

步入复苏

事件：伊利预亏及行业 12 月产量数据公布

伊利今日发布公告，对 2008 年业绩做了预亏，并提醒了投资者注意公司股票被特别处理的风险。对此事件，我们的观点如下：

- **奶粉业务已开始复苏：**根据我们近期市场调查的结果，公司奶粉业务已经开始复苏，预计恢复程度为 80% 左右，超出市场预期。考虑到 12 月份行业奶粉产量同比恢复已达到 8 成以上，我们认为此前盈利预测中 2009 年公司奶粉销量为 2008 年 80% 的假设应属合理。目前国内奶粉市场已经在相当程度上形成了大城市、农村以及高价格、中低价格产品的二维结构化格局，但我们认为，在广大的农村市场及二三线城市，洋奶粉并不能轻易的替代国产奶粉。
- **内蒙 12 月乳业恢复超预期：**作为我国乳业最重要的主产区，12 月份内蒙古乳制品产量同比增长-1.52%，明显超过市场预期。其中，液体乳同比增长-3.21%，超过市场预期；其它乳制品则实现了单月 18.9% 的高增长。对此，市场可能会对伊利、蒙牛的销售恢复产生一定的乐观预期。据我们了解，内蒙奶粉产能主要由伊利所有，而蒙牛的奶粉厂已经暂时停产，这也从侧面印证了公司奶粉业务恢复程度的确可能超过市场预期。
- **维持今年亏损近 12 亿元的判断：**伊利在今天的公告中，并未披露公司 2008 年的亏损金额，我们仍然维持我们早先销售邮件中的判断和计算逻辑，预计公司 2008 年每股收益为-1.47 元。我们的假设前提是公司将三聚氢胺事件对公司的负面影响，一次性的彻底的提干净。
- **复苏的 2009 年已经来临：**在我们写这篇报告的同时，对三鹿原董事长的审判已经公开，是无期徒刑。包括伊利在内的每一家涉事企业，相关的每一个政府部门，每一位消费者，都应该从内心真正的惊醒，彻底铲除危机产生的土壤，中国乳业的明天才能更加灿烂。伊利在后期或许难免还会面临一些赔偿，但基本已经无关大局，不确定的 2008 年已经过去，复苏的 2009 年已经来临。
- **维持增持评级，调高目标价至 12 元：**我们当前推荐伊利的主要原因在于看好股价超跌后的回归，而非基于公司在行业内出众的实力。我们也认同市场普遍存在的对伊利管理能力的质疑，但我们认为，随着销售的恢复，公司 2009 年股价将逐渐恢复至 12-13 元左右的正常估值水平，对应 2010 年 20 倍的 PE。尽管我们认为 2009 年公司表现超出市场预期仍存在较大不确定性，但一旦预期得以明确，则股价可能将会从 12 元左右上升到 15 元以上。



东方证券
ORIENT SECURITIES

任美江

农业、食品饮料行业首席分析师

8621-63325888 × 6075

renmj@orientsec.com.cn

郑文琦

农业、食品饮料行业分析师

8621-63325888 × 6081

zwq@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2009 年 1 月 22 日) 9.13 元

目标价格 (6 个月) 12 元

总股本/A 股 (万股) 79,932/79,932

A 股市值 (百万元) 7,298

行业 乳业

报告日期 2009 年 1 月 23 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	1.9	24.2	-58.4
相对表现 (%)	-4.6	9.5	-1.6

资料来源：WIND

财务预测

财务指标	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	19360	22175	22987	26764
同比(%)	17%	15%	4%	16%
母公司净利润	-21	-1177	297	493
同比(%)	-114%	-5812%	-75%	66%
毛利率(%)	25.9%	28.0%	27.7%	28.0%
ROE(%)	-0.5%	-38.8%	8.9%	12.9%
每股收益(元)	-0.03	-1.47	0.37	0.62
P/E	-258.69	-5.43	21.53	12.97

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

附表：乳业公司重要财务指标预测（单位：百万元）

伊利财务指标	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	19360	22175	22987	26764
同比(%)	17%	15%	4%	16%
母公司净利润	-21	-1177	297	493
同比(%)	-114%	-5812%	-75%	66%
毛利率(%)	25.9%	28.0%	27.7%	28.0%
ROE(%)	-0.5%	-38.8%	8.9%	12.9%
每股收益(元)	-0.03	-1.47	0.37	0.62
P/E	-258.69	-5.43	21.53	12.97
P/B	1.26	2.11	1.92	1.67
EV/EBITDA	11	-7	7	6

光明财务指标	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	8206	6776	8242	9424
同比(%)	10%	-17%	22%	14%
母公司净利润	213	-174	135	273
同比(%)	33%	-182%	-22%	103%
毛利率(%)	31.7%	32.3%	32.5%	33.0%
ROE(%)	8.9%	-8.3%	5.8%	10.8%
每股收益(元)	0.20	-0.17	0.13	0.26
P/E	20.80	-25.52	32.91	16.20
P/B	1.86	2.11	1.90	1.75
EV/EBITDA	12	-70	15	9

