

乳制品

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 蒋鑫

S0960110110022

0755-82026708

jiangxin@cjis.cn

6-12 个月目标价:

当前股价: 37.75 元

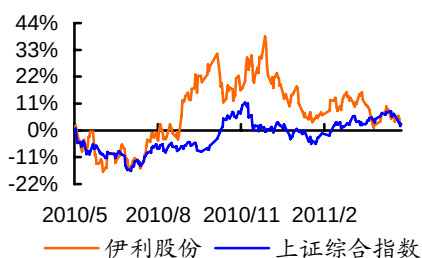
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2911.51
总股本(百万)	799
流通股本(百万)	794
流通市值(亿)	270
EPS (TTM)	1.00
每股净资产(元)	5.64
资产负债率	70.6%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
伊利股份	0.15	-3.21	-15.63
上证综合指数	-1.57	5.77	-2.26



相关报告

《伊利股份-收入保持高速增长, 盈利能力逐步回升》2011-4-30

《伊利股份-加大重点消费市场产能布局, 建设华南地区运营中心》2011-3-14

《伊利股份-加码宁夏吴忠液态奶项目, 产能布局进一步优化》2011-1-20

伊利股份

600887

强烈推荐

定向增发项目将加速产能投放进程, 支持未来三年高速增长

昨晚伊利发布公告, 拟通过非公开方式发行不超过 2.18 亿股股票, 拟募集资金净额不超过 70 亿元, 发行价格不低于 32.67 元/股, 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。如果定向增发方案通过, 将会加快公司的产能投放进程, 支持公司未来三年的高速增长。

投资要点:

- **定向增发项目将健全公司的产业链, 扩充各类产品生产能力。**乳制品企业的竞争已经进入全产业链的竞争, 未来的竞争体现在奶源的充足供应、产品结构不断升级、健全的营销网络。公司定向增发项目的投资方向符合健全产业链的需求。
- **公司计划在 6 个具备奶源优势的地区建设奶源基地, 这将有效的控制生产成本、增加自有奶源的供应量, 确保原奶质量。**在中国目前原奶供不应求的背景下, 控制了奶源才能保证产品质量和供给充足; 而且预计 2011 年原奶价格同比仍将保持上升趋势, 增加自有奶源的比重有利用稳定原材料成本。
- **公司计划在 13 个地区建立生产基地, 合理规划产能布局, 这样能够有效降低成本, 提升反应能力。**公司已经进入深耕优势市场阶段, 在奶源充足的地区加大产能布局, 这样可以减少运营成本和运输成本, 提升公司的反应能力。
- **一般项目从建设到投产大约 1 年半的时间, 如果定向增发通过, 在未来三年将有大量新增产能投产, 支持公司快速增长。**计划建设的 13 个生产基地中有 6 个已经开始建设, 其中有 4 个将于今年投产, 其余的项目如果今年开始做, 13 年也能够全部投产, 未来 3 年将有大量产能陆续投产, 支持公司收入和利润快速增长。
- **新投资的生产项目将贡献约 134.87 亿的收入, 在目前的基础上增加 45.5%。**公司计划分别投资 18.8、14.1、5.5、2.8 亿元建设液态奶、酸奶、奶粉、冷饮项目。目前公司产能大约 500 万吨, 新增产能将超过 200 万吨。主要投资集中在液态奶和酸奶, 这也是公司目前增长最快且最有优势的领域。伴随着渠道逐步向县乡镇下沉, 液态奶和酸奶还有至少 1-2 倍的提升空间。
- **除投资收益以外, 不考虑增发时预计 2011-2013 年 EPS 为 1.36, 1.79 和 2.32 元, 如果增发通过, 总股本将由 7.99 亿增加至 10.16 亿, 对应 EPS 分别为 1.07, 1.40 和 1.82, 对应的 PE 为 32/24/19 倍, 产能的高速增长将支持公司收入规模快速扩张, 维持“强烈推荐”的评级。**
- **投资风险: 原奶价格增速超预期**

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	29665	37010	45297	55064
同比(%)	22%	25%	22%	22%
归属母公司净利润(百万元)	777	1255	1431	1857
同比(%)	20%	61%	14%	30%
毛利率(%)	30.3%	31.7%	32.0%	32.3%
ROE(%)	18.4%	22.0%	20.1%	20.7%
每股收益(元)	0.76	1.23	1.41	1.83
P/E	49.41	30.61	26.84	20.68
P/B	9.10	6.75	5.39	4.28
EV/EBITDA	25	16	14	11

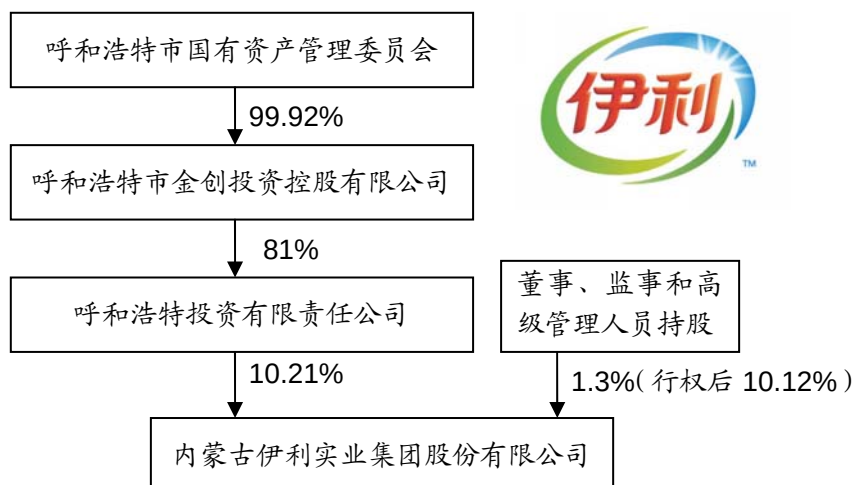
资料来源: 中投证券研究所

表 1 募集资金投向

项目名称	项目总投资 (万元)	拟投入募集 资金(万元)	基地	贡献收入(亿 元)
液态奶项目	188,285.76	188,285.76	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	53.35
冷饮项目	27,520.00	27,520.00	在浙江省金华市	3.13
奶粉项目	55,240.75	55,240.75	在黑龙江省杜尔伯特县	25.79
酸奶项目	140,957.77	140,957.77	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	34.78
奶源项目	123,155.74	123,155.74	内蒙古呼和浩特、内蒙古锡林浩特、四川邛崃市、安徽合肥市、湖北黄冈市、江苏南京市	7.82
补充流动资金	164,839.98	164,839.98		
合计	700,000.00	700,000.00		124.87

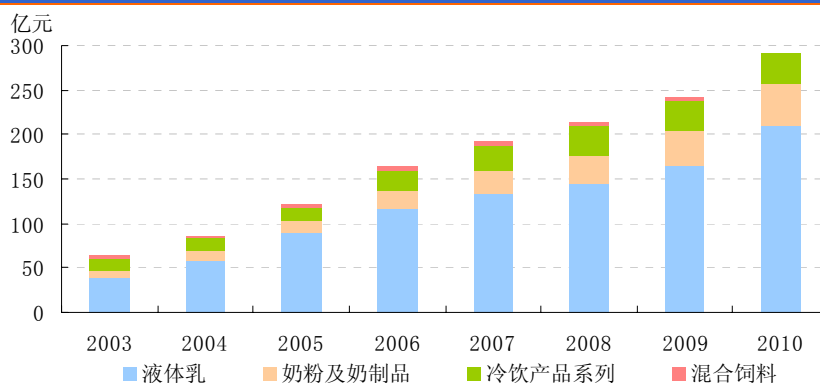
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 1 公司的股权结构和新标识



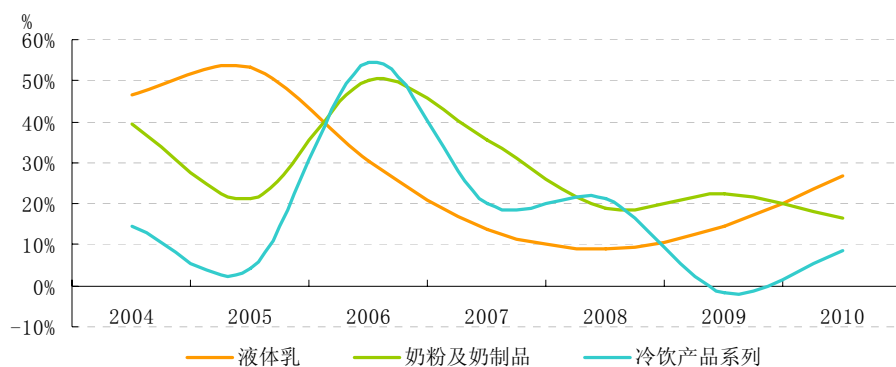
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 公司收入变化



