

乳品



徐静欢

食品饮料研究员

021-38565934

xujh@xyzq.com.cn

伊利股份 (600887)

受益于成本下降

推荐 (维持)

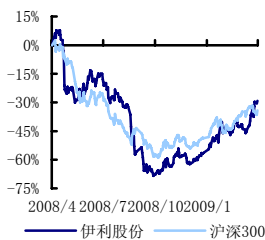
市场数据

报告日期	2009-4-30
收盘价(元)	14.93
52周最高/最低(元)	22.74/6.63
总股本(百万股)	799.32
流通股本(百万股)	727.75
总市值(百万元)	11933.89
流通市值(百万元)	10865.35
每股净资产(元)	3.64

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	2009 中报
营业收入(百万元)	21659	24232	27931	30297	13588
同比增长(%)	11.9%	11.9%	15.3%	8.5%	18%
净利润(百万元)	-1687	442	598	729	231
同比增长(%)		-73.8%	35.1%	22.0%	100%
毛利率(%)	26.8%	30.4%	29.6%	29.0%	30.5%
净利率(%)	-7.8%	1.8%	2.1%	2.4%	1.7%
每股收益(元)	-2.11	0.55	0.75	0.91	0.29
每股经营现金流(元)	0.23	0.50	1.95	1.98	0.25

股价走势



相关报告

投资要点

事件:

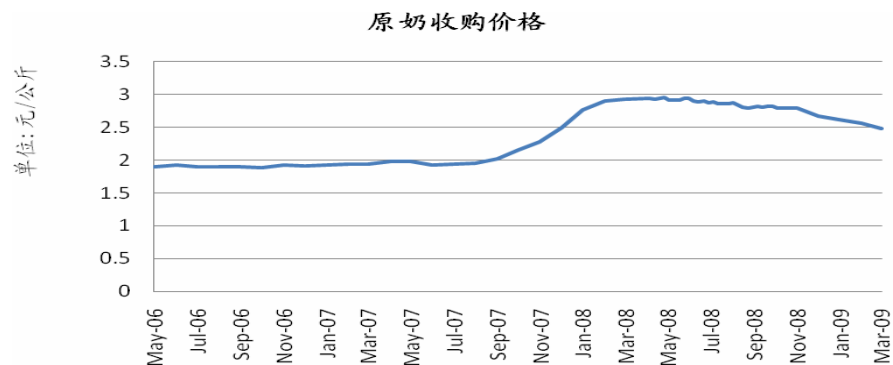
- 公司 08 年实现每股收益为-2.30 元,符合我们的预期。公司今日公布了 08 年年报。报告期内公司实现营业收入 2165859.03 万元,同比增长了 11.87%;实现营业利润-205001.19 万元,同比下降了 2420.83%;实现净利润(指新会计准则中的归属于母公司所有者的净利润)-168744.76 万元,同比下降了 8091.85%;每股收益为-2.30 元,符合我们的预期,每股经营性净现金流为 0.23 元。
- 公司 09 年一季度每股收益为 0.14 元。公司今日发布 09 年一季报,报告期内公司实现营业收入 512229.18 万元,同比增长了 7.90%;实现营业利润 13528.73 万元,同比增长了 112.50%;实现净利润(指新会计准则中的归属于母公司所有者的净利润)11333.55 万元,同比增长 103.59%;每股收益为 0.14 元,每股经营性净现金流为 0.66 元。

点评:

- 08 年由于“三聚氰胺”事件对公司销售造成严重影响,公司前三季度销售收入同比增长 29.45%,第四季度营业收入同比下降 44.86%,而且造成存货报废 8.85 亿元和计提存货跌价准备 2.38 亿元,使得 08 年公司发生巨额亏损。

- 公司 09 年一季度恢复情况超预期，收入同比出现增长。一季度公司营业利润大幅增长的主要原因是一方面原奶价格下跌使得报告期内公司产品毛利率为 35.04%，同比增长了 8.11 个百分点。09 年 3 月原奶采购均价为 2.49 元/公斤，环比下跌 3.1%，继 08 年 4 月以来持续下跌的态势。原奶价格维持在低位减轻了公司成本压力。此外，公司去年一季度多了 6909 万元的期权摊销费用，扣除这部分因素影响，一季度公司营业利润同比增长 3.98%。

图 1、原奶收购价格走势



数据来源：兴业证券研发中心

- 期间费用率大幅上升。09 年一季度公司销售费用率为 27.68%，同比增长了 8.26 个百分点，主要是为了加大的广告宣传力度来消除三聚氰胺事件产生的影响。此外，伊利作为世博唯一的乳制品赞助商，高级赞助商的排他性地位将使伊利独享“世博大餐”，因此，我们认为中短期内公司销售费用率不会有明显的下降。
- 估值讨论。乳制品行业最困难的时候已经过去了，考虑到公司业务恢复程度较为理想和原奶成本的下降，上调 09、10 年 EPS 分别为 0.55、0.75 元，维持“推荐”的投资评级。

