

伊利股份：抓住机遇，布局未来

伊利股份 2011 年中报点评

报告关键点：

- 业绩符合预期；
- 成本压力侵蚀公司利润；
- 产能建设布局未来

报告摘要：

- 业绩符合预期：**2011年上半年公司实现销售收入188.69亿元，同比增长28.42%，归属母公司股东净利润为8.16亿元，稀释每股收益0.48元，同比增长140%。由于7月份公司已对中报业绩预告，因此市场对此次业绩高增长的利好已经充分消化。我们注意到：公司上半年销售费用和管理费用率与去年同期变化不大，乳制品业务毛利率水平微降。上半年公司收到补贴比去年同期多约6000万，营业外支出减少近3000万，投资收益比去年同期增长2.1个亿，所得税率下降约4个百分点。
- 成本压力侵蚀公司利润：**受原奶价格高位运行、大宗原辅料和劳动力成本不断上涨的影响，公司上半年整体乳业毛利率微降0.33个百分点。其中，液体乳降低0.57%，冷饮产品下降0.09%，奶粉毛利率提升0.57%，这还是在公司通过对冷饮等部分产品提价以及产品结构提升取得的。我们预计下半年由于进入需求旺季和产奶淡季原奶价格仍将维持高位，其他原辅料及人工成本仍居高不下，因此毛利率水平仍面临较大的压力。业绩的增长主要将决定于公司的费用控制能力。
- 产能建设布局未来：**透过前期的发行方案（可能会有调整），我们注意到公司近年来除奶源建设外，积极布局液态奶、奶粉、酸奶以及冷饮四大类系列产品，投资规模达到53.52亿元。我们认为，公司大力投资产能和奶源建设正是抓住国家对乳制品行业清理整顿，大批乳企未获得生产许可被淘汰出局的有利时机，通过自身品牌和规模优势整合奶源和市场。方案预计项目达产后将增加产能约200万吨，相应销售额124.87亿元，约占2010年销售额的42%。
- 盈利预测和投资评级：**未来2-3年项目竣工达产后将为伊利提高42%的销售规模（按照2010年的销售额计算），直接提升公司的综合竞争力，进一步奠定伊利在行业中的优势地位。尽管增发短期将摊薄公司业绩，但考虑到融资后公司的资本结构得到改善，大幅降低财务费用加之公司营销费用特别是广告费具有较大的可控弹性，因此摊薄程度将会低于27%。考虑到项目的建设期大约在1年半左右，而且部分项目前期已经建设，因此预计在2013年底基本能够完工。我们预计公司2011-2013年公司销售额分别为333亿元、379亿元和428亿元，对应EPS分别为0.80元、0.94元和1.16元。考虑到公司未来3-5年销售规模和市场份额快速增长，2011年市销率仅为0.93，维持买入-B的投资评级，6个月的目标价为25元。
- 风险提示：**行业激烈的市场竞争，乳制品行业食品安全问题。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	24,323.5	29,665.0	33,310.4	37,861.0	42,798.3
Growth(%)	12.3%	22.0%	12.3%	13.7%	13.0%
净利润	665.3	795.8	1,384.3	1,626.0	2,000.4
Growth(%)	-138.4%	20.0%	65.3%	17.5%	23.0%
毛利率(%)	35.1%	30.3%	30.4%	30.6%	30.8%
净利润率(%)	2.7%	2.6%	3.9%	4.0%	4.3%
每股收益(元)	0.81	0.97	0.80	0.94	1.16
每股净资产(元)	4.64	5.64	3.69	4.71	5.96
市盈率	43.2	36.0	43.6	37.1	30.2
市净率	7.5	6.2	9.5	7.4	5.9

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级：

买入-B

上次评级： 买入-B

目标价格：

25.00 元

期限： 6 个月 上次预测： 22.50 元

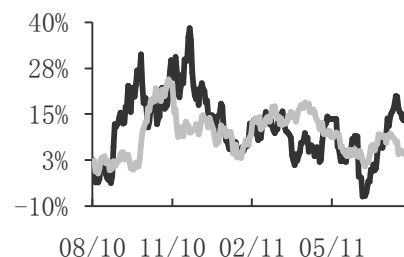
现价（2011 年 08 月 05 日）： 19.43 元

报告日期：

2011-08-08

总市值(百万元)	31,061.68
流通市值(百万元)	30,842.04
总股本(百万股)	1,598.65
流通股本(百万股)	1,587.34
12 个月最低/最高	15.16/46.10 元
十大流通股股东(%)	25.87%
股东户数	52,721

