

2010年4月27日

食品饮料行业

*ST 伊利 (600887)

评级: 增持

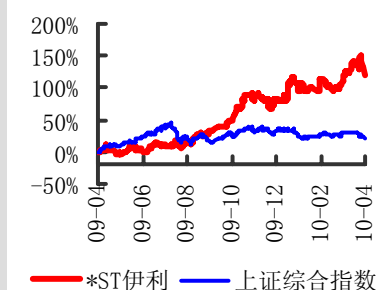
食品饮料行业研究员

王永锋

010-88086830-673

wangyf@rxzq.com.cn

*ST 伊利股价与上证综指对比:



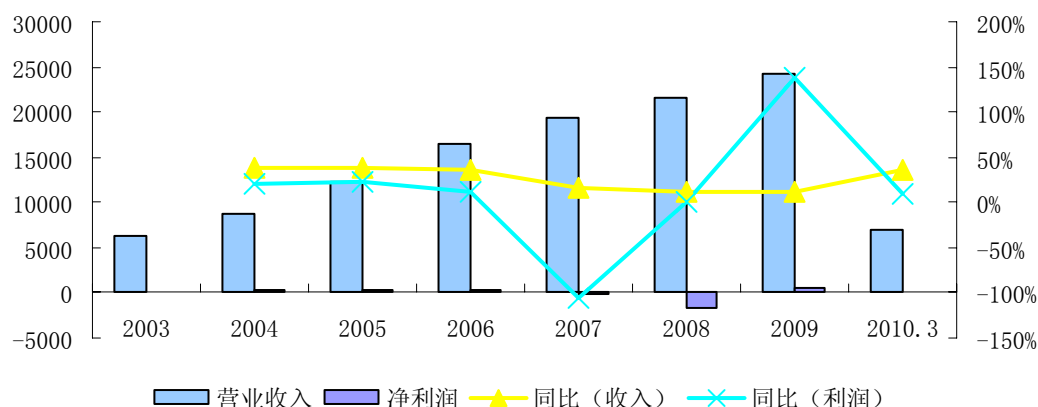
未来业绩释放关键在于公司行权

投资要点

- 2009年业绩符合预期, 2010年一季度业绩略低于预期。2009年公司实现营业收入243.24亿元, 同比增长12.30%; 归属母公司净利润6.48亿元, 同比增长138.38%; 归属母公司扣除非经常性损益的净利润5.34亿元, 同比增长129.71%; 实现每股收益0.81元, 未提出利润分配预案。2010年一季度公司实现营业收入70.14亿元, 同比增长36.94%; 归属母公司净利润1.25亿元, 同比增长10.07%; 实现基本每股收益0.16元, 同比增长14.29%, 略低于市场预期。
- 液体乳销售良好是公司2009年收入增长的主要原因。2009年液体乳、冷饮产品、奶粉及奶制品、混合饲料营业收入同比分别增长14.63%、-1.70%、22.59%、-21.49%, 毛利率同比分别增长8.30%、3.70%、11.63%、2.02%。其中液体乳对主营业务收入增长额的贡献率为79.14%, 是引发营业收入增长的主要产品。
- 毛利率下滑、管理费用上升导致2010年一季度业绩低于预期。1、毛利率下滑。毛利率下降为32.15%, 同比下滑2.89个百分点, 主要是原奶收购价格上涨、同时公司产品价格保持相对稳定所致。2、管理费用上升。期间费用同比上升28.98%, 其中销售费用、管理费用、财务费用同比分别增长26.99%、48.28%、-57.85%, 管理费用较上年同期增幅较大, 主要是工资支出、研发支出、地方税支出增加所致。
- 公司未来业绩释放主要在于领导层行权。2010年公司计划实现主营业务收入268亿元, 利润总额8亿元。公司将通过世博营销、加大奶源基地建设、优化产品结构等措施保障计划的实现。我们认为在公司领导层尚未行权之前, 公司业绩将很难释放, 我们期待公司及早期行权, 以展现公司的实际盈利水平。
- 盈利预测与投资建议。我们预计2010~2012年公司分别实现每股收益1.07元、1.53元、1.89元, 对应的动态PE分别为31倍、21倍、17倍。考虑到公司在乳制品行业中的龙头地位, 我们给予“增持”投资评级。
- 风险因素。食品安全问题; 原料奶价格上涨过快。

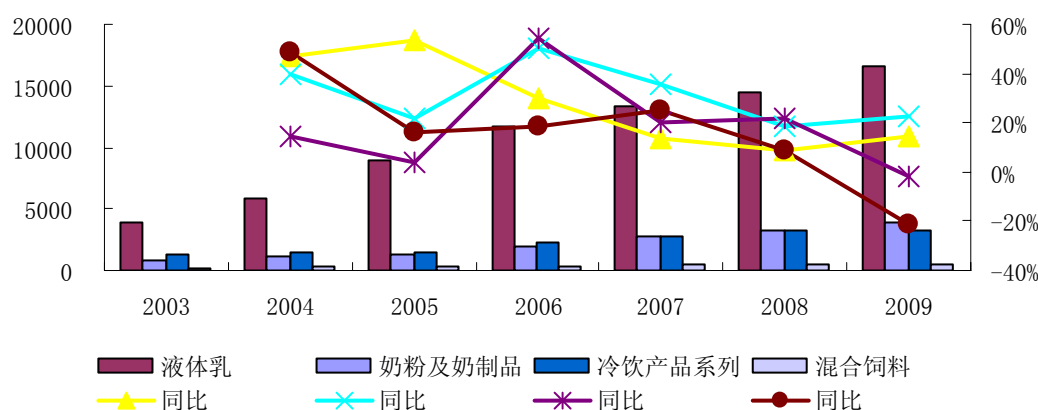
	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	24324	29607	35925	43110
同比 (%)	12.30%	21.72%	21.34%	20.00%
归属母公司净利润 (百万元)	648	851	1220	1511
同比 (%)	138.41%	31.38%	43.25%	23.87%
毛利率 (%)	35.13%	34.01%	33.02%	33.02%
每股收益 (元)	0.81	1.07	1.53	1.89
P/E	-	30.67	21.41	17.28

图表1 *ST伊利营业收入、净利润增长情况（百万元）



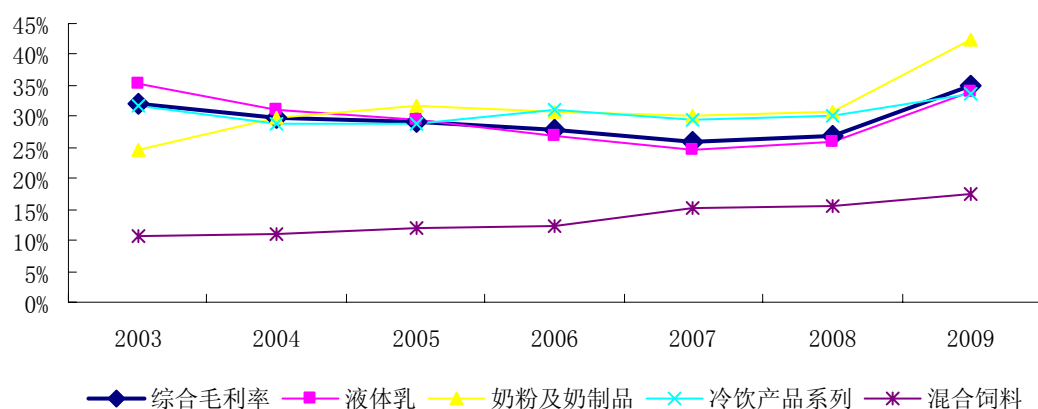
数据来源：公司年报，日信研究（注：2008年净利润增长79倍，为方便作图，以0替代）

图表2 *ST伊利分产品收入增长情况（百万元）



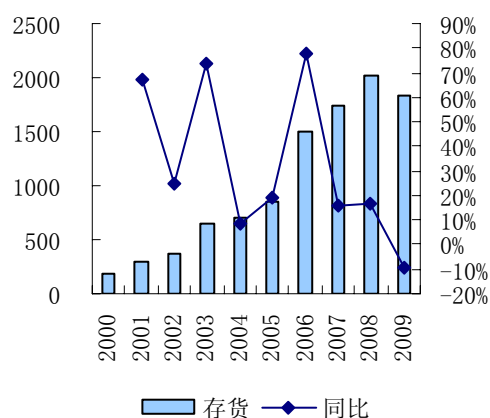
数据来源：公司年报，日信研究

图表3 *ST伊利分产品毛利率变动情况

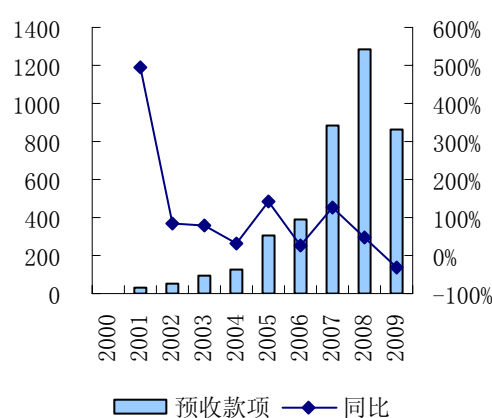


数据来源：公司年报，日信研究

图表4 *ST伊利存货变动情况 (百万元)



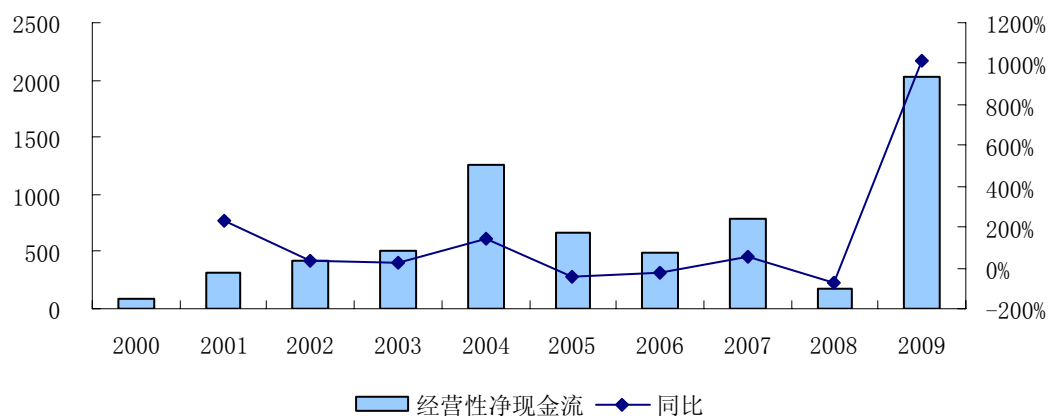
图表5 *ST伊利预收款项变动情况 (百万元)



数据来源：公司年报，日信研究

数据来源：公司年报，日信研究

图表6 *ST伊利经营性净现金流变动情况 (百万元)



数据来源：公司年报，日信研究

附表 1 单季度分析表

	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1
一、营业收入	21.6%	23.1%	29.7%	11.9%	7.9%	6.5%	1.0%	12.3%	36.9%
二、营业总成本	24.5%	25.3%	34.6%	23.1%	6.5%	5.2%	-2.6%	-0.2%	38.4%
营业成本	22.4%	19.7%	25.7%	10.5%	-4.1%	-2.9%	-8.8%	-0.5%	43.0%
营业税金及附加	107.2%	32.9%	29.6%	47.1%	-25.6%	-10.8%	-14.6%	-10.4%	50.1%
销售费用	19.3%	32.8%	51.1%	41.5%	53.8%	33.6%	18.6%	17.4%	27.0%
管理费用	100.9%	122.8%	131.5%	116.6%	-20.4%	-7.7%	-1.9%	-37.8%	48.3%
财务费用	-65.3%	-107.9%	-119.0%	-50.4%	235.4%	1598%	683.4%	55.0%	-57.9%
资产减值损失	89.6%	476.8%	3326%	1596%	46.8%	-79.8%	-94.6%	-74.0%	-2200%
三、营业利润	-55.6%	-47.2%	-126.9%	-2521%	112.5%	111.0%	570.1%	132.5%	-17.2%
加：营业外收入	115.0%	187.2%	184.4%	80.1%	-11.6%	-38.1%	-21.5%	-4.3%	248.3%
减：营业外支出	1836%	67.8%	-45.3%	24.7%	-45.0%	10.2%	-4.6%	-49.5%	107.5%
四、利润总额	-54.9%	-29.2%	-98.1%	-1938.2%	110.9%	62.5%	7653%	141.5%	7.4%
减：所得税	-39.0%	40.4%	26.5%	-297.3%	-1.8%	-8.3%	2.1%	167.0%	37.4%
五、净利润	-59.8%	-46.9%	-128.9%	-37958%	164.1%	110.0%	636.7%	138.3%	2.1%
少数股东损益	-234.6%	-23.7%	-74.0%	-423.8%	203.5%	41.3%	282.3%	135.7%	-93.4%
归属母公司净利润	-48.9%	-48.6%	-133.0%	-8092%	103.6%	117.6%	581.8%	138.4%	10.1%

数据来源：公司年报，日信研究

附表 2 盈利预测假设表（百万元）

	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	12175	16339	19208	21538	24208	29607	35925	43110
液体乳	8950	11650	13255	14442	16555	20197	24438	29326
YOY	53.40%	30.17%	13.77%	8.96%	14.63%	22.00%	21.00%	20.00%
奶粉及奶制品	1337	2009	2720	3233	3964	5351	6796	8155
YOY	21.49%	50.22%	35.42%	18.87%	22.59%	35.00%	27.00%	20.00%
冷饮产品系列	1478	2281	2735	3320	3264	3590	4128	4954
YOY	4.22%	54.28%	19.92%	21.39%	-1.70%	10.00%	15.00%	20.00%
混合饲料	336	399	498	543	426	469	563	675
YOY	16.26%	18.80%	24.78%	8.89%	-21.49%	10.00%	20.00%	20.00%
营业成本	8641	11812	14258	15747	15719	19537	24064	28877
液体乳	6319	8503	10011	10719	10913	13532	16618	19942
奶粉及奶制品	912	1388	1897	2243	2289	3211	4213	5056
冷饮产品系列	1050	1570	1927	2325	2165	2405	2766	3319
混合饲料	295	351	423	459	352	389	467	560
毛利率	29.03%	27.71%	25.77%	26.89%	35.07%	34.01%	33.02%	33.02%
液体乳	29.40%	27.02%	24.47%	25.78%	34.08%	33.00%	32.00%	32.00%
奶粉及奶制品	31.78%	30.87%	30.26%	30.62%	42.25%	40.00%	38.00%	38.00%
冷饮产品系列	28.97%	31.17%	29.56%	29.96%	33.66%	33.00%	33.00%	33.00%
混合饲料	12.14%	12.20%	15.15%	15.41%	17.42%	17.00%	17.00%	17.00%

数据来源：公司年报，日信研究

附表 3 利润预测表（百万元）

	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	24324	29607	35925	43110
减：营业成本	15778	19537	24064	28877
营业税金及附加	109	133	161	193
营业费用	6496	7609	8730	10562
管理费用	1191	1332	1545	1724
财务费用	22	27	32	39
资产减值损失	77	80	80	80
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	15	0	0	0
二、营业利润	665	889	1313	1634
加：营业外收入	209	254	309	370
减：营业外支出	63	77	93	112
三、利润总额	812	1067	1528	1893
减：所得税费用	147	193	277	343
四、净利润	665	874	1252	1550
归属于母公司净利润	648	851	1220	1511
少数股东损益	18	22	32	40
五、每股收益（元）	0.81	1.07	1.53	1.89
股本（百万股）	799	799	799	799

数据来源：公司年报，日信研究

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内, 证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

买入 (Buy): 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform): 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral): 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform): 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内, 行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

看好 (overweight): 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral): 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight): 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 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, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、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。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 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, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。