

食品饮料行业

报告原因：年报及一季报点评

2009 年 4 月 30 日

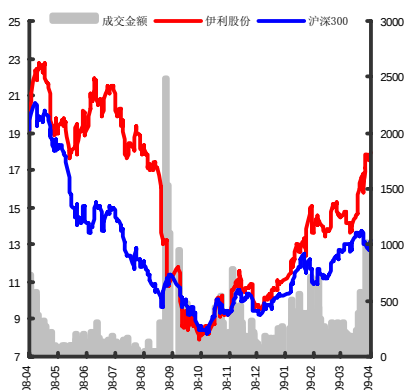
市场数据：2009 年 4 月 29 日

收盘价（元）	14.93
一年内最高/最低（元）	23.70/6.45
市净率	4.3
市盈率	-
流通 A 股市值（百万元）	10865

基础数据：2008 年 12 月 31 日

每股净资产（元）	3.49
资产负债率%	72.6
总股本/流通 A 股（百万）	799/727
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

公司近期市场表现（最近一年）：



执笔人

罗胤

Tel: 010-82190365

Email: luoyin@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686986

sxzqjyfb@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686986

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

伊利股份 (600887)

阴霾渐已消散，09 业绩可期

增持

首次评级

公司研究/点评报告

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	销售利润率	净资产收益率	市盈率
2008A	21,659	11.9	-1687	-8092	-2.30	-8.0	-60.5	-6.5
2009E	24,450	12.9	432	125.6	0.54	2.0	13.4	27.6
2010E	27,823	13.8	615	42.2	0.77	2.5	16.0	19.4
2011E	31,897	14.6	835	35.8	1.04	3.0	17.9	14.3

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

●08 业绩低于市场预期。2008 年度，公司实现营业收入 2,165,859.02 万元，同比增长 11.87%；归属于上市公司股东净利润-168,744.76 万元，同比减少 8091.85%；每股收益-2.30 元。2009 年一季度，公司实现营业收入 512,229.18 万元，同比增长 7.9%；归属于上市公司股东净利润 11,333.55 万元，同比增长 103.59%；每股收益 0.14 元。

●销售低谷已过。受奥运营销及“三聚氰胺事件”影响，08 年公司产品销售经历了一场由高峰到低谷的反转。前三季度公司销售收入同比增长 29.45%，而四季度销售收入仅为 25 亿元，萎缩近半。不过，从目前行业及公司的数据来看，三聚氰胺的阴影渐已消散，09 年一季度，公司已走过前期的销售低谷，取得高达 51 亿元的销售收入，比上年同期增长 7.9%。

●毛利率大幅回升。08 年四季度公司单季的综合毛利率跌至历史低点，仅为 11.09%，远低于公司近年来 25%以上的毛利率水平。09 年一季度，在公司的产品结构明显优化，高毛利率的奶粉及高端液奶销售加强的情况下，公司毛利率水平大幅回升，取得了自 02 年四季度以来最高的单季毛利率，毛利率水平高达 35.04%。

●销售、管理费用率已渐回归正常。08 年受“三聚氰胺事件”影响，公司存货积压报废严重，促销和宣传费用明显增加，成为导致 08 年公司净利润发生大幅亏损的主要原因。09 年一季度，情况有所改善，公司的销售及管理费用已渐回归正常水平。未来，随着公司销售业务的进一步恢复，相关费用率水平还将进一步降低。

●风险提示：食品安全问题；进口奶粉冲击；突发事件下存在退市风险。

●投资建议：乳品作为高营养大众消费品有较大增长空间，我们预计公司 2009-2011 年的 EPS 分别为 0.54、0.85、1.25 元，给予“增持”评级。

1. 业绩低于市场预期

2008 年度，公司实现营业收入 2,165,859.02 万元，同比增长 11.87%；营业利润-205,001.19 万元，同比减少 2520.83%；归属于上市公司股东净利润-168,744.76 万元，同比减少 8091.85%；每股收益-2.30 元。业绩远低于市场预期（市场预期综合值为-1.69 元）。

2009 年一季度，公司实现营业收入 512,229.18 万元，同比增长 7.9%；营业利润 13,528.73 万元，同比减少 112.5%；归属于上市公司股东净利润 11,333.55 万元，同比增长 103.59%；每股收益 0.14 元。

表 1：伊利股份单季利润表

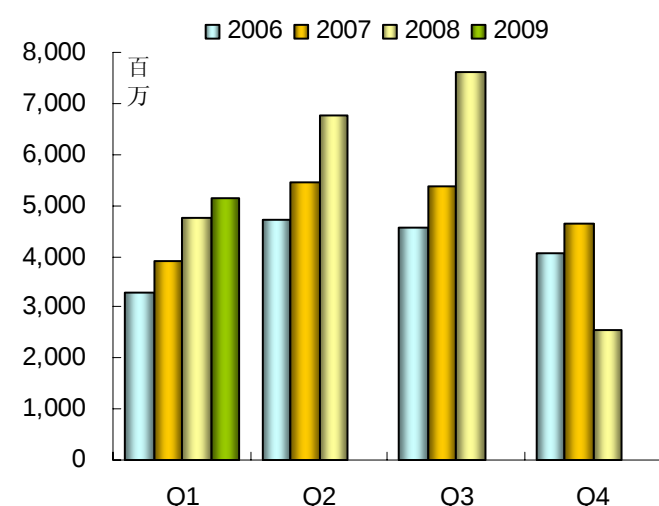
单位：百万元	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	同比变化
一、营业总收入	3,905	5,449	5,383	4,622	4,747	6,764	7,599	2,549	5,122	7.90
营业收入	3,905	5,449	5,383	4,622	4,747	6,764	7,599	2,549	5,122	7.90
二、营业总成本	3,876	5,421	5,336	4,986	4,684	6,678	7,872	4,495	4,988	6.50
营业成本	2,834	3,973	3,998	3,542	3,469	4,678	5,436	2,266	3,328	(4.07)
营业税金及附加	14	28	22	18	29	27	27	38	22	(25.64)
销售费用	772	1,176	1,068	894	922	1,666	1,972	972	1,418	53.82
管理费用	243	232	243	513	260	286	313	1,057	207	(20.41)
财务费用	12	7	5	5	4	-6	-3	19	14	235.42
资产减值损失	-0	5	-0	13	-0	27	126	142	-0	
三、其他经营收益	0	1	-3	-1	0	3	0	17	1	
投资净收益	0	8	0	-0	0	12	-0	17	1	
四、营业利润	208	-21	29	249	282	-30	32	-1,929	135	112.50
加：营业外收入	3	25	6	5	7	50	11	54	17	(11.63)
减：营业外支出	3	2	2	5	3	8	2	90	8	(45.02)
五、利润总额	208	2	33	248	286	11	40	-1,964	144	110.85
减：所得税	37	-12	11	42	50	-18	15	-330	22	(1.82)
六、净利润	171	14	22	207	236	29	25	-1,634	123	164.08
减：少数股东损益	30	2	6	29	44	5	4	-56	9	203.51
归属于母公司所有者净利润	141	12	16	178	193	23	21	-1,578	113	103.59
七、每股收益：	0.13	0.01	0.01	0.16	0.18	0.02	0.02	-1.97	0.14	77.24
收入增长率(%)	0.85	37.27	22.81	14.75	36.97	-12.37	16.42	-44.86	7.90	(13.66)
毛利率(%)	47.58	29.89	34.02	40.51	39.73	31.91	33.45	11.09	35.04	8.11
营业利润率(%)	10.90	-1.77	1.98	10.75	10.82	-2.92	1.88	-75.69	2.64	1.30
净利率(%)	9.00	1.20	1.48	8.93	9.06	2.75	1.46	-64.12	2.40	1.42
销售费用率(%)	11.55	9.25	10.89	10.04	9.30	12.65	10.61	38.15	27.68	8.26
管理费用率(%)	9.62	10.79	8.59	6.46	6.36	5.35	8.29	41.46	4.04	(1.44)
归属于母公司净利润增长率(%)	4.41	-338.2	11.71	26.65	36.60	94.74	31.42	349.3	103.6	1318.10

资料来源：公司公告 山西证券研究所

2. 销售低谷已过

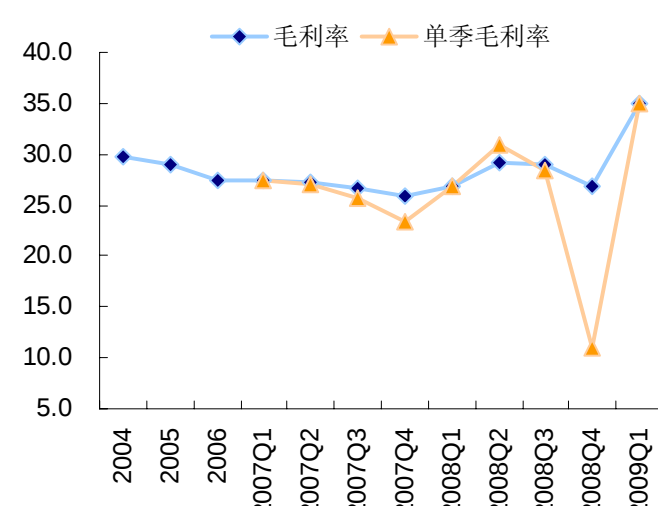
受奥运营销及“三聚氰胺事件”影响，08 年公司产品销售经历了一场由高峰到低谷的反转。前三季度公司销售收入同比增长 29.45%，延续着前期较高的增长态势；而在事件爆发后，形势急转直下，公司产品销售大幅下滑，四季度销售收入仅为 25 亿元，萎缩近半。不过，从目前行业及公司的数据来看，三聚氰胺的阴影渐已消散，09 年一季度，全国液体乳及乳制品产量均已恢复至上年同期水平，公司也已走过前期的销售低谷，一季度取得高达 51 亿元的销售收入，比上年同期增长 7.9%。未来，随着行业的进一步恢复，乳品作为具有高营养价值的大众消费品，仍有较大的增长空间，公司销售也将恢复至平稳增长水平。

图 1：伊利股份近三年单季度销售情况



资料来源：公司公告 山西证券研究所

图 2：伊利股份毛利率水平



资料来源：公司公告 山西证券研究所

3. 毛利率大幅回升

受“三聚氰胺事件”影响，08 年四季度公司单季的综合毛利率跌至历史低点，仅为 11.09%，远低于公司近年来 25% 以上的毛利率水平，所幸在前三季度高毛利率的带动下，公司全年仍取得了 26.82% 的综合毛利率，比上年高出 0.97 个百分点。由于三聚氰胺事件中三鹿让出的奶粉市场被公司占取了较大份额，而 OMP 事件中蒙牛让出的高端液奶市场也让公司有所获益，09 年一季度公司的产品结构得到了明显优化，高毛利率的奶粉及高端液奶销售加强，在原奶收购价格持续下滑的背景下，一季度公司取得了自 02 年四季度以来最高的单季毛



利率，毛利率水平高达 35.04%。未来，在成本降低、结构升级的背景下，毛利率有望维持在较高水平。

4. 销售、管理费用率已渐回归正常

08 年受“三聚氰胺事件”影响，公司存货积压报废严重，销售的促销和宣传费用明显增加。公司共报废存货 88,466.60 万元，期末按成本与可变现净值孰低原则，计提跌价准备 23,848.07 万元；全年管理费用率高达 8.84%，扣除影响上年业绩的股权激励费用 27,406.95 万元后，仍达 7.58%，比上年增长了 286.59%；销售费用率也达 25.54%，比上年高出 5.34 个百分点，其中四季度高达 38.15%。损失及费用的增长成为导致 08 年公司净利润发生大幅亏损的主要原因。

09 年一季度，公司的销售及管理费用已渐回归正常水平。未来，随着公司销售业务的进一步恢复，相关费用率水平还将进一步降低。

表 2：伊利股份管理费用情况

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
报表管理费用（万元）	29,621.95	30,365.66	41,735.13	49,099.59	88,439.09	191,543.09
增长率（%）	46.58	2.51	37.44	17.65	80.12	116.58
股权激励费（万元）				506.13	45,981.92	27,406.95
确认比例（%）				0.68	62.23	37.09
实际管理费用（万元）	29,621.95	30,365.66	41,735.13	48,593.46	42,457.16	164,136.14
增长率（%）	46.58	2.51	37.44	16.43	-12.63	286.59

资料来源：公司公告 山西证券研究所

5. 盈利预测

表 3：盈利预测表

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	21,658.59	24,449.69	27,823.38	31,897.33
营业收入	21,658.59	24,449.69	27,823.38	31,897.33
二、营业总成本	23,728.62	23,889.21	27,010.25	30,767.76
营业成本	15,849.14	17,527.41	19,909.72	22,787.04
营业税金及附加	121.52	107.58	122.42	140.35
销售费用	5,532.39	5,134.43	5,787.26	6,570.85
管理费用	1,915.43	1,100.24	1,168.58	1,244.00
财务费用	14.45	19.56	22.26	25.52
资产减值损失	295.68	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益	20.01	2.00	2.00	2.00
投资净收益	20.01	2.00	2.00	2.00



四、营业利润	-2,050.01	562.47	815.13	1,131.57
加：营业外收入	218.71	35.00	35.00	35.00
减：营业外支出	124.34	38.00	38.00	38.00
五、利润总额	-1,955.64	559.47	812.13	1,128.57
减：所得税	-218.93	62.60	105.58	169.29
六、净利润	-1,736.71	496.87	706.55	959.29
减：少数股东损益	-49.26	64.59	91.85	124.71
归属于母公司所有者的净利润	-1,687.45	432.27	614.70	834.58
七、每股收益：	-2.30	0.54	0.77	1.04
净利润增长率(%)	-8,091.85	125.62	42.20	35.77

资料来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所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。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。