

*ST 伊利 (600887.SH) 乳业行业

评级：买入 维持评级

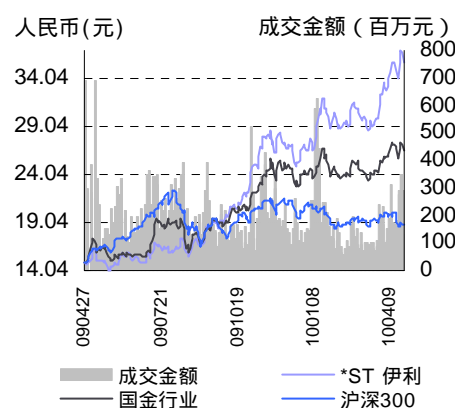
业绩点评

市价(人民币)：34.29 元
目标(人民币)：39.00-40.71 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 727.75
总市值(百万元) 27,408.78
年内股价最高最低(元) 36.91/14.04
沪深 300 指数 3172.00
上证指数 2969.50



相关报告

1. 《业绩提前释放 后续仍能增长》，2009.11.1
2. 《盈利进一步好转 估值具有吸引力》，2009.8.28

陈钢 分析师 SAC 执业编号：S1130209030281
(8621)61038215
cheng@gjzq.com.cn

业绩调控弹性较大 未来释放看行权

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	-2.111	0.810	1.127	1.357	1.602
每股净资产(元)	3.49	4.31	5.30	6.53	8.00
每股经营性现金流(元)	0.23	2.54	0.89	2.19	2.33
市盈率(倍)	-3.79	28.58	20.55	17.06	14.46
行业优化市盈率(倍)	47.04	47.04	47.04	47.04	47.04
净利润增长率(%)	8092.52%	N/A	39.12%	20.42%	17.99%
净资产收益率(%)	-60.50%	18.81%	21.25%	20.78%	20.01%
总股本(百万股)	799.32	799.32	799.32	799.32	799.32

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 09 年年报业绩符合市场的预期：主营业务收入同比增长 12.30%，为 243.24 亿；净利润同比增长 138.38%，为 6.48 亿，对应 EPS 为 0.81 元。
- 一季报收入增长较好：主营业务收入同比增长 36.94%，为 70.34 亿；净利润同比增长 10.07%，为 1.25 亿，对应 EPS 为 0.16 元。

经营分析

- 公司年报数据显示，毛利率从 2008 年年报的 26.82% 提升到 2009 年年报的 35.13% 是公司利润提升的最根本原因，尽管公司所得税率从 2008 年年报的 11.19% 提升到 2009 年年报的 18.06%，但公司管理费用占比由于之前提前消化由 2008 年年报的 8.84% 下降到 2009 年年报的 4.90%，最终使得公司净利润率提高到了 26.6%。
- 公司一季度报数据显示，公司主营业务增长较快，从 2009 年一季度报的 51.22 亿元，提升到 2010 年一季度报的 70.14 亿元。但公司毛利率 2009 年一季度报的 35.04%，下降到 2010 年一季度报的 32.15%，我们认为这主要是去年公司受益于蒙牛 OMP 事件以及消费升级高档产品占比提升所致，公司营业费用占比从 2009 年一季度报的 27.68%，提升到 2010 年一季度报的 25.67%，管理费用占比从 2009 年一季度报的 4.04%，提升到 2010 年一季度报的 4.37%，综合下来期间费用占比从 31.99% 下降到 30.13%，公司所得税率从 14.94% 提升到 19.13%，最终公司净利润率从 2009 年一季度报的 2.40%，下降到 2010 年一季度报的 1.78%。由于公司行业特点所决定了其调节利润的弹性较大，因此在公司行权前后其净利润很难精准预测。

盈利调整

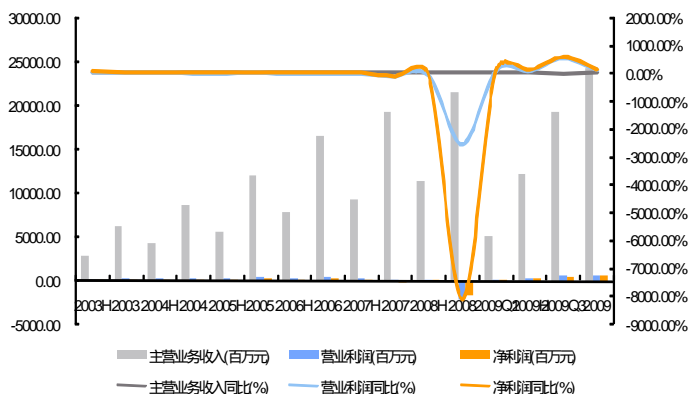
- 我们暂调整公司 2010、2011、2012 年销售收入实现 261.37 亿、278.12 亿和 292.38 亿元，同比增长 7.5%、6.4% 和 5.1%，净利润分别为 9.01 亿、10.85 亿和 12.80 亿，对应 EPS 为 1.127、1.357 元和 1.602 元。

投资建议

- 从公司目前报表情况分析，其未来一段时间行权的预期仍然很强烈，如果公司股权激励方案实施的话，公司释放业绩的动力将会很强，因此我们仍然维持前期买入评级，给予公司目标价为 39.00-40.71 元。

公司主要经营数据一览表

图1：公司历年年报主营业务数据



来源：国金证券研究所

图2：公司历年一季度报主营业务数据

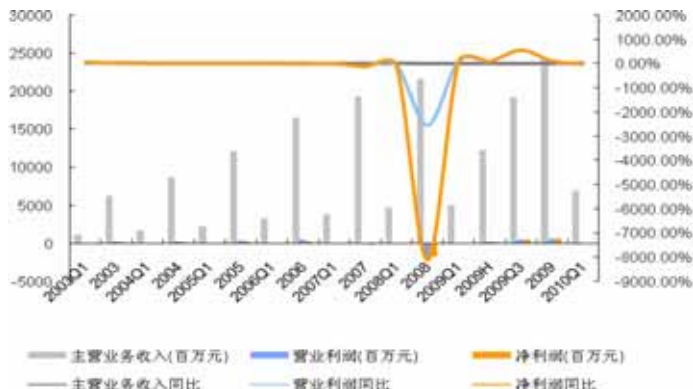
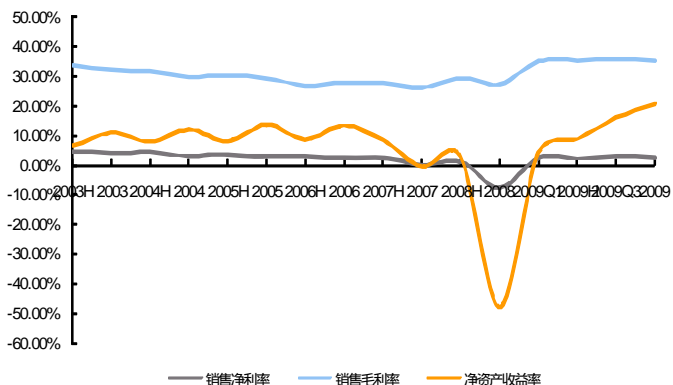


图3：公司历年年报盈利能力数据

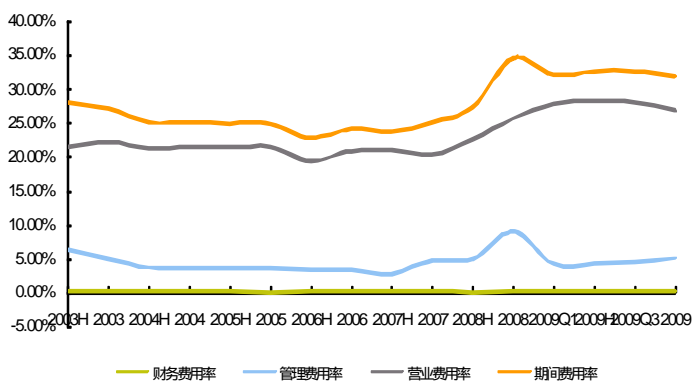


来源：国金证券研究所

图4：公司历年一季度报盈利能力数据

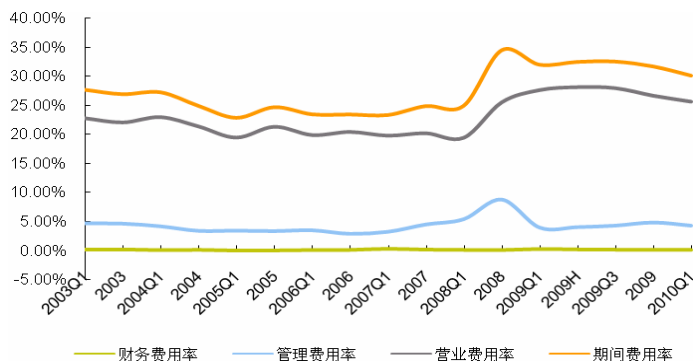


图5：公司历年年报三项费用占比数据

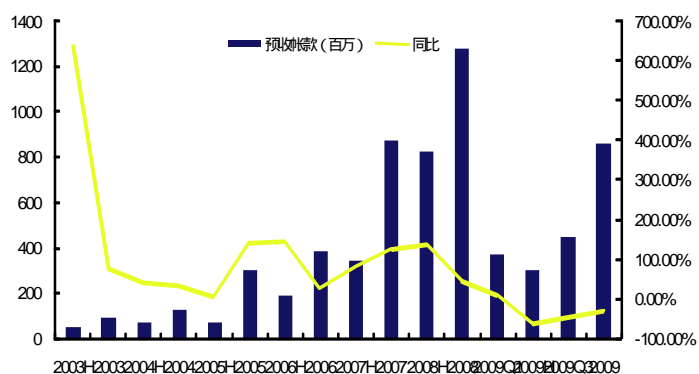


来源：国金证券研究所

图6：公司历年一季度三项费用占比数据

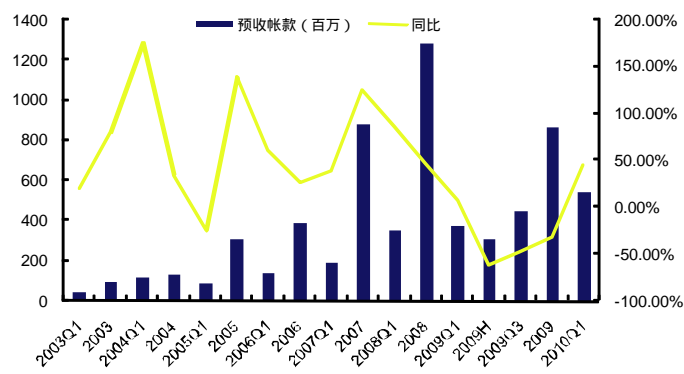


图表7：公司历年年报预收帐款数据

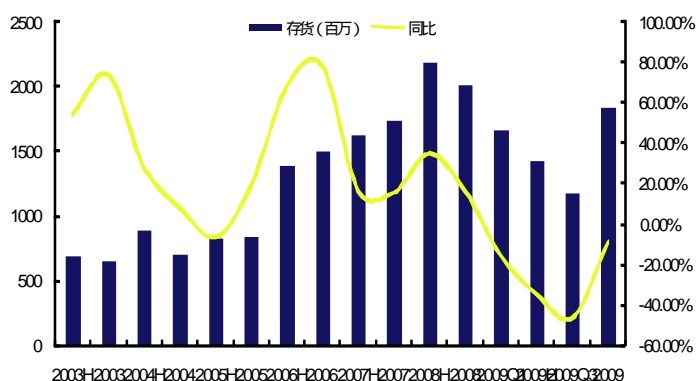


来源：国金证券研究所

图表8：公司历年一季度报预收帐款数据

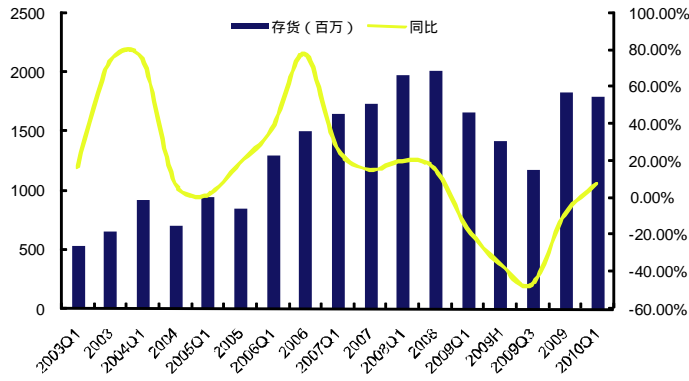


图表9：公司历年年报存货数据

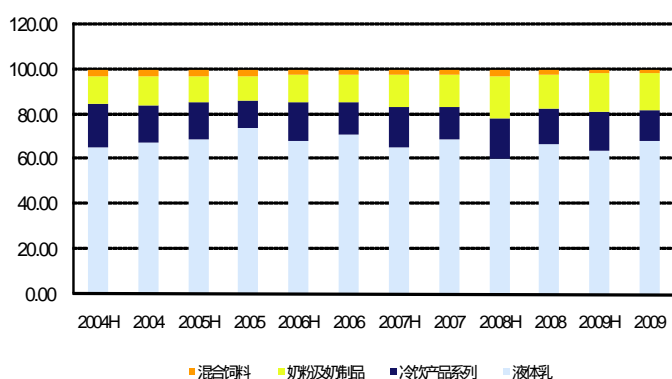


来源：国金证券研究所

图表10：公司历年一季度报存货数据

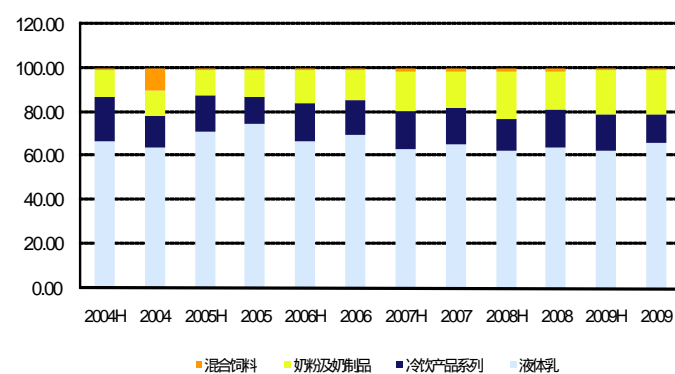


图表11：公司历年年报各产品占收入比例



来源：国金证券研究所

图表12：公司历年一季度各产品占收入比例



图表13：公司年报利润简表

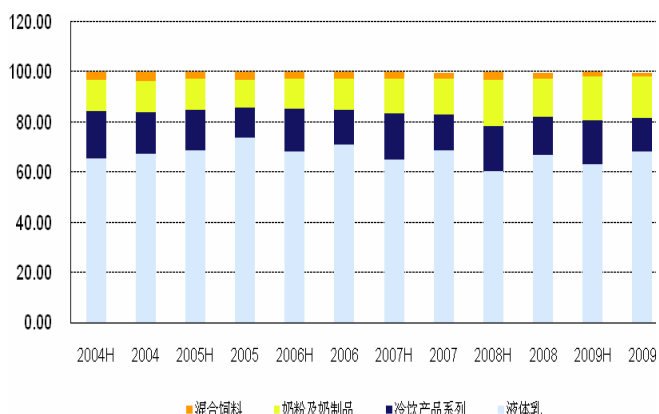
单位:百万元	2008	2009	同比变化
销售收入	21658.59	24323.55	12.30%
毛利率	26.82%	35.13%	30.98%
毛利	5809.45	8545.47	47.10%
主营税金及附加	121.52	108.83	-10.44%
税金及附加占比	0.56%	0.45%	-20.25%
营业费用	5532.39	6496.09	17.42%
营业费用占比	25.54%	26.71%	4.55%
管理费用	1915.43	1190.96	-37.82%
管理费用占比	8.84%	4.90%	-44.63%
财务费用	14.45	22.40	54.99%
财务费用占比	0.07%	0.09%	38.09%
营业利润	(2050.01)	665.41	132.46%
营业利润率	-9.47%	2.74%	128.90%
税前利润	(1955.64)	811.88	141.51%
税前利润率	-9.03%	3.34%	136.97%
所得税率	11.19%	18.06%	61.31%
净利润	(1687.45)	647.66	138.38%
净利率	-8.02%	2.66%	133.21%

