

分析师: 乔洋 (8621)68751126 qiaoyang@cjsc.com.cn 执业证书编号: S0490510120007

联系人: 周密 (8621)68751219 zhoumi@cjsc.com.cn

建设奶源纵向一体化 扩张产能实现产品高端化

事件描述

伊利股份 (600887) 今日公告董事会审议并通过了公司 2011 年度非公开发行股票预案, 其主要内容为:

- 发行价格: 不低于公司第六届董事会临时会议决议公告日 2011 年 5 月 19 日 (定价基准日) 前 20 个交易日公司股票均价的 90%, 即不低于 32.67 元/股。
- 发行数量: 本次非公开发行股票的数量不超过 21,800 万股 (含 21,800 万股)。
- 限售期: 在本次非公开发行股票方案提交股东大会审议前, 如公司与投资者签署了附条件生效的股份认购合同, 则该等投资者所认购的股票自发行结束之日起 36 个月内不得转让。其他投资者认购的股票自发行结束之日起 12 个月内不得转让。
- 募集资金投向: 本次发行拟募集资金净额 (扣除发行费用后) 不超过 70 亿元, 募集资金拟用于公司主要产品的产能扩建项目、奶源项目及补充流动资金, 将建设液态奶、冷饮、奶粉、酸奶等产品的若干个产能扩建项目和奶源项目, 目前部分项目已经由公司使用自有资金进行先期投入。

我们有如下观点:

事件评论

第一, 公司本次发行拟募集资金计划用于公司主要产品的产能扩建项目、奶源项目及补充流动资金。

本次拟发行不超过 21,800 万股 (含 21,800 万股) 股票。发行价格不低于公司第六届董事会临时会议决议公告日 2011 年 5 月 19 日 (定价基准日) 前 20 个交易日公司股票均价的 90%, 即不低于 32.67 元/股 (定价基准日至本次发行期间, 公司如有派息、送股、资本公积金转增股本等除权除息事项, 将对该价格进行除权除息调整)。本次发行募集资金净额 (扣除发行费用后) 不超过 70 亿元, 非公开发行募集资金拟用于以下项目:

表 1: 本次非公共发行募集资金投资项目

序号	项目名称	项目总投资 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
1	液态奶项目	188,285.76	188,285.76
2	冷饮项目	27,520.00	27,520.00
3	奶粉项目	55,240.75	55,240.75
4	酸奶项目	140,957.77	140,957.77

5	奶源项目	123,155.74	123,155.74
6	补充流动资金	164,839.98	164,839.98
合计		700,000.00	700,000.00

资料来源：公司公告，长江证券研究部

截至 2011 年 3 月 31 日，公司已先期投入资金约 12 亿元，目前项目实施进展顺利。

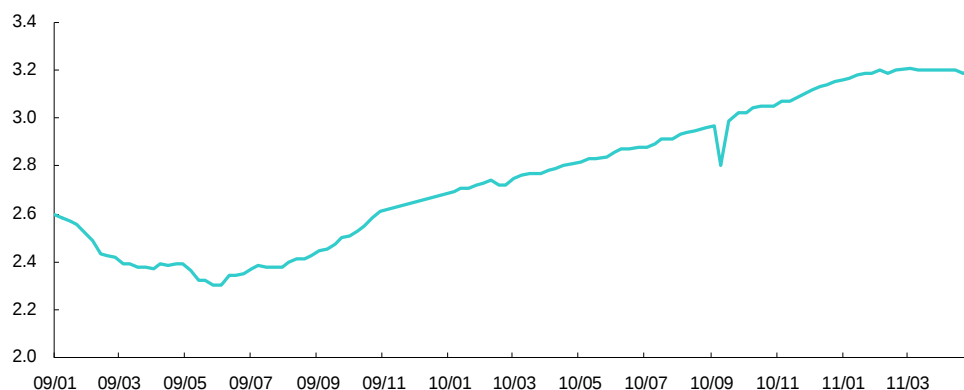
第二，本次增发募集资金投资建设奶源项目，实现产业链纵向一体化，有助于公司保证原料奶供给和对成本的控制力。

