

2010 年 10 月 29 日

劉蒼

[LiuHui@e-capital.com.cn](mailto:LiuHui@e-capital.com.cn)

目標價(元) 49.00

#### 公司基本資訊

產業別	食品飲料
A 股價 (10/10/29)	40.32
上證綜合指數 (10/10/29)	2978.84
股價 12 個月高/低	43.62/22.06
總發行股數 (百萬)	799.32
A 股數 (百萬)	727.75
A 市值 (億元)	293.43
主要股東	呼和浩特投資有 限責任公司 (10.32%)
每股淨值 (元)	4.99
股價/帳面淨值	8.08
	一個月 三個月 一年
股價漲跌 (%)	-2.30 22.93 82.77

#### 近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
2010-08-30	32.6	買入

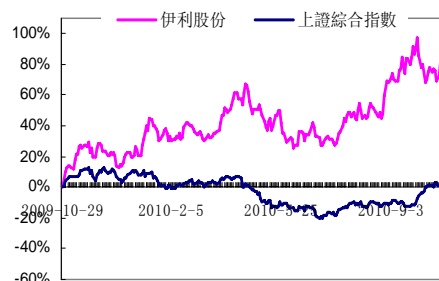
#### 產品組合

液體乳	68%
奶粉	17%
冷飲	14%
混合飼料	1%

#### 機構投資者占流通 A 股比例

QFII	1.77%
基金	47.83%
券商集合理財	1.36%
一般法人	3.15%

#### 股價相對大盤走勢



## 伊利股份(600887.SH)

Buy 買入

### 費用率降低有利緩解成本壓力

### 結論與建議：

雖然 2010 年 1-3Q 公司淨利潤同比增長 5%，但是我們認為市場已充分反映了原料奶價格上漲帶來的成本壓力。公司目前淨利潤率僅為 2.4%，費用率下降對淨利潤的提升空間極大。公司 2011 年 PE 為 27 倍，PS 僅為 0.9 倍，沒有反映公司在乳品行業中的品牌價值，建議買入。

- 2010 年 1-3Q 公司實現營業收入 235.25 億元，同比增長 21.92%；實現歸屬於上市股東的淨利潤 5.51 億元，同比增長 4.69%，實現每股收益 0.69 元，基本符合我們的預期。
- 單季度看，公司 3Q 淨利潤同比出現下滑，雖然營收同比增長 25%，但是淨利潤同比下降 24%。主要是近期原料奶價格大幅上漲，進口奶粉價格較 09 年底累計漲幅約 50%，國內原奶價格也同比上漲約 25%。使得公司 3Q 毛利率同比下降 8.5 個百分點，1-3Q 毛利率同比下降 5.5 個百分點，達到 30.34%。
- 我們認為未來乳業需求增速將放緩至 10% 左右的水準，但公司的市場份額依然有望提升，單價有望提升，預計未來幾年收入增速有望維持 15% 以上水準。同時原料奶價格仍將小幅上漲，在公司產品單價有望提升的背景下，預計毛利率仍將維持在 30% 左右的水準。
- 從產品來看，目前液體乳仍是公司利潤的主要來源，公司在液體乳市場的市場份額也明顯提高。但是由於三鹿破產讓出很大一部分奶粉市場份額，公司也極力擴張其奶粉產能，2010 年底和 2012 年初，分別有 4.5 萬噸奶粉項目和 4.5 萬噸配方奶粉項目投產。同時考慮到奶粉的價格傳導能力較強，預計將成為公司新的利潤增長點。
- 另外由於原料奶價格上漲，公司大幅降低了產品的促銷優惠，是的 1-3Q 的銷售費用率同比下降 5.13 個百分點，大部分抵消了毛利率下降帶來的負面影響。公司目前營業費用率依然高達 24% 左右，具有較大的下降空間，這將是公司未來淨利潤率提高、業績快速增長的最重要來源。
- 我們預計 2010、2011、2012 年將分別實現淨利潤 8.04 億元、11.24 億元和 14.90 億元，同比分別增長 24.20%、39.74% 和 32.57%，目前股價對應的 PE 分別為 37.8 倍、27.0 倍和 20.4 倍，維持買入的投資建議。

..... 接續下頁 .....

年度截止 12 月 31 日		2008	2009	2010F	2011F	2012F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	-1,687	648	804	1,124	1,490
同比增減	%	N.A.	N.A.	24.20%	39.74%	32.57%
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	-2.111	0.810	1.006	1.406	1.864
同比增減	%	N.A.	N.A.	24.20%	39.74%	32.57%
A 股市盈率(P/E)	X	N.A.	46.90	37.76	27.02	20.38
股利 (DPS)	RMB 元	0	0	0.2	0.3	0.35
股息率 (Yield)	%	0.00%	0.00%	0.53%	0.79%	0.92%



## 訪 談 報 告 Research Dept.

預期報酬(Expected Return；ER)為準，說明如下：

強力買入 StrongBuy ( $ER \geq 30\%$ )；買入 Buy ( $30\% > ER \geq 10\%$ )

中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )

賣出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ )；強力賣出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )

### 附一：合并損益表

百萬元	2008	2009	2010F	2011F	2012F
營業收入	21,659	24,324	28,543	32,888	37,865
經營成本	15,849	15,778	19,459	22,418	25,780
營業稅金及附加	122	109	110	99	114
銷售費用	5,532	6,496	6,849	7,564	8,520
管理費用	1,915	1,191	1,180	1,381	1,552
財務費用	14	22	9	16	19
資產減值損失	296	77	23	4	4
投資收益	20	15	6	0	0
營業利潤	-2,050	665	920	1,406	1,876
營業外收入	219	209	153	80	80
營業外支出	124	63	59	40	40
利潤總額	-1,956	812	1,014	1,446	1,916
所得稅	-219	147	181	275	364
少數股東損益	-49	18	29	47	62
歸屬於母公司所有者的淨利潤	-1,687	648	804	1,124	1,490

### 附二：合并資產負債表

百萬元	2008	2009	2010F	2011F	2012F
貨幣資金	2,774	4,113	4,866	5,892	7,265
應收賬款	220	219	350	685	773
存貨	2,020	1,836	2,155	2,475	2,794
流動資產合計	5,418	6,831	7,816	9,252	11,032
長期股權投資	516	387	460	560	650
固定資產	5,007	5,109	5,381	5,901	6,120
在建工程	258	227	538	621	645
非流動資產合計	6,363	6,321	6,879	7,582	7,915
資產總計	11,780	13,152	14,695	16,834	18,947
流動負債合計	8,201	9,037	9,662	10,767	11,512
非流動負債合計	352	405	490	512	568
負債合計	8,553	9,442	10,152	11,279	12,080
少數股東權益	438	267	296	343	405
股東權益合計	2,789	3,443	4,247	5,212	6,462
負債及股東權益合計	11,780	13,152	14,695	16,834	18,947

### 附三：合并現金流量表

百萬元	2008	2009	2010F	2011F	2012F
經營活動產生的現金流量淨額	183	2,029	1,922	2,241	2,608
投資活動產生的現金流量淨額	-910	-715	-962	-856	-795
籌資活動產生的現金流量淨額	1,715	-98	-207	-360	-440
現金及現金等價物淨增加額	988	1,215	753	1,026	1,373

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務，不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司，不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告，不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。