

奶粉引领未来增长

ST 伊利调研快报

报告关键点：

- 奶粉业务增长较快
- 销售费用率较高，但属正常现象
- 维持投资评级，调高目标价至23.7元

报告摘要：

- 伊利奶粉业务增长较快。**由于伊利股份的液态奶业务几乎饱和，未来增长将放缓，因此公司将新的增长点冀望于奶粉业务。伊利股份新的年产七万吨低温喷粉工艺的生产线于去年下半年投产，但是其演绎一出真正意义上的“生不逢时”。进入2009年，随着事件的淡化及补救措施的到位，公司的奶粉业务开始逐步步入正轨。伊利股份今年上半年奶粉产量即达到去年全年水平，我们预计其全年产量有望超过10万吨，销售收入有望达到40亿元。
- 低温喷粉，志在高端。**伊利股份于去年下半年竣工的七万吨奶粉生产线，为国内奶粉厂商中第一个采取低温喷粉工艺。此项技术使得奶粉生产过程中，温度控制在四、五十度之间，避免了生产过程中营养的流失。并且奶粉的溶解温度在20度左右，减少了用开水冲泡时的营养流失。原先营养的最大程度的保全，加之适当的营养配方，使得伊利股份具备进入婴幼儿奶粉这一较高端子市场的能力。而相较一般成人奶粉，婴幼儿奶粉毛利率要高出七到八个百分点。
- 原奶价格有所回升，或侵蚀明年利润。**今年前期，原奶收购价格不断使得各大乳制品企业的利润率有所提高。而饲料成本的高企（按体重600公斤，日产奶15公斤奶牛计，该成本今年以来累计增长约10%弱），并出现上涨态势，造成部分，特别是伊利主要原奶收购区的原奶价格出现上涨。如果此种现象继续维持下去，则会对公司产生不利影响。
- 销售费用高企，属于正常现象。**我们预计2009年伊利股份的销售费用率将在30%左右，但是由于去年的事件，作为消费品类乳制品企业，公司投入大量费用，在恢复市场的同时，保持未来长期发展，属于正常现象。我们预计未来2-3年，公司此费用率有望微幅下降。
- 调高目标价至23.7元，维持投资评级。**基于我们对公司及乳制品行业的预判，考虑到公司奶粉业务超出我们的预期，我们调整2009年、2010年及2011年每股收益的盈利预测从0.60元、0.76元及1.06元分别至0.68元，0.79元及1.08元。维持“增持-A”的投资评级，12个月的目标价则按2010年EPS0.79元的30倍PE，调高至23.7元。

评级：

增持-A

上次评级：增持-A

目标价格：

23.70 元

期限：12 个月 上次预测：19.00 元

现价：20.42 元

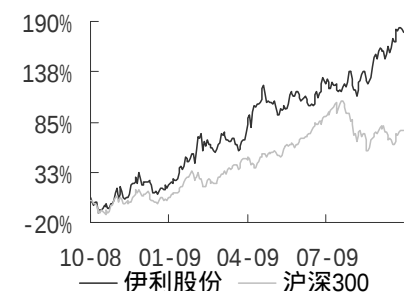
报告日期：

2009-10-19

市场数据

总市值(百万元)	16,322.17
流通市值(百万元)	14,860.72
总股本(百万股)	799.32
流通股本(百万股)	727.75
12 个月最高/最低	6.45/21.52 元
十大流通股东(%)	20.63%
股东户数	100,964

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	9.61	29.52	102.12
绝对收益	10.92	21.62	178.95

研究员

独孤南薰 高级行业分析师
021-68765195 dugunx@essence.com.cn
李铁 行业分析师
010-66581633 litie2@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	19,359.7	21,658.6	25,166.1	30,015.8	34,080.4
Growth(%)	16.8%	11.9%	16.2%	19.3%	13.5%
净利润	-20.6	-1,687.4	545.7	628.7	866.6
Growth(%)	-106.3%	8091.8%	-132.3%	15.2%	37.8%
毛利率(%)	25.9%	26.8%	34.9%	35.1%	35.5%
净利润率(%)	-0.1%	-7.8%	2.2%	2.1%	2.5%
每股收益(元)	-0.03	-2.11	0.68	0.79	1.08
每股净资产(元)	5.89	4.04	4.73	5.30	6.09
市盈率	-792.4	-9.7	29.9	26.0	18.8
市净率	3.5	5.1	4.3	3.9	3.4
净资产收益率(%)	-0.1%	-53.8%	14.8%	15.3%	18.3%
ROIC(%)	0.8%	-44.0%	16.7%	15.2%	18.4%
EV/EBITDA	25.9	-10.9	20.1	17.5	13.7
股息收益率	0.3%	0.0%	0.0%	1.2%	1.6%

前期研究成果

ST 伊利：救赎完成，遥望发展	2009-08-30
伊利股份：凤凰涅槃	2009-04-30
伊利股份：喜忧参半	2009-03-17

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-10-18**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	19,359.7	21,658.6	25,166.1	30,015.8	34,080.4	成长性					
减: 营业成本	14,347.3	15,849.1	16,375.1	19,481.5	21,997.5	营业收入增长率	16.8%	11.9%	16.2%	19.3%	13.5%
营业税费	82.6	121.5	138.4	165.1	187.4	营业利润增长率	-84.7%	-2520.8%	-130.2%	19.8%	37.9%
销售费用	3,911.3	5,532.4	7,260.4	8,449.4	9,542.5	净利润增长率	-106.3%	8091.8%	-132.3%	15.2%	37.8%
管理费用	884.4	1,915.4	1,006.6	1,200.6	1,363.2	EBITDA 增长率	-41.8%	-399.0%	-155.7%	15.4%	27.9%
财务费用	29.2	14.5	-26.3	-20.0	-27.1	EBIT 增长率	-80.0%	-1888.2%	-129.1%	21.7%	37.9%
资产减值损失	17.4	295.7	-202.3	2.5	-0.6	NOPLAT 增长率	-93.9%	-7346.1%	-131.3%	16.8%	37.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	37.3%	-17.4%	28.1%	13.8%	11.6%
投资和汇兑收益	-2.9	20.0	5.0	5.0	5.0	净资产增长率	58.5%	-31.4%	17.2%	12.1%	14.9%
营业利润	84.7	-2,050.0	619.1	741.6	1,022.4	利润率					
加: 营业外净收支	21.7	94.4	41.0	19.0	26.0	毛利率	25.9%	26.8%	34.9%	35.1%	35.5%
利润总额	106.4	-1,955.6	660.1	760.6	1,048.4	营业利润率	0.4%	-9.5%	2.5%	2.5%	3.0%
减: 所得税	111.0	-218.9	99.0	114.1	157.3	净利率	-0.1%	-7.8%	2.2%	2.1%	2.5%
净利润	-20.6	-1,687.4	545.7	628.7	866.6	EBITDA/营业收入	2.6%	-7.1%	3.4%	3.3%	3.7%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	0.6%	-9.4%	2.4%	2.4%	2.9%
货币资金	1,771.6	2,774.4	2,013.3	2,401.3	2,726.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	73	78	71	57	48
应收帐款	504.1	280.1	393.0	493.4	1,045.8	流动营业资本周转天数	-21	-34	-31	-13	-2
应收票据	125.8	23.0	82.7	98.7	121.4	流动资产周转天数	75	84	73	68	78
预付帐款	497.0	283.9	465.7	726.8	1,023.7	应收帐款周转天数	5	3	3	3	4
存货	1,737.4	2,020.4	1,741.8	2,709.8	2,999.8	存货周转天数	30	33	28	27	30
其他流动资产	0.0	36.1	78.1	141.1	189.9	总资产周转天数	163	182	162	138	136
可供出售金融资产	21.3	7.4	-	-	-	投资资本周转天数	63	59	53	53	53
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	390.4	516.0	519.5	559.5	579.5	ROE	-0.1%	-53.8%	14.8%	15.3%	18.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	0.0%	-14.7%	5.2%	5.3%	6.6%
固定资产	4,407.4	5,007.2	4,862.1	4,676.4	4,463.7	ROIC	0.8%	-44.0%	16.7%	15.2%	18.4%
在建工程	472.0	258.2	154.4	92.5	55.7	费用率					
无形资产	179.7	224.7	209.8	195.9	183.0	销售费用率	20.2%	25.5%	28.9%	28.2%	28.0%
其他非流动资产	67.1	349.1	291.6	166.5	136.5	管理费用率	4.6%	8.8%	4.0%	4.0%	4.0%
资产总额	10,173.9	11,780.5	10,812.0	12,262.0	13,525.4	财务费用率	0.2%	0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
短期债务	890.9	2,703.0	245.0	382.8	313.3	三费/营业收入	24.9%	34.5%	32.7%	32.1%	31.9%
应付帐款	3,157.8	3,892.2	4,217.1	4,323.3	4,339.2	偿债能力					
应付票据	20.4	300.5	269.2	373.6	361.6	资产负债率	53.7%	72.6%	65.0%	65.4%	64.0%
其他流动负债	972.4	1,200.6	1,986.3	2,658.6	3,332.2	负债权益比	116.1%	265.0%	185.9%	189.3%	177.7%
长期借款	94.6	54.6	54.6	54.6	54.6	流动比率	0.91	0.66	0.72	0.86	0.99
其他非流动负债	284.9	297.3	321.8	355.7	384.2	速动比率	0.57	0.39	0.45	0.51	0.62
负债总额	5,466.7	8,552.9	7,030.8	8,022.9	8,655.1	利息保障倍数	3.90	-140.83	-22.58	-36.06	-36.73
少数股东权益	494.3	438.3	453.7	471.5	496.0	分红指标					
股本	666.1	799.3	799.3	799.3	799.3	DPS(元)	0.06	-	-	0.24	0.33
留存收益	3,546.8	1,989.9	2,528.2	2,968.3	3,574.9	分红比率	-250.7%	0.0%	0.0%	30.0%	30.0%
股东权益	4,707.2	3,227.6	3,781.3	4,239.1	4,870.2	股息收益率	0.3%	0.0%	0.0%	1.2%	1.6%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	-4.6	-1,736.7	545.7	628.7	866.6	EPS(元)	-0.03	-2.11	0.68	0.79	1.08
加: 折旧和摊销	415.1	517.8	261.3	264.3	265.8	BVPS(元)	5.89	4.04	4.73	5.30	6.09
资产减值准备	17.4	295.7	-202.3	2.5	-0.6	PE(X)	-792.4	-9.7	29.9	26.0	18.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.5	5.1	4.3	3.9	3.4
财务费用	18.5	45.4	32.5	-26.3	-20.0	P/FCF	-16.7	19.8	-5.7	95.5	69.3
投资收益	2.9	-20.0	-5.0	-5.0	-5.0	P/S	0.8	0.8	0.6	0.5	0.5
少数股东损益	15.2	-49.3	15.4	17.8	24.5	EV/EBITDA	25.9	-10.9	20.1	17.5	13.7
营运资金的变动	-58.1	784.8	1,198.6	-369.5	-475.3	CAGR(%)	-621.3%	-180.1%	53.7%		
经营活动产生现金流量	778.1	182.6	1,787.4	518.8	649.0	PEG	1.3	0.1	0.6	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-1,448.6	-909.6	6.7	-37.1	-17.1	ROIC/WACC	0.1	-4.5	1.7	1.5	1.9
融资活动产生现金流量	1,429.6	1,715.0	-2,459.7	-52.8	-315.4	REP	40.3	-1.2	2.5	2.4	1.8

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

独孤南薰，食品饮料及家庭与个人用品行业高级分析师，毕业于美国西北大学，经济学学士，2003 年起从事证券研究工作，2008 年 8 月加入安信证券研究中心。2005 年度《Asia Money》亚洲最佳消费品分析师第六名。

李铁，食品饮料行业分析师。经济学学士，格拉斯哥大学 (Glasgow University) 会计和财务管理硕士，中国注册会计师、中国注册税务师。曾就职于德勤华永会计师事务所，2008 年 1 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
 B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn	凌洁 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn	李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn
南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn	张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn
周蓉 010-66581676	北京联系人 zhourong@essence.com.cn	马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn
李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn	王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn
李瑾 0755-82558084	深圳联系人 lijin@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳
 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海
 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京
 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034