12 个月股价表现



—— 伊利股份 —— 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	16.18	11.84	15.39
绝对收益	8.97	4.52	17.02

李铁

010-66581633
执业证书编号

行业分析师

litie2@essence.com.cn
S1450511020014

报告联系人

徐昊

010-66581748
xuhao1@essence.com.cn

前期研究成果

伊利股份：风物长宜放眼量

2011-05-23

伊利股份：成本上行侵蚀公司业绩

2011-05-04

伊利股份：期间费用降低，业绩符合预期

2010-08-30

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间		2011-5-20		
								2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						财务指标						
营业收入	24,323.5	29,665.0	33,310.4	37,861.0	42,798.3	成长性						
减: 营业成本	15,778.1	20,686.3	23,189.5	26,267.4	29,614.4	营业收入增长率	12.3%	22.0%	12.3%	13.7%	13.0%	
营业税费	108.8	87.8	99.9	113.6	128.4	营业利润增长率	-132.5%	-9.0%	112.2%	20.3%	25.8%	
销售费用	6,496.1	6,807.1	7,061.8	8,026.5	9,073.2	净利润增长率	-138.4%	20.0%	65.3%	17.5%	23.0%	
管理费用	1,191.0	1,520.8	1,708.8	1,942.3	2,195.6	EBITDA 增长率	-176.2%	0.7%	37.4%	12.7%	17.1%	
财务费用	22.4	-20.7	13.8	-55.5	-151.6	EBIT 增长率	-133.8%	-15.0%	122.0%	14.8%	20.4%	
资产减值损失	76.9	-10.2	-36.7	32.2	4.2	NOPLAT 增长率	-139.7%	13.6%	80.0%	12.7%	18.1%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-13.4%	43.8%	0.5%	-14.8%	-18.5%	
投资和汇兑收益	15.1	11.8	11.8	11.8	11.8	净资产增长率	14.9%	21.6%	30.7%	27.6%	26.6%	
营业利润	665.4	605.7	1,285.0	1,546.3	1,945.9	利润率						
加: 营业外净收支	146.5	247.9	200.0	198.0	200.0	毛利率	35.1%	30.3%	30.4%	30.6%	30.8%	
利润总额	811.9	853.6	1,485.0	1,744.3	2,145.9	营业利润率	2.7%	2.0%	3.9%	4.1%	4.5%	
减: 所得税	146.6	57.9	100.7	118.3	145.5	净利润率	2.7%	2.6%	3.9%	4.0%	4.3%	
净利润	665.3	795.8	1,384.3	1,626.0	2,000.4	EBITDA/营业收入	4.8%	4.0%	4.9%	4.8%	5.0%	
资产负债表						EBIT/营业收入	2.8%	2.0%	3.9%	3.9%	4.2%	
货币资金	4,113.5	3,341.7	4,952.2	7,795.6	11,062.5	运营效率						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	75	65	61	53	46	
应收账款	309.5	370.2	416.2	440.8	498.3	流动营业资本周转天数	-20	-15	-7	-6	-9	
应收票据	1.0	22.5	25.6	29.0	32.8	流动资产周转天数	91	87	97	119	144	
预付账款	568.8	1,239.5	1,990.8	2,841.9	3,801.4	应收账款周转天数	3	3	3	3	3	
存货	1,835.7	2,583.7	2,896.5	3,280.9	3,699.0	存货周转天数	32	28	30	29	29	
其他流动资产	2.8	0.0	139.2	317.1	510.2	总资产周转天数	185	173	180	190	205	
可供出售金融资产	13.4	17.7	17.7	17.7	17.7	投资资本周转天数	69	64	67	55	40	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	386.8	605.6	600.0	600.0	600.0	ROE	17.9%	17.6%	23.5%	21.6%	21.0%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.1%	5.2%	7.7%	7.4%	7.5%	
固定资产	5,109.2	5,590.6	5,649.1	5,553.1	5,379.7	ROIC	13.8%	18.0%	22.6%	25.3%	35.1%	