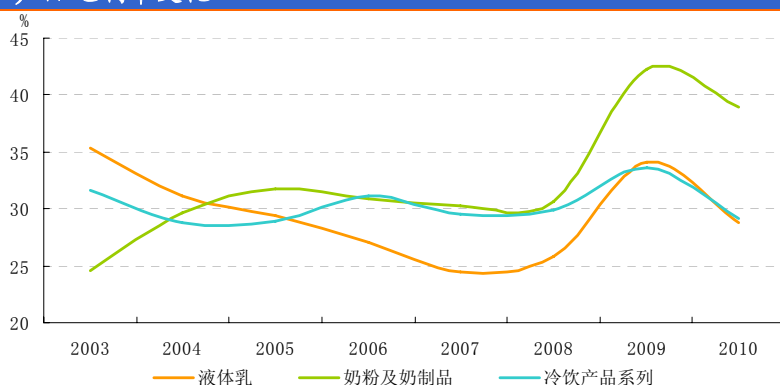
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 分产品收入增速变化



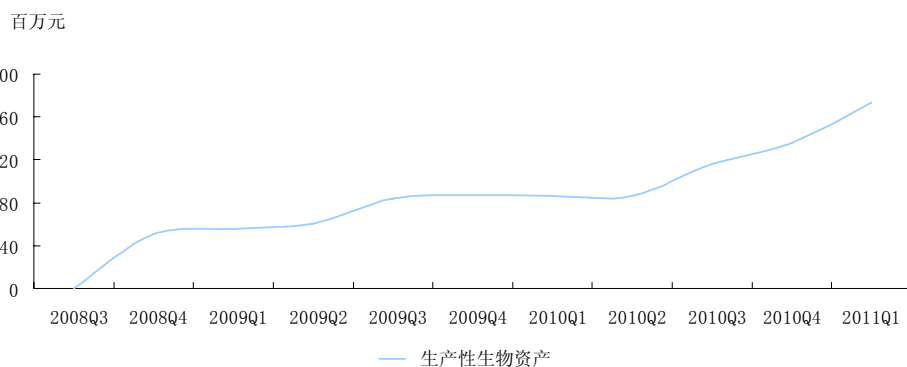
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 4 产品毛利率变化



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 5 生产性生物资产变动



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 公司人员构成变动

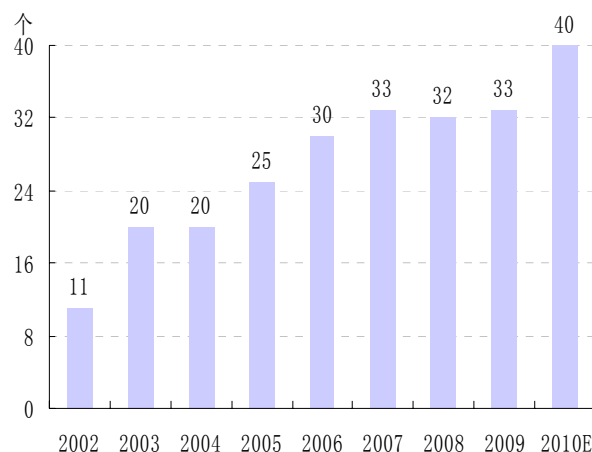
专业构成类别	专业构成人数		
	2009	2010	变动
生产人员	6645	5918	-11%
技术人员	834	1141	37%
销售人员	6360	8319	31%
财务人员	594	703	18%
管理人员	1684	1996	19%
其他人员	2532	3097	22%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 6 公司生产基地分布



图 7 伊利基地建设速度



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2: 伊利 2003 年至今每年新投资产能 (万吨/年)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
UHT 奶	24.1		145.6	61.3				76.7	57.7
冰淇淋			9.1	35.0				5.1	
奶粉		1.5		2.5	4.5		4.5	4.5	
酸奶			7.3	18.3			7.3		
奶酪								0.7	
合计	24.1	1.5	162.1	117.1	4.5	0.0	11.8	87.0	57.5
累计产能	154.1	155.6	317.7	434.8	439.3	439.3	451.1	538.1	595.8

资料来源：公司公告、中投证券研究

表 3: 伊利 2003 年后扩产项目

投资时间	扩产项目	达产时间
2011 年 3 月 12 日	广东惠州新建日产 800 吨超高温灭菌奶项目	2012 年 8 月
2011 年 1 月 20 日	宁夏吴忠新建日产 780 吨超高温灭菌奶项目	2011 年 10 月
2010 年 9 月 17 日	河北张北新建日产 1200 吨超高温灭菌奶项目	2012 年 4 月
2010 年 5 月 10 日	杜尔伯特年产 45000 吨配方奶粉项目	2011 年 12 月
2010 年 4 月 13 日	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	2011 年 7 月
2009 年 12 月 25 日	京津塘地区日产 200 吨酸奶及 20 吨奶酪项目	2011 年 4 月
2009 年 7 月 10 日	华北地区年生产 4.5 万吨奶粉项目	已达产
2007 年 4 月 27 日	呼和浩特市日处理鲜奶 1200 吨加工奶粉项目	已达产
2006 年 12 月 7 日	山东平阴新建日产 150 吨冷饮项目	已达产
2006 年 12 月 7 日	佛山三水新建日产 150 吨冷饮项目	已达产
2006 年 12 月 7 日	河南平顶山新建日产 100 吨酸奶和 150 吨 UHT 奶项目	已达产
2006 年 9 月 6 日	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	已达产
2006 年 8 月 8 日	新建成都日产 430 吨液态奶、150 吨酸奶、260 吨冷饮项目投资	已达产
2006 年 6 月 26 日	新疆新建日产 150 吨冷饮、100 吨酸奶、14 吨速冻食品项目	已达产
2006 年 5 月 17 日	新建湖北省黄冈市日产 1100 吨液态奶项目	已达产
2006 年 5 月 17 日	新建湖北省黄冈市日产 250 吨冰淇淋生产基地项目	已达产

2006 年 5 月 17 日	新建湖北省黄冈市日产 150 吨酸奶项目	已达产
2005 年 10 月 17 日	新建华东日产 500 吨液态奶及日产 250 吨冰淇淋	已达产
2005 年 10 月 17 日	新建山东日产 600 吨液态奶项目	已达产
2005 年 7 月 28 日	京津生产基地二期扩建日产 750 吨液态奶生产线项目	已达产
2005 年 7 月 28 日	乌兰察布乳品厂新增日产 160 吨液态奶生产线项目	已达产
2005 年 7 月 28 日	新建华东日产 200 吨酸奶项目	已达产
2005 年 7 月 28 日	新建辽宁日产 500 吨液态奶生产基地项目	已达产
2005 年 7 月 28 日	黑龙江省肇东市新建日产 1000 吨液态奶项目	已达产
2005 年 4 月 25 日	察哈尔日产 480 吨 UHT 奶项目	已达产
2004 年 8 月 24 日	杜尔伯特年产 15000 吨中高档婴儿配方奶粉生产线项目扩建	已达产
2003 年 6 月 3 日	齐齐哈尔梅里斯日产 90 吨利乐砖 UHT 奶项目	已达产
2003 年 6 月 3 日	收购西安赛高国际食品公司 65%股权扩建日产 180 吨无菌砖项目	已达产
2003 年 6 月 3 日	赤峰日产 120 吨 UHT 奶项目	已达产
2003 年 6 月 3 日	林甸日产 270 吨 UHT 奶项目	已达产

资料来源：公司公告、中投证券研究所

附录 中投证券食品饮料团队近 6 个月来发布的报告

伊利股份-定向增发项目将加速产能投放进程，支持未来三年高速增长	2010/5/18
青岛啤酒-品牌加速升级，销售持续扩张	2010/5/11
洽洽食品-调研简报：收入有望突破 30 亿，利润弹性来自原材料价格下降	2011/5/02
光明乳业-一季报点评：海外收购贡献收入增长主要来源	2011/4/30
伊利股份-年报、一季报点评：收入保持高速增长，盈利能力逐步回升	2011/4/30
双汇发展-年报、一季报点评：一季度收入增速大幅降低，销量逐步恢复	2011/4/28
水井坊-调整影响短期业绩，期待并购提升价值——2010 年年报点评	2011/4/28
贵州茅台-如期而至的高增长书写十二五开局新篇章——2011 年 1 季报点评	2011/4/23
酒鬼酒-增长仍有余力，增发尚需时日——2011 年 1 季报点评	2011/4/22
双汇发展-股价逼近要约收购价格，估值偏离基本面	2011/4/21
双汇发展-瘦肉精事件创造绝佳的中长期买入机会	2011/4/19
皇氏乳业-调研简报：与分众传媒合作，五一开始水牛奶在上海大规模铺货	2011/4/14
洽洽食品-一季报点评：收入快速增长，成本趋稳促盈利能力回升	2011/4/14
白酒-整体波澜不惊，个体静待催化剂	2011/4/11
食品饮料-短期禁止涨价不改白酒年内确定性增长——发改委评价酒类企业涨价行为点评	2011/4/07
蒙牛乳业-蒙牛乳业业绩公告点评：长期受惠于行业整合的龙头企业	2011/4/04
光明乳业-区外市场销售提速，差异化战略见成效	2011/4/01
贵州茅台-放量、提高出厂价平抑终端价过快增速是公司最佳的战略措施	2011/3/29
泸州老窖-2011 年将重返业绩增长的快车道——2010 年业绩年报点评	2011/3/27
洽洽食品-糖酒会休闲食品行业调研简报—薯片行业空间巨大	2011/3/25
金字火腿-巴玛火腿在糖酒会上面向全国招商	2011/3/25
水井坊-2011 年仍是调整转型年	2011/3/24
贵州茅台-期待“十二五”的开局之年——2010 年年报点评	2011/3/21
洽洽食品-稳居炒货龙头 打造休闲食品新贵	2011/3/14
伊利股份-加大重点消费市场产能布局 建设华南地区运营中心	2011/3/14
贵州茅台-量价齐升助力茅台市值看至 3000 亿元	2011/3/10
金字火腿-旧时王谢堂前燕，飞入寻常百姓家	2011/3/04
皇氏乳业-2010 年业绩快报点评：产能释放效应将在 2011 年逐步显现	2011/2/27
乳制品行业-新政点评：许可证重审和降低进口奶粉关税加速乳制品行业整合	2011/2/26
泸州老窖-业绩超预期，重返快车道——2010 年业绩快报点评	2011/2/22
食品饮料-白酒板块股价异动点评——成长确定性强，估值吸引力大	2011/2/21
水井坊-扩产能，五年再造 4 个水井坊	2011/2/16
双汇发展-以史为鉴，双汇十二五末股价超 300 元，市值超 4000 亿	2011/2/16
酒鬼酒-增发方案获批将成股价催化剂	2011/2/14
水井坊-股价凸显套利空间，经营拐点仍需等候	2011/2/10
酒鬼酒-业绩大幅增长，期待省内发力——2010 年年报点评	2011/1/28
伊利股份-加码宁夏吴忠液态奶项目，产能布局进一步优化	2011/1/20
泸州老窖-整固已近尾声，再次腾飞在即	2011/01/19
伊利股份-品牌升级推动公司向世界一流健康食品集团迈进	2010/12/21
白酒行业-以五因素分析模型为工具，前瞻把握地产酒投资机会	2010/12/20
白酒-中国白酒行业的发展趋势和预测——2011 年度策略会柴俊发言纪要	2010/12/20
乳制品行业-从奶源、产品、渠道全产业链精选优势企业	2010/12/20

皇氏乳业-高端差异化产品水牛奶即将迈开全国化战略步伐	2010/12/20
光明乳业-国内首款常温酸奶在全国上市，引领公司进入突变期	2010/12/03
蒙牛乳业-高端产品奶源供给瓶颈突破在即	2010/11/29
伊利股份-深耕产业链，扩大自有奶源，加大产能布局，渠道继续下沉	2010/11/29
古井贡酒-扩产能、布网点，加速回归一线名酒	2010/11/29
光明乳业-期待常温奶在华东地区的蚕食式扩张	2010/11/10
皇氏乳业-水牛奶，三年即将甲天下	2010/10/29

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	7558	10141	12720	16084	营业收入	29665	37010	45297	55064
现金	3342	5424	6972	9126	营业成本	20686	25293	30809	37277
应收账款	257	370	453	551	营业税金及附加	88	111	136	165
其它应收款	113	148	181	220	营业费用	6807	8697	10645	12940
预付账款	1240	911	1109	1342	管理费用	1521	1851	2265	2753
存货	2584	3288	4005	4846	财务费用	-21	-4	-31	-59
其他	23	0	0	0	资产减值损失	-10	0	0	0
非流动资产	7805	8388	9166	9948	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	606	600	600	600	投资净收益	12	200	0	0
固定资产	5591	6186	6808	7409	营业利润	606	1261	1474	1988
无形资产	461	491	521	551	营业外收入	302	300	300	300
其他	1147	1111	1237	1388	营业外支出	54	50	50	50
资产总计	15362	18529	21886	26033	利润总额	854	1511	1724	2238
流动负债	10198	11978	13869	16114	所得税	58	227	259	336
短期借款	2698	2648	2648	2648	净利润	796	1285	1465	1902
应付账款	3704	5059	6162	7455	少数股东损益	19	30	34	45
其他	3796	4271	5059	6010	归属母公司净利润	777	1255	1431	1857
非流动负债	652	537	537	537	EBITDA	1195	1864	2169	2788
长期借款	60	60	60	60	EPS (元)	0.97	1.23	1.41	1.83
其他	592	477	477	477	主要财务比率				
负债合计	10850	12514	14406	16650	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	294	324	358	403	成长能力				
股本	799	1017	1017	1017	营业收入	22.0%	24.8%	22.4%	21.6%
资本公积	2654	2654	2654	2654	营业利润	-9.0%	108.3%	16.8%	34.9%
留存收益	766	2020	3451	5308	归属于母公司净利润	20.0%	61.4%	14.0%	29.8%
归属母公司股东权益	4219	5691	7122	8979	获利能力				
负债和股东权益	15362	18529	21886	26033	毛利率	30.3%	31.7%	32.0%	32.3%
现金流量表					净利率	2.6%	3.4%	3.2%	3.4%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	18.4%	22.0%	20.1%	20.7%
经营活动现金流	1475	2960	3037	3742	ROIC	15.2%	36.9%	43.6%	64.2%
净利润	796	1285	1465	1902	偿债能力				
折旧摊销	610	606	726	859	资产负债率	70.6%	67.5%	65.8%	64.0%
财务费用	-21	-4	-31	-59	净负债比率	25.86	22.04%	19.14	16.56%
投资损失	-12	-200	0	0	流动比率	0.74	0.85	0.92	1.00
营运资金变动	60	1332	863	1037	速动比率	0.49	0.57	0.63	0.70
其它	42	-59	13	2	营运能力				
投资活动现金流	-2181	-1052	-1520	-1647	总资产周转率	2.08	2.18	2.24	2.30
资本支出	1987	1215	1477	1604	应收账款周转率	119	118	110	110
长期投资	-226	-7	0	0	应付账款周转率	5.82	5.77	5.49	5.47
其他	-420	157	-43	-43	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-87	174	31	59	每股收益(最新摊薄)	0.76	1.23	1.41	1.83
短期借款	13	-50	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.45	2.91	2.98	3.68
长期借款	-50	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.15	5.59	7.00	8.83
普通股增加	0	218	0	0	估值比率				
资本公积增加	-2	0	0	0	P/E	49.41	30.61	26.84	20.68
其他	-48	5	31	59	P/B	9.10	6.75	5.39	4.28
现金净增加额	-793	2082	1548	2154	EV/EBITDA	25	16	14	11

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张 镭: 中投证券研究所首席行业分析师。

蒋 鑫: 中投证券研究所食品行业分析师, 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士。

柯海东: 中投证券研究所酒类行业分析师, 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学工业设计工学学士, 武汉大学营销管理双学士。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434