

公司简评 伊利股份 (600887.ss)

► 2009 年 09 月 23 日

奶粉市场份额未来提升

推荐 维持评级

分析师: 董俊峰 ✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn ☎: 010-6656 8780

1. 事件

“三聚氰胺事件”一周年之际, 两批合计 300 公斤的美国进口美赞臣婴幼儿配方奶粉, 因“蛋白质含量不符合国家标准”而被国家质检总局退货。

2. 我们的分析与判断

未来国产品牌奶粉市场份额必然提升, 公司亦将受益于此。目前国内奶粉市场格局数据来源颇多, 但整体上都是海外品牌占据了高端奶粉市场相当大的市场占有率, 如据中国奶业协会公布的数据显示, 截至 2009 年 4 月国产品牌奶粉市场份额大幅缩水, 而外资品牌奶粉占比已接近 60%。海外品牌市场份额较高的原因很多, 我们认为——三聚氰胺事件发生后, 许多消费者都转为进口奶粉的消费人群, 原来在高端市场占据优势的洋奶粉市场份额逐渐加大——只是短期火上浇油现象, 其实海外品牌食品安全问题长期存在, 如二恶英、亚硝酸盐等污染源风波。

如同其它消费品, 国产品牌奶粉未来若干年将成为市场霸主, 当然尚需要一段时间。作为国产品牌奶粉的第一名, 公司未来可能收获到又一利润增长点, 预计今年贡献销售收入 41 亿元。

伊利股份市场份额稳步上升。2009 年蒙牛乳业财务一体化, 采取了销售折扣给付费用 (中值在 93 折), 倒算过来就是 129 亿元左右; 备考数据显示, 蒙牛乳业销售收入同比下降了 5% 左右, 伊利股份销售收入 122 亿元, 同比上升了 8%, 因此伊利股份按销售计的市场份额在稳步提高; 蒙牛乳业 2009 中期 129 亿元左右, 高出伊利股份 7 亿元左右, 因此仍然是行业销售收入第一。伊利股份冷饮业务 21 亿元, 高出蒙牛 5 亿元左右 (倒算前); 蒙牛奶粉业务不到伊利股份 10%; 蒙牛毛利率 26.7%, 同比增了 2.6 个百分点; 伊利股份 35.8%, 同比增了 6.1 个百分点。

我们维持在 5 月 4 日和 8 月 31 日《伊利股份 (600887) 深度更新报告: 超越预期 迎接历史机遇》和《伊利股份 (600887) 深度研究报告: 超越预期 迎接历史机遇 (更新)》对下半年销售恢复程度的判断, 即三大业务 2009 年第三和四季度销售恢复比例分别为 100% 和 230%, 实现全年销售收入同比增长 16% 左右的概率很大。我们仍然认为收入增速的高低, 将决定业绩表现, 换句话说, 下半年销售的恢复数据更为重要。2009 年市场投入的水平同比提高, 如市场竞争的需要所升高的市场费用和赞助上海世博会的费用 (分为 2 个层面, 一是直接赞助费用, 这部分相对较少; 二是后续配套费用, 这占大部分), 这将对业绩表现形成一定的压力。另外, 即使三季报业绩出现增速放缓, 我们对全年业绩表现的良好预期也不会改变, 我们维持全年 (6.6, 5.4) 亿元利润总额和归属母公司净利润的测算。

3. 投资建议

我们测算 2009、2010 和 2011 年 EPS 分别为 0.68、0.83 和 1.08 元, 维持年初以来的“推荐”评级, 短期内合理价位 20 元。

深度分析报告请参看 8 月 31 日《伊利股份 (600887) 深度研究报告: 超越预期 迎接历史机遇 (更新)》和 5 月 4 日《伊利股份 (600887) 深度更新报告: 超越预期 迎接历史机遇》, 第一篇深度报告请参看 3 月 9 日《伊利股份 (600887) 深度研究报告: 稳健全面 迎接历史机遇》。

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

1) 我们延续 2005 年 7 月 23 日行业深度报告《乳品行业: 至少 3 倍增长空间——从全球看中国》观点, 判断未来液体乳市场消费量至少增长 1 倍, 亦即再造一个相同市场容量的市场! 我们按如下方法进行保守计算, (1) 将全球各主要液体乳消费国人均消费量进行排序; (2) 取人均消费 23-102 公斤的全球各主要消费国中的最后三个国家数据, 再将各国城市化率代入公式, 我国则按未来 5 年城市化率达到 50% 进行计算; (3) 对比该平均值与我国 15 公斤消费平均值, 计算出行业增长空间。如果考虑到城市化率的进一步提高和人口数量的增长, 那么增长空间将继续扩大。我们判断行业销售收入 CAGR2008-2015 为 6.2%;

2) 三大业务销售全面恢复, 市场份额的提高将促使销售收入 CAGR08-11 和 CAGR08-15 分别达到 14.3% 和 12.8%。按收入计算, 2015 年公司市场份额将从 2008 年的 14% 提高到 22%, 我们保守判断 2023 年达到 28%, 对应的销售收入分别为 503 亿元和 932 亿元;

3) 毛利率或将出现拐点。2009 年公司毛利率在 34% 左右, 主要源于 (1) 产品结构调整见效, 高毛利高端液体乳和奶粉业务占比提高; (2) 原奶价格同比降幅较大, 均价维持在 2.3 - 2.5 元之间; (3) 三聚氰胺事件后的价格战出现放缓迹象 (虽然未来促销升级) 等因素。

我们与市场不同的观点:

市场普遍质疑公司销售的复苏程度——来源于一线城市草根调研, 或对公司销售复苏速度过分乐观——来源于部分市场草根调研。

我们认为, (1) 液体乳替代品的缺失, 将保障行业在消费者淡忘三聚氰胺事件后, 继续在上升通道增长, 虽然增速会放缓。另外豆奶替代性仍然需要观察, 部分转基因大豆是个问题; (2) 奶粉业务恢复速度超预期来源于三鹿二三线城市以下部分市场份额的让出; (3) 冷饮业务产品提价和结构升级, 盈利能力大幅提高。三大业务 2009 年第三和第四季度销售恢复比例分别为 100% 和 230%, 全年销售收入同比增长 16% 左右。

公司估值与投资建议:

考虑到公司销售恢复的高确定性, 我们继续给予公司推荐的投资评级, 合理价位 20 元; 基于对公司的估值假设及与同行业上市公司的对比, 我们认为公司具备良好的相对投资价值和长期绝对投资价值。

股票价格表现的催化剂:

液体乳毛利率在下半年能够基本维持在上半年水平; 奶粉在一线城市市场份额开始快速提升; 液体乳部分替代品问题展现; 2010 上海世博会高级赞助商营销效果显著; 行业政策利好等因素。

主要风险因素:

销售增速受消费环境和行业竞争变化和食品安全问题影响的程度有可能超过我们的预期, 从而影响到公司的盈利预测。

表 1: 财务报表预测

资产负债表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	1771.6	2774.4	3215.3	3584.9	5727.3
应收票据	125.8	23.0	26.6	29.6	34.3
应收账款	205.0	197.0	228.3	253.7	354.7
预付款项	497.0	283.9	62.6	-187.2	-474.2
其他应收款	299.2	83.1	96.3	107.1	124.2
存货	1737.4	2020.4	2099.0	2368.7	2721.3
其他流动资产	0.0	36.0	89.9	133.8	203.7
长期股权投资	390.4	516.0	516.0	516.0	516.0
固定资产	4407.4	5007.2	4868.0	4762.8	4659.7
在建工程	472.0	258.2	379.1	439.6	469.8
工程物资	31.7	1.6	1.6	1.6	1.6
无形资产	179.7	224.7	202.3	179.8	157.3
长期待摊费用	16.7	10.2	9.2	8.2	7.2
资产总计	10173.9	11780.5	11852.8	12257.2	14561.5
短期借款	890.9	2703.0	1423.8	0.0	0.0
应付票据	20.4	300.5	312.2	352.4	404.8
应付账款	2153.6	2867.7	2938.5	3316.1	3809.7
预收款项	879.8	1284.6	1753.8	2275.3	2880.3
应付职工薪酬	304.9	298.6	298.6	298.6	298.6
应交税费	-212.2	-382.6	-382.6	-382.6	-382.6
其他应付款	1004.3	1024.5	1024.5	1024.5	1024.5
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期借款	94.6	54.6	204.6	304.6	404.6
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
负债合计	5466.7	8552.9	8064.5	7760.2	9139.0
股东权益合计	4707.2	3227.6	3788.3	4497.0	5422.5
现金流量表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
净利润	-5	-1737	561	709	925
折旧与摊销	415	518	542	568	596
经营现金流	778	183	2156	2213	2525
投资现金流	-1449	-910	-480	-480	-480
融资现金流	1430	1715	-1235	-1363	98
现金净变动	759	988	441	370	2142
期初现金余额	1012	1772	2774	3215	3585
期末现金余额	1771	2760	3215	3585	5727

利润表 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	19359.7	21658.6	25100.6	27900.5	32364.6
营业成本	14347.3	15849.1	16466.0	18581.7	21347.7
营业税金及附加	82.6	121.5	100.4	111.6	129.5
销售费用	3911.3	5532.4	6860.0	7337.8	8631.6
管理费用	884.4	1915.4	928.7	1021.2	1191.0
财务费用	29.2	14.5	105.8	39.3	2.4
资产减值损失	17.4	295.7	0.0	0.0	0.0
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	-2.9	20.0	20.0	20.0	20.0
汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	84.7	-2050.0	659.7	828.9	1082.4
营业外收支净额	21.7	94.4	0.0	0.0	0.0
税前利润	106.4	-1955.6	659.7	828.9	1082.4
减: 所得税	111.0	-218.9	99.0	120.2	156.9
净利润	-4.6	-1736.7	560.7	708.7	925.5
母公司净利润	-19.8	-1687.4	541.0	667.2	860.5
少数股东损益	15.2	-49.3	19.8	41.4	64.9
基本每股收益	-0.03	-2.11	0.68	0.83	1.08
稀释每股收益	-0.03	-2.11	0.68	0.83	1.08
财务指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
成长性					
营收增长率	16.8%	11.9%	15.9%	11.2%	16.0%
EBIT 增长率	-68.0%	-1411.8%	-142.4%	13.8%	25.5%
净利润增长率	-113.6%	8432.2%	-132.1%	23.3%	29.0%
盈利性					
销售毛利率	25.9%	26.8%	34.4%	33.4%	34.0%
销售净利率	-0.1%	-7.8%	2.2%	2.4%	2.7%
ROE	-0.4%	-52.3%	14.3%	14.8%	15.9%
ROIC	-0.10%	-25.4%	11.36%	14.61%	15.20%
估值倍数					
PE	-	-	27	22	17
P/S	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
P/B	2.4	4.2	3.5	3.0	2.5
股息收益率	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EV/EBITDA	19.9	-	9.6	7.6	5.3

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

食品饮料行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围：

A 股：青岛啤酒（600600.SH）、张裕（000869.SZ、200869.SZ）、双汇发展（000895.SZ）、泸州老窖（000568.SZ）、三全食品（002216.SZ）、贵州茅台（600519.SH）、五粮液（000858.SZ）

港股：青岛啤酒股份（0168.HK）、汇源果汁（1886.HK）、中国食品（0506.HK）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908