

**2011 年 12 月 28 日**

刘荟

[LiuHui@e-capital.com.cn](mailto:LiuHui@e-capital.com.cn)

目标价(元)

23.00

**公司基本资讯**

产业别	食品饮料
A 股价 (11/12/27)	19.18
上证综合指数 (11/12/27)	2166.21
股价 12 个月高/低	23.24/15.37
总发行股数 (百万)	1598.65
A 股数 (百万)	1587.34
A 市值 (亿元)	304.45
主要股东	呼和浩特投资有限公司 (10.18%)
每股净值 (元)	3.53
股价/帐面净值	5.43
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-13.75 6.48 4.47

**近期评等**

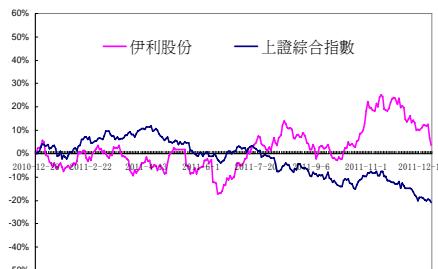
出刊日期	前日收盘	评等
2011-8-9	19.21	买入

**产品组合**

液体乳	69%
奶粉	17%
冷饮	14%

**机构投资者占流通 A 股比例**

QFII	4.79%
基金	33.99%
券商集合理财	0.96%
一般法人	10.26%

**股价相对大盘走势**

**伊利股份(600887.SH)**
**Buy 买入**
**黄曲霉毒素事件或现买点**
**结论与建议:**

受累于蒙牛黄曲霉毒素超标，伊利两日累计跌幅达到 8%。就现阶段结果看，伊利、光明、三元等 128 家企业均未出现异常。如果事态不进一步扩散，有利于伊利市场份额的进一步扩大，股价下跌或提供了较好买入契机。暂时维持对公司的盈利预测，按照增发后的股本计算，2011、2012 年的 PE 分别为 20.9 倍和 16.5 倍，维持买入的投资建议。

- 12 月 24 日国家质检总局公布，蒙牛乳业（眉山）有限公司生产的一批次产品被检出黄曲霉毒素 M1 超标 140%，具有很强的致癌性。受此影响，伊利股价两日累计跌幅达到 8%。
- 就现阶段的结果看，此次抽查涉及 200 种液体乳批次，仅蒙牛和长富黄曲霉毒素 M1 超标，而伊利、光明、三元等 128 家企业均未出现异常，所以就事件本身对伊利的影响不大。
- 股价下跌多是心理层面影响，害怕出现类似“三聚氰胺”事件，行业扩大的局面。我们认为本次黄曲霉毒素事件与三聚氰胺最大的区别在于，黄曲霉毒素 M1 为常规检测指标，一般乳制品企业都通过自检加以控制，而 08 年之前，乳制品公司对三聚氰胺没有检验要求。
- 本次蒙牛出现超标，公司给出的解释为一批饲料因天气潮湿发生霉变，奶牛在食用这些饲料后，原奶中黄曲霉毒素超标，原奶质检疏忽导致了问题的发生。
- 虽然该事件可能会使消费者对乳制品消费信心产生短期负面影响，但是考虑到伊利、蒙牛在中国液态奶的市场占有率分别达到 20% 和 28%，垄断地位短期难以被取代。我们认为如果事态不进一步扩散，伊利的品牌形象将提高，长期看有利于伊利市场份额的进一步扩大，股价下跌或提供了较好买入契机。
- 我们暂时维持对公司的盈利预测，预计 2011、2012 年将分别实现净利润 19.53 亿元和 24.69 亿元，同比增长 151.26% 和 26.42%，按照增发后的股本计算，2011、2012 年 EPS 分别为 1.023 元和 1.293 元。目前股价对应的 2011、2012 年的 PE 分别为 20.9 倍和 16.5 倍，维持买入的投资建议。

**.....接续下页.....**

年度截止 12 月 31 日		2008	2009	2010	2011F	2012F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	-1687	648	777	1953	2469
同比增减	%	8091.50%	-138.38%	20.00%	151.26%	26.42%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	-0.884	0.339	0.407	1.023	1.293
同比增减	%	8091.50%	-138.38%	20.00%	151.26%	26.42%
A 股市盈率(P/E)	X	-24.2	63.0	52.5	20.9	16.5
股利 (DPS)	RMB 元	0	0	0	0	0
股息率 (Yield)	%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 StrongBuy ( $ER \geq 30\%$ ): 买入 Buy ( $30\% > ER \geq 10\%$ )

中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )

卖出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ ); 强力卖出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )

#### 附一: 合并损益表

百万元	2008	2009	2010	2011F	2012F
营业收入	21,659	24,324	29,665	36,840	46,394
经营成本	15,849	15,778	20,686	25,319	31,794
主营业务利润	5,688	8,437	8,891	11,327	14,368
销售费用	5,532	6,496	6,807	7,795	9,491
管理费用	1,915	1,191	1,521	1,748	2,177
财务费用	14	22	-21	-34	0
营业利润	-2,050	665	606	2,010	2,690
补贴收入	219	209	302	339	320
税前利润	-1,956	812	854	2,317	2,934
所得税	-219	147	58	334	440
少数股东损益	-49	18	19	31	25
归属于母公司所有者的净利润	-1,687	648	777	1,953	2,469

#### 附二: 合并资产负债表

百万元	2008	2009	2010	2011F	2012F
货币资金	2,774	4,113	3,342	1,911	5,472
存货	2,020	1,836	2,584	2,971	3,417
应收账款	197	218	257	296	340
流动资产合计	5,418	6,831	7,558	5,478	9,529
长期股权投资	516	387	606	624	642
固定资产	5,266	5,336	6,257	10,438	15,288
无形资产及其他资产合计	235	267	466	606	727
资产总计	11,780	13,152	15,362	18,416	27,090
流动负债合计	8,201	9,037	10,199	11,218	12,340
长期负债合计	352	405	652	717	789
负债合计	8,553	9,442	10,850	11,935	13,129
少数股东权益	438	267	294	309	321
股东权益合计	2,789	3,443	4,219	6,171	13,640
负债及股东权益合计	11,780	13,152	15,362	18,416	27,090

#### 附三: 合并现金流量表

百万元	2008	2009	2010	2011F	2012F
经营活动产生的现金流量净额	183	2,029	1,475	2,827	3,279
投资活动产生的现金流量净额	-910	-715	-2,181	-4,181	-4,850
筹资活动产生的现金流量净额	1,715	-98	-87	-76	5,132
现金及现金等价物净增加额	988	1,215	-793	-1,430	3,561

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证券持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证券。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。