➤ **国内乳业面临原料奶短缺问题，自建奶源有助于公司保证原料奶供给和控制原料成本。**

国内乳制品消费需求稳步增长的同时，国内乳业也面临着原料奶短缺的问题。在饲草、饲料等价格上涨的拉动下，原料奶生产成本大幅上升，虽然 2010 年原料奶收购价格比上年有大幅提高，但基于当前奶牛养殖成本和效益水平，奶户养殖积极性短期内难以提高，因此原料奶短缺将影响国内乳业的发展。此外，原料奶、白糖、进口乳制品等主要原料市场价格持续上涨，导致乳制品生产成本增加，企业的盈利能力受到影响。

预计 2011 年原料奶、白糖、进口乳制品供需形势仍偏紧张，其交易价格同比可能会出现持续上升趋势，对乳制品企业的生产成本控制能力提出了更高的要求，因此，通过建设牧场，扩大奶源供应的辐射半径，增加自有奶源供应量，合理规划生产基地网络，降低运营成本和物流成本，提升快速反应的能力，将有助于控制公司生产成本的增加，更好满足市场需求，对保持和增强公司盈利能力有积极作用。

图 1：10 省市原料奶平均价格走势（元/公斤）



资料来源：公开资料，长江证券研究部

➤ **公司加大自建奶源、推广奶联社的建设，2011 年计划在奶源建设方面投资约 14.26 亿元。**

在奶源环节，公司加大自建奶源、推广奶联社的建设，以控制原奶的安全和成本。截止 2010 年底，公司已累计投资 27 亿元自建或合建牧场 800 个，自有牧场比率已经超过 50%。公司计划在未来 5 年再建 800 家不同规模的牧场。

2010 年公司在奶源基地建设方面的投入力度非常大，自建、扶持、合作的标准化奶站就达 3000 多个，伊利通过建设自有大型牧场、合作牧场、大型的牧场园区、奶联社，以“公司+农户”的发展模式帮扶奶源规范奶站建设，实现奶源基地的现代化、规范化、专业化发展。有资料显示，2007-2010 年伊利集团共投入了 40 多亿元用于奶源升级与建设。其中直接用于奶源基地建设投资（主要是挤奶设备、TMR、制冷罐）的资金 1467 万元，大型牧场、千头牧场、牧场扶持方面已经累计投入了 17.1 亿元。

加强奶源建设和投资是公司实施纵向一体化的重要举措。本次非公开发行公司计划使用募集资金的 12.32 亿元投资建设奶源项目，为公司提供更多稳定可靠的奶源，扩大奶源辐射半径，增加奶源供应渠道。据新闻报导，2011 年公司已

投资 4 亿元在湖北建设两个 5000 头示范牧场。2011 年全年计划在奶源建设方面的投资约 14.26 亿元，其中用于奶源基地建设的资金为 1500 万元，主要是挤奶设备、TMR、制冷罐；牧场建设方面还将继续投资，包括自建牧场、扶持家庭牧场、参股控股牧场，投资额将超过 14 亿元。

➤ 竞争对手蒙牛也把奶源建设作为工作的重中之重。

根据新闻资料显示，截至目前，蒙牛在全国已经拥有 14 座合作、参股的万头奶牛以上的牧场，未来还将继续参与建设 20-30 座超大型牧场。据新闻资料显示，仅在 2010 年内，蒙牛在奶源支持及建设方面的投入已超过 7 亿元。

4 月 25 日，蒙牛集团于河北省衡水投资建设的高端奶暨现代牧场项目在武强县正式开工奠基。据蒙牛方面负责人介绍，该项目整体投资近 15 亿元，分高端奶项目和现代化牧场项目，其中高端奶加工项目投资在 5 亿元，牧场累积投资额将近 10 亿元。该项目采用国际先进的“前牧后场”生产模式，分为日处理 600 吨高端奶和建设 3 万头牧场两个子项目。其中高端奶项目占地 150 亩，引进 6 条国外先进生产线，产品主要供应国内高端奶市场。牧场项目是与高端奶配套建设的奶牛牧场项目，占地 4000 亩，规划一期养殖进口奶牛 1 万头，3 年内达到 3 万头规模。饲养管理按照世界最先进的以色列和美加系模式运营，达产期年产奶量为 15 万吨，原奶质量标准达到国内蛋白含量的最高水平（3.6-4.0 克以上）。该项目达产后预计可实现年销售收入 20 亿元，利税 6000 万元。公司表示将在高端奶领域投入更多资源。

我国两大奶业龙头伊利和蒙牛均将奶源和牧场建设放在重要位置，持续加大奶源建设的投资。这一方面将带来大量的资本支出（公司和资本市场的互动将更加密切频繁）；另一方面双巨头在奶源上的优势继续加大，也为其产品品质奠定了可靠基石，为公司发展具有高附加值的产品提升产品结构打下基础，双巨头将同二三线品牌拉开更大距离。

第三，公司计划使用募集资金投资产能扩建项目及补充流动资金，提升产品结构，实现产品高端化。

2010 年公司的产品结构调整和优化已经取得一定阶段性成果。公司高附加值、高科技含量产品业绩增长喜人，其中金领冠增长超过 126%，QQ 星儿童成长奶增幅为 207%，营养舒化奶增幅为 33%，畅轻酸奶增幅为 180%。

公司本次发行募集资金中的 41.20 亿元拟用于液态奶、冷饮、奶粉、酸奶、奶源项目，16.48 亿元拟用于补充流动资金；扩充各类产品生产能力，提高公司的整体竞争能力，进一步支持公司“高附加值、高科技含量产品”的快速增长。本次募集资金投资项目达产以后，对毛利率和附加值较高的酸奶以及奶粉业务的收入贡献比例，将远大于公司现有产品结构中酸奶和奶粉的收入占比。也就是说本次募集资金投资项目将显著提升公司产品结构，有助于公司实现产品高端化。

其中，公司拟使用募集资金在黑龙江省杜尔伯特县投资 5.52 亿元建设奶粉项目。据新闻资料显示，伊利集团自 2000 年入驻杜尔伯特以来，先后投资兴建了五期工程，总投资由最初的 3000 万元追加到 7 亿多元，累计投资达 15.6 亿元；日处理鲜奶能力由 300 吨发展到 1500 吨。

图 2：2010 年公司分产品收入结构

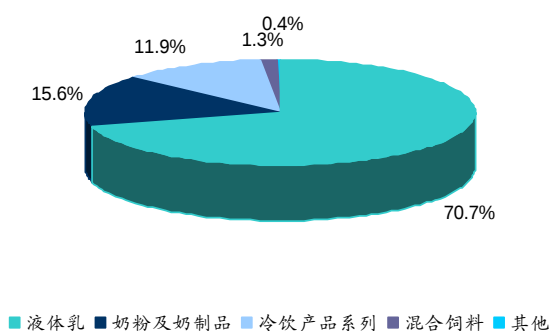
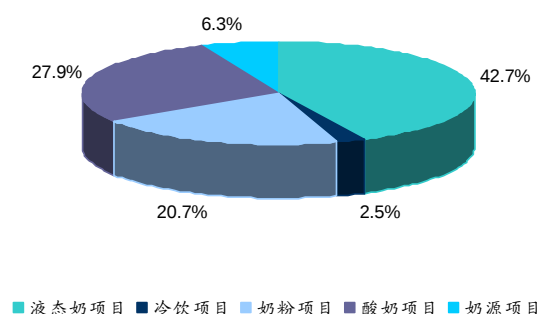


图 3：公司本次募投项目达成后贡献收入的结构



资料来源：长江证券研究所

资料来源：长江证券研究所

表 2：本次非公共发行募集资金投资项目

序号	项目名称	项目达产后年收入（亿元）	投资项目建设地点
1	液态奶项目	53.35	河北省张北县、山东省临朐县、辽宁省阜新市、宁夏吴忠市、甘肃省兰州市、广东省惠州市等地
2	冷饮项目	3.13	浙江省金华市
3	奶粉项目	25.79	黑龙江省杜尔伯特县
4	酸奶项目	34.78	江苏省苏州市、南京市、陕西省咸阳市、广东省惠州市、天津市武清区等地
5	奶源项目	7.82	内蒙古呼和浩特市、内蒙古锡林浩特市、四川省邛崃市、安徽省合肥市、湖北省黄冈市、江苏省南京市等地
6	补充流动资金	--	
合计		124.87	

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 3：2005 年以来公司公告的投资项目

公告日期	项目名称	产品	投资额（万元）	产能	建设期（个月）
2011/1/20	宁夏吴忠新建日产 780 吨超高温灭菌奶项目	高温灭菌奶	35,949	日产 780 吨	15
2010/5/13	杜尔伯特年产 45000 吨配方奶粉项目	奶粉	55,241	45000 吨	19
2010/4/17	山东临朐新建日产 900 吨超高温灭菌奶及日产 140 吨冷饮项目	超高温灭菌奶 冷饮	39,009	日产 900 吨 日产 140 吨	15
2009/12/26	京津塘地区日产 200 吨酸奶及 20 吨奶酪项目	酸奶 奶酪	38,189	日产 200 吨 日产 20 吨	16
2009/7/11	华北地区年生产 4.5 万吨奶粉项目	奶粉	28,936	4.5 万吨	12
2007/4/30	呼和浩特市日处理鲜奶 1200 吨加工奶粉项目	奶粉	37,653	日处理鲜奶 1200 吨	20
2006/12/7	山东平阴新建日产 150 吨冷饮项目	冷饮	10,154	日产 150 吨	9
2006/12/7	佛山三水新建日产 150 吨冷饮项目	冷饮	11,396	日产 150 吨	9
2006/9/6	石河子分公司年产 2.5 万吨中高档系列配方奶粉技术改造项目	奶粉	20,790	2.5 万吨	15
2006/8/8	新建成都日产 430 吨液态奶、150 吨酸奶、260 吨冷饮项目	液态奶 酸奶 冷饮	37,622	日产 430 吨 日产 150 吨 日产 260 吨	12
2006/6/27	新疆新建日产 150 吨冷饮、100 吨酸奶、14 吨速冻食品项目	冷饮 酸奶 速冻食品	16,711	日产 159 吨 日产 100 吨 日产 14 吨	10
2006/5/18	新建湖北省黄冈市日产 1100 吨液态奶项目	液态奶	41,385	日产 1100 吨	15
2005/10/18	新建华东日产 500 吨液态奶及日产 250 吨速冻食品项目	液态奶 速冻食品	24,178	13.5 万吨	10

吨冰淇淋项目

冰淇淋

5 万吨

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第四，我们测算预计本次募集资金投资项目达产后将为公司贡献净利润约 5.88 亿元。

本次非公开发行募集资金有助于优化公司财务结构，提升市场占有率和公司的盈利能力。本次募集资金投资项目达产后，将为公司新增收入合计 124.87 亿元。我们测算预计这些项目达产后将为公司贡献净利润约 5.88 亿元，预计项目合计净利润率为 4.71%。对应摊薄以后 10.17 亿元总股本，预计将为总司增厚每股业绩 0.58 元。

表 4：本次募集资金投资项目达产后为公司新增净利润的测算

序号	项目名称	项目达产后年收 入（亿元）	预计毛利率	估算达产后毛 利润（亿元）
1	液态奶项目	53.35	28.80%	15.37
2	冷饮项目	3.13	29.15%	0.91
3	奶粉项目	25.79	38.98%	10.05
4	酸奶项目	34.78	28.80%	10.02
5	奶源项目	7.82	25.00%	1.96
合计		124.87		38.30
预计期间费用率		25.00%		
预计所得税率		15%		
预计少数股东损益占比		2.33%		
估算归属母公司股东的净利润（亿元）		5.88		
预计净利润率		4.71%		

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第五，维持“推荐”评级。

本次发行拟募集资金净额（扣除发行费用后）不超过 70 亿元，募集资金拟用于公司主要产品的产能扩建项目、奶源项目及补充流动资金。公司借助本次非公开发行增强资本实力，进一步加强奶源建设，逐步实现产业链纵向一体化；同时扩大生产规模，提升产品结构实现产品高端化，完善区域规划，提升市场占有率。

加强奶源建设和投资是公司实施纵向一体化的重要举措。本次非公开发行公司计划使用募集资金的 12.32 亿元投资建设奶源项目，为公司提供更多稳定可靠的奶源，扩大奶源辐射半径，增加奶源供应渠道。据公开资料显示，2011 年公司已投资 4 亿元在湖北建设两个 5000 头示范牧场，2011 年全年计划在奶源建设方面的投资约 14.26 亿元。

2010 年公司的产品结构调整和优化已经取得一定阶段性成果，公司高附加值、高科技含量产品业绩增长喜人。公司本次发行募集资金中的 41.20 亿元拟用于液态奶、冷饮、奶粉、酸奶、奶源项目，16.48 亿元拟用于补充流动资金；扩充各类产品生产能力和提高公司的整体竞争能力，进一步支持公司“高附加值、高科技含量产品”的快速增长。本次募集资金投资项目达产以后，对毛利率和附加值较高的酸奶以及奶粉业务的收入贡献比例，将远大于公司现有产品结构中酸奶和奶粉的收入占比；将显著提升公司产品结构，有助于公司实现产品高端化。

本次募集资金投资项目达产后，将为公司新增收入合计 124.87 亿元。我们测算预计这些项目达产后将为公司贡献净利润约 5.88 亿元，预计项目合计净利润率为 4.71%。对应摊薄以后 10.17 亿元总股本，预计将为总司增厚每股业绩 0.58 元。

我们对公司维持“推荐”评级。预计 2011-2013 年公司 EPS 分别为 1.21 元，1.59 元和 2.06 元。

第六，风险提示

据公司募投项目估算，本次应当新增股份约 2 个亿，对业绩摊薄较大。我们认为，公司有能力通过良好的业绩取得股东的支持，最终到达双赢局面。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	29665	35436	41837	49141	货币资金	3342	10001	12569	15669
营业成本	20686	24337	28639	33540	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	8979	11099	13198	15601	应收账款	370	442	522	613
% 营业收入	30.3%	31.3%	31.5%	31.7%	存货	2584	3039	3577	4189
营业税金及附加	88	105	124	145	预付账款	1240	1458	1716	2010
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	6807	7831	9204	10713	流动资产合计	7558	14968	18416	22517
% 营业收入	22.9%	22.1%	22.0%	21.8%	可供出售金融资产	18	18	18	18
管理费用	1521	1736	2050	2359	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	5.1%	4.9%	4.9%	4.8%	长期股权投资	606	606	606	606
财务费用	-21	42	-36	-47	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.1%	0.1%	-0.1%	-0.1%	固定资产合计	6343	6079	5833	5624
资产减值损失	-10	0	0	0	无形资产	461	438	416	395
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	12	0	0	0	递延所得税资产	268	0	0	0
营业利润	606	1385	1857	2430	其他非流动资产	109	109	109	109
% 营业收入	2.0%	3.9%	4.4%	4.9%	资产总计	15362	22218	25397	29269
营业外收支	248	100	100	100	短期贷款	2746	0	0	0
利润总额	854	1485	1957	2530	应付款项	3880	4564	5371	6290
% 营业收入	2.9%	4.2%	4.7%	5.1%	预收账款	1923	2298	2713	3186
所得税费用	58	223	294	380	应付职工薪酬	872	1026	1207	1414
净利润	796	1262	1663	2151	应交税费	-114	-257	-328	-413
归属于母公司所有者					其他流动负债	892	1042	1226	1433
的净利润	777.2	1229.8	1620.8	2095.8	流动负债合计	10198	8672	10189	11910
少数股东损益	19	32	43	55	长期借款	60	60	60	60
EPS（元/股）	0.76	1.21	1.59	2.06	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	3	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	590	590	590	590
经营活动现金流净额	1475	2680	2950	3544	负债合计	10850	9321	10838	12559
取得投资收益	19	0	0	0	归属于母公司	4219	12570	14191	16287
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	294	326	368	423
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	4512	12896	14560	16710
固定资产投资	-1972	-355	-419	-492	负债及股东权益	15362	22218	25397	29269
其他	-209	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-2181	-355	-419	-492		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.764	1.209	1.593	2.060
股权融资	17	7122	0	0	BVPS	5.28	15.73	13.95	16.01
银行贷款增加（减少）	-37	-2746	0	0	PE	49.41	31.23	23.70	18.32
筹资成本	67	-42	36	47	PEG	1.26	0.80	0.60	0.47
其他	-133	0	0	0	PB	7.15	2.40	2.71	2.36
筹资活动现金流净额	-87	4334	36	47	EV/EBITDA	31.77	13.76	10.33	7.34
现金净流量	-793	6660	2568	3100	ROE	18.4%	9.8%	11.4%	12.9%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。