

评级：买入 维持评级

业绩点评

市价（人民币）：32.60 元

费用下降缓解成本压力，奶粉业务仍是亮点

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)	26,057.92
年内股价最高最低(元)	36.91/16.52
沪深 300 指数	2858.57
上证指数	2610.74



相关报告

- 《摘帽将引来更多资金关注》，2010.6.9
- 《伊利产能再扩张 奶粉业务强者恒强》，2010.5.13
- 《业绩调控弹性较大 未来释放看行权》，2010.4.27

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	28.92	24.02	20.35
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

- 伊利股份公布 2010 年中报：营业收入同比增长 20.31%，为 147.51 亿；净利润同比增长 35.58%，为 3.45 亿，对应 EPS 为 0.43 元，其中二季度单季贡献 EPS 为 0.28 元。
- 液体乳业务同比增长 28.93%，为 100.21 亿；奶粉及奶制品业务同比增长 15.80%，为 24.55 亿；冷饮业务同比略微下降 4.27%，为 20.26 亿。

经营分析

- 毛利增长低于收入，显示上半年经营成本压力较大
 - 上半年收入增长 20.3%，但毛利增长只有 7.78%，毛利率同比下降 3.7 个百分点，显示上半年原奶价格走高对公司经营有较大的影响。
 - 得益于期间费用的下降（主要是营业费率下降 3.73 个百分点）及所得税率的下降（下降 3.8 个百分点），最终净利润同比增长实现 35.58%，其中二季度单季净利率录得 2.84% 的水平，较一季度 1.78% 有较大提升。
- 三大业务板块中，奶粉业务显示出较强成本传导能力
 - 公司三个业务板块中，液体乳业务、奶粉业务及冷饮业务毛利率同比下降 5.18、2.01 和 3.95 个百分点，分别为 20.71%、28.17% 和 20.82%。三大业务板块对比可看到，奶粉业务显示出较强的成本传导能力。
 - 公司奶粉业务仍将是未来利润贡献亮点：上半年市场占有率稳中有升，为 9.5%，其中超高端金领冠系列产品表现最为突出，上半年市场占有率为 09 年全年同比提升超过 60%。我们认为最近行业内的系列食品安全事件将加速行业的整合速度，龙头企业集中度将进一步得到提升，伊利作为中资奶粉领军企业，将受益于此趋势。

盈利调整及投资建议

- 我们维持前期盈利预测：10-12 年销售收入分别实现 261.37 亿、278.12 亿和 292.38 亿，同比增长 7.5%、6.4% 和 5.1%。10-12 年净利润分别实现 9.01、110.85 和 12.80 亿，对应 EPS 分别为 1.127、1.357 和 1.602 元。

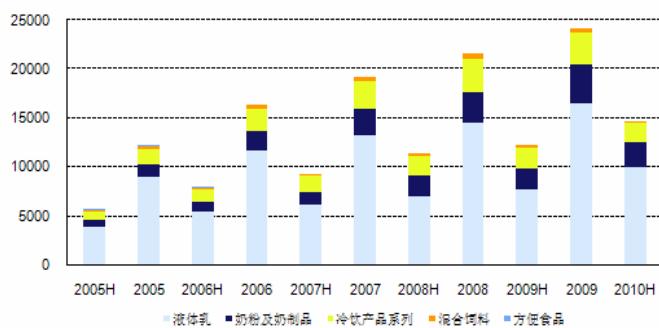
陈钢

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

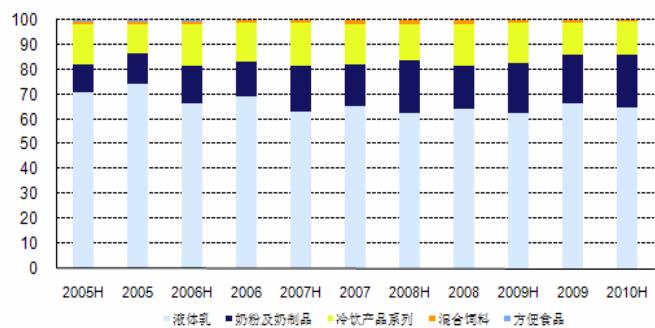
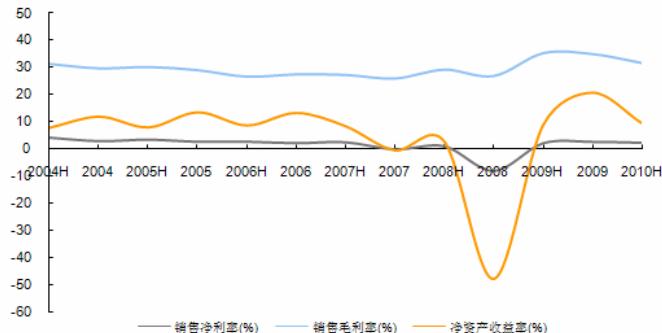
图表1：中报利润表对比

