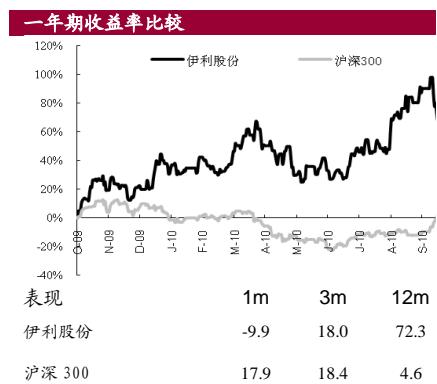


2010 年 10 月 29 日

市场数据		2010 年 10 月 28
当前价格 (元)	38	
52 周价格区间 (元)	21.90 - 44.35	
总市值 (百万)	30374.26	
流通市值 (百万)	27654.62	
总股本 (万股)	79932	
流通股 (万股)	72775	
日均成交额 (百万)	271	
近一月换手 (%)	22.51	
Beta (2 年)	0.61	
第一大股东	呼和浩特投资有限责任公司	
公司网址	www.yili.com	


相关报告
伊利股份 2010 年中报简评：发展势头良好，逢低买入
黄黎明
+86 755 21515595
Huangliming@jyzq.cn
执业证书编号：
S0340208070036
伊利股份 (600887) 2010 年三季报点评
——把握逢低买入机会
评级：买入

赢利预测	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	24,324	29,077	34,191	39,677
主营收入增长率 (%)	12.3%	19.5%	17.6%	16.0%
归母公司净利 (百万元)	648	800	1,084	1,465
净利润增长率 (%)	—	23.6%	35.4%	35.2%
每股收益 (元)	0.81	1.00	1.36	1.83
PE	46.90	37.95	28.02	20.73
PB	8.82	8.07	7.24	6.35

资料来源：金元证券研究所

伊利股份今日公布三季报，前三季度共实现收入235.25亿元，同比增长21.92%，营业利润和归属母公司净利润为5.93亿元和5.51亿元，分别同比增长4.32%和4.69%，每股收益约0.69元。

- **收入增速快于预期。**2010年7-9月，营收87.74亿元，同比增长24.73%，远高于二季度增速(8.38%)，环比也增长13.42%，好于预期。1-8月，乳业收入和利润总额平均增速分别为17.86%和-1.82%，公司情况好于行业。公司收入的快速增长显示市场份额的扩大和行业地位的巩固，目前国内乳业也基本形成伊利、蒙牛双寡头竞争格局。
- **成本上升高于预期。**第三季度营业成本大增41.44%，毛利率27.95%，同比大降8.51个百分点，环比也降低3.45个百分点，高于预期，也是单季业绩下降24.2%的主要原因。

下半年以来，国内外原奶和奶粉价格继续走高。8月份进口奶粉均价3882美元/吨，同比涨80%，再创历史新高，进口量增逾90%；9月份主产区原奶均价2.98元/公斤，同比涨26.31%，已超过2008年的高点。目前，尽管下游乳制品消费恢复良好，但是上游的原奶环节仍是制约乳企的硬伤，也给国外奶粉可乘之机。

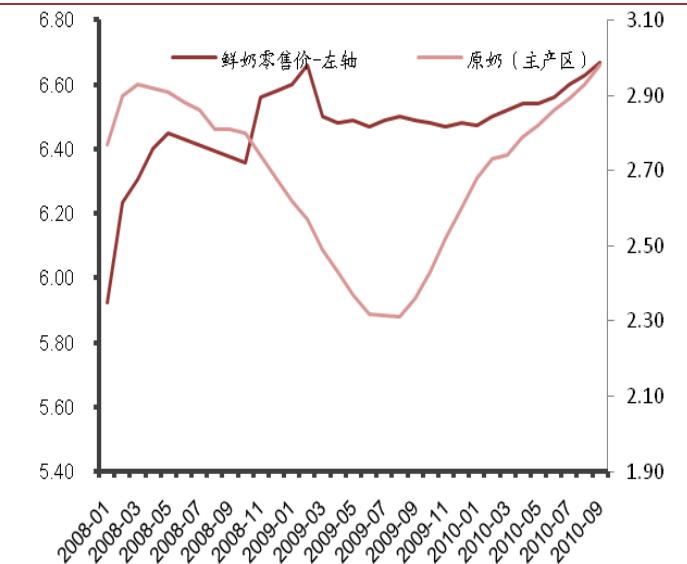
- **营业费用继续下降。**营业费用占比较大，不过，第三季度公司营业费用再次同比下降8.9%，营业费用率20.24%，同比下降7.47个百分点。
- **把握逢低买入机会。**尽管第三季度伊利的业绩受成本所拖累，但是我们欣喜的看到公司的收入的快速增长和营业费用的开始回落，这正是公司市场地位和品牌力提升的表现。

预计2010-2012年的EPS分别为1元、1.36元和1.83元，短期的业绩低于预期不改公司向好的趋势和我们的投资评级，维持“买入”评级，建议把握逢低介入机会。

图 1: 进口奶粉价量



图 2: 鲜奶零售价和原奶价格 (元/公斤)



资料来源: WIND 资讯

表1: 伊利股份毛利率、营业费用率对EPS敏感性分析

	毛利率						
	1.00	25.00%	27.00%	29.00%	30.00%	32.00%	
营业费用率	17.00%	0.8590	1.4338	2.0086	2.2959	2.8707	
	19.00%	0.2843	0.8590	1.4338	1.7212	2.2959	
	20.00%	-0.0031	0.5717	1.1464	1.4338	2.0086	
	21.00%	-0.2905	0.2843	0.8590	1.1464	1.7212	
	22.00%	-0.5779	-0.0031	0.5717	0.8590	1.4338	
	23.00%	-0.8652	-0.2905	0.2843	0.5717	1.1464	

资料来源: 金元证券研究所

附表1: 伊利股份主要财务指标比较

(百万)	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	YOY	YOY
单季现金流量表									
经营活动现金流量	530.39	1,018.20	1,066.46	-586.22	572.33	444.90	618.57	-56.31%	-42.00%
投资活动现金流量	-158.73	-139.14	-104.73	-312.82	-318.95	-333.26	-183.41	—	—
筹资活动现金流量	-301.62	-335.67	1,052.74	-513.58	-25.97	-80.93	-45.94	—	—
单季利润表									
营业总收入	5,122.29	7,138.50	7,034.52	5,028.23	7,014.38	7,736.35	8,773.90	8.38%	24.73%
营业收入	5,122.29	7,138.50	7,034.52	5,028.23	7,014.38	7,736.35	8,773.90	8.38%	24.73%
营业总成本	4,987.99	6,964.42	6,786.46	4,934.39	6,904.41	7,489.03	8,548.15	7.53%	25.96%
营业成本	3,327.58	4,587.25	4,469.46	3,393.79	4,759.20	5,307.38	6,321.59	15.70%	41.44%
营业税金及附加	21.59	28.66	20.89	37.69	32.39	36.11	28.91	25.97%	38.37%
销售费用	1,417.94	2,038.47	1,949.63	1,090.06	1,800.70	1,806.92	1,776.14	-11.36%	-8.90%
管理费用	206.73	296.57	339.27	348.40	306.53	321.45	431.27	8.39%	27.12%
财务费用	14.16	7.98	4.39	-4.13	5.97	-4.33	-11.49	-154.26%	-361.41%
资产减值损失	-0.02	5.49	2.83	68.60	-0.39	21.49	1.72	291.55%	-39.06%
营业利润	135.29	185.55	247.80	96.78	112.09	250.89	230.21	35.22%	-7.10%
加: 营业外收入	17.08	34.14	77.80	80.21	59.50	53.88	57.13	57.82%	-26.57%

2010 年 10 月

GoldState Securities Inc.

减: 营业外支出	7.98	11.75	13.43	29.60	16.56	22.30	42.15	89.73%	213.82%
利润总额	144.39	207.93	312.17	147.38	155.03	282.46	245.19	35.84%	-21.46%
减: 所得税	21.57	58.35	33.62	33.07	29.65	52.96	37.32	-9.23%	10.99%
净利润	122.82	149.59	278.54	114.32	125.38	229.51	207.87	53.43%	-25.37%
减: 少数股东损益	9.48	8.66	6.77	-7.30	0.63	9.53	1.86	10.06%	-72.51%
归所有者净利润	113.34	140.92	271.78	121.62	124.75	219.97	206.01	56.09%	-24.20%
EPS (元)	0.142	0.176	0.340	0.152	0.156	0.275	0.258	56.09%	-24.20%
销售毛利率 (%)	35.04%	35.74%	36.46%	32.51%	32.15%	31.40%	27.95%	-4.34P	-8.51P
期间费用率 (%)	31.99%	32.82%	32.60%	28.53%	30.13%	27.46%	25.03%	-5.37P	-7.57P
其中 销售费用率 (%)	27.68%	28.56%	27.72%	21.68%	25.67%	23.36%	20.24%	-5.2P	-7.47P
管理费用率 (%)	4.04%	4.15%	4.82%	6.93%	4.37%	4.16%	4.92%	0P	0.09P
财务费用率 (%)	0.28%	0.11%	0.06%	-0.08%	0.09%	-0.06%	-0.13%	-0.17P	-0.19P
主营税金及附加率 (%)	0.42%	0.40%	0.30%	0.75%	0.46%	0.47%	0.33%	0.07P	0.03P
实际所得税率 (%)	14.94%	28.06%	10.77%	22.43%	19.13%	18.75%	15.22%	-9.31P	4.45P

资料来源: 金元证券研究所, WIND 资讯

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5%~15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%;

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.