

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: 33.99 元

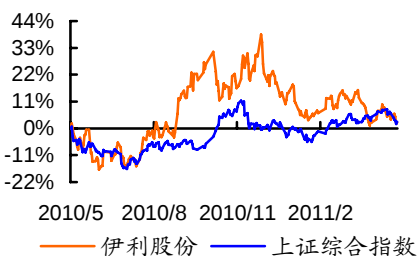
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2741.74
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-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》2011-5-18

《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

600887

强烈推荐

成本趋稳、提价效果显现、费用控制促进净利润大幅提升

5 月 25 日我们参加了公司的股东大会, 目前增发的具体方案还在商讨过程中, 我们认为增发对近两年 EPS 的影响不可避免, 但增发项目的实施能够支撑公司更长期的高速发展, 到明年之后就能够完全弥补摊薄的影响。2011 年获得 3.5% 的净利率有保障, 即使按增发 2.16 亿股来算, 今年每股收益也有 1.25, 依然便宜, 建议买入。

- **融资需求已经很紧迫。**首先, 现在贷款和拿地都越来越难, 企业很难贷到款, 土地也是越往后越难拿; 其次, 伊利的产能只有蒙牛的一半, 产能不足是伊利相对蒙牛最大的短板, 扩产是赶超竞争对手的必然途径; 此外, 行业整合在加速, 想要抓住这次机遇, 占领清理掉的 45% 的企业空出的市场就需要建立新的生产基地。
- **增发方案最后募集的资金应该在 50-70 亿之间。**这次的项目中已经有 5 个生产基地通过银行贷款 12 亿开始投入建设, 剩下的项目也已经开始着手项目用地、立项、环评批文件的获得, 也将相继投入建设, 可能需要 100 亿左右, 如果募集资金不够, 通过贷款方式也会增加财务费用。大股东会同比例增持。
- **此次增发项目对奶源的建设力度较大, 全产业链的模式有助于控制上游并降低运输成本。**公司目前自建牧场原奶占比不足产能的 10%, 由于中国规模养殖较少, 在没有良好养殖习惯的地区, 公司必须建设示范基地, 给农户以引导, 一方面可以加大弱势市场的掌控力度, 另一方面也能减少运输成本。牧场规模应该在 1000-5000 头最适宜。
- **目前公司可控奶源已经达到 100%, 在全国控制了 200 万头奶牛, 未来规模化牧场发展会加快, 确保公司上游供应充足。**按照其中 60% 在泌乳期, 每头每年产 5 吨计算, 公司掌控了将近 600 万吨的原奶供给量。因此增发的项目奶源供给没有太大问题。政府已经开始大力支持奶牛养殖规模化, 发改委计划用 5 亿对于各个养殖牧场补贴, 未来几年规模化牧场会发展很快, 为公司发展创造良好的上游环境。养殖的规模化有助于稳定上游的价格, 因为在历史上中国奶农的日子一直不好过, 他们提高存栏的积极性不高, 建立规模化的牧场能够稳定供给。
- **目前公司实际的原奶加工量是 300 多万吨每年, 增发项目将使产能提升 40% 以上。**公司平均每天 9 千吨的收奶量, 供给充足时能超过 1 万吨。今年二季度原奶开始能够满足需求, 根据历史情况, 到每年 9 月开始供给又下降, 公司通过喷粉来调节原奶的供给, 多余的喷粉保存起来做酸奶和冰淇淋。
- **公司的五年规划是 5 年实现 700 至 800 亿收入, 未来定位于健康食品集团。**2011 年的目标是实现 UHT 奶 200 多亿, 奶粉 60 亿, 酸奶 20 多亿。一季度增长较快, 与春节时间有关, 10 年一季度原奶稀缺, 基数低, 今年收入增长应该在 20%-30%。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	29665	36765	44126	53044
同比(%)	22%	24%	20%	20%
归属母公司净利润(百万元)	777	1271	1667	2174
同比(%)	20%	64%	31%	30%
毛利率(%)	30.3%	31.8%	32.2%	32.7%
ROE(%)	18.4%	22.3%	22.6%	22.8%
每股收益(元)	0.76	1.25	1.64	2.14
P/E	44.49	27.20	20.74	15.91
P/B	8.20	6.06	4.69	3.62
EV/EBITDA	22	14	11	8

资料来源: 中投证券研究所

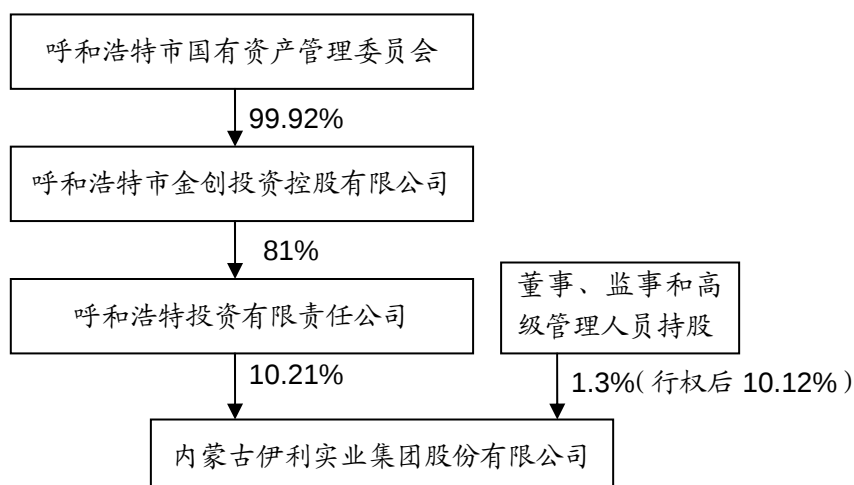
- **成本开始回落以及去年频繁提价的效果将在今年显现，今年净利率有望达到 3.5%。**去年原奶上涨了 30%，原奶占液态奶成本的 50%-60%，占奶粉成本的 40%左右，今年原奶价格从 4 月份已经开始回落，从年初的 3.8 元/公斤降至现在的 3.5 元/公斤，如果今年全年原奶价格能够维持在这个水平，全年的原奶平均收购价同比增幅在 10%左右。加之去年公司对冰淇淋和高端液态奶和奶粉等一些高毛利产品进行了 4 次提价，每次在 5%-10%，还通过对产品进行瘦身以及推出高毛利的新产品等方式间接提价，今年盈利能力会有显著提升。
- **从 4 月份数据来看，提价并没有影响销量，利润率也已经开始回升。**今年公司将继续提高产品结构，目前正在开发一种新的奶粉，在金领冠品类下面，但是售价更高，未来高端化是必然趋势。
- **前期广告投入很大，通常效果可能要 3-5 年才能显现，公司已经开始进入收获期，销售费用以后会逐步下降，竞争会逐渐理性。**过去公司的广告投入一直比蒙牛多，但是近几年反映到收入的增长上也更快，液态奶的差距已经从 2008 年的 70 多亿缩小到 2010 年的 20 多亿。销售费用之所以一直没有大幅下降主要是因为公司所处的阶段仍在抢市场。未来随着竞争趋于理性，促销等活动逐步减少，费用率会降低。
- **股权激励公司暂时没有想法，觉得操作难度太大，不论资金还是期权的模式都不好解决。**公司的想法是能做就做，做不了就不做了。我们认为对于无法预测的事，不如关注公司的基本面。
- **除投资收益以外，假设增发 2.16 亿股，募集 70 亿元，总股本将由 7.99 亿增加至 10.16 亿，对应 EPS 分别为 1.25，1.64 和 2.14，对应的 PE 为 27/21/16 倍，我们认为，成本的下降以及提价效果的逐步显现将为业绩带来很大弹性，增发项目将维持公司未来几年的高速增长，我们维持“强烈推荐”的评级。**
- **投资风险：原奶价格涨幅超预期**

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

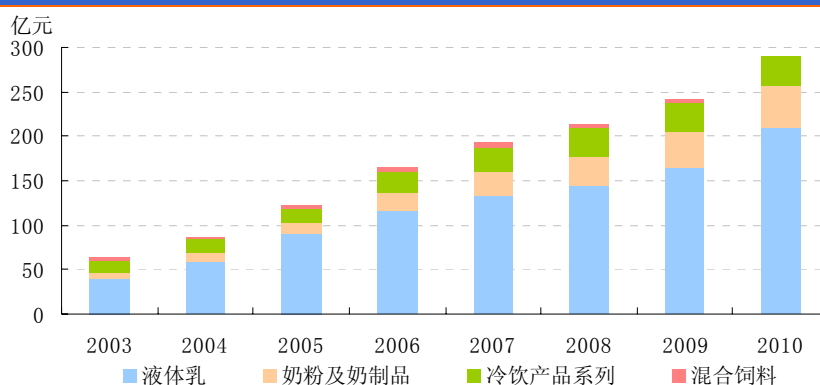
资料来源：公司公告、中投证券研究所

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



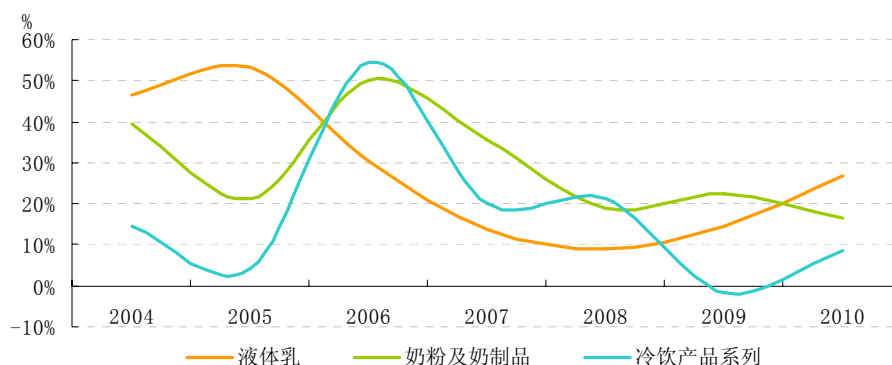
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 生产基地分布



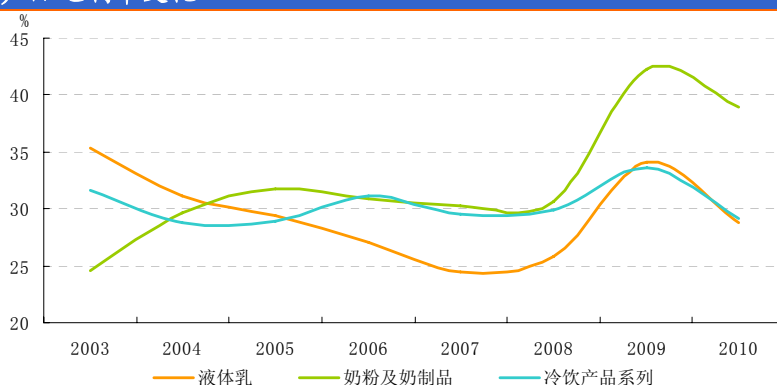
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 4 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 5 产品毛利率变化



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；注：图中为理论产能，及全年每天 24 小时运转的产能，实际加工能力目前是 300 多万吨。

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-成本趋稳、提价效果显现、费用控制促进净利润大幅提升	2011/5/25
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	2011/5/18
青岛啤酒-品牌加速升级，销售持续扩张	2011/5/11
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	10097	12710	16177	营业收入	29665	36765	44126	53044
现金	3342	5420	7128	9505	营业成本	20686	25073	29902	35717
应收账款	257	368	441	530	营业税金及附加	88	110	132	159
其它应收款	113	147	177	212	营业费用	6807	8456	10149	12200
预付账款	1240	903	1076	1286	管理费用	1521	1838	2206	2652
存货	2584	3259	3887	4643	财务费用	-21	-4	-33	-63
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	0	0	0
固定资产	5591	6186	6808	7409	营业利润	606	1292	1769	2379
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	60	60	60
资产总计	15362	18485	21876	26125	利润总额	854	1532	2009	2619
流动负债	10198	11917	13600	15623	所得税	58	230	301	393
短期借款	2698	2648	2648	2648	净利润	796	1302	1707	2226
应付账款	3704	5015	5980	7143	少数股东损益	19	31	40	52
其他	3796	4254	4971	5832	归属母公司净利润	777	1271	1667	2174
非流动负债	652	537	537	537	EBITDA	1195	1894	2463	3175
长期借款	60	60	60	60	EPS (元)	0.97	1.25	1.64	2.14
其他	592	477	477	477					
负债合计	10850	12453	14136	16160	主要财务比率				
少数股东权益	294	324	364	417	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	799	1017	1017	1017	成长能力				
资本公积	2654	2654	2654	2654	营业收入	22.0%	23.9%	20.0%	20.2%
留存收益	766	2037	3704	5878	营业利润	-9.0%	113.2%	36.9%	34.5%
归属母公司股东权益	4219	5708	7375	9548	归属于母公司净利润	20.0%	63.6%	31.1%	30.4%
负债和股东权益	15362	18485	21876	26125	获利能力				
					毛利率	30.3%	31.8%	32.2%	32.7%
					净利率	2.6%	3.5%	3.8%	4.1%
					ROE	18.4%	22.3%	22.6%	22.8%
					ROIC	15.2%	37.6%	50.6%	71.4%
					偿债能力				
					资产负债率	70.6%	67.4%	64.6%	61.9%
					净负债比率	25.86	22.14%	19.51	17.07%
					流动比率	0.74	0.85	0.93	1.04
					速动比率	0.49	0.57	0.65	0.74
					营运能力				
					总资产周转率	2.08	2.17	2.19	2.21
					应收账款周转率	119	118	109	109
					应付账款周转率	5.82	5.75	5.44	5.44
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.76	1.25	1.64	2.14
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.45	3.10	3.14	3.89
					每股净资产(最新摊薄)	4.15	5.61	7.25	9.39
					估值比率				
					P/E	44.49	27.20	20.74	15.91
					P/B	8.20	6.06	4.69	3.62
					EV/EBITDA	22	14	11	8

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

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434