

## 融资申请已获核准，进度有望加速

伊利股份 (600887.SH)

**推荐** 维持评级

核心观点：

### 1. 事件

伊利股份公告 12 月 12 日收到中国证券监督管理委员会《关于核准内蒙古伊利实业集团股份有限公司非公开发行股票批复》，核准公司非公开发行不超过 29,500 万股新股，此批复 6 个月内有效。

### 2. 我们的分析与判断

#### (一) 本次非公开发行主要信息

本次非公开发行定价基准日为 8 月 23 日。

**发行数量及金额：**不超过 2.95 亿股（原为 3.1 亿股），募资金额不超过 50 亿元（扣除发行费用后）。其中，呼市投资公司将现金认购 10% 股份。**发行价格：**不低于 17.31 元/股（原为 16.34 元/股）。

增发项目为对公司产品线全国布局的产业链扩充和区域布局，部分已在建设中。

#### (二) 公司有望很快在各项业务均达到行业第一

行业格局有望继续向寡头集中，提升龙头企业经营增长预期。对比海内外食品饮料行业现状来看，我们认为，未来国内乳制品行业有望继续向寡头集中，当 CR4 超过 50% 时，可以期待由双寡头向单一寡头势力的转变，行业龙头未来有望形成市场占有率接近 40% 的稳固龙头地位及高壁垒水平。

公司将自身目标定位于“世界一流健康食品集团”，2011 年正式启动品牌全面升级，2012 年作为伦敦奥运会中国代表团唯一乳制品供应商，并围绕开展了一系列鲜明的主题营销。其中最具人气和影响力的当属伊利携平凡中国面孔登陆伦敦红色大巴，及前后一系列活动推出奥运口号“做自己的健康冠军”。我们认为，无论是今年的整体营销策划及事件后的诚恳处理措施，亲民形象得到贯彻和验证，伊利品牌有望继续呈现出稳步提升的态势。

公司有望很快在各项业务上均达到行业第一。2011 年公司液体乳销售收入增速达到 28%，奶粉销售收入增速在 22%。我们认为，整体经济放缓等因素可能使得 12 年收入增速有所下降，但就行业内竞争态势而言，伊利液奶超越蒙牛可期。奶粉、冰淇淋得益于品牌力，通过提价、推出新品和产销增长，将继续维持细分领域第一的地位。

### 3. 投资建议

非公开发行已获核准，我们认为融资有望近期内完成。预测 2012/13 年 EPS 1.08/1.41 元，对应 12/13 年 PE 19/14 倍，若考虑增发最大股本摊薄，12EPS 0.91 元。考虑伊利品牌价值及竞争力的不断增强，维持“推荐”评级（请参考 10 月 15 日深度报告）。

分析师

周颖

☎：(8610) 8357 1301

✉：zhouying\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511090001

董俊峰（首席）

☎：(8610) 6656 8780

✉：dongjunfeng@chinastock.com.cn

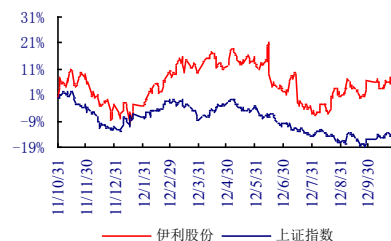
执业证书编号：S0130511010002

市场数据

时间 2012.12.12

A 股收盘价(元)	20.30
A 股一年内最高价(元)	24.55
A 股一年内最低价(元)	18.03
上证指数	2082.73
市净率	5.39
总股本(万股)	159864.55
实际流通 A 股(万股)	158734.15
限售的流通 A 股(万股)	1130.40
流通 A 股市值(亿元)	322.23

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

1. 伊利股份 (600887)：关注战略性品种投资价值 20121031
2. 伊利股份 (600887)：融资年内有望完成，龙头地位稳步提升 20121015
3. 伊利股份 (600887)：投资机会将在短期股价波动后凸显 20110821

## 附：2012 年非公开发行主要内容

本次非公开发行定价基准日为 2012 年 8 月 23 日。

**发行数量及金额：**不超过 2.95 亿股（原为 3.1 亿股），募资金额不超过 50 亿元（扣除发行费用后）。其中，呼市投资公司将现金认购 10% 股份。

**发行价格：**不低于 17.31 元/股（原为 16.34 元/股）。

公司对公司章程中分配方案进行修改，提出：采取现金、股票或者现金与股票相结合的方式分配股利。当年盈利情况下，现金分配不少于归属净利润 10%，近三年累计分配不少于年均归属净利润 30%。有条件情况下进行中期分红。董事会可以在满足上述现金分红条件下，提出股票股利分配预案。

