

开源节流，力争上游

——伊利股份（600887）财报点评

行业分类：食品饮料

2011.05.06

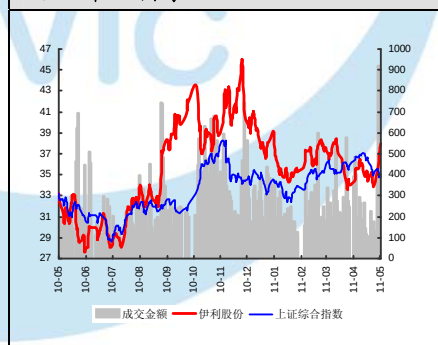
研究员：张绍坤
(执业证书编号：S0640511010008)
联系人：刁志学, 李润平
电话：0755-83520492/83692762
Email: diaozhixue@163.com

6个月目标价	42.7元
当前股价	37.17元
投资评级	买入

基础数据

上证指数	2872.40
总股本(亿)	7.99
流通A股(亿)	7.94
流通B股	0
流通A股市值(亿)	295.00
总市值(亿)	297.11
ROE(11Q1)	3.38%
资产负债率	71.81%
动态市盈率	30.5
动态市净率	6.8

近一年股价表现



投资要点:

- 公司 2010 年年报业绩超预期，每股收益 0.97 元，但受政府补助营业外收益影响较大。公司 2011 年一季度营业收入和营业利润依然保持了快速增长。
- 受益于传统通路的建设，公司液态奶业务实现了快速增长，同比增长 26.76%；奶粉业务虽然增长较快，但低于我们的预期；冷饮业务由于价格提升也出现了较为稳定的快速增长。液态奶在公司产品结构中的比重进一步加大。
- 受原奶上涨压力及宏观调控影响，公司各品类产品毛利率普遍下降，影响了公司的盈利能力。随着原奶价格企稳以及宏观调控政策的逐渐趋缓，公司毛利率继续下降的压力将逐渐减缓。另外，通过产品结构升级来提升产品盈利能力将会成为公司的重要手段。
- 公司的销售费用率水平依然较高但呈现下降趋势，在经过了奥运会、世博会等大型宣传活动后，公司的销售费用率水平有望继续下降，潜在利润贡献率巨大。
- 预测公司 2011-2013 年的摊薄后 EPS 分别为 1.22、1.64 和 2.26 元（不考虑转增），鉴于公司未来三年利润水平的快速增长，我们给予公司 2011 年 35 倍的市盈率水平，则公司合理价格在 42.7 元左右，维持“买入”评级。我们认为公司具备长期投资价值，建议积极买入并长期持有。
- 风险因素：食品安全问题和毛利率持续下降风险。

重要财务指标

单位: 百万元

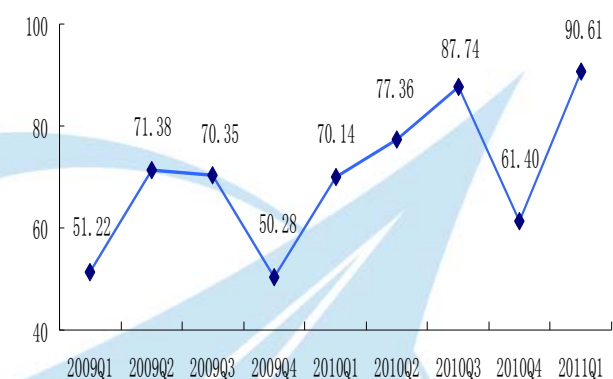
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	29665	35203	41996	50337
收入同比(%)	22%	19%	19%	20%
归属母公司净利润	777	979	1313	1810
净利润同比(%)	20%	26%	34%	38%
毛利率(%)	30.3%	30.3%	30.4%	30.4%
ROE(%)	18.4%	18.8%	20.2%	21.8%
每股收益(元)	0.97	1.22	1.64	2.26
P/E	37.85	30.05	22.40	16.25
P/B	6.97	5.66	4.52	3.54
EV/EBITDA	24	19	14	11

