

公司研究

公司点评

跟踪评级_调低：短期_推荐，长期_A

成本压力短期影响，关注11年后的产能增长

——伊利股份(600887)公司点评

核心观点

1、前三季度收入增长22%，净利润增长4.7%。前三季度实现收入235.2亿元，同比增长21.9%，实现净利润5.5亿元，同比增长4.7%。三季度收入增长27.9%，净利润下降24.2%。利润增速下降主要是三季度毛利率同比下降8.5个百分点，尽管费用率也有下降，但扣除非经常性损益后三季度的利润下降7.1%。

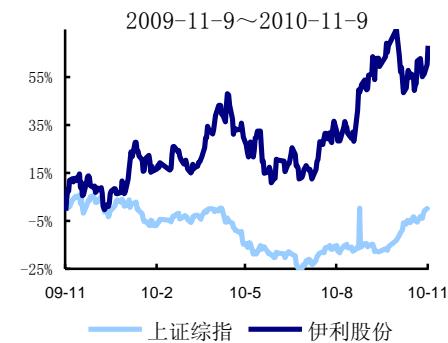
2、成本上升压力开始体现。10月全国平均原奶价格3.02元/公斤，同比上涨24.3%，原奶价格上涨是毛利率下降的主要原因。前期因为成本压力有公司对奶粉等产品提价，但没有出现行业性的提价。我们认为原奶价格短期内可能仍会维持高位，行业整体成本压力继续增加，不排除出现行业性提价的情况。8月全国液态乳产量166万吨，乳制品产量193万吨，单月产量创历史新高，9月产销略有下降，但仍表明下游乳制品需求的旺盛，这一条件保证提价可以顺利执行。另一方面，四季度的通胀压力已经显现，食品饮料整体价格体系有上行可能。

3、销售费用率下降平滑掉部分成本影响。公司毛利率下降同时销售费用率也在下降，费用率的下降可能有两方面原因：1)行业成本上升后，行业竞争性下降，导致打折促销活动减少，费用下降；2)公司主动调节费用支出，提升费用使用效率。07年前公司销售费用率水平维持在20%，三季度销售费用率已经下降至20%，我们认为费用率继续下降的空间不大，此时伊利扩展市场份额也需要费用支持。

4、在建工程和生物资产持续增长。9月公司开建张北1200吨/日UHT产能，三季度末在建工程账面值上升至6.9亿，2011年新增产能的释放可能会与原奶价格的下降周期重叠。公司的生物性资产主要是奶牛，三季度末账面价值达1.1亿元，但远不能满足公司产能需求。公司自养奶牛数量会持续增长，长期看公司增加自养奶牛占比是必然之路。

5、四季度业绩仍受成本压力影响。原料成本上升的情况短期内难以显著改善，更新公司盈利预测，预计公司10年EPS0.91元，11年EPS1.24元，对应10年PE42.7X，11年PE31.5X，11年动态PE处于合理水平。公司产能和奶牛数量仍在保持增长，支撑未来收入和利润增长，给予公司“短期_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)	24.31-44.35
总市值(亿元)	311.74
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

- 《国都证券-公司研究-公司点评-伊利股份(600887):产能继续扩张，推动业绩增长》
2010-08-31

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	35,168.85	40,358.89
同比增速(%)	12.30%	20.56%	19.93%	14.76%
净利润(百万)	647.66	729.43	989.67	1,361.88
同比增速(%)	-138.38%	12.63%	35.68%	37.61%
EPS(元)	0.78	0.91	1.24	1.70
P/E	50.00	42.74	31.50	22.89

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

投资时间	投资项目	投资金额	建设周期	达产时间	备注
2009年7月	华北4.5万吨奶粉产能	2.89亿元	12个月	2010年7月	流通产能
2009年9月	乳都科技示范园	4.06亿元	17个月	2011年3月	
2009年12月	京津塘酸奶、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	5.52亿元	19个月	2012年1月	4.5万吨
2010年9月	张家口张北UHT产能	3.45亿元	19个月	2012年5月	1200吨/日
投资金额合计		23.65亿元	新增产能估计		3200吨/日

资料来源：公司公告、国都证券研究所

1、业绩预测

1.1 基本假设

- 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%。
- 假设10年液态乳毛利率30.0%，11年液态乳毛利率30.5%，11年液态乳毛利率30.6%；假设10年奶粉业务毛利率39.2%，11年奶粉业务毛利率40.1%，12年奶粉业务毛利率40.6%；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%。
- 假设10年销售费用7亿元，10年期间费用占比28.3%；11年期间费用占比28.4%；12年期间费用占比27.9%。
- 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	24419.09	28568.44
增长率(%)	8.96%	14.63%	24.34%	18.63%	16.99%
毛利率(%)	25.78%	34.08%	30.04%	30.38%	30.62%
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%	39.19%	40.08%	40.58%
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	35168.85	40358.89
营业成本(百万元)	15849.14	15778.07	20097.19	23863.03	27255.44

数据来源：国都证券研究所

表 2 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	3,516,885.37	4,035,888.94
营业收入(万元)	2,432,354.75	2,932,520.76	3,516,885.37	4,035,888.94
营业总成本(万元)	2,367,325.91	2,854,784.35	3,401,823.82	3,871,380.52
营业成本(万元)	1,577,807.37	2,009,719.02	2,386,303.48	2,725,544.20
营业税金及附加(万元)	10,883.28	13,196.34	15,825.98	18,161.50
销售费用(万元)	649,609.15	700,496.26	840,836.59	951,384.39
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	293.25	351.69	403.59
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	1,200.00	1,500.00	1,700.00
营业利润(万元)	66,541.36	78,936.41	116,561.55	166,208.42
营业外收入(万元)	20,923.28	22,701.76	19,296.50	17,366.85
营业外支出(万元)	6,276.95	9,101.58	10,466.82	11,304.17
利润总额(万元)	81,187.68	92,536.59	125,391.23	172,271.10
所得税(万元)	14,660.85	17,304.34	23,448.16	32,214.70
净利润(万元)	66,526.83	75,232.25	101,943.07	140,056.40
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	72,943.13	98,967.21	136,187.79
全面摊薄每股收益(元)	0.78	0.91	1.24	1.70

数据来源：国都证券研究所

2、投资建议

原料成本上升的情况短期内难以改善，更新公司盈利预测，预计公司 10 年 EPS0.91 元，11 年 EPS1.24 元，对应 10 年 PE42.7X，11 年 PE31.5X，11 年动态 PE 处于合理水平。公司产能和奶牛数量仍在增长，支撑未来收入和利润增长，给予公司“短期_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	行业基本面差，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	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		lvaibing@guodu.com	姚小军	产品设计	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			