单位: 百万元	2009Q1	2010Q1	2009Q2	2010Q2	2009H	2010H	同比变化
销售收入	5,122.29	7,014.38	7,138.50	7,736.35	12,260.79	14,750.73	20.31%
毛利率	35.04	32.15	35.74	31.40	35.45	31.76	-10.41%
毛利	1,794.71	2,255.18	2,551.25	2,428.97	4,345.96	4,684.15	7.78%
主营业务税金及附加	21.59	32.39	28.66	36.11	50.25	68.50	36.31%
税金及附加占比	0.42	0.46	0.40	0.47	0.41	0.46	13.30%
营业费用	1,417.94	1,800.70	2,038.47	1,806.92	3,456.41	3,607.63	4.38%
营业费用率	27.68	25.67	28.56	23.36	28.19	24.46	-13.24%
管理费用	206.73	306.53	296.57	321.45	503.30	627.98	24.77%
管理费用率	4.04	4.37	4.15	4.16	4.10	4.26	3.71%
财务费用	14.16	5.97	7.98	(4.33)	22.14	1.64	-92.58%
财务费用率	0.28	0.09	0.11	(0.06)	0.18	0.01	-93.83%
营业利润	135.29	112.09	185.55	250.89	320.84	362.98	13.13%
营业利润率	2.64	1.60	2.60	3.24	2.62	2.46	-5.96%
税前利润	144.39	155.03	207.93	282.46	352.32	437.49	24.17%
税前利润率	2.82	2.21	2.91	3.65	2.87	2.97	3.21%
所得税率	14.94	19.13	28.06	18.75	22.68	18.88	-16.76%
净利润	113.34	124.75	140.92	219.97	254.26	344.72	35.58%
净利率	2.21	1.78	1.97	2.84	2.07	2.34	12.69%
EPS	0.14	0.16	0.18	0.28	0.32	0.43	34.38%

