

伊利股份(600887)/13.25 元

经营一切平稳, 公司步入正轨

朱卫华
86-755-82943101
zhuweihua@ccs.com.cn

非周期性消费品 · 食品饮料

估值区间: 15-16 元

强烈推荐 A(维持)

- 今年上半年公司完成销售收入 56.59 亿元, 同比增长 30.29%; 实现利润总额 2.79 亿元, 同比增长 12.45%; 净利润 1.71 亿元, 同比增长 11.48%, 实现 EPS0.436 元, 与我们预测的 0.43 元一致(我们的预测见 8 月 8 日邮件)。公司净利润同比增长速度并不出众的原因, 我们在上次邮件中阐释过, 乃是因为 04 年上半年基数虚高, 这是郑俊怀时代的事。由于 04 年下半年过分糟糕, 我们预计今年全年净利润同比增长速度能维持在 20% 以上, 公司在领导层换班后经营平稳, 业绩高速增长态势不减。
- 经了解, 今年上半年公司共销售白奶与花色奶 50 万吨、酸饮料 35 万吨(测算收入占液态奶比重 34.5%)、酸奶 2 万多吨(1.5 亿元收入, 吨价 6000 多元)、冷饮 15 万吨、奶粉 3 万吨(除掉内部消化的工业奶粉, 对外消化的小包装奶粉 2 万吨)。我们预计今年全年将销售液态奶 165~170 万吨、冷饮 27 万吨、奶粉 6 万吨, 销售收入达 110 亿元水平, 在国内食品饮料类上市公司中销售规模首屈一指。

投资建议

- 我们希望伊利的投资者能成为巴菲特, 他的成功有几项原则: 首先行业选择消费品, 非周期性行业, 伊利正是这类公司; 其次是在有“安全边际”时介入, 去年底伊利高管被捕时公司陷入低谷, 我们曾以“第二只鞋子的落下”、“而今迈步从头越”等评语来指示这一历史机遇, 这就是“安全边际”。再次, 只要未来发展空间大, 巴菲特也不会拘泥于“安全边际”, 他投资可口可乐正是这样, 现在伊利股价进入平稳期, 似乎缺乏“安全边际”了, 不过正如我们在《食品饮料业图谱》一文所说的, 伊利的发展空间巨大, 这才是刚刚开始。
- 伊利公司股权结构分散, 很难拿出投资者喜好的送股、派现等对价方案, 因此我们给公司的建议是暂时不施行全流通计划, 待“寻宝”游戏冷静下来, 价值挖掘理念重占上风之际再实施。公司需要一批长期投资者来稳定股价, 以及对付未来可能发生的恶意收购, 因此请短线投资者另寻机会。

上证指数: 1192.83

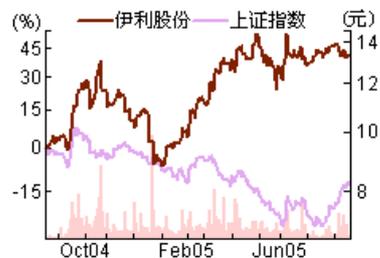
股本数据

A 股总股本(万)	39126.50
流通 A 股(万)	25771.07
流通市值(亿)	34.15

股价表现

	绝对值	相对上证
3 个月(%)	-2.4	-10.9
6 个月(%)	21.6	28.1
1 年(%)	38.0	50.3
52 周波动(元)	8.79-14.99	

股价走势



资料来源: 招商证券

相关研究

伊利股份(600887)-而今迈步从头越 12/29/2004
 伊利股份(600887)-04 年业绩低于预期在情理之中 3/8/2005
 伊利股份(600887)-新任管理层获得投资者充分信任 6/24/2005

主要财务指标

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
主营收入(万元)	873,499	1,091,839	1,335,801	1,603,959
同比增长率(%)	38.7	25.0	22.3	20.1
营业利润(万元)	38,264	46,894	55,034	63,486
同比增长率(%)	24.1	22.6	17.4	15.4
净利润(万元)	23,913	28,910	33,598	38,392
同比增长率(%)	19.8	20.9	16.2	14.3
主营利润率(%)	29.3	28.9	28.6	28.4
营业利润率(%)	4.4	4.3	4.1	4.0
净利润率(%)	2.7	2.6	2.5	2.4

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
每股收益(元)	0.611	0.739	0.859	0.981
每股净资产(元)	5.28	6.02	6.58	7.21
净资产收益率(%)	11.6%	12.3%	13.0%	13.6%
每股股息(元)	0.25	0.30	0.35	0.40
股息收益率(%)	1.9%	2.3%	2.6%	3.0%
负债率(%)	51.5%	43.0%	43.3%	44.7%
P/E(倍)	21.7	17.9	15.4	13.5
P/B(倍)	2.51	2.20	2.01	1.84
EV/EBITDA(倍)	10.83	9.53	8.32	7.35

