

伊利股份：成本上行侵蚀公司业绩

伊利股份 2010 年报点评

报告关键点：

- 业绩略低于预期；
- 成本压力降低毛利率水平；
- 销售费用率回归历史正常水平

报告摘要：

- **业绩略低于预期：**2010年公司全年实现销售收入295.45亿元，同比增长22.05%，归属母公司股东净利润为7.77亿元，每股收益0.97元，同比增长19.75%。但剔除非经营性损益后的每股收益为0.72元，同比增长7.46%，低于市场的预期。公司拟以公积金每10股转增10股（转增后总股本为15.99亿股）。
- **成本压力降低毛利水平：**公司2010年液体乳及制品销售收入291.52亿元，同比增长30.46%，毛利率下降4.92个百分点。其中液体乳209.85亿元，同比增长28.80%，但毛利率下降约5个百分点；冷饮产品系列35.44亿元，同比增长29.15%，毛利率下降4.51个百分点；奶粉产品系列35.44亿元，同比增长16.63%，毛利率下降约3个百分点。2010年在饲料、饲草价格上涨的推动下，原料奶生产成本大幅上升。另外，白糖、进口乳制品等原材料价格持续上涨加之人工成本不断上涨造成生产成本居高不下。预计2011年由于国内乳企仍然面临原奶短缺的发展瓶颈，生产成本仍将维持高位，行业中企业的生存环境和盈利状况不容乐观。
- **销售费用率回归历史正常水平：**我们注意到公司2010年的销售费用率为22.95%，比2009年和2008年分别下降了3.76个百分点和2.59个百分点。我们认为主要原因是由于2008和2009年是三聚氰胺事件的当年及随后一年，公司投入大量营销及宣传费用以恢复市场消费信心，随着市场的恢复，营销费用将大幅下降。我们预计未来3年公司的销售费用将达到近年22%左右的水平。
- **盈利预测和投资评级：**作为行业的龙头公司，伊利各项业务发展均衡、产品线丰富。公司除了具有占据绝对优势的液体奶和冷饮业务外，还具有行业中盈利水平较高的婴幼儿配方奶粉业务，并且取得了约10%的市场份额，位列中外品牌的第四位。尽管2010年公司的奶粉业务由于激烈的市场竞争发展速度低于我们的预期，但我们相信公司以其稳健的经营发展战略和准确的市场定位，巨大的品牌效应和营销投入将会使伊利的婴幼儿配方奶粉在中低端奶粉市场的优势地位得以巩固和加强，销售额和经营利润在未来几年还有较大的提升空间。我们预计公司2011-2013年的EPS分别为1.20、1.49和1.85元。考虑到公司的行业龙头地位以及巨大的品牌效应，给予公司2011年30倍PE，6个月的目标价为40元，维持增持-A的投资评级。
- **风险提示：**乳品行业激烈的市场竞争和食品安全问题。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	24,323.5	29,665.0	32,953.8	36,838.1	41,299.0
Growth(%)	12.3%	22.0%	11.1%	11.8%	12.1%
净利润	665.3	795.8	1,029.3	1,284.7	1,595.3
Growth(%)	-138.4%	20.0%	22.9%	24.8%	24.2%
毛利率(%)	35.1%	30.3%	30.4%	30.6%	30.8%
净利润率(%)	2.7%	2.6%	2.9%	3.2%	3.6%
每股收益(元)	0.81	0.97	1.20	1.49	1.85
每股净资产(元)	4.64	5.64	6.93	8.54	10.54
市盈率	42.0	35.0	28.5	22.8	18.4
市净率	7.3	6.0	4.9	4.0	3.2
净资产收益率(%)	17.9%	17.6%	18.6%	18.8%	18.9%
ROIC(%)	13.8%	18.0%	16.9%	20.1%	27.9%
EV/EBITDA	24.0	24.8	22.8	17.8	13.7
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

评级：

增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：

40.00 元

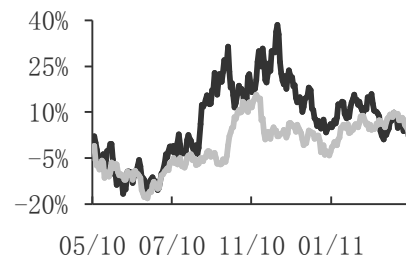
期限： 6 个月 上次预测： 40.00 元

现价（2011 年 05 月 03 日）： 35.66 元

报告日期： 2011-05-04

总市值(百万元)	27,192.96
流通市值(百万元)	27,000.68
总股本(百万股)	799.32
流通股本(百万股)	793.67
12 个月最低/最高	26.76/46.10 元
十大流通股东(%)	16.91%
股东户数	46,847

12 个月股价表现



— 伊利股份 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.32	(8.36)	(1.50)
绝对收益	1.37	(3.22)	2.59

 李铁
 010-66581633
 执业证书编号

 行业分析师
 litie2@essence.com.cn
 S1450511020014

前期研究成果

伊利股份：期间费用降低，业绩符合预期

2010-08-30

伊利股份：奶粉业务成为新亮点

2010-06-17

伊利股份：成功摘帽，业绩符合预期

2010-04-27

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间		2011-4-29		
								2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						财务指标						
营业收入	24,323.5	29,665.0	32,953.8	36,838.1	41,299.0	成长性						
减: 营业成本	15,778.1	20,686.3	22,936.8	25,571.5	28,587.4	营业收入增长率	12.3%	22.0%	11.1%	11.8%	12.1%	
营业税费	108.8	87.8	98.9	110.5	123.9	营业利润增长率	-132.5%	-9.0%	49.3%	30.5%	28.1%	
销售费用	6,496.1	6,807.1	7,315.7	8,104.4	9,085.8	净利润增长率	-138.4%	20.0%	22.9%	24.8%	24.2%	
管理费用	1,191.0	1,520.8	1,690.5	1,889.8	2,118.6	EBITDA 增长率	-176.2%	0.7%	5.4%	18.7%	17.5%	
财务费用	22.4	-20.7	19.5	-37.7	-120.0	EBIT 增长率	-133.8%	-15.0%	57.9%	23.7%	21.8%	
资产减值损失	76.9	-10.2	-	31.3	3.8	NOPLAT 增长率	-139.7%	13.6%	34.9%	19.3%	18.7%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-13.4%	43.8%	0.3%	-14.3%	-17.8%	
投资和汇兑收益	15.1	11.8	11.8	11.8	11.8	净资产增长率	14.9%	21.6%	22.8%	23.2%	23.4%	
营业利润	665.4	605.7	904.2	1,180.2	1,511.3	利润率						
加: 营业外净收支	146.5	247.9	200.0	198.0	200.0	毛利率	35.1%	30.3%	30.4%	30.6%	30.8%	
利润总额	811.9	853.6	1,104.2	1,378.2	1,711.3	营业利润率	2.7%	2.0%	2.7%	3.2%	3.7%	
减: 所得税	146.6	57.9	74.9	93.4	116.0	净利润率	2.7%	2.6%	2.9%	3.2%	3.6%	
净利润	665.3	795.8	1,029.3	1,284.7	1,595.3	EBITDA/营业收入	4.8%	4.0%	3.8%	4.0%	4.2%	
资产负债表						EBIT/营业收入	2.8%	2.0%	2.8%	3.1%	3.4%	
货币资金	4,113.5	3,341.7	4,585.9	7,011.7	9,816.3	运营效率						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	75	65	61	54	47	
应收账款	309.5	370.2	411.7	428.9	480.9	流动营业资本周转天数	-20	-15	-7	-6	-9	
应收票据	1.0	22.5	25.3	28.3	31.7	流动资产周转天数	91	87	96	116	139	
预付账款	568.8	1,239.5	1,982.7	2,811.2	3,737.4	应收账款周转天数	3	3	3	3	3	
存货	1,835.7	2,583.7	2,864.9	3,194.0	3,570.7	存货周转天数	32	28	30	30	29	
其他流动资产	2.8	0.0	128.6	280.5	454.9	总资产周转天数	185	173	180	188	201	
可供出售金融资产	13.4	17.7	17.7	17.7	17.7	投资资本周转天数	69	64	68	56	42	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	386.8	605.6	600.0	600.0	600.0	ROE	17.9%	17.6%	18.6%	18.8%	18.9%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.1%	5.2%	5.9%	6.1%	6.4%	
固定资产	5,109.2	5,590.6	5,618.8	5,524.4	5,352.4	ROIC	13.8%	18.0%	16.9%	20.1%	27.9%	
在建工程	226.6	666.4	400.4	240.9	145.1	费用率						
无形资产	265.2	461.1	461.2	461.3	461.4	销售费用率	26.7%	22.9%	22.2%	22.0%	22.0%	
其他非流动资产	319.7	463.3	446.9	434.2	426.6	管理费用率	4.9%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	
资产总额	13,152.1	15,362.3	17,544.1	21,033.0	25,095.2	财务费用率	0.1%	-0.1%	0.1%	-0.1%	-0.3%	
短期债务	2,684.9	2,697.8	2,669.9	2,611.7	2,518.5	三费/营业收入	31.7%	28.0%	27.4%	27.0%	26.8%	
应付账款	4,600.2	4,585.1	4,195.2	4,677.1	5,228.7	偿债能力						
应付票据	358.7	175.4	194.2	216.5	242.0	资产负债率	71.8%	70.6%	68.4%	67.5%	66.4%	
其他流动负债	1,393.6	2,740.2	4,109.1	5,651.6	7,387.1	负债权益比	254.5%	240.5%	216.6%	208.1%	198.0%	
长期借款	109.7	59.7	59.7	59.7	59.7	流动比率	0.76	0.74	0.90	1.05	1.18	
其他非流动负债	295.0	592.1	774.6	990.2	1,237.7	速动比率	0.53	0.49	0.64	0.80	0.94	
负债总额	9,442.2	10,850.3	12,002.7	14,206.9	16,673.8	利息保障倍数	30.70	-28.25	47.46	-30.27	-11.60	
少数股东权益	267.0	293.5	367.6	460.1	575.0	分红指标						
股本	799.3	799.3	799.3	799.3	799.3	DPS(元)	-	-	-	-	-	
留存收益	2,643.6	3,419.2	4,374.4	5,566.7	7,047.1	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
股东权益	3,709.9	4,512.0	5,541.4	6,826.1	8,421.4	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
现金流量表						业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
净利润	665.3	795.8	1,029.3	1,284.7	1,595.3	EPS(元)	0.81	0.97	1.20	1.49	1.85	
加: 折旧和摊销	491.5	610.0	316.5	329.4	338.0	BVPS(元)	4.64	5.64	6.93	8.54	10.54	
资产减值准备	76.9	-10.2	-	31.3	3.8	PE(X)	42.0	35.0	28.5	22.8	18.4	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.3	6.0	4.9	4.0	3.2	
财务费用	32.5	58.9	54.7	19.5	-37.7	P/FCF	-	-23.3	30.0	13.4	11.7	
投资收益	-15.1	-11.8	-11.8	-11.8	-11.8	P/S	1.1	0.9	0.8	0.7	0.7	
少数股东损益	17.6	18.6	74.1	92.5	114.9	EV/EBITDA	24.0	24.8	22.8	17.8	13.7	
营运资金的变动	1,308.7	415.9	-16.5	901.3	1,023.7	CAGR(%)	24.5%	26.1%	23.4%	-100.0%	-100.0%	
经营活动产生现金流量	2,028.8	1,474.6	1,411.1	2,589.8	2,943.9	PEG	1.7	1.3	1.2	-0.2	-0.2	
投资活动产生现金流量	-715.4	-2,181.1	-14.7	-20.3	-20.3	ROIC/WACC	1.5	1.9	1.8	2.2	3.0	
融资活动产生现金流量	-98.1	-86.8	-47.6	-20.5	26.7	REP	4.4	2.4	2.5	2.3	1.8	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

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。

分析师声明

李铁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一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

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@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