一、 公司 2010 年经营业绩超预期，2011 年 1 季报保持快速增长态势

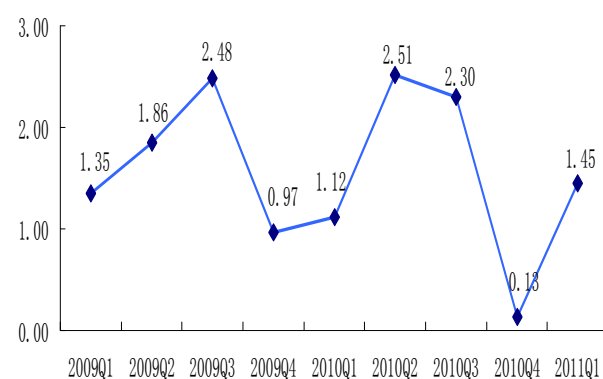
公司 2010 年实现营业收入 296.65 亿元，同比增长 21.96%；实现利润总额 8.54 亿元，同比增长 5.14%，其中归属于上市公司股东的净利润 7.77 亿元，同比增长 20%；实现基本每股收益 0.97 元，同比增长 19.75%，超过市场平均预期值 0.90 元。公司 2010 年整体经营情况依然保持了较好态势。

公司 2011 年 1 季度实现营业收入 90.61 亿元，同比增长 29.18%；实现利润总额 2.07 亿元，同比增长 33.69%，其中归属于上市公司股东的净利润 1.45 亿元，同比增长 16.20%；实现基本每股收益 0.18 元，同比增长 12.5%。公司 2011 年 1 季度经营业绩继续保持着较快的增长。

图表 1 公司单季度营业收入（单位：亿元）



图表 2 公司单季度营业利润（单位：亿元）



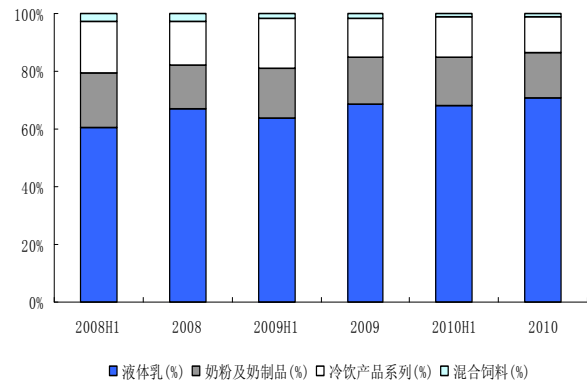
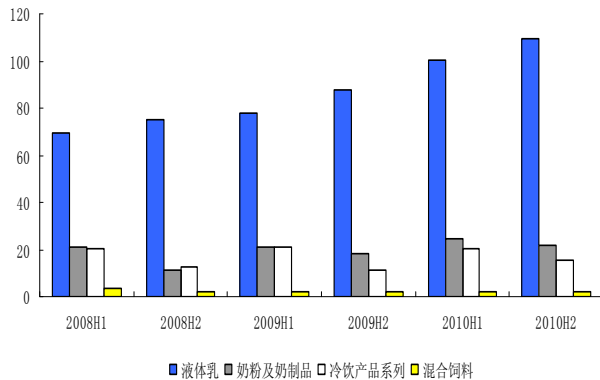
资料来源：中航证券金融研究所、公司公告

但是，我们也注意到公司 2010 年每股收益超预期其中很重要的因素在于本期计入营业外收入的大额政府补助金额。2010 年公司获得各项政府补助收入合计 2.77 亿元，同比 2009 年增加 0.9 亿元，剔除本期所得税影响，则由于政府补助增厚基本每股收益约 0.26 元，影响显著。虽然公司 2011 年 1 季度继续获得了较大金额的政府补助，可以弥补当前成本压力，但其对公司的实际经营绩效的提升毕竟不是长远之计。

