

2011 年 1 月 19 日

劉蒼

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

目標價(元) 45.00

#### 公司基本資訊

產業別	食品飲料
A 股價 (11/01/18)	35.27
上證綜合指數 (11/01/18)	2708.98
股價 12 個月高/低	45.98/27.61
總發行股數 (百萬)	799.32
A 股數 (百萬)	727.75
A 市值 (億元)	256.68
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	7.07
	一個月 三個月 一年
股價漲跌 (%)	-10.60 -5.97 10.67

#### 近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
2010-10-29	40.32	買入

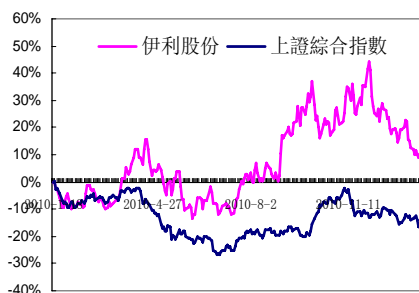
#### 產品組合

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	1.38%
一般法人	2.15%

#### 股價相對大盤走勢



## 伊利股份(600887.SH)

Buy 買入

隨板塊調整，估值優勢逐漸體現

結論與建議：

面對持續高漲的原料奶價格，2010 年 11 月各大乳製品公司提高產品價格約 5%，另外公司大幅降低了產品的促銷優惠，銷售費用率的大幅下降，大部分抵消了毛利率下降帶來的負面影響。隨著近期食品飲料板塊股價的不斷調整，公司估值優勢逐漸體現。預計 2010、2011 年的 PE 分別為 36.9 倍和 23.5 倍，給予買入的投資建議。

■ 2010 年前三季度累計實現營業收入 235.25 億元，同比增長 21.92%；實現淨利潤 5.51 億元，同比增長 4.69%。主要是近期原料奶價格大幅上漲，1-3Q 毛利率同比下降 5.5 個百分點，達到 30.34%。

■ 面對持續高漲的原料價格，2010 年 11 月乳品行業整體提價，提價幅度約為 5%，其中部分產品採取縮減克重等變相提價的方法。另外公司大幅降低了產品的促銷優惠，2010 年 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 22% 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。

■ 目前液體乳仍是公司利潤的主要來源，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。

■ 2010 年底，公司董事會決定出售全資子公司盛泰投資所持有的惠商投資 50% 股權。該部分股權的原始投資金額為 2 億元，此次股權轉讓價格為 4.18 億元，增值 2.18 億元。按照公司的所得稅率估算，預計將增厚淨利潤 1.75 億元，對應 EPS 為 0.22 元。考慮到審批以及交割等因素的影響，預計將體現在 2011 年。我們認為回收資金利於主業發展。

■ 預計 2010、2011、2012 年將分別實現淨利潤 7.64 億元、11.99 億元和 13.86 億元，同比分別增長 17.95%、56.90% 和 15.60%，EPS 分別為 0.956 元、1.499 元和 1.733 元，目前股價對應的 PE 分別為 36.9 倍、23.5 倍和 20.3 倍，隨著近期食品飲料板塊股價的不斷調整，公司估值優勢逐漸體現，給予買入的投資建議。

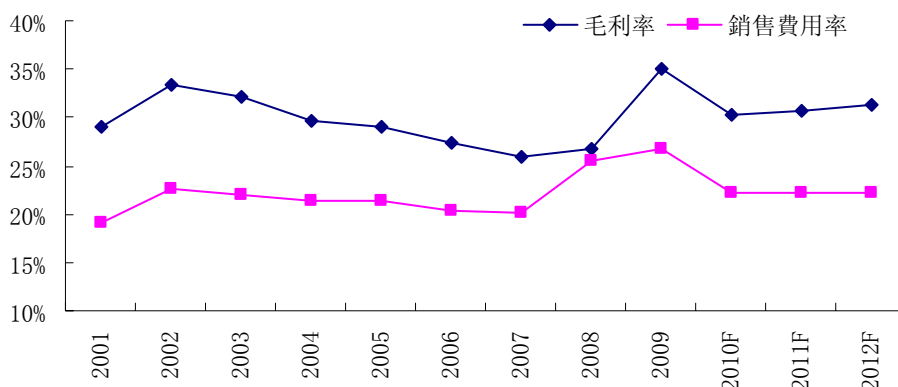
..... 接續下頁 .....

