

伊利股份 (600887.SH) 乳业行业
评级: 买入 维持评级
公司点评
陈钢

 分析师 SAC 执业编号: S1130511030031
(8621)61038215
cheng@gjzq.com.cn

肖喆

 联系人
(8621)61038276
xiaozhe@gjzq.com.cn

迎接新一轮扩张，中长期投资价值明晰；

事件

5月18日，公司公告增发方案，预计发行不超过21,800万股，发行价不低于32.67元/股，预计募集资金(扣除发行费用)70亿元，用于六大类的募投项目建设。

图表1：此次募投项目统计表

序号	项目名称	项目总投资（万元）	募投项目	预计收入（亿元）
1	液态奶项目	188,286	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、广州市惠州市等地投资液态奶项目	53.35
2	冷饮项目	27,520	浙江省金华市	3.13
3	奶粉项目	55,241	黑龙江省杜尔伯特县	25.79
4	酸奶项目	140,958	江苏省苏州市、南京市、陕西省咸阳市、广州市惠州市、天津市武清区等	34.78
5	奶源项目	123,156	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	7.82
6	补充流动资金	164,840		
	合计	700,000		

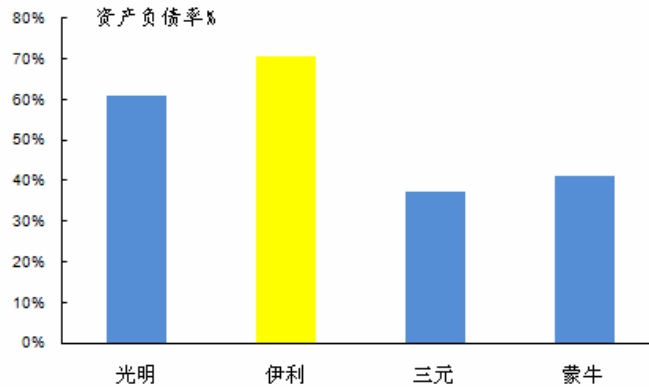
来源：国金证券研究所

评论：食品饮料行业迄今最大的再融资方案

短期对业绩摊薄明显。公司此次发行不超过2.18亿股，相当于现有7.99亿股本的27.28%，业绩摊薄明显。我们仍然维持11年11.58亿的净利润预测，完全摊薄后每股EPS为1.138，扣除投资收益后为0.957。发行价对应扣非前后PE为28.7倍和34.1倍。

中长期有利于公司持续健康发展。公司与其他主要乳业公司相比，资产负债率是最高的：10年资产负债率达到70.6%，光明、蒙牛和三元的资产负债率分别为61.0%、41.0%和37.3%。由于资金瓶颈，公司10年41.5亿的总投资计划，实际最后公布的投资额度在20亿左右。我们认为此次融资有利于优化公司财务结构、摆脱单纯通过负债方式实现产能扩张的方式。

图表2：主要乳企资产负债率对比



来源：国金证券研究所

- **实业资本双轮驱动，实现超越式发展。**此次募投项目涉及公司四大业务的产能扩张及奶源的建设。液态奶和酸奶产能扩张遍布全国，呈分散化的合理布局。目前公司液奶规模化、奶粉高端化趋势明显，此次募投项目将进一步有力的支持公司业务的规模化和高端化，全部项目投产后预计实现 124.87 亿销售收入（液态奶为 53.55 亿、冷饮 3.13 亿、奶粉 25.79 亿、酸奶 34.78 亿）。
- **此次融资，有利于公司加强与市场的沟通和互动，减少长期信息不对称带来的估值折价。**

投资建议：中长期依然看好公司投资价值

- 我们维持前期盈利预测：11-13 年销售收入分别实现 352.87 亿、406.55 亿和 461.78 亿，同比增长 19.0%、15.2%和 13.6%。11-13 年净利润分别实现 11.58、14.28 和 16.75 亿，若增发成功则对应完全摊薄后 eps 分别为 1.138、1.404 和 1.647 元。（我们认为 12 年 406.55 亿收入，14.28 亿净利的预测，其对应净利率为 3.5%，仍有较大利润弹性）。