

伊利股份 (600887.SH)

收入快速增长 成本上涨毛利率下降

——伊利股份 09 年年报及 10 年一季报点评

✍ 闫亚磊
☎ 86-22-2845 1975
SAC 执业证书编号 S1150209100148
✉ yanyl@bhq.com

核心观点:

- 一季度收入快速增长
- 成本压力显现, 毛利率下降
- 世博会唯一乳制品赞助商, 营销提高品牌

投资要点:

- 2009 年全年: 公司实现收入、利润总额、净利润各 243.24 亿元、8.12 亿元和 6.48 亿元, 分别同比增长 12.3%、141.51%和 138.38%; 每股收益为 0.81 元, 同比增长 138.39%; 每股经营活动产生的现金流量净额为 2.54 元, 同比增加 1004.35%。2010 年一季度: 公司实现收入、利润总额、净利润各 70.14 亿元、1.55 亿元和 1.25 亿元, 同比分别增长 36.94%、7.37%和 10.07%。实现每股收益 0.16 元, 同比增长 14.29%。
- 09 年乳制品行业摆脱三聚事件影响, 销售全面回暖, 公司业务也得到全面恢复。分产品看, 液体乳和奶粉及奶制品收入分别同比增长了 14.63%和 22.59%, 带动公司液体乳及乳制品制造业同比增长了 13.27%。冷饮产品系列收入和混合饲料收入同比分别下滑了 1.7%和 21.49%。
- 由于 09 年原奶收购价格在 09 年上半年处于较低水平, 液体乳及乳制品制造业毛利率比 08 年上升 8.2 个百分点至 35.38%。其中液体乳、冷饮产品和奶粉及奶制品的毛利率分别为 34.08%、33.66%以及 42.25%, 分别同比增加了 8.3、3.7 以及 11.63 个百分点。另外三聚事件之后行业竞争更加理性也增强了公司在低成本时期获得高毛利。
- 09 年公司销售费用率为 26.71%, 比 08 年上升了 1.17 个百分点; 管理费用率为 4.9%, 比 08 年下降了 3.94 个百分点。整个费用率有所下降导致公司利润增速快于收入增速。销售费用率的提升主要是三聚后公司加大了营销力度, 管理费用率的下降主要是没有股权激励费用计提的影响。
- 作为 2010 年世博会乳制品赞助商, 公司加大了营销投入力度, 2010 年一季度成效显著, 公司收入同比增长 36.94%。但是成本方面的压力不容小觑。公司单季毛利率自 09 年 4 季度以来呈现出逐季下降的趋势, 09 年四季度和 10 年一季度的整体毛利率分别为 32.50%和 32.15%, 比 09 年前三季度平均 35%的毛利率水平有了显著的下降。但是随着夏季产奶旺季的来临, 原料乳成本可能会小幅下降, 同时公司在一季度对部分乳制品提高售价, 这些都会减轻公司成本压力。另外奶粉等高毛利产品快速增长、销售结构的提升也会提高公司盈利能力。
- 2010 年主要预算指标以及工作计划 2010 年, 公司的主要预算指标为: 实现主营业务收入 268 亿元, 实现利润总额 8 亿元。我们认为达到这个目标相对容易。预计 2010 年和 2011 年 EPS 分别为 0.97 元和 1.39 元, 目前股价对应市盈率分别为 33.8 倍和 23.5 倍。公司高管股权激励尚未行权, 且公司业绩相对于毛利率和费用率的弹性较高, 我们继续维持公司的“买入”投资评级。

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
销售收入(百万元)	19360	21659	24324	26990	30339
EBITDA(百万元)	549	-1242	769	1494	1855
净利润(百万元)	-20	-1687	648	772	1113
摊薄 EPS(元)	-0.03	-2.11	0.81	0.97	1.39
PE(X)	-1100.66	-15.48	40.3	33.8	23.5
EV/EBITDA(X)	39.2	-21.4	32.7	16.9	13.0
PB(X)	4.62	8.09	7.04	5.80	4.63
ROIC	-0.10%	-25.42%	9.30%	10.39%	13.65%
总资产周转率	2.21	1.97	1.95	2.01	2.16

评级: 买入
上次评级: 买入
目标价格: 上次预测 ¥27.5
当前价格: ¥32.68
2010.4.27

单季度业绩	元/股
1Q/2010	0.1561
2Q/2010	0.2027
3Q/2010	0.4119
4Q/2010	0.1993



相关报告

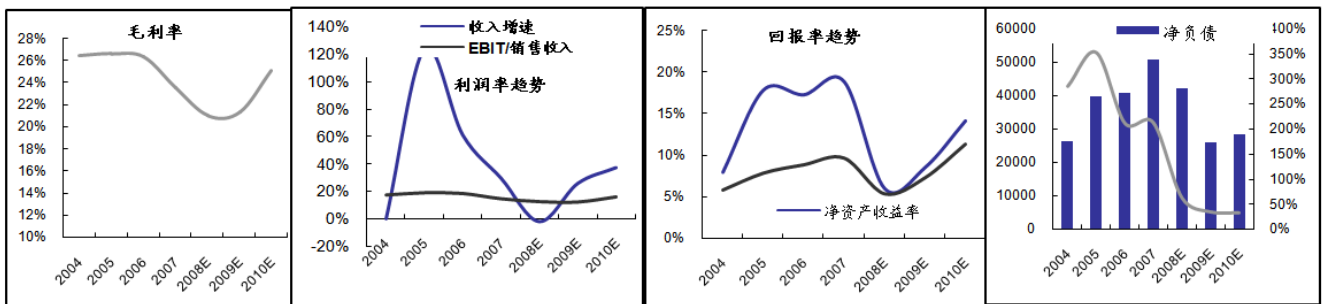
《业绩超预期 毛利率继续维持高位》

《液体乳超预期恢复 毛利率高位运行》

《一季度业绩迅速好转 毛利率大幅提升》

《行业好转+费用减少+所得税负担降低》

资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	1772	2774	4113	4564	5131	营业收入	19360	21659	24324	26990	30339
应收票据	126	23	1	1	1	营业成本	14347	15849	15778	17676	19760
应收账款	205	197	218	242	272	营业税金及附加	83	122	109	118	133
预付款项	497	284	569	888	1245	销售费用	3911	5532	6496	6871	7602
其他应收款	299	83	92	102	114	管理费用	884	1915	1191	1322	1486
存货	1737	2020	1836	2056	2299	财务费用	29	14	22	91	88
其他流动资产	0	36	3	0	0	资产减值损失	17	296	77	77	77
长期股权投资	390	516	387	387	387	投资收益	-3	20	15	11	15
固定资产	4407	5007	5109	4779	4400	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	472	258	227	138	94	营业利润	85	-2050	665	847	1210
工程物资	32	2	1	1	1	营业外收支净额	22	94	146	120	133
无形资产	180	225	265	264	260	税前利润	106	-1956	812	968	1343
长期待摊费用	17	10	2	3	3	减: 所得税	111	-219	147	175	202
资产总计	10174	11780	13152	13755	14308	净利润	-5	-1737	665	793	1142
短期借款	891	2703	2685	3205	2614	归属于母公司的净利润	-20	-1687	648	772	1113
应付票据	20	301	359	402	449	少数股东损益	15	-49	18	21	29
应付账款	2154	2868	3407	3094	3530	基本每股收益	-0.03	-2.11	0.81	0.97	1.39
预收款项	880	1285	862	393	-134	稀释每股收益	-0.03	-2.11	0.81	0.97	1.39
应付职工薪酬	305	299	693	693	693	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
应交税费	-212	-383	-243	-243	-243	成长性					
其他应付款	1004	1024	1193	1193	1193	营收增长率	16.8%	11.9%	12.3%	11.0%	12.4%
其他流动负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	-77.6%	-1411.8%	-142.6%	33.9%	35.4%
长期借款	95	55	110	110	110	净利润增长率	-106.1%	8432.2%	-138.4%	19.2%	44.1%
负债合计	5467	8553	9442	9252	8663	盈利性					
股东权益合计	4707	3228	3710	4503	5645	销售毛利率	25.9%	26.8%	35.1%	34.5%	34.9%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	销售净利率	-0.1%	-7.8%	2.7%	2.9%	3.7%
净利润	-5	-1737	665	793	1142	ROE	-0.4%	-52.3%	17.5%	17.1%	19.7%
折旧与摊销	415	518	20	490	496	ROIC	-0.10%	-25.42%	9.30%	10.39%	13.65%
经营活动现金流	778	183	1550	80	1300	估值倍数					
投资活动现金流	-1449	-910	36	-59	-55	PE	-1100.7	-15.5	40.3	33.8	23.5
融资活动现金流	1430	1715	-247	430	-678	P/S	1.1	1.2	1.1	1.0	0.9
现金净变动	759	988	1339	451	566	P/B	4.62	8.09	7.04	5.80	4.63
期初现金余额	1012	1772	2774	4113	4564	股息收益率	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	1771	2760	4113	4564	5131	EV/EBITDA	39.2	-21.4	32.7	16.9	13.0



渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋
022-28451131
13512060965
loyalbright@yahoo.com.cn

谢晓冬
022-28451849
13820872805
actionfish@live.cn

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn