



食品饮料/必需消费

伊利股份 (600887)

净利率进入提升通道 增发保障利润释放

——伊利股份调研纪要

	胡春霞	林园远
	021-38676186	021-38676654
	huchunxia@gtjas.com	linyuan@gtjas.com
编号	S0880511010015	S0880511010018

本报告导读:

伊利股份通过高毛利率产品占比提升转嫁成本压力;规模效应带来销售费用率稳中有降;伊利外受益行业竞争趋缓、内受益增发事件博弈,预计 11-12 年 Eps 1.05、1.18 元,按照目前 20 元左右的股价估算得摊薄后 Eps1.02 元,给予 25 倍 PE,目标价 25.5 元,“增持”评级。

事件:

- 2011 年 12 月 21 日,我们参加了伊利股东会,并在会后与公司领导、乳业协会领导,就公司未来发展及行业现状做了沟通。

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 25.50

上次预测: 24.00

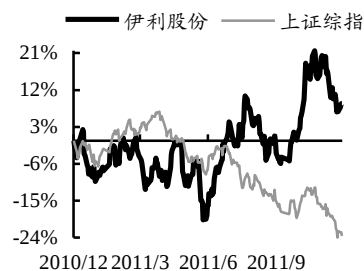
当前价格: 20.78

2011.12.25

交易数据

52 周内股价区间 (元)	15.16-39.83
总市值 (百万元)	33,220
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,599/1,587
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	99%
日均成交量 (百万股)	10
日均成交值 (百万元)	211

52周内股价走势图



相关报告

《费用率下降 净利率提升加速》	2011.10.30
《行业竞争格局稳定,净利率进入提升通道》	2011.08.08
《再融资额有望下调,净利率进入提升期》	2011.05.27
《定向增发短期摊薄业绩,期待利润释放》	2011.05.19
《收入保持稳定增长 成本上升吞噬利润》	2010.10.29

评论:

● 我们的观点:

- 1) **公司收入增长稳定,预计 2011 年收入增速 25%:** 品牌口碑加渠道优势,商超渠道显示公司收入增长高于行业水平。我们预计 2011 年公司全年收入增长可达 25%左右。
- 2) **2012 年成本压力尚存,但高毛利率产品占比提升将保证毛利率维持稳定:** 原奶价格高位徘徊,由于供需形势并未明显逆转,预计 2012 年降幅有限。伊利高档产品占比已至 30%,高毛利率产品占比的提升将可保证公司毛利率维稳。
- 3) **规模效应带来销售费用率稳中有降:** “限广令”及伦敦奥运会投入,将导致 2012 年媒体费用将上涨,但收入规模效应将可保证公司销售费用率稳中有降。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

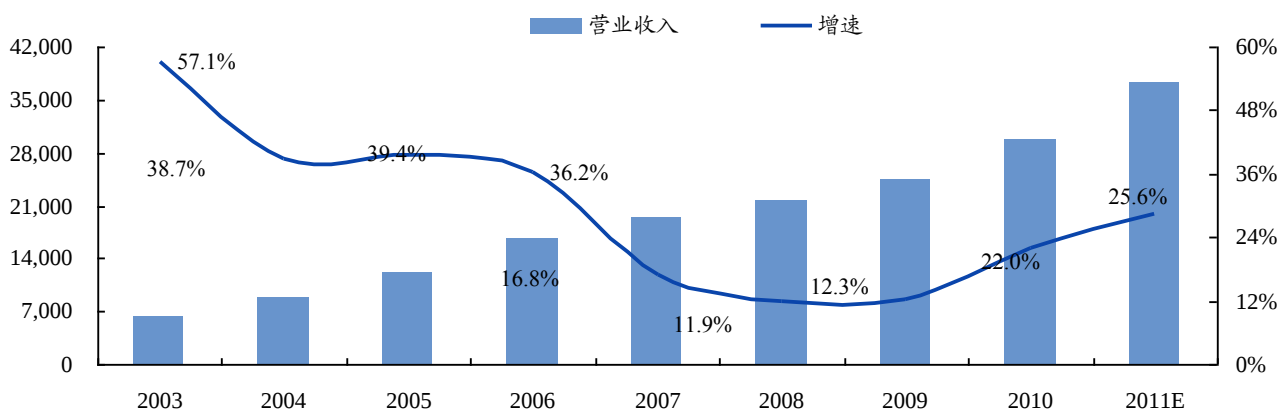
- 4) 行业竞争趋缓, 净利率进入提升通道: 乳制品行业已进入平稳发展阶段, 竞争格局的趋缓。参考国外乳制品公司净利率水平, 预计伊利的净利率将逐步提升至 5%, 然后趋稳。
- 5) 维持增持评级: 伊利股份外受益行业竞争趋缓、内受益增发事件博弈, 有能力也有动力保证业绩靓丽, 预计 11、12 年 Eps 为 1.05、1.18 元, 按照目前 20 元左右的股价估算, 预计可发行 2.5 亿股本, 即摊薄后 12 年 Eps 为 1.02 元, 给予 25 倍 PE, 目标价 25.5 元, 维持“增持”评级。