表 1、伊利股份收入结构情况预测 单位：万元

	2004	1Q2005	1H2005	2005E	2006E	2007E
合计收入	873499	235481	565939	1091839	1335801	1603959
UHT 奶	390891	166741	387358	496432	615576	751002
酸饮料	192529			254138	327838	413075
冷饮	141845	23666	92325	161703	181107	199218
乳制品	110058	35669	67761	137572	165087	189850
其他	38177	9404	18496	41994	46194	50813
合计收入增长率	38.7%	34.4%	30.3%	25.0%	22.3%	20.1%
UHT 奶	29.3%		37.0%	27.0%	24.0%	22.0%
酸饮料	101.6%			32.0%	29.0%	26.0%
冷饮	14.6%		12.6%	14.0%	12.0%	10.0%
乳制品	39.6%		26.5%	25.0%	20.0%	15.0%
其他	29.7%		15.2%	10.0%	10.0%	10.0%
合计毛利	259574	66253	171027	320095	388648	463448
UHT 奶	123840	51745	121462	153894	190213	231309
酸饮料	57999			74971	96056	120205
冷饮	40885	4044	28362	48511	50710	51797
乳制品	32685	9083	18783	38520	47050	55056
其他	4166	1381	2420	4199	4619	5081
毛利率	29.72%	28.13%	30.22%	29.32%	29.09%	28.89%
UHT 奶	31.68%	31.03%	31.36%	31.00%	30.90%	30.80%
酸饮料	30.12%			29.50%	29.30%	29.10%
冷饮	28.82%	17.09%	30.72%	30.00%	28.00%	26.00%
乳制品	29.70%	25.46%	27.72%	28.00%	28.50%	29.00%
其他	10.91%	14.68%	13.08%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源：招商证券研究，注：今年 1 季度与中期我们没有特意从液态奶中区分酸饮料业务

资产负债表	2004	2005E	2006E	2007E
货币资金	160108	93736	92030	92388
应收帐款净额	14215	17222	20402	23696
其他应收款净额	18258	15000	15000	15000
存货净额	70967	89485	109820	132298
流动资产合计	286882	243720	271208	303607
固定资产合计	259983	259984	259985	259986
资产总计	485039	471735	523115	573814
短期借款	22520	24187	42007	55193
应付帐款	80003	85882	86993	82625
预收帐款	12915	16144	19751	23716
应付福利	6520	7991	9797	11782
其他应付款	37811	35000	35000	35000
流动负债合计	243407	199301	226420	245777
长期负债合计	5998	3151	0	0
负债合计	249597	202643	226609	245964
少数股东权益	28697	33436	38990	45424
股本	39127	39127	39127	39127
股东权益合计	206745	235655	257516	282426
负债股东权益合计	485039	471735	523115	573814

现金流量表	2004	2005E	2006E	2007E
经营活动现金流量净额	126180	(9018)	47595	52390
投资活动现金流量净额	(16662)	(49496)	(49331)	(49336)
筹资活动现金流量净额	(27037)	(7859)	30	(2696)
现金期末余额	160108	93736	92030	92388
现金期初余额	77628	160108	93736	92030
现金净增加额	82480	(66372)	(1706)	358

利润表	2004	2005E	2006E	2007E
主营业务收入	873499	1091839	1335801	1603959
减: 主营业务成本	613925	771744	947153	1140511
主营业务税金及附加	3857	4913	6011	7218
主营业务利润	255717	315182	382637	456230
加: 其他业务利润	573	500	500	500
营业费用	187187	231887	282271	337248
管理费用	29949	36705	45000	54117
财务费用	891	195	832	1878
营业利润	38264	46894	55034	63486
加: 投资收益	-1904	0	0	0
营业外收入	-166	-800	-800	-800
利润总额	37888	47394	55534	63986
减: 所得税	12186	13744	16383	19196
减: 少数股东权益	2551	4739	5553	6399
净利润	23913	28910	33598	38392

财务比率	2004	2005E	2006E	2007E
盈利能力				
销售毛利率	29.27%	28.87%	28.64%	28.44%
销售净利率	2.74%	2.65%	2.52%	2.41%
净资产收益率	11.57%	12.27%	13.05%	13.67%
负债能力				
流动比率	1.18	1.22	1.20	1.24
速动比率	0.89	0.77	0.71	0.70
资产负债比率	51.5%	43.0%	43.3%	42.9%
现金流量				
每股经营现金流	3.22	-0.23	1.22	1.34
净利润现金含量	5.28	-0.31	1.42	1.36
营运能力				
应收账款周转率	65.26	69.46	71.01	72.75
存货周转率	8.99	9.62	9.50	9.42
发展能力				
销售收入增长率	38.67%	25.00%	22.34%	20.07%
净利润增长率	19.81%	20.90%	16.21%	14.90%
净资产增长率	5.97%	13.98%	9.28%	9.67%
总资产增长率	20.47%	-2.74%	10.89%	9.69%

附：招商证券公司投资评级

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 $\pm 10\%$ 之间
	回避	股价跌幅为 10%以上
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

附：招商证券行业投资评级

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要说明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归招商证券所有。