公司研究

证券研究报告

公司事件点评报告

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

伊利股份（600887）：收购圣牧37%股权，开创双赢局面

分析师：

黄婧

执业证书编号：S1380113110004

联系电话：010-51789148

邮箱：huangjing@gkzq.com.cn

公司评级

当前价格：17.81

合理价格：25

上次评级：推荐

本次评级：推荐

公司基本数据

总股本（百万股）：6065

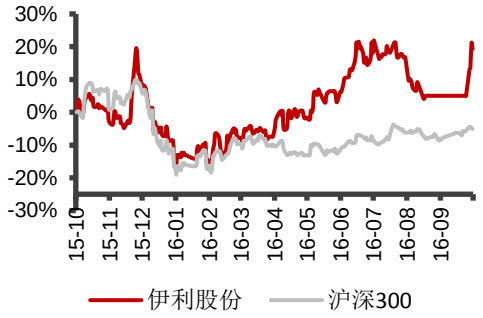
流通股本（百万股）：6033

流通A股市值（亿元）：1075

每股净资产（元）：3.36

资产负债率（%）：40.63

伊利股份近一年股价走势



相关报告

2016年10月28日

内容提要：

- 伊利拟收购中国圣牧有机奶业有限公司共计235,112万股中国圣牧股权。收购完成后，境外全资子公司金港控股将持有中国圣牧37.00%的股权，成为其第一大股东。
- **国内有机奶市场潜力巨大**。中国作为全球第三大有机奶市场，随着消费的进一步升级，我们预计2013年至2018年有机奶复合增长率将突破50%，市场容量和增长空间巨大。
- **扩充有机牧场，强化上游奶源供应**。作为中国最大的有机奶品公司，中国圣牧拥有国内最大的有机奶牛牧群数量。通过此次收购，伊利股份将显著扩充自有有机牧场规模。
- **圣牧团队运营良好，理念先进**。公司“沙漠全程有机产业体系”奠定了其在中国有机奶品行业的核心竞争力，下游业绩快速放量减轻了上游市场疲弱的状况。上游业务中，公司亦拥有国际领先的养殖技术。
- 此次伊利股份收购中国圣牧将开创双赢局面。对于中国圣牧，收购有利于盈利和现金流的增长，增强下游的渗透。对于伊利，收购将强化公司在高端有机乳制品的龙头地位，金典与圣牧将占有超过70%的有机乳制品市场。
- 风险提示：
  食品安全问题；
  整合效果不达预期；
  有机乳制品销量增长低于预期。

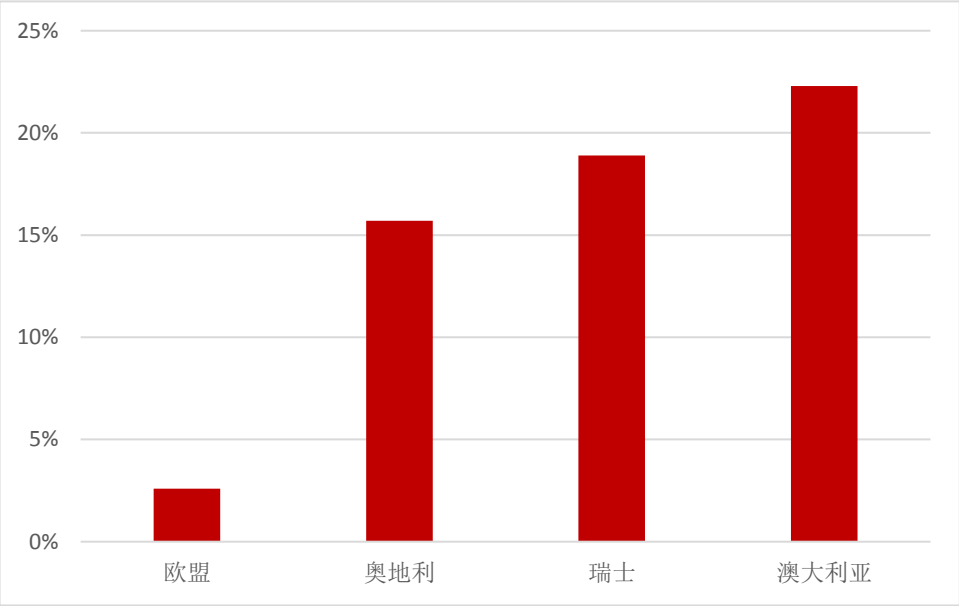
报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

近日，伊利股份召开第八届董事会临时会议并审议通过了《关于公司符合非公开发行A股股票条件的议案》。本次发行采取向特定投资者非公开发行方式，非公开发行股票的对象为呼和浩特市城市资产经营投资有限公司、内蒙古交通投资有限责任公司、青岛金石灏汭投资有限公司、平安资产管理有限责任公司、西藏金梅花投资有限公司，合计5名特定投资者。募集资金总额（含发行费用）不超过 899,999.9989万元，其中460,640.64万元拟用于通过境外全资子公司香港金港商贸控股有限公司收购中国圣牧有机奶业有限公司共计2,351,128,000股中国圣牧股权，占中国圣牧全部已发行股份的37.00%。金港控股已与上述股东签署了《股份买卖协议》，根据协议，金港控股以每股2.25HK$的价格，总计5,290,038,000HK$的价款，收购中国圣牧的上述股权。收购完成后，金港控股将成为中国圣牧第一大股东。我们认为，中国圣牧侧重于国内有机乳制品市场，发展前景乐观，此次收购对于中国圣牧与伊利股份来说是双赢局面。

1、国内有机奶市场潜力巨大

在国内，有机奶是新兴的乳制品高端品类，在2013年前一直发展较为缓慢，一是由于“三聚氰胺”事件重创中国乳制品行业，二是有机乳制品定位于高端市场，比普通牛奶贵2-4倍的价格不能被消费者接受。但最近两年，随着消费升级以及中国乳制品企业形象提升，有机奶发展明显提速，大型乳制品企业纷纷聚焦有机奶领域，高端产品的高毛利率以及大众认可度提升带来的销量增长使有机奶品成为企业的增长亮点。目前整个国内有机奶市场容量可达到100多亿，但市场占比不足2%。据美国著名咨询机构Transparency Market Research统计，全球有机奶市场预计2017年产值将达151.151亿美元，复合年均增长率达9.1%。中国作为全球第三大有机奶市场，随着消费的进一步升级，我们预计2013年至2018年有机奶复合增长率将突破50%，市场容量和增长空间巨大。

图 1：各国有机奶市场占有率



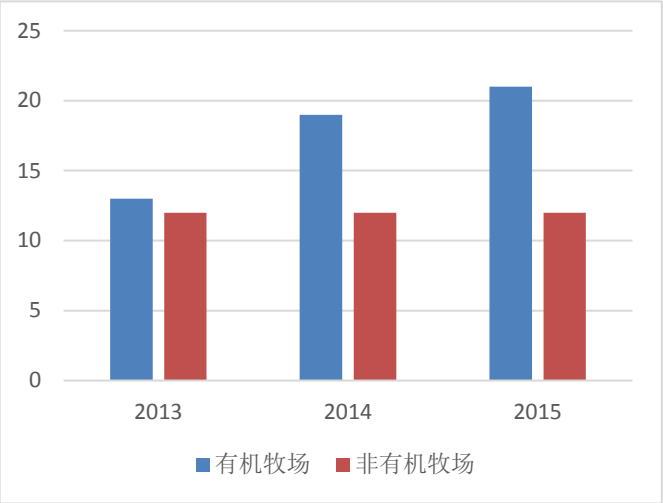
资料来源：WIND，国开证券研究部

2、扩充有机牧场，强化上游奶源供应

作为中国最大的有机奶品公司，国内圣牧拥有中国最大的有机奶牛牧群数量。截至2016 年上半年，圣牧共计运营21 个有机牧场和12 个非有机牧场。奶牛存栏量为122,046头，其中有机奶牛存栏量为83,816头，占总牛头数的比重为68.7%。2016 年上半年，圣牧共计生产有机原奶202,126吨，高端非有机原奶90,588 吨，增长率分别为15%和6%。有机原奶增速明显高于非有机原奶是由于公司持续增加有机奶源，提高非有机奶牛的淘汰率，更加专注高端市场。2016 年上半年，公司内部原奶自用率升至67%。

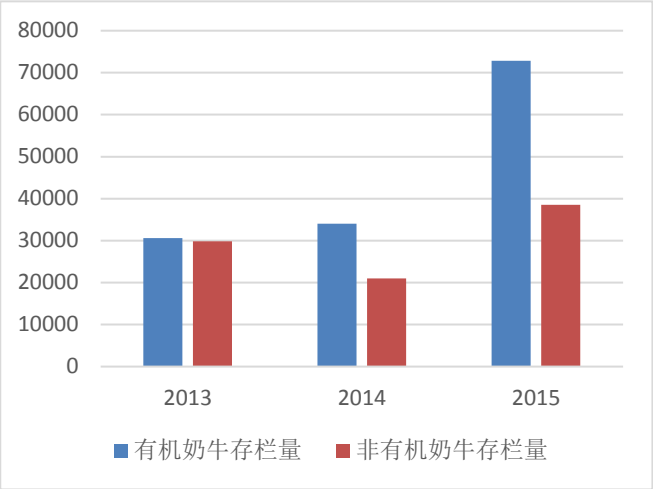
虽然中国原奶价格逐步与国际接轨，成本有所下降，但国际原奶价格波动频繁，需要乳制品企业具有较高的成本控制能力，增加自有上游奶源有助于企业平稳度过市场低迷期。通过此次收购，伊利股份将显著扩充自有有机牧场规模，明显提升稳定奶源价格、控制成本的能力。同时，通过针对性增加高端优质奶源提升毛利率，伊利将进一步稳定且提升盈利能力。

图 2：中国圣牧牧场数量



资料来源：公司年报，国开证券研究部

图 3：中国圣牧奶牛存栏量



资料来源：公司年报，国开证券研究部

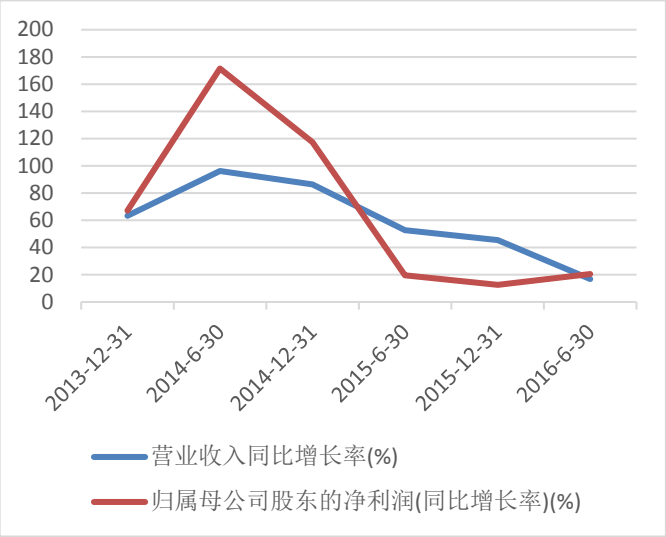
3、圣牧团队运营良好，理念先进

目前，世界原奶价格已经接近近10年底部，原奶供应收缩，预计2016年全球供给端增速将不足1%。同时，目前国内乳制品消费受到消费增速下行压力影响，整体较为低迷，行业整体处于寒冬期，大量企业亏损。作为在整体业务占比较大的原生态牧业，原奶价格的下滑对中国圣牧的影响较大，营业收入同比增长率自2014年上半年的近100%一路下滑至2016年上半年的不足20%，净利润从170%以上降至20%，但成长能力仍然处于行业领先水平。

公司“沙漠全程有机产业体系”奠定了其在中国有机奶品行业的核心竞争力，2015年开始，全程产业链下游液态奶产品业务发力，实现了重大突破性发展，下游业绩快速放量减轻了上游市场疲弱的情况。2016 年上半年，公司销售收入同比增速为16.85%，其中下游销售收入增速为56.9%。上游奶牛养殖和原料奶销售业务及下游产品销售收入分别占总收入的34.5%和65.5%。2016 年上半年公司有机原奶和液态奶的销售占比为82.3%，较2015年高出8.3个百分点。有机乳制品的占比提升带动毛利率的提高，综合毛利率较2015 年上半年的46.1%同比上升1.7 个百分点至2016 年上半年的47.8%，盈利能力进一步提升。

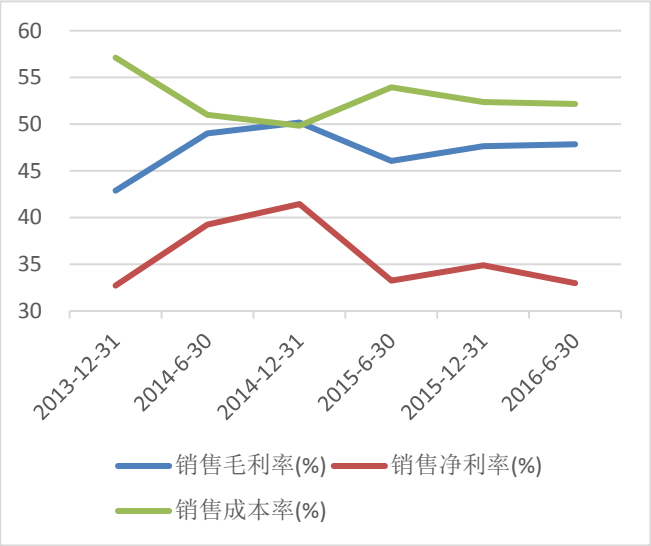
中国圣牧的运营状态良好，虽然近3年增速持续下降，但在恶劣的行业环境中已算是成绩优异，收购完成后，预计圣牧的现金流将得到改善，有望对运营形成良性循环。

图 2：中国圣牧牧场数量



资料来源：公司年报，国开证券研究部

图 3：中国圣牧奶牛存栏量



资料来源：公司年报，国开证券研究部

上游业务中，公司亦拥有国际领先的养殖技术。作为中国唯一符合欧盟有机标准的垂直整合有机奶品公司，中国圣牧是中国唯一一家提供100%由自有认证有机牧场的原料奶加工为品牌有机乳制品的公司。公司引进国际最先进的养殖模式，以科技为先导，应用良种胚胎移植技术对牛群进行生物种普的改造，五年内在两个核心发展区域内完成3万头普通低产奶牛的升级换代工程，换代后奶牛的年产量达到8.5吨每头每年的水平，比普通牛的产能提高70%左右。伊利将通过收购间接获取技术资源及欧盟认证有机乳制品资质。

我们认为，此次伊利股份收购中国圣牧将开创双赢局面。对于中国圣牧，收购有利于盈利和现金流的增长，增强对下游的渗透。对于伊利，收购将强化公司在高端有机乳制品的龙头地位，金典与圣牧将占有超过70%的有机乳制品市场，占据市场绝对主导地位。圣牧团队管理能力优秀，理念先进，产品口碑及形象良好，嫁接于伊利优秀的市场营销和渠道上，圣牧销量有望进一步爆发，成为伊利的又一个明星品牌。

表 1：上周乳制品个股涨跌幅对比

证券代码	证券简称	周收盘价元	周涨跌幅 %	市盈率 PE(TTM)	市净率 PB(LF)	市销率 PS(TTM)
600429.SH	三元股份	8.1800	0.4914	58.6044	2.1414	2.6401
002770.SZ	科迪奶业	12.0000	1.6088	68.1714	5.5986	8.2475
002570.SZ	贝因美	11.9200	1.1885	-1,600.1185	3.5373	2.9594
600597.SH	光明奶业	13.8800	-2.2535	37.9157	3.6940	0.8868
002329.SZ	皇氏集团	17.0200	2.5919	56.1618	4.9963	6.0911
600887.SH	伊利股份	16.1100	0.0000	21.4330	5.4426	1.8417
002732.SZ	燕塘奶业	29.1500	-1.1529	46.6428	5.8010	4.3303
002719.SZ	麦趣尔	60.8900	-2.0274	104.0556	5.4087	10.8568

资料来源：WIND，国开证券研究部

风险提示

食品安全问题;

整合效果不达预期;

有机乳制品销量增长低于预期。

分析师简介承诺

黄婧：行业分析师，英国格拉斯哥大学社会学、理学硕士，2013年加入国开证券研究部，负责食品饮料行业研究工作。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询和注册分析师资格，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。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，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

- **行业投资评级**

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%～10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

- **短期股票投资评级**

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%～20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%～10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

- **长期股票投资评级**

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券有限责任公司（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客户。

本报告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。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。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层