

食品饮料/乳制品

2009 年 10 月 30 日



公司研究

公司点评

跟踪评级：短期—强烈推荐，长期—A

* ST 伊利（600887）：三季度超预期增长，上调全年盈利预测

核心观点

1、公司前三季度实现营业收入 192.95 亿元，同比增长 0.97%，实现净利润 5.26 亿元，每股收益 0.66 元。

2、前三季度盈利大幅增长主要是三季度净利润增长贡献。三季度毛利率上升至 36.46%，同比增加 8 个百分点。毛利率上升依然是受较低原奶价格影响，预计全年综合毛利达到 35%以上。但我们认为目前偏低的原奶价格未来随着行业产销水平由复苏转向增长，原奶价格也将呈恢复性上涨，行业毛利率将会比目前水平下降。调整产品结构、创新营销模式、降低费用率等才是企业可控的平滑毛利下降方法。对于伊利来说，如果由奶联社提供的原奶比例上升也可以降低原奶价格波动。三季度销售费用占比环比小幅下降至 27.72%，但仍处于较高水平，未来销售费用占比下降也将对净利润产生较大贡献。

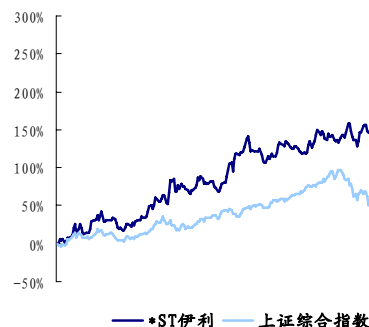
3、三季度营业利润环比增加 6225 万，净利润环比增加 1.3 亿。净利润增长额大于营业利润增长额主要是营业外收支净增加 6437 万。营业外收入增长可能来自原料奶收购贷款的贴息，目前财政贴息已经延长至年底，三季度公司短期借款增加 11.35 亿元，财政贴息预计将贡献 09 年每股收益 0.08 元。净利润大幅增长还受益三季度实际计提的所得税税率仅 10.77%，环比二季度大幅降低。

4、9 月乳制品产量 173.61 万吨，同比增长 30.92%，液态乳产量 146.69 万吨，同比增长 34.34%。08 年 10 月、11 月、12 月是行业受伤最深的三个月，前三季度行业产销水平已经基本恢复，四季度行业产量增速数据将继续表现出大幅增长。行业产量增速出现高企可能会刺激市场投资情绪高涨。

5、我们认为 09 年盈利超预期增长，将会大幅提升 PS 估值水平，目前伊利 PS 估值为 0.85，仍然低于同为食品饮料细分行业龙头、08 年收入规模 260 亿的双汇 PS 估值（双汇 PS 估值现为 1.02 倍）。伊利 PS 估值也大幅低于主要竞争对手蒙牛。我们认为伊利 PS 估值存在继续向上修正的需求，修正动力将是 2010 年业绩持续增长。

6、预计公司 09 年每股收益 0.86 元，10 年每股收益 1.2 元，对应 09 年动态市盈率 26.9 倍，10 年动态市盈率 19.3 倍，PE 估值也未出现溢价，我们继续维持公司“短期—强烈推荐，长期—A”的投资评级。

一年指数走势：



基础数据：

项目	数值
每股收益（元）	0.66
每股净资产（元）	2.94
净资产收益率（%）	8.34
息率%（分红/股价）	0
总股本（万）	79932
流通 A 股（万）	72775

国都证券研究所

北京市东直门南大街 3 号国华投资大厦

研究员：王明德

电话：010—84183372

E-mail: wangmingde@guodu.com

联系人：徐昊

电话：010—84183293

E-mail: xuhao@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

1、业绩预测

1.1 基本假设

- 1、假设 09 年液态乳收入增长 15%，冷饮产品收入增长 7%，奶粉收入增长 5%，混合资料收入下降 27%。
- 2、假设 09 年液态乳毛利率 36%，冷饮产品毛利率 36%，奶粉毛利率 37%，混合饲料毛利率 30%。
- 3、08 年销售费用因奥运营销和三胺事件增长幅度较大，09 年前三季度销售费用同比增长较大，四季度小幅下降。09 年不再摊销股权激励费用，管理费用比 08 年也将大幅下降。假设 09 年期间费用占比 32.13%，10 年期间费用占比 30.79%。
- 4、假设 09 年公司所得税实际税率 23%、10 年实际税率 22%。

1.2 伊利股份销售收入预测

表1 伊利股份销售收入预测表

项目	2007	2008	2009E	2010E
液体乳				
营业收入(万元)	1325475.40	1444179.52	1660806.45	1810279.03
增长率(YoY)	13.77%	8.96%	15.00%	9.00%
营业成本(万元)	1001123.21	1071896.61	1062916.13	1176681.37
毛利率	24.47%	25.78%	36.00%	35.00%
冷饮产品系列				
营业收入(万元)	273514.98	332023.03	355264.64	376580.52
增长率(YoY)	19.92%	21.39%	7.00%	6.00%
营业成本(万元)	192668.83	232549.21	227369.37	237245.73
毛利率	29.56%	29.96%	36.00%	37.00%
奶粉及奶制品				
营业收入(万元)	272003.45	323330.63	339497.16	390421.74
增长率(YoY)	35.42%	18.87%	5.00%	15.00%
营业成本(万元)	189685.02	224316.88	213883.21	242061.48
毛利率	30.26%	30.62%	37.00%	38.00%
混合饲料				
营业收入(万元)	49849.82	54279.01	39623.68	44774.76
增长率(YoY)	24.78%	8.89%	-27.00%	13.00%
营业成本(万元)	42300.04	45916.50	27736.57	31342.33
毛利率	15.15%	15.41%	30.00%	30.00%
营业收入合计(万元)	1935969.49	2165859.03	2404811.17	2632586.39
营业成本合计(万元)	1434727.27	1584914.29	1541152.20	1689019.92

资料来源：国都证券研究所

1.3 伊利股份盈利预测

表2 伊利股份盈利预测表

科 目	2007	2008	2009E	2010E
一、营业总收入(元)	19,359,694,865	21,658,590,273	24,048,111,736	26,325,863,856
营业收入(元)	19,359,694,865	21,658,590,273	24,048,111,736	26,325,863,856
二、营业总成本(元)	19,272,132,031	23,728,616,582	23,269,785,401	25,133,028,581
营业成本(元)	14,347,272,657	15,849,142,906	15,411,521,967	16,890,199,212
营业税金及附加(元)	82,608,269	121,515,779	117,835,748	128,996,733
销售费用(元)	3,911,268,087	5,532,389,959	6,456,918,001	6,739,421,147
管理费用(元)	884,390,861	1,915,430,909	1,226,453,699	1,316,293,193
财务费用(元)	29,153,008	14,454,502	42,271,861	50,726,233
资产减值损失(元)	17,439,150	295,682,527	14,784,126	7,392,063
三、其他经营收益(元)				
公允价值变动净收益(元)	-	-	-	-
投资净收益(元)	(2,880,526)	20,014,446	16,245,790	17,545,453
四、营业利润(元)	84,682,308	(2,050,011,863)	794,572,125	1,210,380,728
加：营业外收入(元)	121,434,688	218,705,101	188,616,878	122,600,971
减：营业外支出(元)	99,724,812	124,336,598	65,898,397	57,990,589
五、利润总额(元)	106,392,184	(1,955,643,360)	917,290,606	1,274,991,109
减：所得税(元)	110,955,474	(218,932,441)	210,976,839	280,498,044
六、净利润(元)	-4,563,290	(1,736,710,919)	706,313,766	994,493,065
减：少数股东损益(元)	15,214,118	(49,263,352)	22,248,019	36,311,422
归属于母公司所有者的净利润	-20,599,107	(1,687,447,567)	684,065,747	958,181,643
每股收益(元)	-0.04	-2.11	0.86	1.20
每股净资产(元)	6.32	3.49	4.01	4.21
净资产收益率	-0.49%	-60.50%	21.33%	28.45%

资料来源：国都证券研究所

2、投资建议

我们认为09年盈利超预期增长，将会大幅提升PS估值水平，目前伊利PS估值为0.85，仍然低于同为食品饮料细分行业龙头、08年收入规模260亿的双汇PS估值（双汇PS估值现为1.02倍）。伊利PS估值也大幅低于主要竞争对手蒙牛。我们认为伊利PS估值存在继续向上修正的需求，修正动力将是2010年业绩持续增长。

预计公司09年每股收益0.86元，10年每股收益1.2元，对应09年动态市盈率26.9倍，10年动态市盈率19.3倍，PE估值也未出现溢价，我们继续维持公司“短期-强烈推荐，长期-A”的投资评级。

国都证券投资评级

表 1: 国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2: 国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6 个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6 个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	减持	预计未来6 个月内, 股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明:本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。