

乳品

黄巍

0755-82026732

huangwei1@cjis.cn

伊利股份

600887

暂无评级

销量恢复略好预期 上游资源掌控向垄断发展

近日，我们对伊利股份进行了走访，了解在三聚氰胺事件之后，乳业主要产区的两家重点公司伊利和蒙牛的最新经营状况。

投资要点：

6-12 个月目标价： 无

当前股价： 10.51 元

评级调整： 暂无

基本资料

上证综合指数	2250.00
总股本(百万)	799
流通股本(百万)	728
流通市值(亿)	79
EPS (TTM)	-0.14
每股净资产 (元)	5.89
资产负债率	53.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
伊利股份	30.42	57.14	-28.87
上证综合指数	16.79	27.29	-14.62



相关报告

- **液体乳销量恢复到八成水平。**伊利液体乳销量水平恢复到事件前正常水平的八成，我们预计到 09 年底可以恢复到事件前的正常水平。三聚氰胺事件之后，液体乳行业的格局不会发生改变，仍然是蒙牛和伊利占据主导地位，地方性乳企借助巴氏杀菌奶在当地可以获得一定的市场，全国拓展受制于资本实力和奶源的掌控上。
- **奶粉销量恢复到七成水平。**伊利奶粉销量恢复的速度我们预计会慢于液态奶，主要是因为：1) 在高端婴幼儿奶粉方面市场份额被国外进口奶粉占领后，短期内很难改变；2) 进口奶粉因澳洲和新西兰奶牛丰产导致的进口奶粉价格大幅下跌，使得国内高端奶粉的价格优势并不明显。在奶粉市场格局方面，我们预计高端奶粉将由国外奶粉把持，中低端奶粉的市场格局变化不大，三鹿退出的市场份额将由现有厂商分割，相对看好伊利的竞争能力。
- **冷品预计 09 年旺季影响轻微，内蒙奶源逐步体现出垄断特征。**伊利冷品 09 年旺季不会有太大影响，主要是因为三聚氰胺事件逐步淡化和伊利在冷品行业第一的优势地位短期内难以替代。该事件之后，内蒙奶源由原来的多家企业争奶站向政府主导给伊利和蒙牛划片区分配奶源转变，使得伊利和蒙牛对上游资源的掌控上逐步体现出垄断性，这种政府主导的进入壁垒新企业很难打破。奶源分割的优点是增强了食品安全的检验，提升了重点企业的资源掌控能力，是乳企后续竞争的核心竞争力。我们重点关注，内蒙政府的做法会以什么方式在外地推广。
- **股权激励行权仍需等待。**伊利管理层仍有 7000 多万股期权（10.04 元/股）没有行权，我们分析，具体行权时间仍需等待。
- **暂无评级。**在考虑到未分配利润为负无需缴纳所得税的背景下，我们预测公司 2008-2010 年的 EPS 为 -2.24 元、0.32 元和 0.61 元。由于公司处于恢复期，而且一些问题仍需进一步观察，暂时不给予评级。

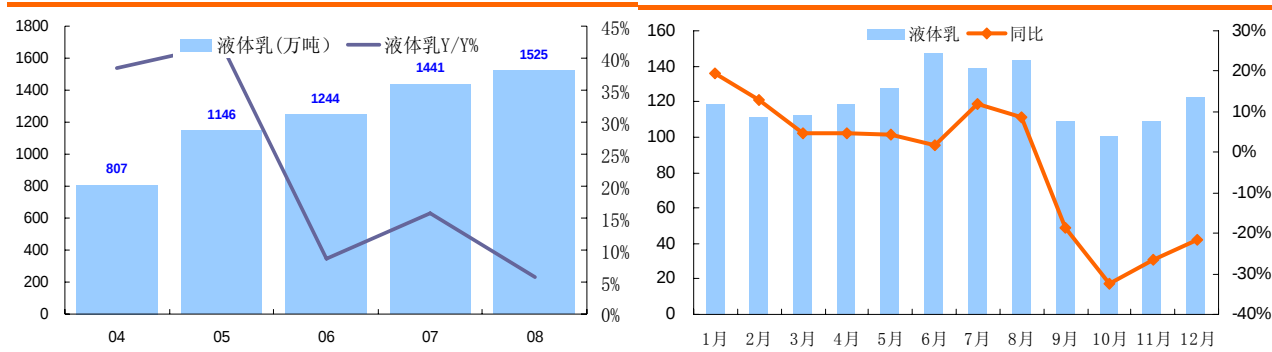
主要财务指标

单位：百万元	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	19360	20378	19343	23364
同比(%)	17%	5%	-5%	21%
归属母公司净利润(百万元)	-21	-1788	255	487
同比(%)	-114%	-8781%	-86%	91%
毛利率(%)	25.9%	25.8%	25.4%	26.4%
ROE(%)	-0.5%	-73.8%	9.5%	15.4%
每股收益(元)	-0.03	-2.24	0.32	0.61
P/E	-352.14	-4.87	34.10	17.87
P/B	1.72	3.59	3.25	2.75
EV/EBITDA	15	-6	8	6

资料来源：中投证券研究所

一、液体乳：恢复情况基本符合预期

图表 1 液体乳历年产量及 2008 年月度产量 (万吨)



资料来源：中投证券研究所

表格 1 三聚氰胺事件前后液体乳主要地区产量变化 (万吨)

	12 月	同比	11 月	同比	10 月	同比	9 月	同比	8 月	同比
全国	122.36	-21.60%	108.98	-26.60%	100.92	-32.50%	109.05	-18.70%	143.22	8.60%
内蒙古自治区	29.04	-3.21%	23.56	-22.34%	15.23	-46.63%	19.65	-28.98%	29.13	9.27%
河北省	11.82	-38.30%	12.42	-39.75%	9.28	-70.61%	10.12	-56.63%	21.13	2.08%
黑龙江省	8.53	-12.50%	8.17	-52.83%	15.48	27.38%	12.82	14.07%	7.97	-8.02%
山东省	7.61	-19.39%	10.25	-16.84%	7.77	-14.10%	8.45	-4.06%	13.08	49.75%
上海市	2.41	-16.25%	2.51	-17.17%	2.52	-19.45%	2.82	-14.23%	3.12	-3.18%

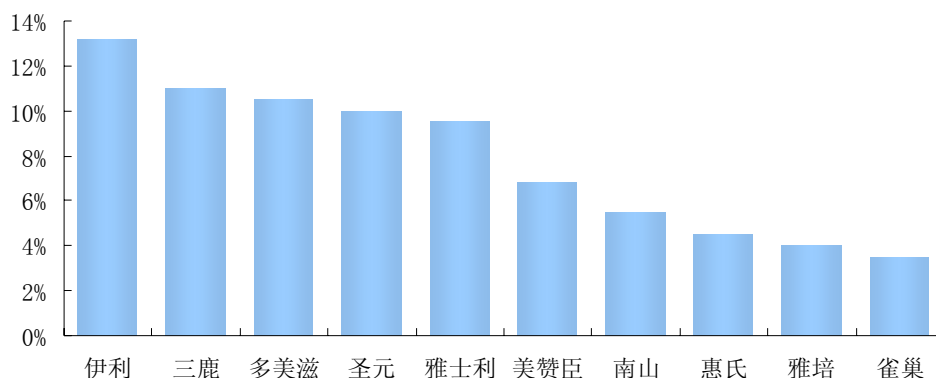
资料来源：中投证券研究所

伊利液体乳销量恢复到八成水平。在三聚氰胺事件之后，全国液体乳产量均出现了不同程度的下降，尤其是事件焦点地区河北下降幅度最为厉害。在考察 12 月液体乳各地区的产量后，内蒙古地区的液体乳产量恢复情况最快，预计在今年基本上可以恢复到正常水平。我们在内蒙调研了解到，伊利的液体乳销量恢复到时间前的正常水平八成，蒙牛基本一致，另外一个在上海的乳业企业光明当地消费量恢复到九成水平。我们认为，基本近似必须消费品的液体乳恢复到正常水平只是时间问题，时间预计在年底。

二、奶粉：高端婴幼儿奶粉市场恢复较慢

伊利奶粉销量恢复到七成水平。2008 年 6 月，伊利奶粉的全球样板工厂在内蒙古呼和浩特市土默特左旗落成，占地 500 亩，日处理鲜奶 1200 吨，年产各类配方奶粉 6 万吨。建成之后，伊利的奶粉产能达到 14 万吨。由于此次三鹿奶粉事件影响较大，高端奶粉市场出现了比较大的冲击，我们了解到奶粉市场国外奶粉从原来占比 30%提升到事件后的 50%，这个事件的影响短期内很难消除，国产奶粉更多恢复的主要中低价品种。预计，恢复的时间和力度将会要弱于液体乳。

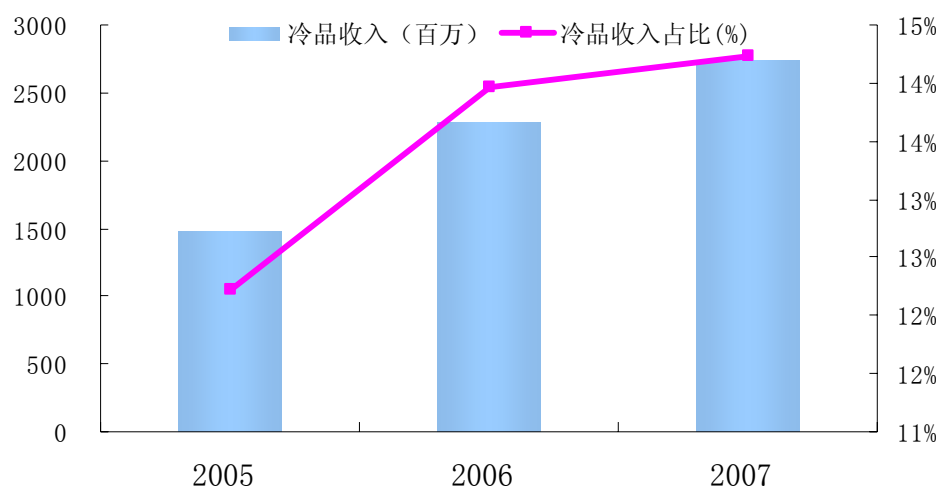
图表 2 我国婴幼儿奶粉前十名市场占有率 (2008 年 1-6 月)



资料来源：中投证券研究所

三、冷品：将经受旺季来临的考验

图表 3 伊利冷品收入情况及占比



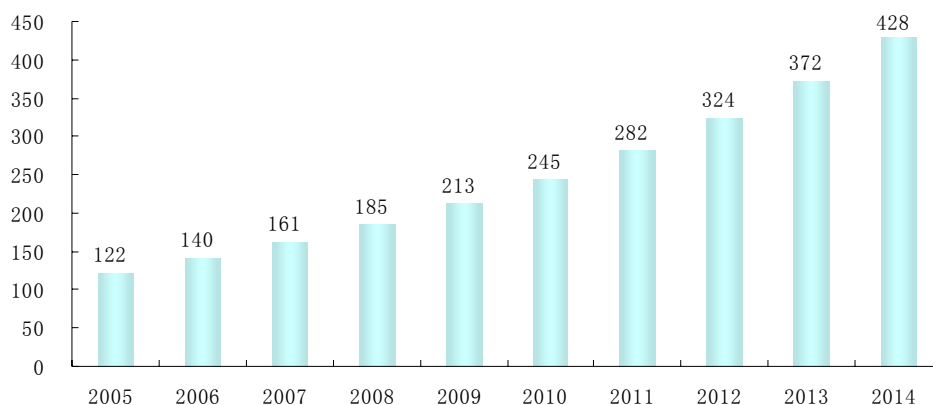
资料来源：中投证券研究所

冷品业务将经受旺季来临的考验。伊利的冷品 2007 年销量 40 万吨，销售收入 27.35 亿元，占主营收入比重 14.24%。在主打产品巧乐滋和冰工厂的引导下，伊利 2007 年冰品销量占冷饮行业 30% 市场份额，连续 13 年蝉联冷饮行业第一。值得一提的是，巧乐滋从 2003 年上市 2 亿元销售收入到 2007 年销售收入 7 亿元，体现出很强的成长性。在三聚氰胺事件发生的时候正是冷饮的淡季开始，对冷饮的影响不明显。在接下来 2009 年的旺季，我们认为，伊利的冰品影响不大，是因为：一是三聚氰胺事件在消费者心里的影响基本淡去；二是公司在冷饮方面的优势地位短期内难以撼动。

四、股权激励：仍需等待

剩余期权行权仍需等待。管理层股权激励仍有 7000 余万份没有行权，行权价 10.04 元，行权期为 8 年，即到 2014 年，并且行权条件为相对于 2005 年收入复合增长率大于 15%。这部分期权的行权仍需要结合收入达标情况与公司管理层的筹资情况而定。

图表 4 伊利股权激励行权每年需要的收入条件（亿元）



资料来源：中投证券研究所

五、盈利预测

暂无评级。在考虑到未分配利润为负无需缴纳所得税的背景下，我们预测公司 2008~2010 年的 EPS 为 -2.24 元、0.32 元和 0.61 元。由于公司处于恢复期，而且一些问题仍需进一步观察，暂时不给予评级。

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	4636	3318	4338	5009
现金	1772	300	500	700
应收账款	205	367	348	421
其它应收款	299	383	364	439
预付账款	497	454	433	516
存货	1737	1610	2500	2700
其他	126	204	193	234
非流动资产	5538	6168	6673	7067
长期投资	390	400	400	400
固定资产	4407	5198	6148	6177
无形资产	180	198	214	228
其他	560	373	-89	262
资产总计	10174	9486	11011	12076
流动负债	5087	6648	7880	8394
短期借款	891	2679	4050	4044
应付账款	2154	2269	2164	2578
其他	2043	1700	1665	1772
非流动负债	380	105	115	125
长期借款	95	105	115	125
其他	285	0	0	0
负债合计	5467	6753	7994	8518
少数股东权益	494	308	337	391
股本	666	799	799	799
资本公积	2519	2385	2385	2385
留存收益	1028	-760	-505	-18
归属母公司股东权益	4213	2425	2680	3167
负债和股东权益	10174	9486	11011	12076

现金流量表

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	778	-2050	42	1433
净利润	-5	-1974	285	542
折旧摊销	415	505	646	761
财务费用	29	31	67	80
投资损失	3	0	0	0
营运资金变动	-166	-1174	-266	38
其它	502	562	-690	12
投资活动现金流	-1449	-1144	-1157	-1158
资本支出	1041	1120	1120	1120
长期投资	-377	-12	0	0
其他	-784	-36	-37	-38
筹资活动现金流	1430	1722	1315	-75
短期借款	34	1788	1371	-7
长期借款	59	10	10	10
普通股增加	150	133	0	0
资本公积增加	1514	-133	0	0
其他	-327	-77	-66	-79
现金净增加额	760	-1472	200	200

利润表

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	19360	20378	19343	23364
营业成本	14347	15127	14427	17186
营业税金及附加	83	92	87	105
营业费用	3911	5502	3637	4439
管理费用	884	1528	870	1051
财务费用	29	31	67	80
资产减值损失	17	50	10	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-3	0	0	0
营业利润	85	-1952	245	502
营业外收入	121	180	100	100
营业外支出	100	90	60	60
利润总额	106	-1862	285	542
所得税	111	112	0	0
净利润	-5	-1974	285	542
少数股东损益	15	-186	28	54
归属母公司净利润	-21	-1788	255	487
EBITDA	529	-1416	958	1343
EPS (元)	-0.03	-2.24	0.32	0.61

主要财务比率

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
成长能力				
营业收入	16.8%	5.3%	-5.1%	20.8%
营业利润	-77.4%	-2405%	-87.5%	105.2%
归属于母公司净利润	-114.2	-8781%	-85.7%	90.9%
获利能力				
毛利率	25.9%	25.8%	25.4%	26.4%
净利率	-0.1%	-8.8%	1.3%	2.1%
ROE	-0.5%	-73.8%	9.5%	15.4%
ROIC	3.1%	-40.1%	5.0%	8.8%
偿债能力				
资产负债率	53.7%	71.2%	72.6%	70.5%
净负债比率				
流动比率	0.91	0.50	0.55	0.60
速动比率	0.57	0.15	0.23	0.28
营运能力				
总资产周转率	2.19	2.07	1.89	2.02
应收账款周转率	67	64	49	55
应付账款周转率	6.97	6.84	6.51	7.25
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	-0.03	-2.24	0.32	0.61
每股经营现金流(最新摊薄)	0.97	-2.56	0.05	1.79
每股净资产(最新摊薄)	5.27	3.03	3.35	3.96
估值比率				
P/E	-352.1	-4.87	34.10	17.87
P/B	1.72	3.59	3.25	2.75
EV/EBITDA	15	-6	8	6

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

黄巍, 中投证券研究所食品饮料行业分析师, 武汉华中科技大学国际金融专业学士、数量经济学硕士, 加拿大温哥华 UBC (英属哥伦比亚) 数量经济学硕士, 3 年证券从业经验。

主要研究覆盖公司: 贵州茅台、五粮液、泸州老窖、水井坊、张裕、青岛啤酒、伊利股份、双汇发展、燕京啤酒等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434