蒙牛财务指标	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	21416	23351	27149	31451
同比(%)	31%	9%	16%	16%
母公司净利润	936	-820	660	1129
同比(%)	29%	-188%	-20%	71%
毛利率(%)	22.9%	22.2%	22.5%	22.9%
ROE(%)	18.3%	-15.0%	10.8%	16.2%
每股收益(元)	0.62	-0.54	0.44	0.75
P/E	14.66	-16.73	20.79	12.15
P/B	2.68	2.51	2.24	1.97
EV/EBITDA	8	-24	10	7

资料来源：东方证券研究所

附表：伊利股份重要财务指标预测（单位：百万元）

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	4636	4184	4323	4847	营业收入	19360	22175	22987	26764
现金	1772	1000	1000	1000	营业成本	14347	15975	16619	19261
应收账款	205	235	243	283	营业税金及附加	83	98	102	118
其它应收款	299	340	354	411	营业费用	3911	5322	5057	5835
预付账款	497	501	548	620	管理费用	884	1020	805	937
存货	1737	1965	2028	2360	财务费用	29	40	42	5
其他	126	144	149	174	资产减值损失	17	1000	30	30
非流动资产	5538	5533	5225	5206	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	390	391	391	391	投资净收益	-3	-3	-3	-3
固定资产	4407	4278	4056	3886	营业利润	85	-1282	330	576
无形资产	180	200	228	254	营业外收入	121	3	3	3
其他	560	664	550	675	营业外支出	100	10	6	6
资产总计	10174	9716	9548	10053	利润总额	106	-1289	327	573
流动负债	5087	6043	5554	5513	所得税	111	0	0	29
短期借款	891	1490	645	95	净利润	-5	-1289	327	544
应付账款	2154	2500	2548	2984	少数股东损益	15	-113	29	50
其他	2043	2053	2360	2434	归属母公司净利润	-21	-1177	297	493
非流动负债	380	256	252	254	EBITDA	529	-819	814	1041
长期借款	95	95	95	95	EPS（元）	-0.03	-1.47	0.37	0.62
其他	285	162	157	159					
负债合计	5467	6299	5805	5767	主要财务比率				
少数股东权益	494	381	410	460	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
股本	666	799	799	799	成长能力				
资本公积	2519	2385	2385	2385	营业收入	16.8%	14.5%	3.7%	16.4%
留存收益	1028	-148	148	641	营业利润	-77.4%	-1614.3%	-74.3%	74.7%
归属母公司股东权益	4213	3036	3333	3826	归属于母公司净利润	-114.2%	-5812.3%	-74.8%	66.0%
负债和股东权益	10174	9716	9548	10053	获利能力				
现金流量表					毛利率	25.9%	28.0%	27.7%	28.0%
单位: 百万元					净利率	-0.1%	-5.3%	1.3%	1.8%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROE	-0.5%	-38.8%	8.9%	12.9%
经营活动现金流	778	-906	1027	1001	ROIC	-0.1%	-34.2%	11.9%	17.8%
净利润	-5	-1289	327	544	偿债能力				
折旧摊销	415	424	442	460	资产负债率	53.7%	64.8%	60.8%	57.4%
财务费用	29	40	42	5	净负债比率	18.67%	25.71%	13.35%	3.90%
投资损失	3	3	3	3	流动比率	0.91	0.69	0.78	0.88
营运资金变动	-166	48	217	-12	速动比率	0.57	0.37	0.41	0.45
其它	502	-131	-3	1	营运能力				
投资活动现金流	-1449	-426	-143	-449	总资产周转率	2.19	2.23	2.39	2.73
资本支出	1041	408	94	400	应收账款周转率	70	101	96	102
长期投资	-377	-21	0	0	应付账款周转率	6.97	6.86	6.58	6.96
其他	-784	-39	-49	-49	每股指标（元）				
筹资活动现金流	1430	560	-884	-553	每股收益(最新摊薄)	-0.03	-1.47	0.37	0.62
短期借款	34	599	-845	-550	每股经营现金流(最新摊薄)	0.97	-1.13	1.28	1.25
长期借款	59	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.27	3.80	4.17	4.79
普通股增加	150	133	0	0	估值比率				
资本公积增加	1514	-133	0	0	P/E	-258.69	-5.43	21.53	12.97
其他	-327	-39	-39	-3	P/B	1.26	2.11	1.92	1.67
现金净增加额	760	-772	0	0	EV/EBITDA	11	-7	7	6

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

任美江 农业、食品饮料行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

郑文琦 农林牧渔行业助理分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn