



食品饮料/必需消费

伊利股份 (600887)

再融资额有望下调，净利率进入提升期

——伊利股份调研简报

	胡春霞	林园远
	021-38676186	021-38676654
	huchunxia@gtjas.com	linyuan@gtjas.com
编号	S0880511010015	S0880511010018

本报告导读：

伊利股份定向增发方案虽为落定，但预计融资额将可能下调至 40-50 亿。好于市场预期。

上调 2011-2012 年净利率至 3.5%、4%，假设按照 50 亿融资额，32.67 元发行，则预计 11、12 年 EPS 分别为 1.49、1.8 元，调高一年目标价格至 45 元，继续“增持”评级。

事件：

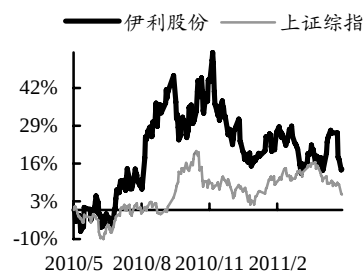
- 2011 年 5 月 25 日，我们参加了伊利股东会，并在会后和公司领导，就公司融资项目，以及未来发展前进做了沟通。

评级：**增持**上次评级：**增持**目标价格：**45.00**上次预测：**42.00**当前价格：**33.99****2011.05.27**

交易数据

52 周内股价区间 (元)	26.76-46.10
总市值 (百万元)	27,169
总股本/流通 A 股 (百万股)	799/794
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	99%
日均成交量 (百万股)	7
日均成交值 (百万元)	253

52 周内股价走势图



相关报告

《定向增发短期摊薄业绩,期待利润释放》	2011.05.19
《收入保持稳定增长 成本上升吞噬利润》	2010.10.29
《液体乳引领收入增长 盈利弹性有所体现》	2010.08.29
《拐点前的投资机会》	2010.08.25
《压力是暂时的 关注公司长期发展》	2010.05.26

评论：

- 我们的观点：融资方案将好于预案；看好公司盈利能力提升，继续“增持”评级。

1、最终融资方案将好于预案

公司 70 亿的融资预案之前引起了市场反感，虽融资方案没有最终敲定，但公司表示方案将以投资者利益为重，因此融资额将可能下调。考虑到《公司 2011 年度经营方针与投资计划》中所列的融资额为 50 亿，且有 12 亿已经投入，因此我们预计此次融资额可能在 40-50 亿之间，融资 50 亿的概率较大。

2、定向增发，有利于公司扩大产能，缓解资金压力，进入再增长

募集资金将用于产能扩张、奶源基地建设、补充流动资金，这有利于公司缓解资本压力，扩大产能，提升竞

争力。解决产能瓶颈后，公司将进入第二轮再增长。

3、业绩预测及投资建议：

考虑到公司产品的瘦身提价、原奶价格的见顶、公司双提工作的开展，我们上调了 2011-2012 年净利率至 3.5%、4%。目前是机构与公司博弈的最佳阶段，假设按照 50 亿融资额，32.67 元发行，则预计 11、12 年 EPS 分别为 1.49、1.8 元，调高一年目标价格至 45 元，继续“增持”评级。

表 1：2011-2012 年业绩预测

百万	2011	2012
收入	36000	43200
净利率	3.5%	4%
净利润	1260	1728
现有股本	799.32	799.32
EPS（不摊薄）	1.8	2.4
增发后 EPS		
EPS1：如融资 50 亿	1.49	1.81
EPS 2：如融资 40 亿	1.54	1.87
EPS1'（增发 50 亿，并 10 送 10 后）	0.75	0.91
EPS2'（增发 40 亿，并 10 送 10 后）	0.77	0.94

数据来源：国泰君安证券研究

表 2：2012 年业绩敏感性分析

净利率假设	3.50%	3.60%	3.70%	3.80%	3.90%	4.00%	4.10%	4.20%	4.30%
融资 50 亿	1.59	1.63	1.68	1.72	1.77	1.81	1.86	1.91	1.95
融资 40 亿	1.64	1.69	1.73	1.78	1.83	1.87	1.92	1.97	2.02
融资 50 亿 10 送 10	0.79	0.82	0.84	0.86	0.88	0.91	0.93	0.95	0.98
融资 40 亿 10 送 10	0.82	0.84	0.87	0.89	0.91	0.94	0.96	0.98	1.01

数据来源：国泰君安证券研究

● 主要沟通如下：

1、为何要增发融资：产能紧张，负债率高

1) 市场有需求

2) 公司产能紧张：酸奶、液态奶产能是竞争者的 1/2，冰激凌产能是竞争者的 1/3。另公司原有不少小乳企代工，但随着国家政策的趋紧，这些代工者将逐渐减少。因此，公司需要扩张产能，为未来发展做准备。

3) 负债率较高，资金紧张：公司目前的负债率为 70%，不再享有贷款国家贴息优惠（国家贴息优惠，是贷款利息的一半），这也是公司此次希望借助增发融资的原因。

2、定向增发方案：融资终案将好于预期

非公开发行预案，规定最高融资额为 70 亿，最低发行价为 32.67 元。这一方案将摊薄公司 21% 的 EPS，引起市场对此反感。

此次公司表示将以投资者利益为重，因此预计双方博弈的结果是，最终融资额将会下调。考虑到《公司 2011 年度经营方针与投资计划》中所列的融资额为 50 亿，且有 12 亿已经投入，因此我们预计此次融资额可能在 40-50 亿之间，融资 50 亿的概率较大。

3、如何应对成本压力，提升盈利能力：部分产品提价以及双提工作的初显成效

- 冷饮：通过产品合理瘦身，以及单品调价
- 液态奶：大众消费品不调，特仑苏等高端产品会有提价
- 奶粉：高端奶粉如金顶冠有提价。
- 公司双提政策的实施：去年开始，公司开展了提高费用效率及盈利能力的工作，目前已经初显成效

4、原奶价格预期

未来原奶价格还将高位，但今年看原奶价格已近顶部，4月已回落至3.5元/公斤，因此预计毛利率将稳定。

5、未来盈利能力趋势

前几年，伊利一直在追赶蒙牛，在费用率、品牌建设上投入很多，未来公司的盈利能力将有提升。

6、公司战略：2011年公司品牌全面升级

公司战略：力争乳业第一，走向世界。

05年至今，公司在品牌建设的投入较大，有的已经有了显著成效。

2011年，公司的工作重心是将品牌的全面升级。未来几年，公司已经定好的主题有2012年的伦敦奥运会，以及迪斯尼。

作者简介:**胡春霞:**

执业资格证书编号: S0880511010015

电话: 021-38676186

邮箱: huchunxia@gtjas.com

武汉大学金融学硕士, 国泰君安证券食品饮料行业研究员, 从业六年。2007 年进入国泰君安, 2008 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名, 2010 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名。

林园远:

执业资格证书编号: S0880511010018

电话: 021-38676654

邮箱: linyuanyuan@gtjas.com

上海财经大学会计学硕士, 国泰君安证券食品饮料行业研究员。2007 年进入国泰君安证券, 2009 年获新财富交运业第四名, 2011 年加盟食品饮料行业。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		