

公司简评研究报告 伊利股份 (600887.ss)

► 2010年4月28日

乳业历史性拐点下的市场份额上升

推荐 维持评级

分析师: 董俊峰 王国平 执业证书编号: S0130200010339 ✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn ☎: 010-6656 8780

1. 事件

28日蒙牛乳业发布2009年年度报告。

报告显示,2009年年度实现营业收入257亿元,同比增长8%;实现归属于母公司股东净利润11亿元,稀释每股收益0.68元。

2. 我们的分析与判断

2009年是乳业历史性拐点,(1)三聚氰胺后行业竞争格局变化和(2)中粮入主蒙牛及牛根生调任是两大主线。2009年伊利股份和蒙牛乳业收入分别同比增长了12%和8%,伊利股份市场份额继续提升,不仅仅如此,伊利股份和蒙牛乳业毛利率均大幅提升,特别提示的是盈利能力的提高与原奶价格下降没有必然联系,投资者可揣摩其中奥秘;中粮入主蒙牛及牛根生调任预示着公司战略导向的变化,蒙牛开始实施“新增6891万股和提高行使价到每股港币24.4元”的股权激励,投资者可揣摩和伊利股份的关系。

伊利股份全年300亿元收入确定,净利率低于预期原因请参考现金流量表和毛利率等。公司今年第一季度收入增长37%,2009年第一季度收入51亿元,全年243亿元,从历史数据可推算,全年300亿元销售收入较为确定。因此,全年净利率水平决定了净利润水平,净利率水平又取决于特定事件的发生时点。

不论是从投资角度还是从实业角度,今年都是迎接历史机遇的开篇之年。我们维持今年4月1日《2010年4月食品饮料行业投资组合:历史性伊利股份(600887)投资机会到来》和2009年3月9日、5月4日、8月31日和11月1日以来伊利股份(600887)4篇深度报告观点,在此仅重复部分内容,即2009年下半年报告显示公司销售继续全面恢复,我们维持前几篇深度研究报告中的判断,即毛利率拐点出现,调升全年销售收入同比增速5个百分点,调升毛利率(液体乳、奶粉、冷饮)各(1.8,0.8,1.7)个百分点,调升销售费用率和管理费用率0.4和0.7个百分点,将促成公司业绩迅速回升,提前一年重返原有上升通道之概率较大;与蒙牛升“常配”降“日配”液体乳升级策略不同,伊利多年来一直采用液体乳、奶粉和冰淇淋等全产品线策略,且各品项均无短板,其中“现金牛”业务液体乳一直以高毛利“常配”产品为主,近两年毛利率分别高出蒙牛3.5和7.3个百分点,奶粉是区别于主要竞争对手蒙牛的“明星类”业务,CAGR2008-2011近25%,冷饮业务未来若干年有望随着产品提价和结构升级,盈利能力将大幅提高。

3. 投资建议

我们维持《2010年4月食品饮料行业投资组合:历史性伊利股份(600887)投资机会到来》测算2010和2011年EPS分别为1.51和2.06元,维持去年初以来的“推荐”评级。我们认为目前时点情况下,公司是2010年唯一超额收益食品饮料主板大市值股。

公司深度分析报告请参看11月1日《伊利股份(600887)深度研究报告:超越预期 迎接历史机遇(三次更新)》、8月31日《伊利股份(600887)深度研究报告:超越预期 迎接历史机遇(更新)》和5月4日《伊利股份(600887)深度更新报告:超越预期 迎接历史机遇》,第一篇深度报告请参看3月9日《伊利股份(600887)深度研究报告:稳健全面 迎接历史机遇》。

表 1：财务季度分析（百万元）

	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1
主营业务收入	4,747.31	6,763.64	7,599.05	2,548.59	5,122.29	7,138.50	7,034.52	5,028.23	7,014.38
YoY	22%	24%	41%	-45%	8%	6%	-7%	97%	37%
主营业务成本	3,468.91	4,677.87	5,436.32	2,266.05	3,327.58	4,587.25	4,469.46	3,393.79	4,759.20
YoY	22%	18%	36%	-36%	-4%	-2%	-18%	50%	43%
主营业务税金	29.03	27.27	27.03	38.17	21.59	28.66	20.89	37.69	32.39
YoY	107%	-4%	23%	108%	-26%	5%	-23%	-1%	50%
营业费用	921.79	1,666.04	1,972.18	972.37	1,417.94	2,038.47	1,949.63	1,090.06	1,800.70
YoY	19%	42%	85%	9%	54%	22%	-1%	12%	27%
管理费用	259.73	285.68	313.29	1,056.73	206.73	296.57	339.27	348.40	306.53
YoY	101%	147%	148%	106%	-20%	4%	8%	-67%	48%
财务费用	4.22	(5.70)	(3.07)	19.00	14.16	7.98	4.39	(4.13)	5.97
YoY	-65%	-187%	-159%	263%	235%	-240%	-243%	-122%	-58%
营业利润	63.66	88.37	(272.98)	(1,929.06)	135.29	185.55	247.80	96.78	112.09
YoY	-56%	-39%	269%	429%	113%	110%	-191%	-105%	-17%
投资收益	0.00	2.95	0.00	17.06	0.98	11.46	(0.26)	2.94	2.11
YoY	-100%	406%	-100%	-2214%	#DIV/0!	288%	#DIV/0!	-83%	115%
利润总额	68.48	148.38	(208.29)	(1,964.21)	144.39	207.93	312.17	147.38	155.03
YoY	-55%	-4%	-252%	482%	111%	40%	-250%	-108%	7%
所得税	21.97	65.18	24.08	(330.16)	21.57	58.35	33.62	33.07	29.65
YoY	-39%	150%	7%	-1533%	-2%	-10%	40%	-110%	37%
少数股东损益	(9.16)	22.01	(6.33)	(55.78)	9.48	8.66	6.77	(7.30)	0.63
YoY	235%	219%	177%	-367%	304%	161%	307%	187%	193%
归属母公司净利	55.67	61.19	(226.04)	(1,578.27)	113.34	140.92	271.78	121.62	124.75
YoY	-49%	-48%	-319%	349%	104%	130%	-220%	-108%	10%
占第一季度比例	100%	110%	-406%	-2835%	100%	124%	240%	218%	100%
毛利率	26.9%	30.8%	28.5%	11.1%	35.0%	35.7%	36.5%	32.5%	32.2%
主营业务税金率	0.6%	0.4%	0.4%	1.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.7%	0.5%
营业费用率	19.4%	24.6%	26.0%	38.2%	27.7%	28.6%	27.7%	21.7%	25.7%
管理费用率	5.5%	4.2%	4.1%	41.5%	4.0%	4.2%	4.8%	6.9%	4.4%
财务费用率	0.1%	-0.1%	0.0%	0.7%	0.3%	0.1%	0.1%	-0.1%	0.1%
营业利润率	1.3%	1.3%	-3.6%	-75.7%	2.6%	2.6%	3.5%	1.9%	1.6%
利润率	1.4%	2.2%	-2.7%	-77.1%	2.8%	2.9%	4.4%	2.9%	2.2%
所得税率	32.1%	43.9%	-11.6%	16.8%	14.9%	28.1%	10.8%	22.4%	19.1%
净利润率	1.2%	0.9%	-3.0%	-61.9%	2.2%	2.0%	3.9%	2.4%	1.8%

资料来源：中国银河证券研究所

投资摘要：

驱动因素、关键假设及主要预测：

1) 我们延续 2005 年 7 月 23 日行业深度报告《乳品行业：至少 3 倍增长空间——从全球看中国》观点，判断未来液体乳市场消费量至少增长 1 倍，亦即再造一个相同市场容量的市场！我们按如下方法进行保守计算，(1) 将全球各主要液体乳消费国人均消费量进行排序；(2) 取人均消费 23-102 公斤的全球各主要消费国中的最后三个国家数据，再将各国城市化率代入公式，我国则按未来 5 年城市化率达到 50% 进行计算；(3) 对比该平均值与我国 15 公斤消费平均值，计算出行业增长空间。如果考虑到城市化率的进一步提高和人口数量的增长，那么增长空间将继续扩大。我们判断行业销售收入 CAGR2008-2015 为 6.2%；

2) 三大业务销售全面恢复，市场份额的提高将促使销售收入 CAGR08-11 和 CAGR08-15 分别达到 17% 和 14%。按收入计算，2015 年公司市场份额将从 2008 年的 14% 提高到 23%，我们保守判断 2023 年达到 30%，对应的销售收入分别为 539 亿元和 998 亿元；

3) 毛利率不一定出现下降拐点，其实净利率更重要。2009 年公司毛利率在 36% 左右，主要源于(1) 产品结构调整见效，高毛利高端液体乳和奶粉业务占比提高；(2) 原奶价格同比降幅较大，均价维持在 2.5 元左右；(3) 三聚氰胺事件和竞争对手战略导向变化后，行业价格促销战出现放缓迹象等因素；2010 年随着(1) 奶粉提价 10%、(2) 液体乳个位数提价，和前述(1) 和(3)，毛利率可稳定在一定水平上。

我们与市场不同的观点：

行业大市值股在年内表现平平，因此行业指数表现乏味。公司将成为年内 200 亿元以上大市值唯一具有超额收益投资品种。

市场普遍质疑公司销售的复苏程度——来源于一线城市草根调研，或对公司销售复苏速度过分乐观——来源于部分市场草根调研。我们认为，(1) 液体乳替代品的缺失，将保障行业在消费者淡忘三聚氰胺事件后，继续在上升通道增长，虽然增速会放缓。另外豆奶替代性仍然需要观察，部分转基因大豆是个问题；(2) 奶粉业务恢复速度超预期来源于三鹿二三线城市以下部分市场份额的让出；(3) 冷饮业务产品提价和结构升级，盈利能力大幅提高。三大业务 2010 年销售量恢复比例全面超过 100%。

公司估值与投资建议：

考虑到公司销售恢复的高确定性和业绩充分展现概率，我们继续给予公司推荐的投资评级；基于对公司的估值假设及与同行业上市公司的对比，我们认为公司具备良好的相对投资价值和长期绝对投资价值。

股票价格表现的催化剂：

事件题材出现。

主要风险因素：

主要不确定因素是特定事件的发生时点。

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

食品饮料行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围：

A股：青岛啤酒（600600.SH）、张裕（000869.SZ、200869.SZ）、双汇发展（000895.SZ）、泸州老窖（000568.SZ）、三全食品（002216.SZ）、贵州茅台（600519.SH）、五粮液（000858.SZ）

港股：青岛啤酒股份（0168.HK）、汇源果汁（1886.HK）、中国食品（0506.HK）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032
电话：010-66568888
传真：010-66568641
网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：
北京地区联系： 010-66568849
上海地区联系： 010-66568281
深圳广州地区联系： 010-66568908