

伊利股份 (600887.SH) 乳业行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

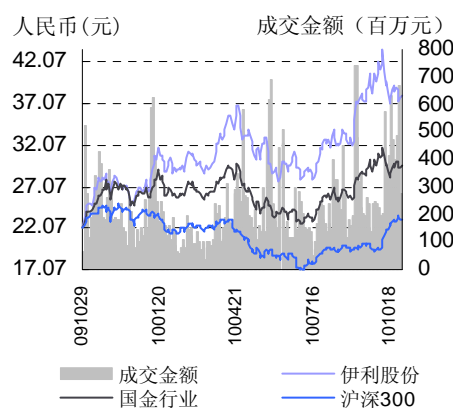
市价 (人民币): 38.00 元

压费用、抗成本、保增长

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)	30,374.26
年内股价最高最低 (元)	43.62/23.16
沪深 300 指数	3397.69
上证指数	2992.58



相关报告

1. 《费用下降缓解成本压力, 奶粉业务仍是亮点》, 2010.8.30
2. 《摘帽将引来更多资金关注》, 2010.6.9
3. 《伊利产能再扩张 奶粉业务强者恒强》, 2010.5.13

陈钢

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

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	1.008	1.330	1.761
每股净资产 (元)	3.49	4.31	5.19	6.39	8.02
每股经营性现金流 (元)	0.23	2.54	1.23	2.46	2.84
市盈率 (倍)	-3.79	28.58	22.97	17.42	13.15
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	24.44%	31.87%	32.46%
净资产收益率 (%)	-60.50%	18.81%	19.44%	20.82%	21.97%
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 10 年三季报: 营业收入同比增长 21.92%, 为 235.25 亿; 净利润同比增长 2.14%, 为 5.63 亿, 对应 EPS 为 0.69 元, 其中二季度单季贡献 EPS 为 0.26 元。

经营分析

■ 压费用、抗成本、保增长

- 今年以来原奶价格一路走高, 成本压力逐季增大。目前原奶价格同比涨幅已经达到 24.8%, 接近三年以来的历史最高水平。公司前三季度收入增长 21.92% 的同时, 成本增长达到 32.33%, 毛利率同比下降 5.48 个百分点, 原奶价格走高对公司经营的压力正不断体现。
- 期间费用进一步下降, 以御行业寒冬。前三季度营业费用率下降 5.13 个百分点, 三季度单季同比更是下降 7.47 个百分点。最终净利润同比勉强实现 2.14% 的增长, 其中三季度单季同比下降 25.37%。
- 终端涨价势在必行, 有利于缓解成本压力。我们认为几大奶企上调液终端价格势在必行, 光明 10 月份已经上调终端价格, 涨价幅度在 5-10%。
- 伊利产品结构最为合理, 成本消化与传导能力相比最强
 - 在成本高压面前, 伊利平衡的产品结构体现出较大优势。相比光明和蒙牛, 伊利其奶粉业务将成为贡献业绩的重要支柱。
 - 公司奶粉业务表现中规中矩, 前三季度市占率维持在 9.5%。值得一提的是, 赞助世博会对伊利超高端产品的拉动作用显现明显, 8 月超高端系列产品市场占有率上升至 3.2%, 在上海地区的市场份额增加至 6.8%。超高端系列产品的不俗表现有效提升伊利整体销售价格的不断上升。

盈利调整及投资建议

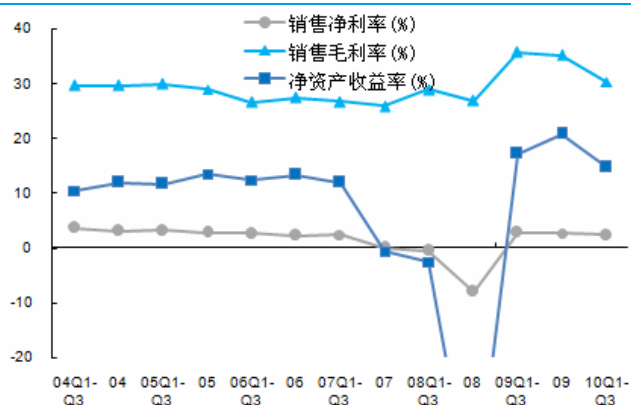
- 我们略微调整前期盈利预测: 10-12 年销售收入分别实现 297.01 亿、340.47 亿和 387.55 亿, 同比增长 22.1%、14.6% 和 13.8%。10-12 年净利润分别实现 8.06、10.63 和 14.08 亿, 对应 EPS 分别为 1.01、1.33 和 1.76 元。

图表1: 三季度财务对比

单位: 百万元	09Q3	10Q3	同比变化	09Q1-3	10Q1-3	同比变化	变化原因分析
资产负债表关键指标							
存货	1,180.44	2,171.10	83.92%	1,180.44	2,171.10	83.92%	
预收账款	449.65	852.74	89.65%	449.65	852.74	89.65%	
利润表关键指标							
营业收入	7,034.52	8,773.90	24.73%	19,295.31	23,524.63	21.92%	销量增加、原材料价格上涨
营业成本	4,469.46	6,321.59	41.44%	12,384.29	16,388.17	32.33%	
毛利	2,565.07	2,452.31	-4.40%	6,911.03	7,136.46	3.26%	
营业税金及附加	20.89	28.91	38.37%	71.14	97.41	36.92%	
销售费用	1,949.63	1,776.14	-8.90%	5,406.04	5,383.77	-0.41%	
管理费用	339.27	431.27	27.12%	842.57	1,059.25	25.72%	
财务费用	4.39	-11.49	-361.41%	26.53	-9.84	-137.10%	
营业利润	247.80	230.21	-7.10%	568.63	593.18	4.32%	
利润总额	312.17	245.19	-21.46%	664.49	682.68	2.74%	
净利润	278.54	207.87	-25.37%	550.95	562.75	2.14%	
归属母公司股东的净利润	271.78	206.01	-24.20%	526.04	550.73	4.69%	
基本每股收益(元)	0.34	0.26	-23.53%	0.66	0.69	4.55%	
现金流量表关键指标							
经营活动现金流量净额				2,615.05	1,635.81	-37.45%	

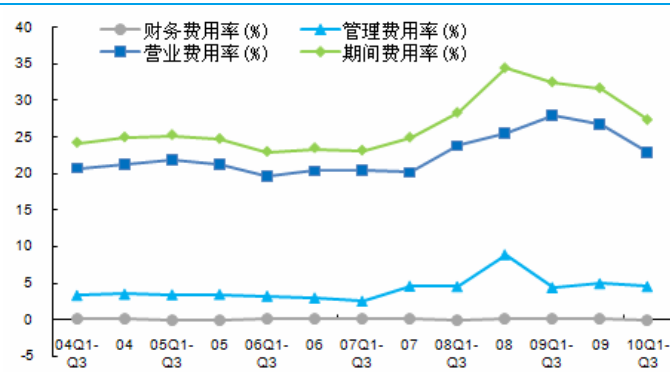
来源: 国金证券研究所

图表2: 关键盈利指标

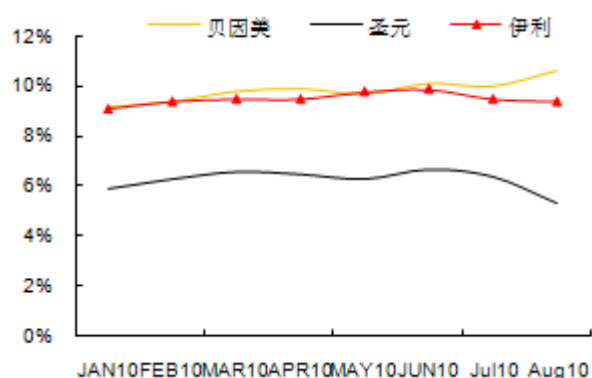


来源: 国金证券研究所

图表3: 关键费用指标

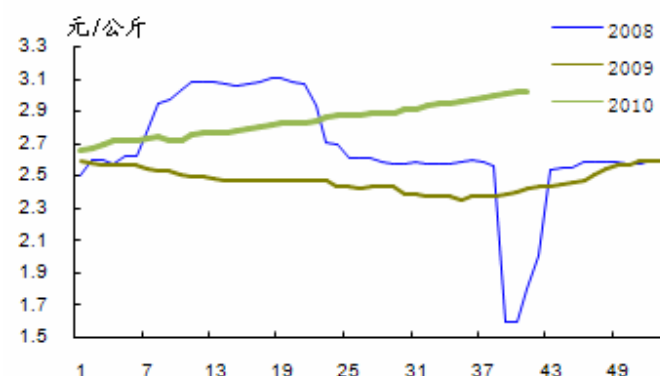


图表4: 中资奶粉前三名市占率对比

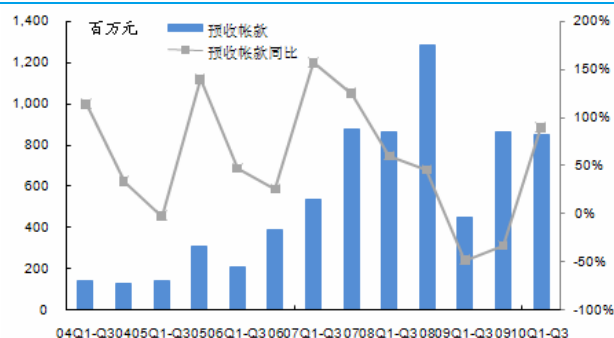


来源: 国金证券研究所

图表5: 重点产奶区原奶价格走势 (同比上涨 25%)