1. 收入增长稳定

品牌口碑+渠道优势, 伊利经营情况稳定, 预计 2011 年收入增长 25%

经过十几年的发展, 伊利品牌、渠道优势显著。根据零研月报统计, 1-10 月商超渠道乳品营收同比增长 16.9%, 奶粉、液奶和酸奶同比增幅分别为 0.1%、22.5%和 33.8%, 同期伊利产品营收同比增长 21.6%, 奶粉、液奶和酸奶同比增幅分别为 6.6%、22.8%和 39.8%, 增长均高于行业水平。考虑到这只是部分商超数据, 且公司高档产品结构占比不断增加, 我们预计 2011 年公司全年收入增长可达 25%左右。

图 1: 收入增长稳定



数据来源: 国泰君安证券研究

2. 产品结构上移抵御成本压力

2.1. 明年原奶价格展望: 下降幅度有限

2011 年至今原奶均值 3.2 元/公斤, 同比上涨 11%, 上市公司的收奶价普遍在 3.7 元/公斤, 原奶价已高于美国、澳洲, 继续上涨概率不高。但从供需角度, 下游需求带来的产能瓶颈, 以及奶牛存栏量的增加有限, 使目前加工环节产能增加和奶牛供给的缺口在 50%左右, 预计明年原奶价格下降有限。

图 2: 美国原奶期货价

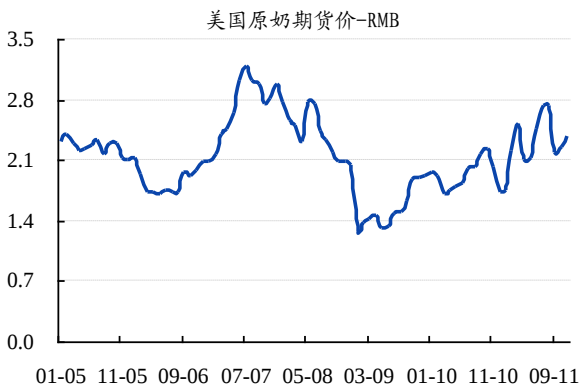
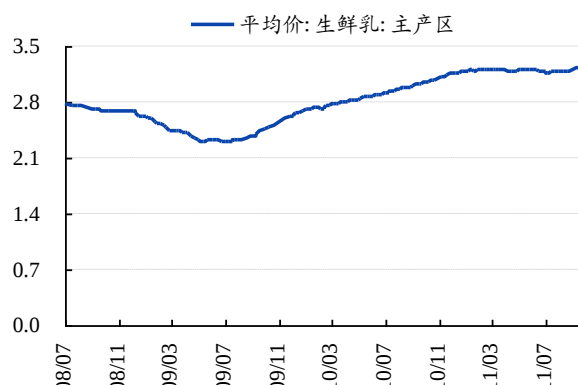


图 3: 中国主产区生鲜乳价持续高位



数据来源: 国泰君安证券研究

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

2.2. 原奶供需缓和尚需时间

- 1、政府支持力度加大:** 前几年国家对奶牛投入较少, 但这几年国家对此的关注度明显增加, 未来也可能加大对上游的补贴力度。
- 2、规模养殖经济效益高, 将推进我国原奶的质与量:** 规模养殖的专业化, 使奶牛产奶质与量均高于散养模式。据悉 1000 头规模的牧场综合投资约 1800-2000 万, 5 年后赚钱, 年利润率约 20%。而目前国内约有 1260 万头奶牛, 800 万头产奶牛, 养殖规模在 500 头以上的牧场约 3000 多个, 1000 头以上的约 1000 个。国家倡导规模化养殖有利于推进原奶供给, 但这是个逐步的过程。
- 3、饲料成本下降, 将进一步推进原奶供给:** 原奶供给缺口带来了奶牛养殖业盈利能力的提升, 但行业信心仍处于恢复期, 再加上饲料成本的高企, 奶牛存栏量提升缓慢。此外, 目前饲料中主要构成物之一的苜蓿, 80%来自于进口, 其中美国进口价约 3000 元/吨, 而国内生产价仅 2000 元/吨, 明年起国家将在沙质地大规模种植苜蓿, 意味着饲料成本将在 2013 年起呈现明显下降, 这将进一步推进原奶供给。

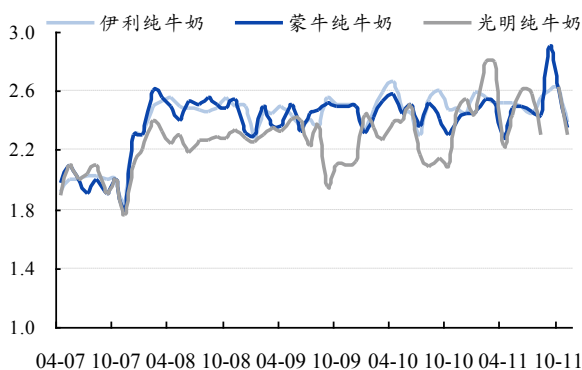
政府支持、规模养殖、饲料等养殖成本下降, 是奶牛盈利增加、奶牛存栏量提升、原奶供给增加, 进而导致原奶供需平衡、原奶价格下降的关键, 预计这一过程可能在明年下半年起能逐步体现。

2.3. 高毛利率产品占比提升, 毛利率维持稳定

行业成本压力尚存: 原奶价格高位徘徊, 利乐包等包装材料价格上涨, 使乳制品行业成本压力较大。与此同时, 基础乳制品属性决定了其提价能力有限, 因此 2012 年乳制品行业原材料成本压力依旧。

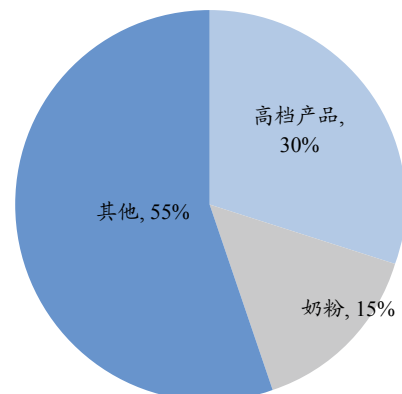
高毛利率产品占比上移, 毛利率维稳: 通过前几年的投入, 金典、有机奶、营养舒化奶、儿童 QQ 星、谷物多为代表的高档产品成长较快, 目前这五种产品的收入占比约 30%。除此之外, 公司未来还将推出更多的高毛利率产品 (比如乳饮料), 丰富产品结构, 这些都是公司毛利率维稳的关键。

图 4: 基础乳制品提价能力有限



数据来源: 国泰君安证券研究

图 5: 各产品收入占比 (估算值)



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

3. 竞争格局维稳+规模效应, 销售费用率将稳中有降

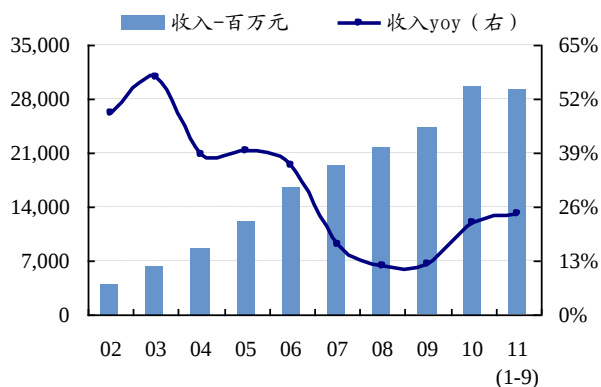
1、三季度结算时差导致三季度单季费用率降幅较大, 但全年预计仍有较大幅度下降: 因费用结算时差的原因, 三季度单季的销售费用率仅 16.6%, 预计四季度销售费用率应与前三季度平均水平相近, 全年预计下降 1.7 个百分点。

2、2012 年媒体费用将上涨: 11 月 28 日广电总局下发“限广令”导致媒体费用上涨 20-40%, 部分传媒费用甚至上涨 70%。与此同时, 伊利集团在 20 日召开的伊利集团液态奶 2012 年客户大会上也表示, 作为伦敦奥运会中国代表团唯一乳制品供应商, 公司将抓住奥运机遇与众代理商带来更多“共赢”筹码, 由此预计 2012 年

公司媒体费用总额可能出现较大上涨。

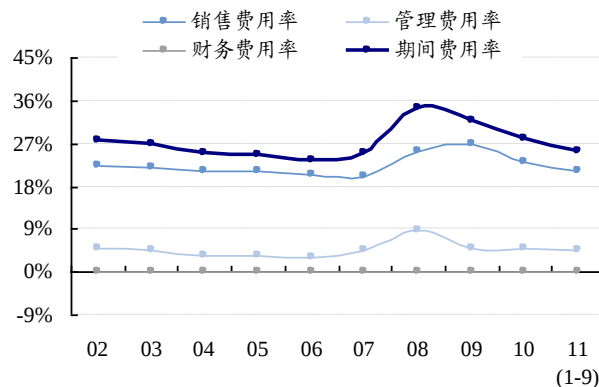
3、竞争格局维稳+公司规模效应，销售费用率将稳中有降：尽管 2012 年公司在媒体宣传上的投入增加，但鉴于行业竞争格局维稳，公司的规模效应将可保证公司销售费用率稳中有降。由此，我们预计 2011-2013 年公司销售费用率分别为 21.2%、21%、20.8%。

图 6：收入规模效应显现



数据来源：国泰君安证券研究

图 7：销售费用率稳中有降

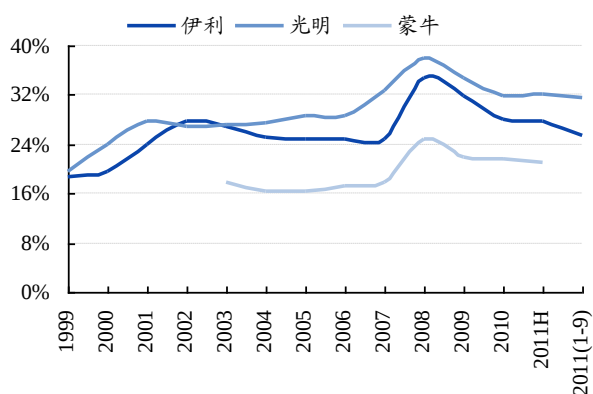


数据来源：国泰君安证券研究

4. 乳业盈利能力进入提升通道

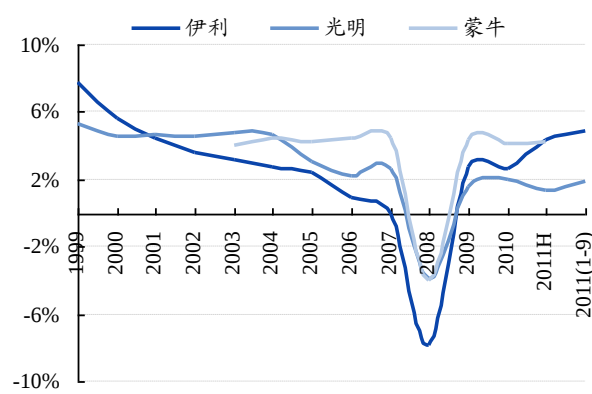
行业已过高速成长期，现已形成伊利、蒙牛双寡头垄断格局，竞争趋于缓和，这也是今年来伊利、蒙牛、光明费用率稳中有降，净利率上升的主因。参考国外乳制品公司净利率水平，我们认为除非竞争格局出现质的逆转，否则伊利的净利率应保持逐步增长至 5%，然后趋于稳定，净利率的再增长需要公司改变目前基础乳制品为主产品结构。

图 8：伊利、蒙牛、光明期间费用率稳中有降



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 9：伊利、蒙牛、光明净利率稳中有升



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

5. 业绩预测及估值

乳制品行业竞争格局稳定，盈利拐点初现，今年行业费用率下降和净利率提升明显。伊利股份外受益行业竞争趋缓、内受益增发事件博弈，有能力也有动力保证业绩靓丽，预计 11、12 年 Eps 为 1.05、1.18 元。按照目前 20 元的股价估算，预计可发行 2.5 亿股本，即摊薄后 12 年 Eps 为 1.02 元，给予 25 倍 PE，目标价 25.5 元，维持“增持”评级。

作者简介:**胡春霞:**

执业资格证书编号: S0880511010015

电话: 021-38676186

邮箱: huchunxia@gtjas.com

林园远:

执业资格证书编号: S0880511010018

电话: 021-38676654

邮箱: linyuanyuan@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。
以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2.投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799

