

公司研究

公司点评

跟踪评级：短期_强烈推荐，长期_A

产能继续扩张，推动业绩增长

——伊利股份(600887)公司点评

核心观点

1 半年业绩表现超预期。伊利股份上半年实现收入 147 亿元，同比增长 20.3%，实现净利润 3.44 亿元，同比增长 35.6%，每股收益 0.43 元。上半年业绩超越市场预期。

2 费用率下降和补贴增加是业绩超预期的原因。伊利上半年综合毛利率 31.8%，下降 3.69 个百分点。分产品毛利中，液体乳毛利下降 4.85 个百分点，冷饮业务下降 3.19 个百分点，奶粉业务毛利率上升 0.18 个百分点。奶粉毛利未受到原料奶成本上升影响，体现伊利奶粉的市场溢价能力，液态乳毛利率受原料奶上涨不利影响，但也是行业普遍现象。销售费用率下降 3.75 个百分点，是公司业绩超预期原因之一。另一方面原因是收到政府补贴 1.13 亿元，同比增加 0.62 亿元。

3 奶粉增长略低于预期，但长期看好伊利奶粉。上半年液态乳收入增长 28.9%，奶粉收入增长 15.8%，冷饮收入下降 4.3%。液态乳收入增速远超越行业平均水平，奶粉收入增速低于预期。三聚氰胺事件后伊利已经成为国内婴幼儿奶粉的领先者，品牌优势和渠道扩张将继续推动伊利在婴幼儿奶粉市场的份额提升，长期看好伊利奶粉的盈利增长。

4 进入新一轮产能建设周期。公司期末在建工程账面金额达到 5.18 亿元，在建工程预算总金额达 30.9 亿元。从 09 年 7 月开始公司进入新一轮产能建设周期，新建产能包括液态乳、奶粉和冷饮。本轮资产投资规模约 20 亿，2011 年起项目将陆续达产，预计可新增产能 2000 吨/日-2200 吨/日。

5 产能扩张，推动收入规模持续增长。伊利上一轮大规模产能建设期在 05 年，新增的 120 万吨/年产能推动公司 06 年至 09 年收入复合增长率达到 19%。我们认为本次新建产能将继续推动伊利未来销量和收入增长。伊利的奶源建设采取“自建牧场、奶联社和家庭牧场”三种模式，自建牧场和奶联社占比会逐渐提升，充足奶源会保证产能的顺利释放。

6 预测 2010 年 EPS1.08 元。预测公司 10 年 EPS1.08 元，11 年 EPS1.46 元，对应 8 月 30 日收盘价的 10 年动态 PE 为 32.7 倍，11 年动态 PE 为 24.2 倍。股权激励行权事宜是公司业绩释放的开关，我们对此仍持乐观判断。2011 年后业绩增长将有新增产能释放来支撑。我们维持公司“短期_强烈推荐，长期_A”的投资评级。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	79932.28
流通A股(万股)	72775.32
52周内股价区间(元)	16.19-37.46
总市值(亿元)	281.28
总资产(亿元)	131.52
每股净资产(元)	4.31
目标价	6个月 12个月

相关报告

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	24,323.55	29,325.21	35,192.68	39,187.69
同比增速(%)	12.30%	20.56%	20.01%	11.35%
净利润(百万)	647.66	860.12	1,163.25	1,499.64
同比增速(%)	-138.38%	32.80%	35.24%	28.92%
EPS(元)	0.78	1.08	1.46	1.88
P/E	45.2	32.7	24.2	18.7

研究员：王明德
 电话：010-84183372
 Email: wangmingde@guodu.com
 执业证书编号：S0940200010025

研究员：徐昊
 电话：010-84183293
 Email: xuhao@guodu.com
 执业证书编号：S0940210060003

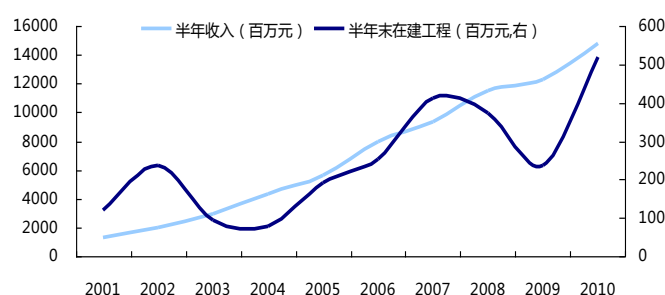
独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

表 1 伊利股份近期产能投资情况

公告时间	投资项目	投资金额	建设周期	预计达产时间	备注
2009 年 7 月	华北奶粉产能	2.89 亿元	12 个月	2010 年 7 月	流通产能
2009 年 9 月	伊利-乳都科技示范园	4.06 亿元	17 个月	2011 年 3 月	-
2009 年 12 月	京津唐酸奶、奶酪产能	3.82 亿元	16 个月	2011 年 5 月	220 吨/日
2010 年 4 月	山东临朐 UHT 和冷饮产能	3.9 亿元	15 个月	2011 年 8 月	1040 吨/日
2010 年 5 月	杜尔伯特配方奶粉产能	5.52 亿元	19 个月	2012 年 1 月	4.5 万吨
投资金额合计		20.2 亿元	新增产能估计		2000 吨/日