年度截止 12 月 31 日		2007	2008	2009	2010F	2011F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	-21	-1687	648	764	1199
同比增減	%		8091.50%	-138.38%	17.95%	56.90%
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	-0.026	-2.111	0.810	0.956	1.499
同比增減	%		8091.50%	-138.38%	17.95%	56.90%
A 股市盈率(P/E)	X	-1368.5	-16.7	43.5	36.9	23.5
股利 (DPS)	RMB 元	0	0	0	0	0
股息率 (Yield)	%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

## 營運分析

伊利 2010 年前三季度累計實現營業收入 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。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，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%。

圖 1：公司毛利率與銷售費用率情況



資料來源：公司公告、群益證券

## 原料及產品價格

2010 年以來，原料奶價格持續高漲，進口奶粉價格較 2009 年底累計增長約 50%，國內原奶價格也同比上漲約 25%，給乳製品企業帶來較大成本壓力。

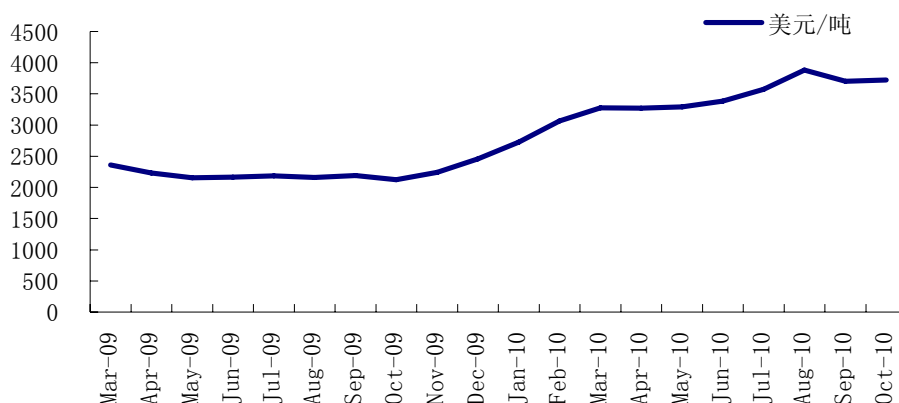
面對持續高漲的原料價格，2010 年 11 月乳品行業整體提價，提價幅度約為 5%，其中部分產品採取縮減克重等變相提價的方法。提價後銷量基本未受影響，被成本侵蝕的利潤部分得以修復。

我們認為未來乳業需求增長將放緩至 10% 左右的水準，但公司的市場份額依然有望提升。隨提價能力增強，未來公司產品單價有望繼續提升，預計未來幾年收入增長有望維持 15% 以上水準。同時原料奶價格仍將小幅上漲，在公司產品單價繼續提升的背景下，預計毛利率仍將維持在 30% 左右的水準。

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，2010 年 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 22% 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。

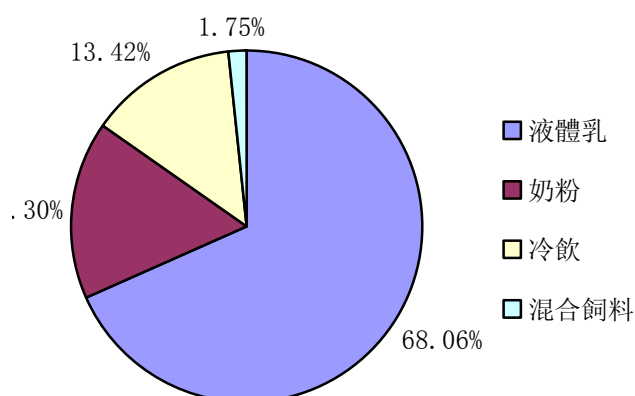
從產品來看，目前液體乳仍是公司利潤的主要來源，近 70% 營收來自液體乳，公司在液體乳市場的市場份額也明顯提高。但是由於三鹿破產讓出很大一部分奶粉市場份額，公司也極力擴張其奶粉產能，目前奶粉業務占總營收 16%，2010 年底和 2012 年初，分別有 4.5 萬噸奶粉項目和 4.5 萬噸配方奶粉項目投產。同時考慮到奶粉的價格傳導能力較強，預計將成為公司新的利潤增長點。