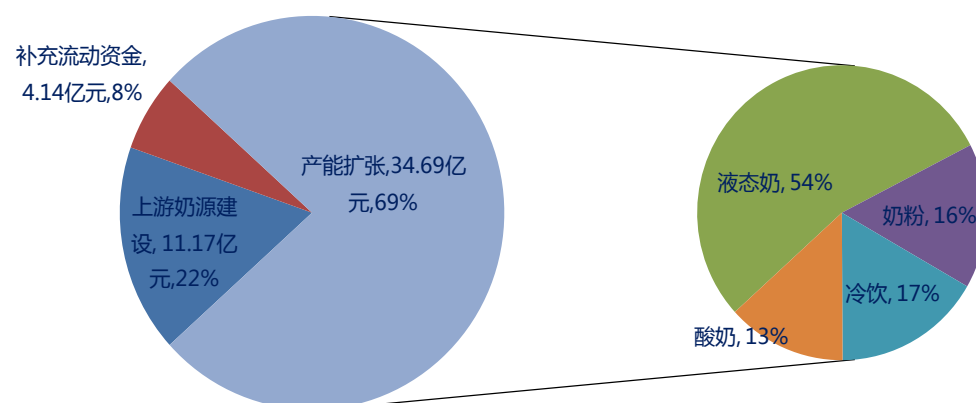
增发项目为对公司产品线全国布局的产业链扩充和区域布局，部分已在建设中。本次募资金额中，液态奶、奶粉、冷饮、酸奶、奶源项目分别投入 18.79、5.50、5.77、4.64、11.17 亿元，占比为 38、11、12、9、22%，4.14 亿元用于补充流动资金（占 8%）。其中，液态奶更易体现出销量，配合公司良好的品牌影响力和销售策略将有望直接助益市占率提升。

表 1：本次非公开发行项目一览

（亿元）	项目总投资	拟投入募集资金	占募资总额比例	项目达产后年收入
液态奶项目	22.31	18.79	37.58%	51.02
奶粉项目	5.52	5.50	11.00%	25.79
冷饮项目	8.05	5.77	11.53%	10.55
酸奶项目	4.64	4.64	9.27%	16.08
奶源项目	15.03	11.17	22.34%	9.89
补充流动资金		4.14	8.28%	
合计	55.54	50.00		113.32

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

图 1：2012 年伊利股份非公开发行股票预案产能投向拆分



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

**各业务布局重点区域，深化全国战略，有利于市占率提升。**本次液态奶、酸奶项目投资占比最大，分布华北、西北及华南（液态奶项目为在山东省潍坊市临朐县、河北省张家口市张北县、甘肃省兰州市、宁夏回族自治区吴忠市、广东省惠州市，酸奶项目为江苏省苏州市和广东省惠州市）；奶粉项目位于黑龙江杜尔伯特县（优质丰富奶源可支撑婴幼儿奶粉品质），冷饮项目分布在华东、西北和西南（浙江省金华市、陕西省西安市蓝田县及广西壮族自治区南宁市）。我们认为，其中奶粉项目投资回报率最高，但液态奶及酸奶更易体现出销量，配合公司良好的品牌影响力和销售策略将有望直接助益市占率提升。

**奶源建设有助解决优质原奶供应瓶颈，为公司长期结构优化战略提供重要支撑。**原奶价格上涨部分来自于成本推动，综合考虑饲料牧草价格，奶牛养殖目前效益不足以大幅提升农户积极性。本次奶源建设拟投资 15.03 亿元，从北至南由东向西均有布局，一可扩大辐射半径，二将直接支撑公司产品结构优化的顺利实施。

**我们的判断：短期净利率有望提升，长期看将有利于提升综合竞争优势、进一步增强市场地位。**

**我们区别于市场的观点：**

**公司历史年投资金额在 20 亿元左右，本次非公开增发明显加大投资力度，原因主要有三：**

**一、行业规范进程产生空白市场空间，是市占率的绝好提升机会。**乳品行业规范加强使得部分中小企业关停退出，产生空白市场份额。本次拟建设液奶、酸奶项目分布东北华北西北及华南，奶粉和冷饮项目加强重点区域，配合公司良好的品牌影响力和销售策略将有望直接助益市占率提升。