表 1、伊利股份分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	08-2Q	08-3Q	08-4Q	09-1Q	QOQ	2007	2008	YOY	说明
营业收入	6764	7599	2549	5122	101.0%	19360	21659	11.9%	奥运销售费用上升
营业成本	4678	5436	2266	3328	46.8%	14347	15849	10.5%	
毛利	2086	2163	283	1795	535.2%	5012	5809	15.9%	
销售费用	1666	1972	972	1418	45.8%	3911	5532	41.4%	
管理费用	286	313	1057	207	-80.4%	884	1915	116.6%	三聚氰胺事件库存计提跌价准备
财务费用	-6	-3	19	14	-25.5%	29	14	-50.4%	
资产减值	27	126	142	-0	-100.0%	17	296	1595.5%	
公允价值	0	0	0	0		0	0		
投资收益	3	0	17	1	-94.2%	-3	20	-794.8%	受三聚氰胺事情影响
营业利润	88	-273	-1929	135	-107.0%	85	-2050		
利润总额	148	-208	-1964	144	-107.4%	106	-1956		
净利润	61	-226	-1578	113	-107.2%	-21	-1687	8091.8%	
EPS	0.077	-0.28	-1.97	0.142	-107.2%	-0.031	-2.111	6726.5%	
销售费用率	24.6%	26.0%	38.2%	27.7%	-10.5%	20.2%	25.5%	5.3%	
管理费用率	4.2%	4.1%	41.5%	4.0%	-37.4%	4.6%	8.8%	4.3%	
财务费用率	-0.1%	0.0%	0.7%	0.3%	-0.5%	0.2%	0.1%	-0.1%	
所得税率	43.9%	-11.6%	16.8%	14.9%	-1.9%	104.3%	11.2%	-93.1%	
毛利率	30.8%	28.5%	11.1%	35.0%	24.0%	25.9%	26.8%	0.9%	
净利润率	0.9%	-3.0%	-61.9%	2.2%	64.1%	-0.1%	-7.8%	-7.7%	

资料来源：天软投资系统

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	5418	4546	5703	6285
货币资金	2774	1464	2127	2365
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	197	277	293	320
其他应收款	83	171	197	213
存货	2020	2211	2603	2866
非流动资产	6363	5807	6119	6803
可供出售金融资产	7	11	11	11
长期股权投资	516	391	433	433
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	5007	4652	4823	5440
在建工程	258	129	214	256
油气资产	0	0	0	0
无形资产	225	255	286	318
资产总计	11780	10353	11822	13088
流动负债	8201	6282	7078	7544
短期借款	2703	1000	1000	1000
应付票据	301	214	257	279
应付账款	2868	2784	3276	3601
其他	2330	2284	2545	2664
非流动负债	352	353	371	377
长期借款	55	64	71	80
其他	297	289	300	297
负债合计	8553	6635	7449	7921
股本	799	799	799	799
资本公积	2649	2649	2649	2649
未分配利润	-1066	-624	-26	703
少数股东权益	438	487	544	608
股东权益合计	3228	3719	4373	5167
负债及权益合计	11780	10353	11822	13088

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	-1687	442	598	729
折旧和摊销	518	515	556	652
资产减值准备	249	-252	13	10
无形资产摊销	16	16	16	16
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	14	55	21	12
投资损失	-20	-3	-3	-3
少数股东损益	-49	49	57	65
营运资金的变动	-1190	362	-302	-122
经营活动产生现金流量	12	396	1560	1583
投资活动产生现金流量	-581	79	-887	-1344
融资活动产生现金流量	2080	-1786	-10	-0
现金净变动	1512	-1311	663	238
现金的期初余额	1772	2774	1464	2127
现金的期末余额	3283	1464	2127	2365

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	21659	24232	27931	30297
营业成本	15849	16864	19661	21511
营业税金及附加	122	128	140	151
销售费用	5532	5515	6128	6362
管理费用	1915	1115	1257	1363
财务费用	14	55	21	12
资产减值损失	296	20	20	20
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	20	3	3	3
营业利润	-2050	538	708	880
营业外收入	219	156	171	174
营业外支出	124	102	109	109
利润总额	-1956	592	770	945
所得税	-219	101	116	151
净利润	-1737	491	655	794
少数股东损益	-49	49	57	65
归属母公司净利润	-1687	442	598	729
EPS (元)	-2.11	0.55	0.75	0.91

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	11.9%	11.9%	15.3%	8.5%
营业利润增长率		-73.8%	31.7%	24.3%
净利润增长率		-73.8%	35.1%	22.0%
盈利能力(%)				
毛利率	26.8%	30.4%	29.6%	29.0%
净利率	-7.8%	1.8%	2.1%	2.4%
ROE	-60.5%	13.7%	15.6%	16.0%
偿债能力(%)				
资产负债率	72.6%	64.1%	63.0%	60.5%
流动比率	0.66	0.72	0.81	0.83
速动比率	0.39	0.37	0.44	0.45
营运能力(次)				
资产周转率	1.97	2.19	2.52	2.43
应收帐款周转率	98.46	94.18	90.30	90.82
每股资料 (元)				
每股收益	-2.11	0.55	0.75	0.91
每股经营现金	0.23	0.50	1.95	1.98
每股净资产	3.49	4.04	4.79	5.70
估值比率 (倍)				
PE	-7.07	26.97	19.96	16.37
PB	4.28	3.69	3.12	2.62

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。