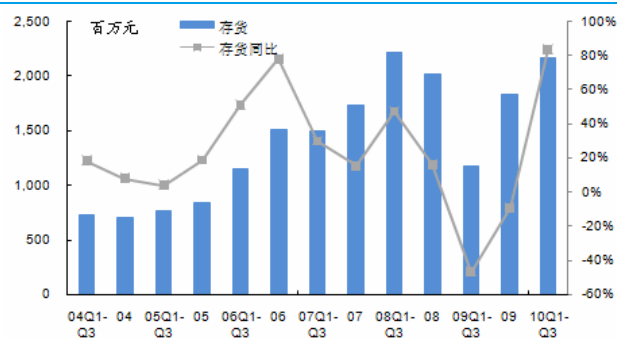


图表6: 公司预收账款情况



来源: 国金证券研究所

图表7: 公司存货情况



图表8: 季报数据分析

	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3
利润表 (百万元)								
营业收入	2548.59	5122.29	7138.50	7034.52	5028.23	7014.38	7736.35	8773.90
营业成本	2266.05	3327.58	4587.25	4469.46	3393.79	4759.20	5307.38	6321.59
毛利	282.54	1794.71	2551.25	2565.07	1634.45	2255.18	2428.97	2452.31
营业税金及附加	38.17	21.59	28.66	20.89	37.69	32.39	36.11	28.91
销售费用	972.37	1417.94	2038.47	1949.63	1090.06	1800.70	1806.92	1776.14
管理费用	1056.73	206.73	296.57	339.27	348.40	306.53	321.45	431.27
财务费用	19.00	14.16	7.98	4.39	(4.13)	5.97	(4.33)	(11.49)
营业利润	(1929.06)	135.29	185.55	247.80	96.78	112.09	250.89	230.21
利润总额	(1964.21)	144.39	207.93	312.17	147.38	155.03	282.46	245.19
净利润	(1634.05)	122.82	149.59	278.54	114.32	125.38	229.51	207.87
归属母公司股东的净利润	(1578.27)	113.34	140.92	271.78	121.62	124.75	219.97	206.01
基本每股收益(元)	(1.97)	0.14	0.18	0.34	0.15	0.16	0.28	0.26
主要财务指标 (%)								
毛利率	11.09	35.04	35.74	36.46	32.51	32.15	31.40	27.95
营业税金率	1.50	0.42	0.40	0.30	0.75	0.46	0.47	0.33
销售费用率	38.15	27.68	28.56	27.72	21.68	25.67	23.36	20.24
管理费用率	41.46	4.04	4.15	4.82	6.93	4.37	4.16	4.92
财务费用率	0.75	0.28	0.11	0.06	(0.08)	0.09	(0.06)	(0.13)
三项费用率	80.36	31.99	32.82	32.60	28.53	30.13	27.46	25.03
营业利润率	(75.69)	2.64	2.60	3.52	1.92	1.60	3.24	2.62
税前利润率	(77.07)	2.82	2.91	4.44	2.93	2.21	3.65	2.79
所得税率	16.81	14.94	28.06	10.77	22.43	19.13	18.75	15.22
销售净利率	(61.93)	2.21	1.97	3.86	2.42	1.78	2.84	2.35

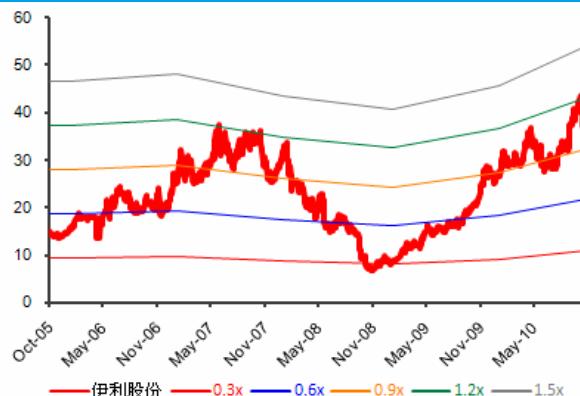
来源: 国金证券研究所

图表9: P/E 水平



来源: 国金证券研究所

图表10: P/S 水平



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	0	4	20	21	30
买入	0	0	7	7	14
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.23	1.24	1.27

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 2008-10-31	持有	6.89	N/A
2 2009-08-28	买入	16.77	21.00 ~ 23.81
3 2009-11-01	买入	23.16	N/A
4 2010-04-27	买入	32.68	39.00 ~ 40.71
5 2010-05-13	买入	31.60	N/A
6 2010-06-09	买入	30.09	N/A
7 2010-08-30	买入	35.19	N/A

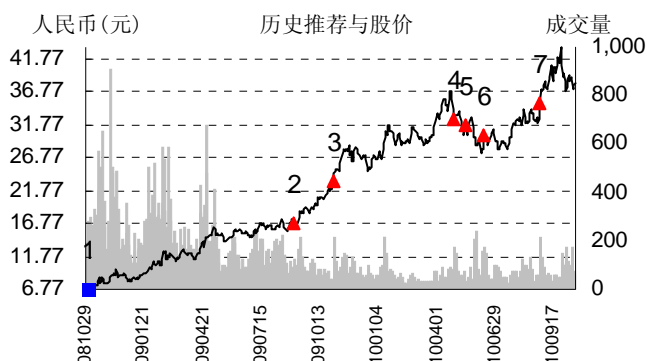
来源：国金证券研究所

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: 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