在建工程	226.6	666.4	400.4	240.9	145.1	费用率						
无形资产	265.2	461.1	461.2	461.3	461.4	销售费用率	26.7%	22.9%	21.2%	21.2%	21.2%	
其他非流动资产	319.7	463.3	446.9	434.2	426.6	管理费用率	4.9%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	
资产总额	13,152.1	15,362.3	17,995.7	22,012.7	26,634.8	财务费用率	0.1%	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.4%	
短期债务	2,684.9	2,697.8	2,665.1	2,596.8	2,487.5	三费/营业收入	31.7%	28.0%	26.4%	26.2%	26.0%	
应付账款	4,600.2	4,585.1	4,241.4	4,804.4	5,416.6	偿债能力						
应付票据	358.7	175.4	196.3	222.4	250.7	资产负债率	71.8%	70.6%	67.2%	65.8%	64.2%	
其他流动负债	1,393.6	2,740.2	4,142.4	5,759.9	7,576.5	负债权益比	254.5%	240.5%	205.2%	192.6%	179.7%	
长期借款	109.7	59.7	59.7	59.7	59.7	流动比率	0.76	0.74	0.93	1.10	1.25	
其他非流动负债	295.0	592.1	794.4	1,046.9	1,321.0	速动比率	0.53	0.49	0.67	0.85	1.01	
负债总额	9,442.2	10,850.3	12,099.3	14,490.2	17,112.0	利息保障倍数	30.70	-28.25	93.81	-26.87	-11.84	
少数股东权益	267.0	293.5	393.2	510.3	654.3	分红指标						
股本	799.3	799.3	1,598.6	1,598.6	1,598.6	DPS(元)	-	-	-	-	-	
留存收益	2,643.6	3,419.2	3,904.6	5,413.6	7,269.9	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
股东权益	3,709.9	4,512.0	5,896.4	7,522.4	9,522.8	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
现金流量表						业绩和估值指标						
净利润	665.3	795.8	1,384.3	1,626.0	2,000.4	EPS(元)	0.81	0.97	0.80	0.94	1.16	
加: 折旧和摊销	491.5	610.0	318.0	331.0	339.5	BVPS(元)	4.64	5.64	3.69	4.71	5.96	
资产减值准备	76.9	-10.2	-36.7	32.2	4.2	PE(X)	43.2	36.0	43.6	37.1	30.2	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.5	6.2	9.5	7.4	5.9	
财务费用	32.5	58.9	54.7	13.8	-55.5	P/FCF	-	-24.0	45.9	23.7	20.5	
投资收益	-15.1	-11.8	-11.8	-11.8	-11.8	P/S	1.2	0.9	1.7	1.5	1.3	
少数股东损益	17.6	18.6	99.7	117.1	144.0	EV/EBITDA	24.7	25.5	35.1	29.8	24.1	
营运资金的变动	1,308.7	419.2	29.9	985.3	1,095.0	CAGR(%)	34.7%	36.0%	20.3%	-100.0%	-100.0%	
经营活动产生现金流量	2,028.8	1,474.6	1,797.3	3,024.3	3,419.8	PEG	1.2	1.0	2.1	-0.4	-0.3	
投资活动产生现金流量	-715.4	-2,181.1	-14.4	-20.3	-20.3	ROIC/WACC	1.5	1.9	2.4	2.7	3.8	
融资活动产生现金流量	-98.1	-86.8	-46.9	-12.8	42.2	REP	4.6	2.5	3.8	3.8	3.2	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

李铁，食品饮料行业分析师。经济学学士，格拉斯哥大学（Glasgow University）会计和财务管理硕士，中国注册会计师、中国注册税务师。曾就职于德勤华永会计师事务所，2008年1月加盟安信证券研究中心。

徐昊，食品饮料行业分析师。会计学硕士，3年食品饮料行业投资研究经验。曾就职于国都证券研究所，2011年7月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

李铁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034