来源：国金证券研究所

图表14：公司历年一季度利润简表

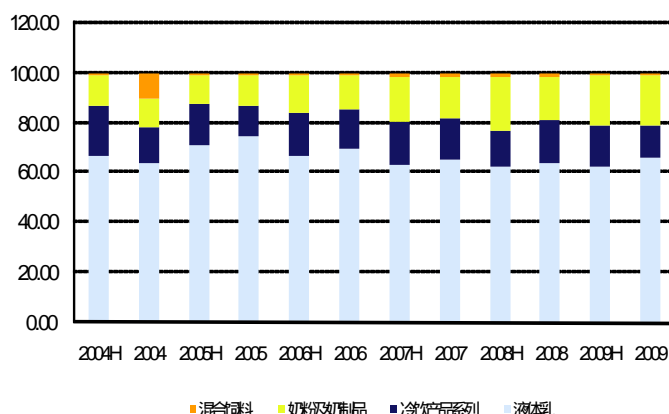
单位:百万元	2009Q1	2010Q1	同比变化
销售收入	5122.29	7014.38	36.94%
毛利率	35.04%	32.15%	-8.24%
毛利	1794.71	2255.18	25.66%
主营税金及附加	21.59	32.39	50.05%
税金及附加占比	0.42%	0.46%	9.57%
营业费用	1417.94	1800.70	26.99%
营业费用占比	27.68%	25.67%	-7.26%
管理费用	206.73	306.53	48.27%
管理费用占比	4.04%	4.37%	8.28%
财务费用	14.16	5.97	-57.85%
财务费用占比	0.28%	0.09%	-69.22%
营业利润	135.29	112.09	-17.15%
营业利润率	2.64%	1.60%	-39.50%
税前利润	144.39	155.03	7.37%
税前利润率	2.82%	2.21%	-21.59%
所得税率	14.94%	19.13%	28.01%
净利润	113.34	124.75	10.07%
净利率	2.40%	1.78%	-25.82%

图表15：公司历年年报各产品占收入比例



来源：国金证券研究所

图表16：公司历年一季度报各产品占收入比例



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
强买	0	1	2	5	26
买入	0	0	0	1	2
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.11	1.13

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-07-24	买入	17.78	19.74 ~ 21.45
2 2008-09-01	买入	14.88	N/A
3 2008-09-22	持有	11.03	N/A
4 2008-10-31	持有	6.89	N/A
5 2009-02-23	买入	12.44	N/A
6 2009-08-28	买入	16.77	21.00 ~ 23.81
7 2009-11-01	买入	23.16	N/A

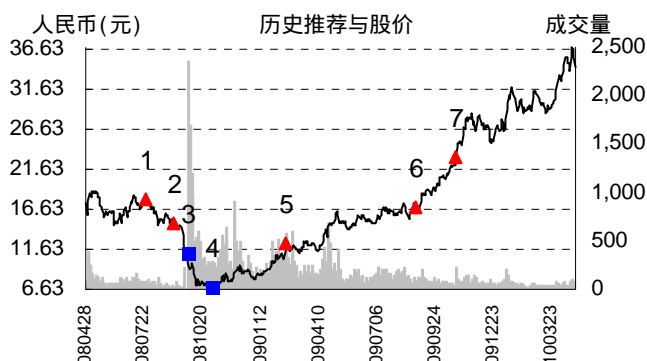
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室