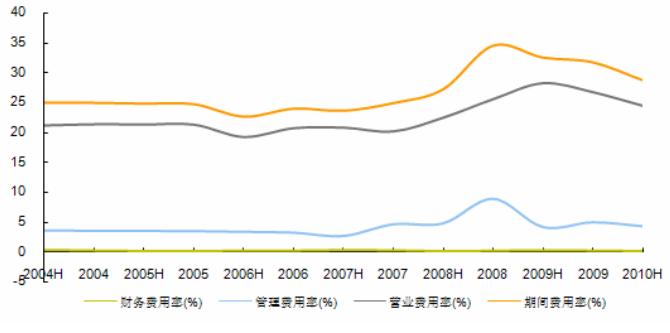
来源：国金证券研究所

图表2：产品销售收入结构


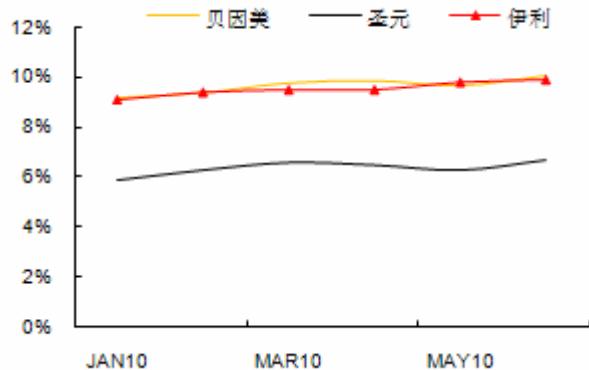
来源：国金证券研究所

图表3：产品毛利结构

图表4：关键财务指标 1


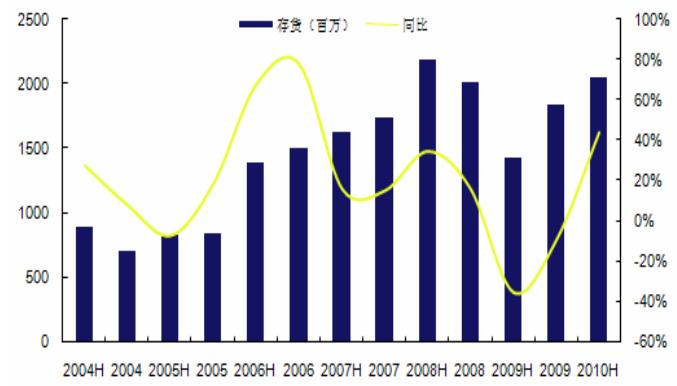
来源：国金证券研究所

图表5：关键财务指标 2


图表6：中资奶粉前三名市占率对比



图表7：公司存货情况



来源：国金证券研究所

图表8：乳制品主要企业中报数据对比

	平均增长 率 (%)	600887.SH 伊利股份		600597.SH 光明乳业		002329.SZ 皇氏乳业		ADY.US 飞鹤		SYUT.US 圣元	
		10H(百万元)	同比增 长	10H(百万元)	同比增 长	10H(百万元)	同比增 长	10H(百万元)	同比增 长	10H(百万元)	同比增 长
资产负债表关键指标											
存货	33.8%	2,055	44.3%	543	-5%	37	61%	395	-11.1%	783	103.6%
预收账款	59%	603	96%	169	6%	7	15%	50	-0.24	102	1.15
利润表关键指标											
营业收入	17.5%	14,751	20.3%	4,327	12.3%	182	26.7%	912	-13.9%	1,134	38.3%
营业成本	24.1%	10,067	27.2%	2,792	16.5%	110	33.6%	524	31.4%	552	4.3%
毛利	6.5%	4,684	7.8%	1,536	5.4%	71	17.2%	388	-41.2%	582	100.0%
销售费用	2.5%	3,608	4%	1,324	10%	34	29%	395	10.4%	278	-0.39
管理费用	23.2%	628	24.8%	117	-8%	11	23%	105	35.7%	116	52.0%
营业利润	10.6%	363	13.1%	64	-25.9%	24	22.7%	-151	-167.6%	192	193.4%
利润总额	20.1%	437	24.2%	77	-10.4%	31	40.0%	-98	-138.3%	161	167.1%
净利润	22.0%	355	30.3%	65	56.5%	30	45.2%	-104	-143.0%	131	170.4%
归属母公司股东的净利润	23.1%	345	35.6%	61	34.7%	30	45.2%	-103	-142.4%	131	170.7%
现金流量表关键指标											
经营活动现金流量净额	-70.2%	1,017	-34%	37	-57%	-17	-178%	275	-0.36	-673	-11.86
主要财务指标 (%)											
毛利率	34.08	31.8	-10.4%	35.5	-6%	39.2	-7%	42.6	-31.7%	51.3	44.6%
管理费用率	4.59	4.3	3.7%	2.7	-18%	6.3	-3%	11.5	57.6%	10.2	9.9%
税前利润率	2.86	3.0	3%	1.8	-20.2%	17.2	10.5%	-10.7	-145%	14.2	149%
所得税率	21.73	18.9	-16.8%	15.4	-70%	4.8	-42%	-6.6	-147.6%	18.6	-16.9%
销售净利率	2.18	2.3	12.7%	1.4	19.9%	16.4	14.7%	-11.3	-149.2%	11.5	151.1%
净资产收益率	4.61	9.5	9.5%	2.9	26.6%	4.1	-65.4%	-7.1	-126.9%	29.2	272.4%

来源：国金证券研究所（注：蒙牛中报尚未披露，因此暂未列入统计）

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	1	1	5	7	20
买入	0	0	0	6	11
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.30	1.37

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	2008-09-01	买入	14.88	N/A
2	2008-10-31	持有	6.89	N/A
3	2009-08-28	买入	16.77	21.00 ~ 23.81
4	2009-11-01	买入	23.16	N/A
5	2010-04-27	买入	32.68	39.00 ~ 40.71
6	2010-05-13	买入	31.60	N/A
7	2010-06-09	买入	30.09	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形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：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

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