圖 2：進口奶粉平均價格



資料來源:Wind、群益證券

圖 3：公司產品構成



資料來源：公司公告、群益證券

## 投資收益

2010 年底，公司董事會決定出售全資子公司盛泰投資所持有的惠商投資 50% 股權。該部分股權的原始投資金額為 2 億元，此次股權轉讓價格為 4.18 億元，增值 2.18 億元。按照公司的所得稅率估算，預計將增厚淨利潤 1.75 億元，對應 EPS 為 0.22 元。考慮到審批以及交割等因素的影響，預計將體現在 2011 年，回收資金利於主業發展。

## 盈利預測

我們預計 2010、2011、2012 年將分別實現淨利潤 7.64 億元、11.99 億元和 13.86 億元，同比分別增長 17.95%、56.90% 和 15.60%，EPS 分別為 0.956 元、1.499 元和 1.733 元，目前股價對應的 PE 分別為 36.9 倍、23.5 倍和 20.3 倍，隨著近期食品飲料板塊股價的不斷調整，公司估值優勢逐漸體現，給予買入的投資建議。

預期報酬(Expected Return：ER)為準，說明如下：

強力買入 StrongBuy (ER ≥ 30%)；買入 Buy (30% > ER ≥ 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

賣出 Sell (-30% < ER ≤ -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

### 附一：合并損益表

百萬元	2007	2008	2009	2010F	2011F
營業收入	19,360	21,659	24,324	29,683	34,718
經營成本	14,347	15,849	15,778	20,695	24,063
主營業務利潤	4,930	5,688	8,437	8,847	10,482
銷售費用	3,911	5,532	6,496	6,615	7,675
管理費用	884	1,915	1,191	1,398	1,635
財務費用	29	14	22	-10	0
營業利潤	85	-2,050	665	826	1,376
補貼收入	121	219	209	221	200
稅前利潤	106	-1,956	812	945	1,476
所得稅	111	-219	147	167	266
少數股東損益	15	-49	18	14	12
歸屬於母公司所有者的淨利潤	-21	-1,687	648	764	1,199

### 附二：合并資產負債表

百萬元	2007	2008	2009	2010F	2011F
貨幣資金	1,772	2,774	4,113	4,847	5,581
存貨	1,737	2,020	1,836	2,019	2,322
應收賬款	205	197	218	240	276
流動資產合計	4,636	5,418	6,831	7,406	8,479
長期股權投資	390	516	387	398	410
固定資產	4,880	5,266	5,336	5,869	6,456
無形資產及其他資產合計	196	235	267	294	323
資產總計	10,174	11,780	13,152	14,057	15,246
流動負債合計	5,087	8,201	9,037	9,130	9,070
長期負債合計	380	352	405	445	490
負債合計	5,467	8,553	9,442	9,576	9,560
少數股東權益	494	438	267	274	280
股東權益合計	4,213	2,789	3,443	4,207	5,405
負債及股東權益合計	10,174	11,780	13,152	14,057	15,246

### 附三：合并現金流量表

百萬元	2007	2008	2009	2010F	2011F
經營活動產生的現金流量淨額	778	183	2,029	1,859	2,160
投資活動產生的現金流量淨額	-1,449	-910	-715	-918	-1,066
籌資活動產生的現金流量淨額	1,430	1,715	-98	-207	-350
現金及現金等價物淨增加額	759	988	1,215	734	744

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)有限公司相信用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。