

强烈推荐-A (维持)

伊利股份 600887.SH

目标估值: NA
当前股价: 38.04 元
2010 年 12 月 31 日

基础数据

上证综指	2760
总股本(万股)	79932
已上市流通股(万股)	72775
总市值(亿元)	304
流通市值(亿元)	277
每股净资产(MRQ)	5.0
ROE(TTM)	16.8
资产负债率	71.5%
主要股东	呼和浩特投资有限责
主要股东持股比例	10.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-16	29	41
相对表现	-13	10	55



相关报告

- 1、《伊利股份(600887)-年报前后是增持好机会》2010/10/31
- 2、《伊利股份(600887)-二季度业绩超预期,上调评级》2010/8/30

董广阳

0755-82943140
donggy@cmschina.com.cn
S1090210080002

朱卫华

0755-82943101
zhuweihua@cmschina.com.cn
S1090203100034

出让永煤股权增厚2011年投资收益

公司今日公告:全资子公司盛泰投资将持有的惠商投资 50%股权转让给重庆正信思拓公司,惠商投资的资产来自对永煤集团 3.5%的股权投资。此次转让价格为 41842.51 万元,公司获得投资收益 21842.51 万元。

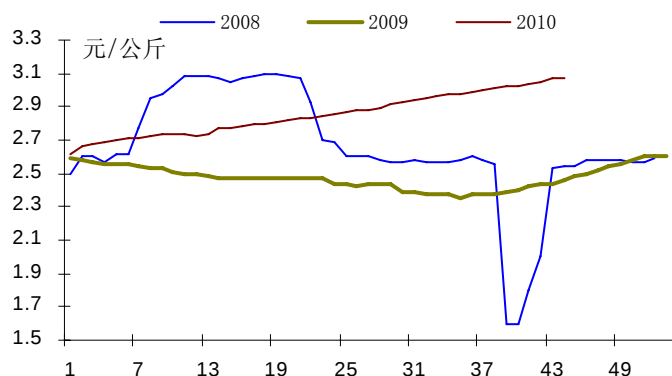
- **转让增厚 2011 年投资收益 2.18 亿元,扣税后预计增厚 11 年 EPS0.22 元。**
盛泰投资持有惠商投资 50%股权的原始投资金额为 20000 万元,此次股权转让价格为 41842.51 万元,增值 21842.51 万元。按照公司的所得税率估算,此次转让增厚 11 年(过户交割日在 2011 年)净利润估计 1.79 亿元,对应 EPS0.224 元。
- **转让仅涉及投资收益和长期股权投资的变动,转让价格适中。**09 年中报惠商投资等公司已经不再纳入合并报表(我们在去年中报点评中有分析),因而此次直接减少长期股权投资 2 亿元,而提升投资收益 2.18 亿元。惠商实际持有永煤集团股权为 2.35%(3.4%永煤股权中 1.05%为代持),投资评估价值 8.37 亿元,对应永煤整体估值约为 356 亿元。永煤近年来的净利润稳定接近 50 亿元,增长不大,上市说法一直没有下文。此次转让 PE 约 7.1 倍,公司 3 年投资收益率超过 100%,回收资金利于主业发展。
- **需求端继续表现良好,成本端来年仍有压力,但上涨幅度趋缓。**乳品行业在 11 月份整体提价约 5%,消费旺季下销量基本未受影响,被成本侵蚀的利润部分得以修复。目前国内原奶成本维持高位,原来收购价较低的黑龙地区也上升到全国平均水平,国际奶粉价格高位趋稳,行业来年的毛利率下降空间小(通胀后期企业提价以应对),我们估计趋稳略升。
- **维持“强烈推荐-A”投资评级:**我们将 11 年盈利预测上调为 1.52 元,其中 0.22 元为此次投资收益,并维持 10、12 年 EPS 预测 0.86 元,1.69 元。我们维持“强烈推荐-A”投资评级。
- **风险因素:**股价高阻碍管理层行权,进而导致经营上不以费用控制为导向。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	21659	24324	30569	35401	40460
同比增长	12%	12%	26%	16%	14%
营业利润(百万元)	-2050	665	760	1484	1653
同比增长	-2521%	-132%	14%	95%	11%
净利润(百万元)	-1687	648	686	1215	1351
同比增长	8431%	-138%	6%	77%	11%
每股收益(元)	-2.11	0.81	0.86	1.52	1.69
PE	-18.0	46.9	44.3	25.0	22.5
PB	10.9	8.8	7.4	5.7	4.5

资料来源:招商证券

图1: 我国内蒙古原奶周价格 (截至2010.11)

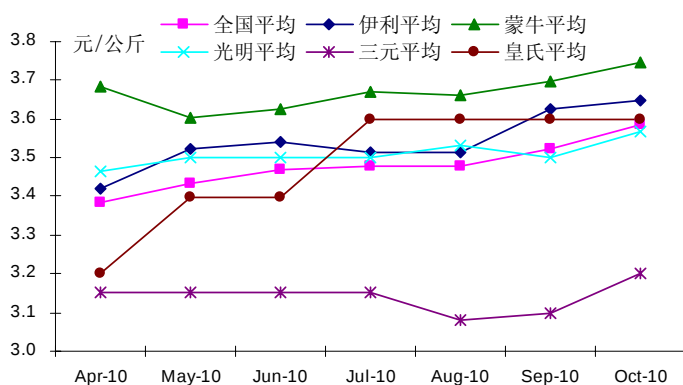


资料来源: 农业部

图2: 环太平洋地区乳品交易价格 (截至2010.11)

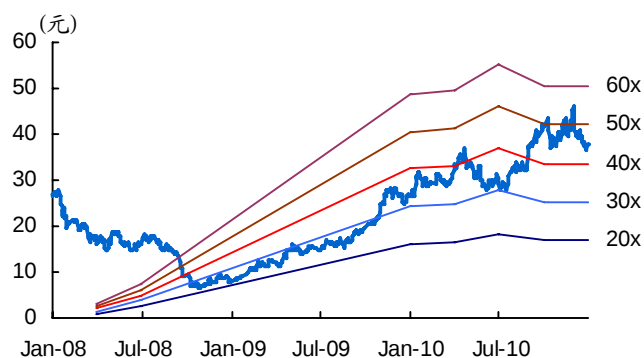


图3: 乳品企业部分牛场收奶价格走势 (截至2010.10)



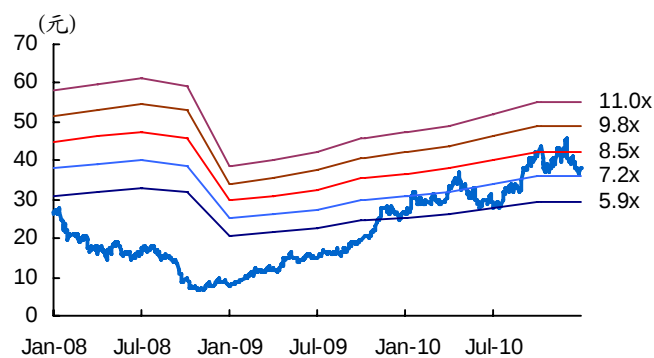
资料来源: 奶业协会, 公司公告 注: 以上价格为部分牛场结算价格, 不包括奶站和运输费用, 由于企业另外收购散奶, 因此企业平均收奶价会略低于牛场收奶价

图4: 伊利股份历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图5: 伊利股份历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《伊利股份（600887）-年报前后是增持好机会》2010/10/31
- 2、《伊利股份（600887）- 二季度业绩超预期，上调评级》2010/8/30
- 3、《食品饮料业 2010 年 9 月月报 - 守正出奇》2010/9/2
- 4、《食品饮料业 2010 年 7 月月报 - 中报业绩起底》2010/7/5
- 5、《ST 伊利（600887）-收入增长尚可，成本压力加大》2010/4/27
- 6、《食品饮料业 2010 年二季度投资策略-阳型企业阴型战术 阴型企业阳型战略》2010/4/15
- 7、《食品饮料业 2010 年度投资策略 - 消费泡沫化》2009/12/9

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	5418	6831	7137	8448	10017
现金	2774	4113	3547	4338	5337
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	23	1	1	1	2
应收款项	197	218	251	291	332
其它应收款	0	92	115	133	152
存货	2020	1836	2454	2807	3195
其他	403	572	767	878	999
非流动资产	6363	6321	6795	7425	8226
长期股权投资	516	387	387	187	187
固定资产	5007	5109	5789	6693	7516
无形资产	225	265	239	215	193
其他	615	560	380	330	329
资产总计	11780	13152	13932	15873	18242
流动负债	8201	9037	9112	10005	10987
短期借款	2703	2685	1000	1000	1000
应付账款	2868	3407	4575	5232	5955
预收账款	1285	862	1158	1324	1507
其他	1346	2084	2379	2448	2525
长期负债	352	405	405	405	405
长期借款	55	110	110	110	110
其他	297	295	295	295	295
负债合计	8553	9442	9517	10410	11391
股本	799	799	799	799	799
资本公积金	2649	2655	2655	2655	2655
留存收益	(659)	(12)	675	1890	3241
少数股东权益	438	267	286	119	155
母公司所有者权益	2789	3443	4129	5344	6695
负债及权益合计	11780	13152	13932	15873	18242

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	183	2029	2377	2062	2478
净利润			686	1215	1351
折旧摊销			545	617	697
财务费用			3	2	(5)
投资收益			(15)	(230)	(15)
营运资金变动			953	367	407
其它			206	91	45
投资活动现金流	(910)	(715)	(1200)	(1500)	(1500)
资本支出			(1200)	(1500)	(1500)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	1715	(98)	(1743)	228	21
借款变动			(1756)	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			0	0	0
其他			12	228	21
现金净增加额	988	1215	(566)	790	999

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	21659	24324	30569	35401	40460
营业成本	15849	15778	21190	24233	27579
营业税金及附加	122	109	137	158	181
营业费用	5532	6496	7033	8145	9228
管理费用	1915	1191	1436	1609	1839
财务费用	14	22	3	2	(5)
资产减值损失	296	77	26	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	20	15	15	230	15
营业利润	(2050)	665	760	1484	1653
营业外收入	219	209	200	100	100
营业外支出	124	63	100	60	60
利润总额	(1956)	812	860	1524	1693
所得税	(219)	147	155	275	306
净利润	(1737)	665	705	1248	1387
少数股东损益	(49)	18	19	33	37
母公司所有者净利润	(1687)	648	686	1215	1351
EPS (元)	(2.11)	0.81	0.86	1.52	1.69

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	12%	12%	26%	16%	14%
营业利润	-2521%	-132%	14%	95%	11%
净利润	8431%	-138%	6%	77%	11%
获利能力					
毛利率	26.8%	35.1%	30.7%	31.5%	31.8%
净利率	-7.8%	2.7%	2.2%	3.4%	3.3%
ROE	-60.5%	18.8%	16.6%	22.7%	20.2%
ROIC	-29.7%	8.6%	11.3%	18.5%	17.0%
偿债能力					
资产负债率	72.6%	71.8%	68.3%	65.6%	62.4%
净负债比率	24.2%	21.8%	8.0%	7.0%	6.1%
流动比率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9
速动比率	0.4	0.6	0.5	0.6	0.6
营运能力					
资产周转率	1.8	1.8	2.2	2.2	2.2
存货周转率	8.4	8.2	9.9	9.2	9.2
应收帐款周转率	107.8	117.2	130.3	130.7	129.9
应付帐款周转率	6.3	5.0	5.3	4.9	4.9
每股资料(元)					
每股收益	-2.11	0.81	0.86	1.52	1.69
每股经营现金	0.23	2.54	2.97	2.58	3.10
每股净资产	3.49	4.31	5.17	6.69	8.38
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	-18.0	46.9	44.3	25.0	22.5
PB	10.9	8.8	7.4	5.7	4.5
EV/EBITDA	-13.1	17.2	15.4	9.6	8.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱卫华：清华大学经济学学士，中国科学技术大学管理学硕士，招商证券研发中心执行董事、消费品研究小组组长。

董广阳：华中农业大学食品专业学士、上海财经大学经济学硕士，现于招商证券从事食品饮料行业研究。

招商证券食品饮料研究团队以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，曾先后获得《新财富》最佳分析师食品饮料行业 2005、2006、2007 年度第一名、2008、2009 年度第二名、2010 年度第三名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。