPS 分别为 0.86 元，1.10 元，1.46 元（考虑 2.18 亿股权投资收益增厚业绩 0.12 左右），维持公司增持评级。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施剑刚

食品饮料，农业行业首席分析师

8621-63325888 × 6075

shijiangang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S086021002003

联系人

陈徐姗

8621-63325888 × 7041

chenxushan@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 8 月 5 日) 19.43 元

目标价格 22.20 元

总股本/A 股 (亿股) 15.99

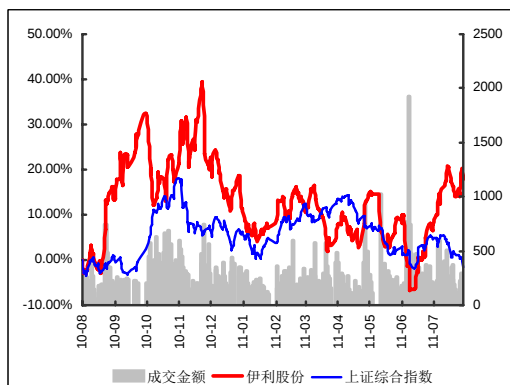
A 股市值 (亿元) 311

国家/地区 中国

行业 食品饮料

报告发布日期 2011 年 8 月 8 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测

单位：百万元

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	29665	36183	43367	51499
同比 (%)	22.0%	22.0%	19.9%	18.8%
归属于母公司净利润	777	1374	1758	2337
同比 (%)	20.0%	76.8%	27.9%	32.9%
毛利率 (%)	30.3%	31.0%	31.5%	32.2%
ROE (%)	18.4%	24.6%	23.9%	24.1%
每股收益 (元)	0.97	0.86	1.10	1.46
P/E (倍)	40	22.6	17.7	13.2
P/B (倍)	7.4	5.6	4.2	3.2

相关报告

时间

向上势头不变，静待事态明朗	2011-6-27
短期爆发无悬念，长期增长可期待	2011-7-18
变形金刚 3，伊利事件营销再出击	2011-7-18

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					单位:百万元利润表					单位:百万				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E					
流动资产	7,558	8,357	9,816	12,100	营业收入	29,665	36,183	43,367	51,499					
现金	3,342	3,880	4,337	5,491	营业成本	20,686	24,968	29,701	34,942					
应收账款	257	322	384	454	营业税金及附加	88	107	128	152					
其它应收款	113	138	164	196	营业费用	6,807	8,105	9,541	11,330					
预付账款	1,240	948	1,326	1,660	管理费用	1,521	1,765	2,115	2,512					
存货	2,584	3,069	3,605	4,300	财务费用	-21	32	29	17					
其他	23	-	-	-	资产减值损失	-10	-	-	-					
非流动资产	7,805	9,873	11,766	13,087	公允价值变动收益	-	-	-	-					
长期投资	606	606	606	606	投资净收益	12	234	14	14					
固定资产	5,591	6,575	7,927	9,157	营业利润	606	1,439	1,867	2,560					
无形资产	461	442	423	406	营业外收入	302	256	279	268					
其他	1,147	2,251	2,810	2,918	营业外支出	54	59	57	58					
资产总计	15,362	18,230	21,582	25,187	利润总额	854	1,637	2,090	2,770					
流动负债	10,198	11,617	13,197	14,444	所得税	58	246	313	416					
短期借款	2,698	2,691	2,949	2,693	净利润	796	1,392	1,776	2,355					
应付账款	3,704	4,793	5,811	6,600	少数股东损益	19	18	18	18					
其他	3,796	4,132	4,437	5,151	归属于母公司净利润	777	1,374	1,758	2,337					
非流动负债	652	709	705	707	EBITDA	1,195	2,093	2,607	3,388					
长期借款	60	108	108	108	EPS（元）	0.97	0.86	1.10	1.46					
其他	592	601	597	599										
负债合计	10,850	12,326	13,902	15,151										
少数股东权益	294	312	330	348	主要财务比率									
股本	799	1,599	1,599	1,599	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E					
资本公积	2,654	1,854	1,854	1,854	成长能力									
留存收益	766	2,140	3,898	6,235	营业收入	22.0%	22.0%	19.9%	18.8%					
归属母公司股东权益合计	4,219	5,593	7,351	9,688	营业利润	-9.0%	137.6%	29.7%	37.1%					
负债和股东权益	15,362	18,230	21,582	25,187	归属于母公司净利润	20.0%	76.8%	27.9%	32.9%					
					获利能力									
现金流量表					单位:百万元	毛利率	30.3%	31.0%	31.5%	32.2%				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	净利率	2.6%	3.8%	4.1%	4.5%					
经营活动现金流	1,475	2,988	2,820	3,548	ROE	18.4%	24.6%	23.9%	24.1%					
净利润	796	1,392	1,776	2,355	ROIC	7.5%	14.3%	14.9%	17.0%					
折旧摊销	610	621	711	811	偿债能力									
财务费用	55	32	29	17	资产负债率	70.6%	67.6%	64.4%	60.2%					
投资损失	-12	-234	-14	-14	流动比率	74.1%	71.9%	74.4%	83.8%					
营运资金变动	60	1,177	318	378	速动比率	48.8%	45.5%	47.1%	54.0%					
其它	-34	0	0	0	营运能力									
投资活动现金流	-2,181	-2,459	-2,593	-2,121	总资产周转率	2.1	2.2	2.2	2.2					
资本支出	-1,987	-2,710	-2,607	-2,135	应收账款周转率	124.9	124.9	122.8	123.0					
长期投资	-226	18	-	-	应付账款周转率	5.8	5.9	5.6	5.6					
其他	32	234	14	14	每股指标（元）									
筹资活动现金流	-87	9	229	-273	每股收益	0.5	0.9	1.1	1.5					
短期借款	13	-6	258	-256	每股经营现金流	0.9	1.9	1.8	2.2					
长期借款	-50	48	-	-	每股净资产	2.6	3.5	4.6	6.1					
普通股增加	-	799	-	-	估值比率									
资本公积增加	-2	-799	-	-	P/E	40.0	22.6	17.7	13.3					
其他	-48	-32	-29	-17	P/B	7.4	5.6	4.2	3.2					
现金净增加额	-793	539	456	1,154	EV/EBITDA	32.6	18.6	15.0	11.5					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn