

上市公司简评报告

食品制造业

基于低奶价的高利润率不可持续

*ST 伊利 (600887)

ST 伊利半年业绩靓丽公布

业绩翻倍增长，高营业利润率是主要原因

公司实现收入 77.72 亿元，净利润 2.54 亿元，分别同比增长 6.69% 和 115.57%，每股收益 0.32 元。公司业绩增长主要得益于营业利润率大幅度提高，液态奶、冷饮、奶粉和奶制品甚至混合饲料营业利润率全面提高。特别是冷饮历来利润率很低，上半年营业利润率提高了 9.92 个百分点。利润率大幅度提高使伊利在收入仅增长 6.69% 情况下，实现了业绩的翻倍增长。

低奶价是推高利润率主要原因

原奶价格长达 9 个月低迷成就了高利润率

去年 9 月份三聚氰胺事件发生后，乳品消费市场一落千丈。乳品加工企业减产严重。受打击最大的就是原奶，原奶价格一路走低，在内蒙古和黑龙江以及新疆和宁夏等等，原奶价格甚至回落到 07 年水平，每公斤不足 2 元。而同时进口乳品价格同比下降 60%，进口量同比增加 2.7 倍，大量低价进口奶粉加剧了国内原奶价格低迷形势。低价原奶成就了乳品加工企业，尤其是冷饮和酸奶业务。

高端产品比重增加是利润率提高的一个重要方面

伊利开发婴幼儿配方奶粉市场售价接近甚至与外资品牌配方奶粉一致。公司金典有机奶、舒化营养奶等高端液态奶销售量也在上升，这也是伊利利润率提高的一个重要方面。但我们看到 06 年以来伊利一直致力于产品结构优化以及高科技含量产品的销售，但利润率始终徘徊在 25—29% 之间。09 年上半年毛利率突增到 35%，我们认为原奶价格下降还是伊利利润率提高最主要的原因。

但我们认为这种基于低奶价的高利润率不可持续

一方面，饲料价格上半年还在上涨，养殖效益下滑严重，原奶价格未来必然上涨；另一方面，乳品加工企业向上游发展成为必然趋势，对上游投资资金量巨大，且回收期长，原奶成本也会提高，原奶价格上升是可以预期的。我们认为 09 年可能是乳品企业不可多得的发展良机，未来简单依靠原奶价格低廉赢得高利润率的机会将越来越小。乳品企业竞争将来自品牌、产品研发以及渠道拓展。同时产品差异化也将是在竞争中胜出的关键。

而伊利未来产品重点还将集中在配方奶粉和高端液态奶上，从目前形势看，伊利的竞争优势非常突出。

首次评级

增持

郑绮

zhengqi@csc.com.cn

010-85,130,985

分析日期：2009 年 08 月 31 日

当前股价：16.77 元

目标价格 6 个月：20.00 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
5.9/22.0	16.8/8.1	9.5/-9.8
12 月最高/最低价 (元)		18.26/0
总股本 (万股)		79,932
流通 A 股 (万股)		72,775
总市值 (亿元)		134
流通市值 (亿元)		122
近 3 月日均成交量 (万)		1,329
主要股东		
呼和浩特投资有限责任公司		10.50%

股价表现



相关研究报告

展望伊利 2010 会保持良性增长，给与增持评级

2009 年公司高增长基本无悬念，原奶价格全年都将在低位运行，伊利高利润率会维持到年底。预计全年业绩接近 5 亿元，EPS0.62 元。

2010 年，我们判断乳品行业环境：一是原奶价格将逐步回升，二是乳品消费量将全面恢复。在世博会费用支出减少，市场消费回暖预期下，伊利营销费用压力将缓解；但同时上游投资将持续，伊利资金压力依然较大。09 年上半年公司财务费用就比去年同期出现大幅度增加，总财务费用支出达到 2213 万元，是三年来最高水平。综合起来总的判断是，2010 年公司营业收入将主要来自乳品销售量的增长，毛利率和营业利润率均会比 09 年有所下降。产品重点将继续向配方奶粉和高端液态奶倾斜。公司收入增长预计在 9—12%，业绩增长预期在 15—30%。净利润有望达到 6.5 亿元。

预测和比率

	2008A	2009F	2010F	2011F
主营收入（百万）	21,659	23218	25307	27584.63
主营收入增长率	11.87%	7.2%	9%	9%
净利润（百万）	-1,687	500	582	686.76
净利润增长率	-8,092%	-%	16.41%	18%
ROE	-60.50%	13.41%	13.50%	13.74%
EPS（元）	-2.11	0.62	0.728	0.859
P/E	-7.94	26.77	22.84	19.35
P/B	4.81	3.57	3.08	2.66

注：估值数据按照 2009 年 8 月 29 日收盘价计算

附：



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我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、财务顾问或类似的金融服务。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，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，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收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

郑绮，食品饮料行业首席分析师，曾获最佳消费品分析师称号及《新财富》入围

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010