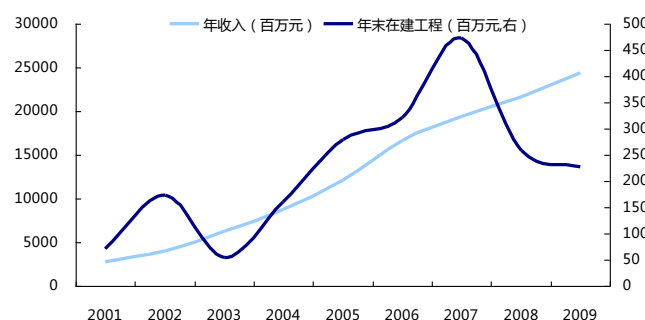
资料来源：公司公告、国都证券研究所

图 1：伊利半年收入规模和中期末在建工程金额关系



资料来源：公司中期报告、国都证券研究所

图 2：伊利全年收入规模和年末在建工程金额关系



资料来源：公司年报、国都证券研究所

1、业绩预测

1.1 基本假设

- 1、假设 10 年液态乳收入增长 24.3%，11 年液态乳收入增长 18.7%，12 年液态乳收入增长 12.1%；假设 10 年奶粉业务收入增长 26.6%，11 年奶粉业务收入增长 37.3%，12 年奶粉业务收入增长 13.6%；假设 10 年冷饮业务收入增长 2.2%，11 年收入增长 3.8%，12 年收入增长 2.6%。
- 2、假设 10 年液态乳毛利率 30.8%，11 年液态乳毛利率 30.9%，12 年液态乳毛利率 31.5%；假设 10 年奶粉业务毛利率 40.1%，11 年奶粉业务毛利率 40.9%，12 年奶粉业务毛利率 40.9%；假设 10 年冷饮业务毛利率 30.9%，11 年冷饮业务毛利率 31.1%，12 年冷饮业务毛利率 31.7%。
- 3、假设 10 年销售费用 7 亿元，10 年期间费用占比 24.9%；11 年期间费用占比 23.7%；12 年期间费用占比 23.1%，收入规模扩张加速造成期间费用占比下降。
- 4、公司部分子公司享受优惠税率，假设 10 年至 12 年所得税实际税率 18.7%。

1.2 伊利股份盈利预测

表 2 伊利股份主营业务收入预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
液体乳(百万元)	14441.80	16554.80	20585.00	24442.91	27397.24

增长率 (%)	8.96%	14.63%	24.34%	18.74%	12.09%
毛利率 (%)	25.78%	34.08%	30.80%	30.91%	31.05%
奶粉及奶制品(百万元)	3233.31	3963.63	5016.00	6888.64	7827.22
增长率 (%)	18.87%	22.59%	26.55%	37.33%	13.63%
毛利率 (%)	30.62%	42.25%	40.14%	40.91%	40.94%
冷饮产品系列(百万元)	3320.23	3263.63	3334.28	3459.50	3549.56
增长率 (%)	21.39%	-1.70%	2.16%	3.76%	2.60%
毛利率 (%)	29.96%	33.66%	30.98%	31.10%	31.67%
混合饲料(百万元)	542.79	426.16	389.93	401.63	413.68
增长率 (%)	8.89%	-21.49%	-8.50%	3.00%	3.00%
毛利率 (%)	15.41%	17.42%	11.56%	12.41%	13.69%
营业收入 (百万元)	21658.59	24323.55	29325.21	35192.68	39187.69
营业成本 (百万元)	15849.14	15778.07	19892.96	23692.43	26294.67

数据来源：国都证券研究所

表 3 伊利股份盈利预测

	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入(万元)	2,432,354.75	2,932,520.76	3,519,267.72	3,918,769.20
营业收入(万元)	2,432,354.75	2,932,520.76	3,519,267.72	3,918,769.20
营业总成本(万元)	2,367,325.91	2,840,355.09	3,380,748.35	3,731,253.56
营业成本(万元)	1,577,807.37	1,989,296.09	2,369,242.99	2,629,467.18
营业税金及附加(万元)	10,883.28	13,196.34	15,836.70	17,634.46
销售费用(万元)	649,609.15	704,437.16	834,699.09	905,913.82
管理费用(万元)	119,096.31	128,079.48	156,506.08	174,886.84
财务费用(万元)	2,240.27	2,346.02	2,463.49	2,351.26
资产减值损失(万元)	7,689.53	3,000.00	2,000.00	1,000.00
其他经营收益(万元)				
公允价值变动净收益(万元)				
投资净收益(万元)	1,512.51	900.00	1,000.00	1,000.00
营业利润(万元)	66,541.36	93,065.67	139,519.36	188,515.64
营业外收入(万元)	20,923.28	23,015.61	16,110.93	11,277.65
营业外支出(万元)	6,276.95	7,469.58	8,888.79	10,577.67
利润总额(万元)	81,187.68	108,611.71	146,741.50	189,215.63
所得税(万元)	14,660.85	20,310.39	27,440.66	35,383.32
净利润(万元)	66,526.83	88,301.32	119,300.84	153,832.30
少数股东损益(万元)	1,760.86	2,289.12	2,975.86	3,868.61
归属于母公司所有者的净利润(万元)	64,765.97	86,012.20	116,324.98	149,963.69
全面摊薄每股收益(元)	0.78	1.08	1.46	1.88

数据来源：国都证券研究所

2、投资建议

预计公司 10 年 EPS1.08 元，11 年 EPS1.46 元，对应 8 月 30 日收盘价的 10 年动态 PE 为 32.7 倍，11 年动态 PE 为 24.2 倍。行权事宜是公司业绩释放的开关，我们对此仍持乐观判断。2011 年后的业绩增长将有新增产能的释放来支撑。我们维持公司“短期_强烈推荐，长期_A”的投资评级。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com
刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com	傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装	liyun@guodu.com	吕爱兵		lvaiying@guodu.com
姚小军	基金	yaoxiaojun@guodu.com	陈薇	衍生品	chenwei@guodu.com
苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
赵荣杰	衍生品	zhaorongjie@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com