

伊利股份(600887)

08 年巨亏 09 年业绩将实现较快恢复

——伊利股份 08 年报及 09 年 1 季报点评

胡春霞 洪婷
 021-38676186 021-38676550
 huchunxia@gtjas.com hongting@gtjas.com

本报告导读：三聚氰胺事件导致 08 年巨亏，销量恢复和毛利率的提升推动 09 年 1 季度业绩恢复，接近 08 年同期水平

投资要点：

- 公司 08 年业绩亏损，全面摊薄 EPS 为 -2.11 元，基本符合预期。09 年 1 季度业绩恢复超预期，EPS 0.14 元。公司 08 年营业收入 216.6 亿元，同比增长 11.9%，归属于母公司的净利润为 -16.9 亿元。股权激励费用 08 年摊销 2.7 亿元，去除该影响后，净利润为 -14.1 亿元。公司 09 年 1 季度营业收入 51.2 亿元，同比增加 7.9%，净利润 1.1 亿元，去除股权激励费用影响净利润同比下降 9%。
- 三聚氰胺事件引起的去年 4 季度销量下降，存货销毁和跌价是 08 年巨亏的主因。三聚氰胺事件导致 4 季度单季度的营业收入同比下降 44.9%；销毁问题奶粉和液态奶造成存货报废 8.8 亿元，导致 08 年管理费用达到 19.15 亿元，同比上升 116%；存货积压导致年末计提存货跌价准备 2.4 亿元，08 年资产减值损失达到 2.9 亿元，同比增长 1596%。存货销毁和跌价导致公司共损失 11.2 亿元，减少 08 年 1.4 元的 EPS。
- 09 年 1 季度乳品销售的快速恢复、公司综合毛利率的提高推升业绩快速恢复。在政府推动和公司自身的努力下，公司各项乳制品的销售恢复较快：奶粉填补了三鹿破产留下的部分市场空白，收入上升；液体乳基本恢复到事件之前的水平；冷饮维持稳定增长。另一方面 08 年下半年原奶价格的回落以及奶粉和高档液体乳收入占比的提高推升 09 年 1 季度综合毛利率达到 35.04%，比 08 年上升 8.21 个百分点。我们预计 09 年收入将可能比 08 年略有上升，毛利率较 08 年也会有一定的上升。
- 09 年 1 季度销售费用率维持高位，管理费用率恢复正常。为恢复市场，公司大幅增加销售费用，08 的销售费用率为 25.54%，较 07 年上升 5.34 个百分点，09 年 1 季度继续上升到 27.68%。09 年没有存货报废损失和股权激励费用的影响，1 季度管理费用率恢复到 4.03%。随着市场的恢复，销售费用率将会从 1 季度高位回落，但仍将高于 07 年的水平。
- 盈利预测及投资建议。公司计划 09 年实现收入 216 亿元，利润 5 亿元。由于乳品市场的恢复好于我们预期，我们调高 09-10 年业绩预测到 0.58、0.78 元，目标价 17.40 元，维持谨慎增持评级。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	19,360	21,659	22,570	25,233	28,826
(+/-)%	16.8%	11.9%	4.2%	11.8%	14.2%
经营利润 (EBIT)	85	-2,073	402	616	764
(+/-)%	-85%	-2548%	119%	53%	24%
净利润	-21	-1,687	462	622	644
(+/-)%	-106%	-8092%	127%	35%	4%
每股净收益 (元)	-0.03	-2.11	0.58	0.78	0.81
每股股利 (元)	-	-	-	0.12	0.24

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率 (%)	1%	-8.1%	2%	3%	3%
净资产收益率 (%)	0%	-53%	14%	17%	15%
投入资本回报率 (%)	0%	-50%	15%	20%	19%
EV/EBITDA	27	(8)	12	10	8
市盈率	(568)	(7)	25	19	18
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	1.7%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：谨慎增持
 上次评级：谨慎增持
 目标价格：¥17.40
 上次预测：¥14.00
 当前价格：¥14.64
 2009.05.04

交易数据

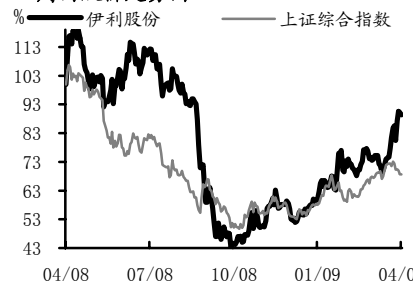
52 周内股价区间 (元)	6.45 ~ 23.70
总市值 (百万元)	11,702
总股本/流通 A 股 (百万股)	799/728
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.91
日均成交量 (百万股)	21.2
日均成交值 (百万元)	233.0

资产负债表摘要 (12/08A)

股东权益 (百万元)	3,227.57
每股净资产	3.16
市净率	4.6
净负债率	2.8%

EPS (元)	2008A	2009E
Q1	0.07	0.14
Q2	0.08	0.14
Q3	-0.28	0.15
Q4	-1.97	0.15
全年	-2.11	0.58

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	21.5	49.1	-10.6
相对指数	20.4	28.4	21.2

相关报告

三聚氰胺事件导致业绩亏损 半年业绩将逐步恢复

(09.01.23)

三聚氰胺事件导致公司第三季度亏损

(08.10.31)

模型更新时间: 2009.04.28

股票研究

食品饮料业

食品加工制造业

伊利股份(600887)

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

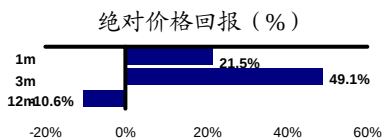
目标价格: ¥ 17.40

上次预测: ¥ 14.00

当前价格: ¥ 14.64

公司网址:

www.yili.com



52 周价格范围 6.45~23.70
市值 (百万) 11,702

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	12,175	16,580	19,360	21,659	22,570	25,233	28,826	32,750	37,130	42,101
主营业务成本	8,641	12,031	14,347	15,849	16,118	18,257	20,882	23,716	26,877	30,485
税金及附加	55	72	83	122	97	109	124	141	160	181
主营业务利润	3,479	4,477	4,930	5,688	6,355	6,868	7,819	8,893	10,093	11,435
其他业务利润	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
营业费用	2,597	3,387	3,911	5,532	5,191	5,501	6,226	7,008	7,872	8,925
管理费用	417	491	884	1,915	677	656	721	819	928	1,053
EBIT	466	598	134	(1,486)	487	711	872	1,065	1,293	1,457
财务费用	(2)	15	29	14	85	95	108	123	140	158
营业利润	481	555	85	(1,796)	402	616	764	942	1,154	1,298
所得税	152	177	111	(219)	0	0	124	141	173	195
少数股东损益	45	49	15	7	40	54	56	64	78	88
净利润	293	325	(21)	(1,489)	462.04	622.21	644	737	902	1,015
资产负债表	2005A	2006A	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
货币资金、短期投资	1,567	1,012	1,772	2,774	2,692	2,384	2,298	2,151	2,197	2,239
其他流动资产	1,365	2,376	2,864	2,643	2,759	3,086	3,526	4,007	4,544	5,152
长期投资	12	28	412	523	518	519	520	521	522	523
固定资产合计	2,393	3,780	4,911	5,318	5,489	6,136	7,010	7,964	9,029	10,238
无形及其他资产	113	168	215	521	533	568	616	668	725	791
资产合计	5,450	7,364	10,174	11,780	12,508	13,212	14,490	15,831	17,539	19,467
流动负债	2,686	4,187	5,087	8,201	8,538	9,547	10,906	12,391	14,049	15,930
长期负债	165	206	376	350	366	410	469	534	606	687
股东权益	2,597	2,970	4,707	3,228	3,684	4,267	4,774	5,354	6,063	6,862
投入资本(IC)	1,386	3,018	3,829	3,078	3,160	3,508	3,975	4,486	5,056	5,702
现金流量表	2005A	2006A	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
NOPLAT	320	407	18	(1,541)	487	711	741	906	1,099	1,238
折旧与摊销	223	(555)	276	353	401	417	467	533	606	687
流动资金增量	197	(189)	366	1,464	100	335	453	496	553	629
资本支出	(757)	(887)	(1,454)	(1,066)	(583)	(1,100)	(1,388)	(1,539)	(1,729)	(1,961)
自由现金流	(16)	(1,224)	(794)	(790)	405	364	274	395	530	592
经营现金流	753	(357)	669	97	1,088	1,524	1,729	1,953	2,279	2,577
投资现金流	(670)	1,012	(1,841)	(1,180)	(578)	(1,101)	(1,389)	(1,540)	(1,730)	(1,962)
融资现金流	(34)	185	136	1,880	1	200	221	227	227	260
现金流净增加额	49	839	(1,036)	797	512	622	561	639	777	875
财务指标	2005A	2006A	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
成长性										
收入增长率	39.4%	36.2%	16.8%	11.9%	4.2%	11.8%	14.2%	13.6%	13.4%	13.4%
EBIT 增长率	20.7%	28.5%	-77.6%	-1411.8	-127.7	46.0%	22.7%	22.1%	21.4%	12.6%
净利润增长率	22.7%	10.8%	-106.3	-484.2	131.0%	34.7%	3.6%	14.4%	22.4%	12.6%
利润率										
毛利率	29.0%	27.4%	25.9%	26.8%	28.6%	27.6%	27.6%	27.6%	27.6%	27.6%
息税前利润率	3.8%	3.6%	0.7%	-8.1%	2.2%	2.8%	3.0%	3.3%	3.5%	3.5%
净利润率	2.4%	2.0%	-0.1%	-7.8%	2.0%	2.5%	2.2%	2.3%	2.4%	2.4%
收益率										
净资产收益率(ROE)	12.9%	95.9%	-0.5%	-53.4%	14.4%	16.7%	15.4%	15.7%	16.9%	16.8%
总资产收益率(ROA)	5.4%	4.4%	-0.2%	-14.3%	3.7%	4.7%	4.4%	4.7%	5.1%	5.2%
投入资本回报率	23.1%	13.5%	0.5%	-50.1%	15.4%	20.3%	18.7%	20.2%	21.7%	21.7%
运营能力										
存货周转天数	33	36	41	43	47	45	44	44	44	44
应收账款周转天数	9	8	9	7	5	4	4	4	4	4
总资产周转天数	154	141	165	185	196	186	175	169	164	160
净利润现金含量	2.6	(1.1)	(32.5)	(0.1)	2.4	2.4	2.7	2.7	2.5	2.5
资本支出/收入	6%	5%	8%	5%	3%	4%	5%	5%	5%	5%
偿债能力										
资产负债率	52.3%	59.7%	53.7%	72.6%	70.7%	70.0%	70.4%	70.7%	70.7%	70.8%
净负债率	-54.8%	-28.6%	-17.8%	2.8%	8.8%	25.2%	35.9%	46.1%	50.6%	54.8%
估值比率										
PE	39.9	36.0	-568.1	-6.9	25.3	18.8	18.2	15.9	13.0	11.5
PB	5.2	34.5	2.8	4.6	3.7	3.1	2.8	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	15.8	252.9	26.9	-7.8	12.4	9.8	8.2	6.9	5.8	5.1
P/S	0.47	0.46	0.50	0.54	0.52	0.46	0.41	0.36	0.32	0.28
股息率	1.8%	0.7%	0.0%	0.0%	0.4%	0.8%	1.7%	1.9%	2.3%	2.6%

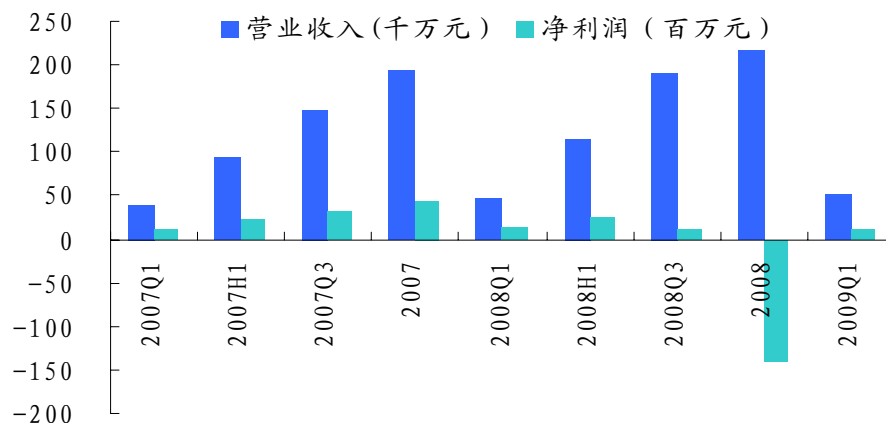
1. 08 年业绩亏损，09 年 1 季度业绩恢复较快

公司 08 年业绩亏损，全面摊薄 EPS 为-2.11 元，基本符合预期。09 年 1 季度业绩恢复较快，EPS 达到 0.14 元，超出我们之前的预期。

公司 08 年营业收入为 216.6 亿元，同比增长 11.9%，而归属于母公司的净利润为-16.9 亿元。由于公司股权激励费用分别在 06-08 年的管理费用中摊销，为了分析比较公司的实际经营业绩，我们需要去除股权激励费用的影响。

08 年股权激励费用摊销 2.7 亿元，07 年 4.6 亿元，去除该影响后，07 年实际净利润为 4.4 亿元，08 年的实际经营净利润为-14.1 亿元，较 07 年大幅下降。公司 09 年 1 季度的营业收入为 51.2 亿元，同比增加 7.9%，净利润为 1.1 亿元，去除股权激励费用影响后，公司净利润较去年同期下降 9%。

图 1 公司季度累计营业收入和净利润（去除股权激励费用影响）的变化



数据来源：公司公告，国泰君安研究所

2. 三聚氰胺事件是公司 08 年巨亏主因

去年 9 月发生的三聚氰胺事件导致公司去年 4 季度产品的收入和销量下降，存货大量报废并计提了大量的存货跌价准备。

公司 4 季度单季度的营业收入同比下降 44.9%；销毁问题奶粉和液态奶造成存货报废损失 8.8 亿元计入管理费用，导致 08 年管理费用达到 19.15 亿元，同比上升 116%；存货积压导致年末计提存货跌价准备 2.4 亿元，导致 08 年资产减值损失达到 2.9 亿元，同比增长 1596%。

08 年存货的报废和跌价造成的损失总共为 11.2 亿元，减少 1.40 元的 EPS。

3. 销量的恢复和毛利率的提升推动 09 年 1 季度业绩的快速恢复

09 年 1 季度在政府推动和公司自身的努力下，公司各项乳制品的销售恢复较快，总收入达到 51.2 亿元，同比增长 7.9%：

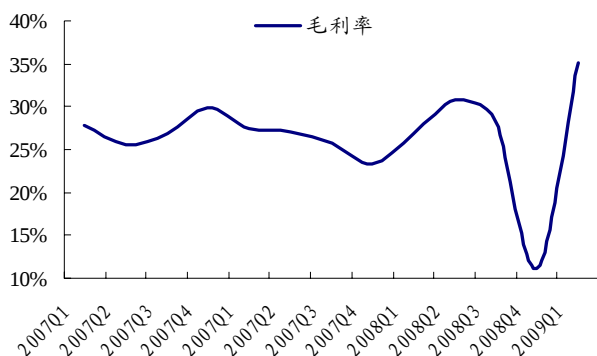
1、公司的奶粉业务填补了三鹿破产而留下的部分市场空白，1 季度奶粉的收入实现一

定的增长;

- 2、液体乳基本恢复到事件发生之前的水平,特别是蒙牛特仑苏违规添加 OMP 事件使得公司的高档液体乳获得了更大的市场空间,高档液体乳的收入有所增长;
- 3、冷饮受三聚氰胺事件的影响较小,维持稳定的增长。

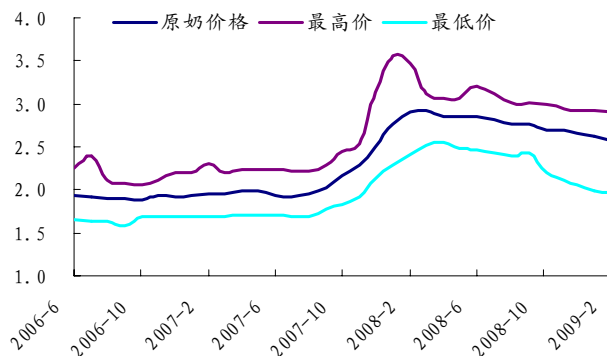
09 年 1 季度公司综合毛利率达到 35.04%,较 08 年上升 8.21 个百分点,我们认为毛利率大幅上升的主要原因有:1、三聚氰胺事件后原奶的价格从高位回落,成本的下降推动公司各项产品毛利率上升;2、毛利率较高的奶粉和高档液体乳的收入占比有所提高。

图 2 公司单季度的毛利率变化



数据来源:公司公告,国泰君安研究所

图 3 原奶收购价格的变化(元/公斤)



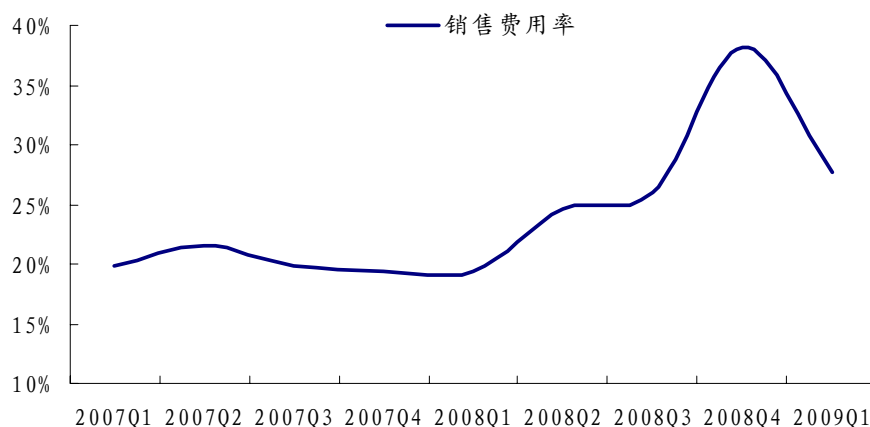
数据来源:公司公告,国泰君安研究所

4. 销售费用率持续高位 管理费用率恢复正常

为恢复市场,公司大幅增加市场投入,08 的销售费用率为 25.54%,较 07 年上升 5.34 个百分点,09 年 1 季度继续上升到 27.68%。我们预计随着市场的恢复,今年下半年公司的市场投入将逐步下降,但今年的销售费用率仍会高于 07 年的水平。

另一方面由于 09 年没有了存货损失和股权激励费用,1 季度管理费用率恢复到 4.03% 接近正常水平。我们预计公司 09 年管理费用率将保持在较低的水平。

图 4 公司单季度销售费用率变化



数据来源:公司公告,国泰君安研究所

5. 盈利预测和投资建议

我们假设：

- 1、考虑到乳品市场的恢复好于我们预期，我们假设公司 09 年收入较 08 年上升 5%左右。
- 2、原奶价格的下降推动公司各类产品的毛利率的提升，公司 09 年的综合毛利率较 08 年有一定的上升。
- 3、为了加快市场的恢复，公司的销售费用率保持在较高的水平；管理费用率恢复到正常水平。
- 4、根据会计准则有关规定，公司 08 年的亏损额可用以后年度的所得税弥补，公司 09-10 年的所得税率为 0，2011 年恢复到 15%。

公司计划 09 年实现收入 216 亿元，利润 5 亿元。我们依据以上的假设并参照公司的生产计划，调高 09-10 年业绩预测到 0.58，0.78 元，目标价 17.40 元，相对于目前的价格，公司 09 年的 PE 为 25 倍，已经达到食品饮料行业的平均水平，维持谨慎增持评级。

作者简介:

胡春霞: 武汉大学金融学硕士, 国泰君安证券食品饮料行业研究员, 从业五年。

2008 年新财富食品饮料行业最佳分析师。

洪婷: 浙江大学金融学硕士, 2007 年 7 月加入国泰君安研究所, 目前从事食品饮料与有色金属行业的研究工作。

免责声明

本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。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 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。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com