二、 产品结构继续调整，液态奶保持快速增长，奶粉业务低于预期

从公司产品结构看，2010 年公司液态奶收入增长较快，同比增长 26.76%；奶粉业务并没有出现预期的快速增长，同比增长 16.63%；冷饮业务增长速度相对稳定，同比增长 8.60%。同竞争对手蒙牛相比，公司的液态奶增速快 8.56 个百分点，与对手的差距进一步拉近。在此背景下，公司的产品结构也发生了微弱调整，液态奶的地位小幅上升，冷饮产品所占比重继续下降，而奶粉业务比重基本维持不变。

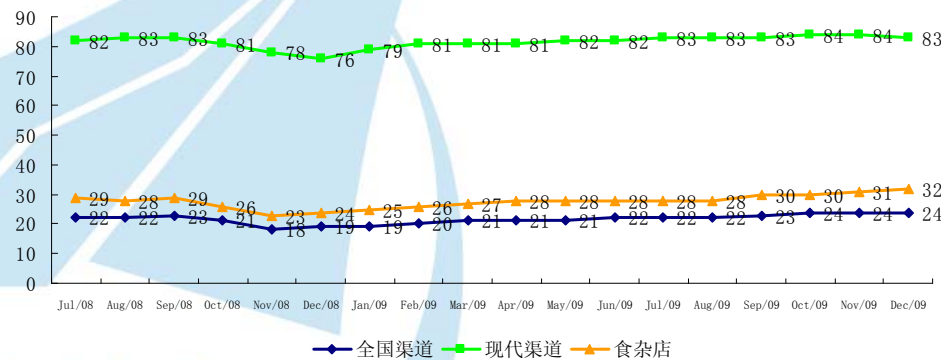
图表 3 不同品类收入增长（单位：亿元） 图表 4 公司产品结构变动



资料来源：中航证券金融研究所、公司公告 资料来源：中航证券金融研究所、公司公告

我们认为液态奶的收入快速增长主要得益于公司在传统销售渠道的建设成果。另外，高端液态奶以及酸奶销售收入的快速增长也是其重要原因。在行业经历了一轮乳业许可证制度的洗牌后，公司在传统销售渠道的建设以及在全国区域的奶源建设和产能布局将有助于液态奶的持续增长。而奶粉业务虽然市场空间巨大，但公司 2010 年的增长速度以及产品毛利率同贝因美比均处于下风，相关业务的发展还需进一步调整。冷饮业务的增长得益于产品价格的提升，预期未来将保持较低速度的稳定增长。

图表 5 伊利纯奶主要渠道铺货率变动情况 (单位: %)

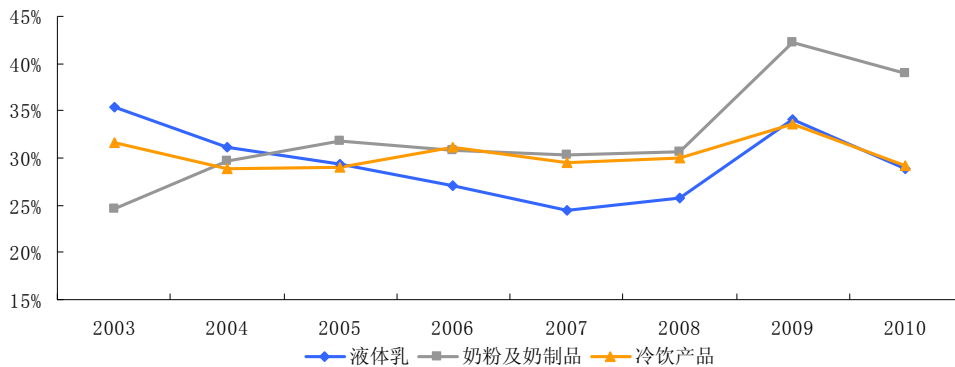


资料来源：AC 尼尔森，中航证券金融研究所

三、 产品毛利率下降，未来产品结构升级或是缓解成本压力的重要保障

2010 年由于原奶成本的不断上升使得公司各类产品的毛利率均出现了下滑局面，其中液态奶的毛利率下滑 5.28 个百分点至 28.8%，已经处于历史的较低水平。我们认为这一方面与原奶成本的上涨有关，另一方面也与液态奶的价格受制于通货膨胀预期带来的宏观调控政策影响而无法实现合理提价有关。目前原奶成本保持在较为稳定的水平，其主要受饲料、人工因素影响，不能排除进一步上涨的可能性。而对于液态奶价格方面，目前通货膨胀预期依然强烈，在宏观调控背景下国内众多乳制品企业均声明不会哄抬价格，短期内价格上涨的可能性也较小。因此，包括液态奶在内的各类乳制品依然会面临较大的成本压力。

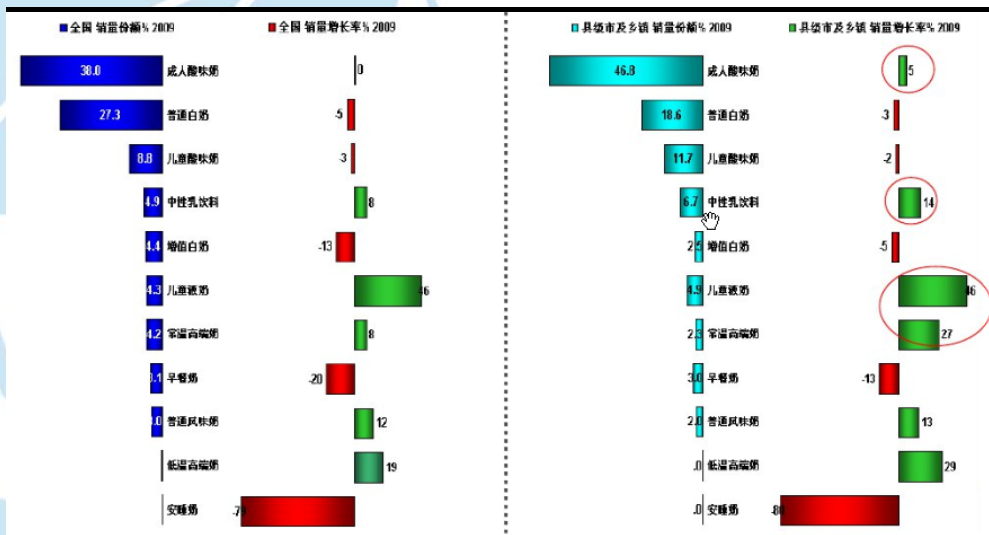
图表 6 各品类产品毛利率趋势



资料来源：中航证券金融研究所、公司公告

参考其他食品饮料行业经验，在当前成本压力不断上升的情况下，通过单纯的提价已经很难实现销售收入以及销售毛利率同步提高的目的，而采用推出新品、提高产品结构的方法来进行变相提价的策略则相对有效。一方面它避免了损害现有产品的市场竞争力，另一方面它也符合当前消费升级所出现的产品多元化需求。我们无法找到 2010 年的具体数据，但从 2009 年的数据以及公司 2010 年年报中披露加大了畅轻酸奶、金领冠婴幼儿配方奶粉及谷粒多谷物奶方面的研发可以推测公司在产品创新和产品结构升级方面所做出的努力。公司在 2011 年工作计划中也提到产品创新、品牌升级等措施，这也传达出公司将通过产品升级进而有效转移成本压力的经营策略。

图表 7 液态奶品类在全国及乡镇市场的销售量 (2009)



资料来源：AC 尼尔森，中航证券金融研究所

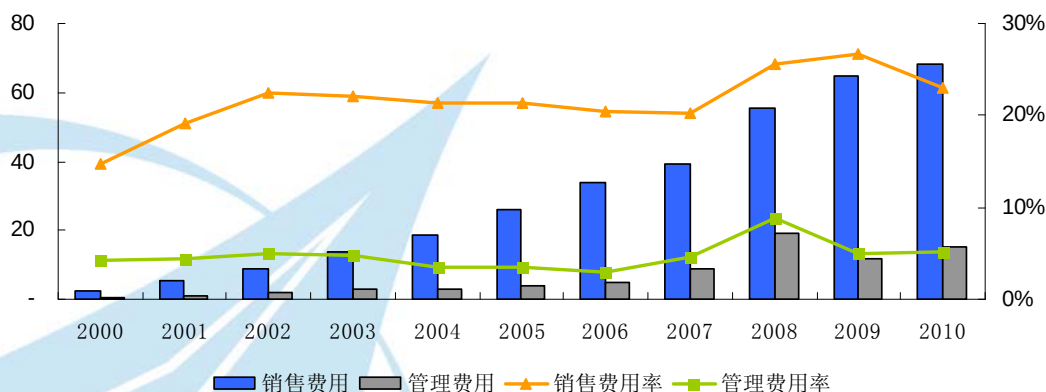
四、 销售费用率呈下降趋势，节流将显著提升公司盈利能力

参照国内外人均乳制品消费水平以及随着国内居民收入的不断增长，我们认为国内乳制品行业依然会有较大的成长空间。我们也看到行业的集中度尤其是液态奶以及冷饮产品的市

场集中度已经较高，在行业内依然有众多企业存在的情况下，行业集中度必然还会进一步提高。但是，从提高企业盈利能力的角度看，我们认为依靠外延式扩张的企业增长将不是企业未来发展的主要方向，而更多的应该是侧重于相关费用尤其是销售费用的降低，提高销售费用的利用效率从而提高企业的最终盈利能力。

公司 2010 年的销售费用依然高达 68.07 亿元，占营业收入的 22.95%，同比 2009 年增加 3.11 亿元，但销售费用率同比减少 3.76 个百分点。我们认为最近三年由于奥运会、三聚氰胺事件、世博会等因素影响，公司销售费用支出较大，但随着此类大型活动的减少以及公司经营逐渐稳健、经营水平不断提高，公司销售费用率下降的趋势将会得到延续，回落到 20% 左右的水平，而这将会显著提升公司的净利润率水平。公司的管理费用受人工成本不断上涨影响，短期内还会有上升压力，但随着通货膨胀率的下降将会逐渐平稳。

图表 8 公司销售费用、管理费用变动趋势（单位：亿元）



资料来源：中航证券金融研究所、公司公告

五、 公司估值

在国内居民收入不断增长、乳制品行业发展环境不断改善的环境下，作为乳制品行业的龙头企业，通过加强上游的奶源建设、在全国各地积极布局产能、继续均衡液态奶、奶粉以及冷饮业务的发展，我们认为其将是受益于国内乳制品行业不断发展的最优企业。公司 2010 年的液态奶增长速度超过了蒙牛，主要是得益于渠道建设和产品升级，2011 年我们认为其依然会保持快速增长。2010 年奶粉业务增长速度低于我们的预期，奶粉市场环境可能并不如我们想象的那么乐观，我们调低其 2011 年增长速度。冷饮业务将继续受益于价格的提升，将会保持较为稳定的增长。预计公司 2011 年依然还会受到成本压力影响，随着宏观调控政策的趋缓公司的盈利能力将会不断提升。

我们预计公司 2011-2013 年的每股收益分别为 1.22 元、1.64 元和 2.26 元（不考虑转增），鉴于公司未来三年利润水平的快速增长，我们给予公司 2011 年 35 倍的市盈率水平，则公司的合理价格为 42.7 元，维持“买入”评级。我们认为公司具备长期投资价值，建议积极买入并长期持有。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	7558	8310	9781	12139
现金	3342	3500	4000	5199
应收账款	257	327	385	459
其他应收款	113	189	214	250
预付账款	1240	1103	1417	1723
存货	2584	3171	3741	4478
其他流动资产	23	20	23	30
非流动资产	7805	9092	10088	10996
长期投资	606	606	606	606
固定资产	5591	6389	7160	7883
无形资产	461	589	710	824
其他非流动资产	1147	1507	1612	1683
资产总计	15362	17401	19868	23135
流动负债	10198	11407	12500	13899
短期借款	2698	2998	2714	2500
应付账款	3704	4703	5601	6635
其他流动负债	3796	3706	4185	4764
非流动负债	652	479	508	521
长期借款	60	60	60	60
其他非流动负债	592	419	448	461
负债合计	10850	11886	13008	14420
少数股东权益	294	318	350	395
股本	799	799	799	799
资本公积	2654	2654	2654	2654
留存收益	766	1744	3057	4867
归属母公司股东权益	4219	5197	6510	8320
负债和股东权益	15362	17401	19868	23135

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1475	1614	2389	2978
净利润	796	1003	1345	1855
折旧摊销	610	467	564	666
财务费用	-21	46	37	-1
投资损失	-12	-14	-14	-14
营运资金变动	60	303	419	465
其他经营现金流	42	-191	38	7
投资活动现金流	-2181	-1702	-1557	-1557
资本支出	1987	1569	1420	1420
长期投资	-226	-3	1	0
其他投资现金流	-420	-136	-136	-136
筹资活动现金流	-87	246	-331	-222
短期借款	13	300	-284	-214
长期借款	-50	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-2	0	0	0
其他筹资现金流	-48	-55	-47	-9
现金净增加额	-793	158	500	1199

利润表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	29665	35203	41996	50337
营业成本	20686	24538	29245	35016
营业税金及附加	88	146	172	203
营业费用	6807	7745	9029	10571
管理费用	1521	1778	2131	2551
财务费用	-21	46	37	-1
资产减值损失	-10	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	12	14	14	14
营业利润	606	964	1395	2011
营业外收入	302	200	150	100
营业外支出	54	50	50	50
利润总额	854	1114	1495	2061
所得税	58	111	149	206
净利润	796	1003	1345	1855
少数股东损益	19	24	33	45
归属母公司净利润	777	979	1313	1810
EBITDA	1195	1478	1996	2675
EPS (元)	0.97	1.22	1.64	2.26

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	22.0%	18.7%	19.3%	19.9%
营业利润	-9.0%	59.2%	44.6%	44.1%
归属于母公司净利润	20.0%	25.9%	34.1%	37.8%
获利能力				
毛利率(%)	30.3%	30.3%	30.4%	30.4%
净利率(%)	2.6%	2.8%	3.1%	3.6%
ROE(%)	18.4%	18.8%	20.2%	21.8%
ROIC(%)	15.2%	19.8%	24.8%	32.1%
偿债能力				
资产负债率(%)	70.6%	68.3%	65.5%	62.3%
净负债比率(%)	25.86%	26.06%	21.55%	17.89%
流动比率	0.74	0.73	0.78	0.87
速动比率	0.49	0.45	0.48	0.55
营运能力				
总资产周转率	2.08	2.15	2.25	2.34
应收账款周转率	119	121	118	119
应付账款周转率	5.82	5.84	5.68	5.72
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.97	1.22	1.64	2.26
每股经营现金流(最新摊薄)	1.84	2.02	2.99	3.73
每股净资产(最新摊薄)	5.28	6.50	8.14	10.41
估值比率				
P/E	37.85	30.05	22.40	16.25
P/B	6.97	5.66	4.52	3.54
EV/EBITDA	24	19	14	11

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。

持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。

卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。

中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。

减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

张绍坤，SAC执业证书号：S0640511010008，南开大学经济学硕士，2007年8月加入江南证券金融研究所，从事消费行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容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。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83689524

传真：0755-83688539

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。