**二、全国性土地审批趋严，需要为未来产能提前布局资源占有。**规模生产用地面积较大，土地批复手续未来愈来愈难，因此目前需加大对资源占有力度。

**三、市占率提升主要取决于产能瓶颈能否尽快解决。**目前公司和竞争对手产能仍存在一定差距，行业规范从严后借助外协可能性大大降低，必须做先置性产能投入。

伊利股份（600887）财务报表预测（单位：百万元）

资产负债表	2010A	2011A	2012E	2013E	利润表	2010A	2011A	2012E	2013E
货币资金	3341.74	3921.13	3981.27	4196.79	营业收入	29664.99	37451.37	41260.18	46456.39
应收和预付款项	1609.72	1380.64	1459.64	1911.10	营业成本	20686.31	26485.67	29249.34	32830.73
存货	2583.65	3309.59	2573.11	2448.70	营业税金及附加	87.78	232.92	142.94	238.44
其他流动资产	22.50	116.09	21.43	99.25	营业费用	6807.07	7290.96	7756.91	8817.42
长期股权投资	605.60	566.78	498.30	515.48	管理费用	1520.81	1970.69	2395.98	2401.80
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-20.71	-49.16	2.32	-0.56
固定资产和在建工	6256.94	8617.42	9044.71	11314.11	资产减值损失	-10.20	28.11	69.81	44.32
无形资产和开发支	461.11	676.07	575.72	698.48	投资收益	11.77	253.82	224.00	224.00
其他非流动资产	1147.43	2932.38	1161.28	1210.63	公允价值变动损	0.00		0.00	0.00
资产总计	15362.32	19929.50	18522.24	21537.84	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
					营业利润	605.69	1746.01	1866.87	2348.23
短期借款	2697.83	2985.29	2838.11	2765.81	其他非经营损益	247.94	390.41	214.11	272.88
应付和预收款项	5627.67	7431.22	7981.87	8903.71	利润总额	853.62	2136.42	2080.98	2691.15
长期借款	59.73	7.18	45.15	30.38	所得税	57.86	303.98	312.15	403.67
其他负债	592.06	751.06	522.42	507.24	净利润	795.76	1832.44	1768.84	2287.48
负债合计	10850.29	13624.03	13443.45	14171.57	少数股东损益	18.57	23.22	45.22	39.01
股本	799.32	1598.65	1598.65	1598.65	归属母公司股东	777.20	1809.22	1723.62	2248.47
资本公积	2653.63	1851.18	1851.18	1851.18	每股收益（EPS）	0.49	1.13	1.08	1.41
留存收益	765.60	2574.82	2489.22	4737.69					
归属母公司股东权	4218.52	6023.85	5939.04	8187.51	<b>财务指标</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
少数股东权益	293.52	281.62	338.73	377.74	毛利率	30.27%	29.28%	29.11%	29.33%
股东权益合计	4512.04	6305.47	6277.77	8565.25	销售净利率	2.62%	4.83%	4.18%	4.84%
负债和股东权益合	15362.32	19929.50	19721.22	22736.83	ROE	18.42%	30.03%	29.02%	27.46%
					ROA	5.06%	9.08%	9.31%	10.44%
					ROIC	16.32%	32.65%	51.47%	42.01%
<b>现金流量表</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	销售收入增长率	21.96%	26.25%	10.17%	12.59%
净利润	795.76	1768.84	2287.48	2287.48	EBIT 增长率	-14.95%	190.07%	10.16%	25.60%
折旧与摊销	609.99	731.05	376.41	519.68	净利润增长率	20.00%	132.79%	-4.73%	30.45%
经营性现金净流量	1474.57	4061.87	4530.99	3036.98					
投资性现金净流量	-2181.14	-3004.32	-2796.49	-2741.33					
筹资性现金净流量	-86.79	265.59	-1094.97	-80.14					
现金流量净额	-793.39	1323.14	639.53	215.52					
EBITDA	1194.97	2427.89	2245.61	2867.35					
NOPLAT	547.83	1442.03	1554.72	1944.56					

资料来源：中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 中国银河证券食品饮料团队，2011 年第九届新财富最佳分析师。

**董俊峰，研究部行业研究主管 兼食品饮料行业证券分析师（首席）。1994—1998 年消费品营销策划业四年从业经历、1998—1999 年超市业一年从业经历、2001 年至今证券业十一年从业经历。清华大学硕士。2003 年首创消费品行业数量化研究模型《品牌渠道评级体系》，已获国家版权局著作权登记证书。**

**周颖，食品饮料行业证券分析师。2007 年至 2011 年 2 月在中信证券从事行业研究工作，2011 年 3 月至今在银河证券从事行业研究工作。清华大学硕士。**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。



## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn  
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn