

食品饮料行业

报告原因：季报点评

2011 年 10 月 31 日

市场数据：2011 年 10 月 30 日

收盘价（元）	20.43
一年内最高/最低（元）	46.1/15.16
市净率	5.8
市盈率	18.3
流通 A 股市值（百万元）	32,429

基础数据：2011 年 9 月 30 日

每股收益（元）	0.89
营业收入（百万元）	292,006.23
净利润（百万元）	1,418.16
总股本/流通 A 股（百万）	1,598/1,587

公司近期市场表现（最近一年）：



分析师：

罗胤

执业证书编号：S0760511010012

Tel: 010-82190301

Email: luoyin@sxzq.com

MSN: luo_yin@hotmail.com

联系人：

张小玲

Tel: 0351-8686990

010-82190365

Email: zhangxiaoling@sxzq.com

孟军

Tel: 010-82190365

Email: mengjun@sxzq.com

伊利股份 (600887)

费用率大幅下降助推业绩增长

增持

维持评级

公司研究/点评报告

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	销售利润率	净资产收益率	市盈率
2010A	29,665	22.0	777	20.0	0.97	2.7	18.4	21.1
2011E	36,921	24.5	1,789	130.2	1.12	4.9	29.8	18.3
2012E	45,067	22.1	2,089	16.8	1.31	4.7	25.8	15.6
2013E	54,123	20.1	2,552	22.1	1.60	4.8	24.0	12.8

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

● **业绩超出市场预期。**2011 年 1-9 月，公司共实现营业收入 2,920,062.3 万元，同比增长 24.13%；实现净利润 141,816.2 万元，同比增长 157.51%；每股收益 0.89 元。其中 7-9 月实现收入 1,025,485.8 万元，实现净利润 60,220.57 万元，同比分别增长 16.88%和 192.32%。业绩超出市场预期。

● **销售额逐季增加，保持稳定增长。**受产品提价与结构升级推动，公司销售收入逐季增加，至今年三季度，当季收入额已达 100 亿元以上，创历史最高水平。未来，公司作为我国乳品行业的优质龙头企业，可同时受益行业需求增长与市场份额提升，持续稳定增长可期。

● **费用率大幅下降助推业绩增长。**随着行业竞争局面的逐步稳定，公司销售、管理费用率有所下降，由其是今年第三季度，销售费用率仅为 16.6%，比上年同期下降 3.65 个百分点，同时管理费用率为 4.6%，比上年下降 0.32 个百分点，费用率的大幅下降成为推动三季度业绩快速增长的重要原因，受此影响，公司当季营业利润率上升 3.69 个百分点，盈利能力显著增强。

● **原奶价格企稳缓解成本压力，毛利率下滑幅度逐季收窄。**今年以来我国原奶价格始终维持在 3.18-3.21 元/公斤区间，前期价格升势已逐步趋缓，原奶价格进入相对稳定期，随翘尾因素的逐步减弱，价格同比增幅大幅下降，受此影响公司成本压力有所缓解，毛利率下滑幅度现逐季收窄趋势，至三季度当季毛利率仅比上年下降 0.1 个百分点。

● **投资建议：**短期来看，年内公司有望完成增发，增发底价 16.3 元对当前股价形成良好支撑，我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 1.12、1.31、1.60 元，对应动态市盈率分别为 18.3、15.6、12.8 倍，维持“增持”评级。

表 1：伊利股份单季利润表

单位：百万元	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	同比变化
一、营业总收入	7,035	5,028	7,014	7,736	8,774	6,140	9,061	9,885	10,255	16.88
营业收入	7,035	5,028	7,014	7,736	8,774	6,140	9,061	9,885	10,255	16.88
二、营业总成本	6,786	4,934	6,904	7,489	8,548	6,129	8,916	9,459	9,612	12.44
营业成本	4,469	3,394	4,759	5,307	6,322	4,298	6,172	6,796	7,399	17.05
营业税金及附加	21	38	32	36	29	-10	53	52	51	75.85
销售费用	1,950	1,090	1,801	1,807	1,776	1,423	2,321	2,168	1,702	(4.18)
管理费用	339	348	307	321	431	462	369	450	471	9.28
财务费用	4	-4	6	-4	-11	-11	-5	-20	-9	(24.41)
资产减值损失	3	69	-0	21	2	-33	7	14	-3	(276.27)
三、其他经营收益	-0	3	2	4	4	2	-0	219	4	(10.53)
投资净收益	-0	3	2	4	4	2	-0	219	4	(10.53)
四、营业利润	248	97	112	251	230	13	145	645	647	181.16
加：营业外收入	78	80	60	54	57	132	65	126	68	19.42
减：营业外支出	13	30	17	22	42	-27	3	5	7	(83.39)
五、利润总额	312	147	155	282	245	171	207	766	708	188.95
减：所得税	34	33	30	53	37	-62	57	88	93	148.29
六、净利润	279	114	125	230	208	233	150	678	616	196.25
减：少数股东损益	7	-7	1	10	2	7	5	7	14	630.90
归属于母公司所有者净利润	272	122	125	220	206	226	145	671	602	192.32
七、每股收益：	0.34	0.15	0.16	0.28	0.26	0.28	0.18	0.42	0.38	46.16
收入增长率(%)	-7.43	97.30	36.94	8.38	24.73	22.12	29.18	27.77	16.88	(7.85)
毛利率(%)	36.46	32.51	32.15	31.40	27.95	30.00	31.89	31.25	27.85	(0.10)
营业利润率(%)	3.52	1.92	1.60	3.24	2.62	0.20	1.60	6.52	6.31	3.69
净利率(%)	3.96	2.27	1.79	2.97	2.37	3.79	1.65	6.86	6.00	3.64
销售费用率(%)	27.72	21.68	25.67	23.36	20.24	23.18	25.61	21.93	16.60	(3.65)
管理费用率(%)	4.82	6.93	4.37	4.16	4.92	7.52	4.07	4.55	4.60	(0.32)
归属于母公司净利润增长率(%)	220.2	107.7	10.07	56.09	-24.20	86.21	16.20	205.0	192.3	216.53

资料来源：公司公告 山西证券研究所

➤ 盈利预测

表 2：盈利预测表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	29,664.99	36,920.73	45,066.55	54,123.21
营业收入	29,664.99	36,920.73	45,066.55	54,123.21
二、营业总成本	29,071.07	35,368.40	43,093.95	51,643.35
营业成本	20,686.31	25,647.17	31,227.93	37,392.71
营业税金及附加	87.78	147.68	180.27	216.49
销售费用	6,807.07	7,753.35	9,463.97	11,365.88
管理费用	1,520.81	1,846.04	2,253.33	2,706.16
财务费用	-20.71	-25.84	-31.55	-37.89
资产减值损失	-10.20	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益	11.77	222.00	20.00	20.00
投资净收益	11.77	222.00	20.00	20.00
四、营业利润	605.69	1,774.33	1,992.60	2,499.86
加：营业外收入	302.36	320.00	320.00	320.00
减：营业外支出	54.43	20.00	20.00	20.00
五、利润总额	853.62	2,074.33	2,292.60	2,799.86
减：所得税	57.86	248.92	160.48	195.99
六、净利润	795.76	1,825.41	2,132.11	2,603.87
减：少数股东损益	18.57	36.51	42.64	52.08
归属于母公司所有者的净利润	777.20	1,788.90	2,089.47	2,551.80
七、每股收益：	0.97	1.12	1.31	1.60
净利润增长率(%)	20.00	130.17	16.80	22.13

资料来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。市场有风险，投资需谨慎。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所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。