

拟建海外项目利好龙头优势再升级

伊利股份 (600887.SH)
推荐 维持评级

核心观点:

1. 事件

伊利股份公告董事会决议通过了《新建新西兰年产 47000 吨婴儿配方奶粉项目投资的请示》。

2. 我们的分析与判断

(一) 本次海外新建项目基本信息

伊利集团将通过境外全资子公司伊利国际发展及香港金港商贸控股购买新西兰大洋洲乳业有限公司 100% 股权，并由其新建婴儿配方奶粉项目。

此次项目总投资 11.03 亿元，由公司自筹。其中主要是固定资产投资费用（9.46 亿元）及补充流动资金（1.29 亿元），购买股权金额（0.15 亿元）、购地金额（0.13 亿元）均占比较小。

项目预计 14 年 6 月投产，年产能 4.7 万吨婴儿配方奶粉，鲜奶年加工能力 21.5 万吨。据当地原奶供应估算 14-15 年达产 60%，15-16 年达产 80%，16-17 年满产。预计年均收入 13.07 亿元，年均利润 1.13 亿元；静态投资回收期 6.02 年（不含建设期），投资回报率 10.24%。

产能设计以婴儿配方奶粉为主，可兼做全脂奶粉、无水奶油（主要根据原奶是否超出婴儿奶粉生产需求量来进行调配）。

本项目需通过中国政府和新西兰政府批准后方可实施。

(二) 海外项目将有利于业务结构升级及成本控制

新西兰原奶资源优良，价格及供应优势在未来仍可持续。据联合国粮农组织数据，目前新西兰产奶量在全球排名第五（前四欧盟、印度、美国、巴西），同时原奶价格在全球处于较低水平。据该组织预测，2014-2020 年间印度、巴西供给关系偏紧，但新西兰、阿根廷原奶产量将大于需求，且具备增长潜力；大部分乳制品均出口。

此项目建设将有利于满足伊利奶粉业务未来增长需求，同时有利于质量保证及成本缓解双重效果。公司测算伊利婴幼儿奶粉业务产销量年增幅为 10-15%，本次项目投产后可满足快速增长的市场需求，特别对中高端产品构成良好支撑。同时项目所在新西兰南岛奶源丰富，目前与当地奶农的初步合作意向及新西兰 DIRA 法案（恒天然必须供给每家独立加工商原奶 5 万吨/年）将保证原奶数量。

3. 投资建议

非公开发行已得到证监会核准，融资及自有资金建设有利于公司优势再升级。预测 2012/13 年 EPS 1.08/1.41 元，对应 12/13 年 PE 19/15 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 日公司深度报告）。

伊利股份 (600887.SH)
推荐 维持评级

分析师
周颖

电话: (8610) 8357 1301

邮箱: zhouying_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511090001

董俊峰 (首席)

电话: (8610) 6656 8780

邮箱: dongjunfeng@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511010002

市场数据 **时间 2012.12.17**

A股收盘价(元)	20.61
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	2160.34
市净率	5.47
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)	327.15

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

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，本次非公开增发及海外投资明显加大投资力度，原因主要有三：

一、行业规范进程产生空白市场空间，竞争对手事故频发、竞争力渐弱，是提升市占率、强化品牌含金量的绝好机会。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；同时，竞争对手近年来事故频发、各项竞争力减弱。拟非公开融资所建液奶、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，以及本次海外拟建婴幼儿奶粉项目，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、奶源品质为产品质量提供关键支撑，而除单纯采购外直接形成海外原奶合作与加工能力将为产能与品牌持续扩大提供坚实基础。随着伊利品牌的升级，未来的竞争不只是区域或全国奶源的竞争，更可能升级到全球范围内优质资源的竞争，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。

附：拟建海外项目相关信息

项目投资总额：2.14 亿新西兰元，相当于人民币 11.03 亿元。

(汇率参照 2012 年 9 月 29 日数据，1 新西兰元=5.155 元人民币)

主要经济效益指标：

- 静态投资回收期=6.02 年(不含建设期)
- 投资回报率=10.24%
- 财务净现值(I=8%)=2.98 亿元 (人民币)
- 内部收益率=9.77%
- 累计净现金流量=7.90 亿元 (人民币)
- 预计年均收入 13.07 亿元 (人民币)，年均利润 1.13 亿元 (人民币)。

项目建设期：19 个月（其中准备阶段 3 个月，实施阶段 16 个月）。

项目建设进度:

表 1: 伊利拟建新西兰婴幼儿奶粉项目进程

预计时点	项目进程
2012 年 12 月	完成土地资源许可手续变更和取水许可证办理的准备工作
2012 年 12 月	完成锅炉设备的招标准备工作
2013 年 1 月	完成主厂房土建和设备的招标准备工作
2013 年 3 月	主厂房土建开始施工
2013 年 6 月	主厂房设备开始安装
2014 年 3 月	供电系统正式运行，供应生产用电
2014 年 5 月	锅炉设备正式运行，供应生产用蒸汽
2014 年 6 月	正式投产

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

项目实施进度将根据中国政府审批时间和新西兰政府审批时间进行调整。

产能建设及分配:

全年生产以婴儿配方奶粉为主，兼可做全脂奶粉、无水奶油。

整个项目主生产线全部实现自动化控制。根据奶源淡旺季、年产品销售淡旺季，合理配置，原奶数量超出婴儿配方奶粉达产需求时生产全脂奶粉。

以 7-7.5 吨/小时婴儿配方奶粉为参考，配置二套蒸发器、二套供料系统，生产配方奶粉可 24 小时连续生产；在原奶供给数量超出婴儿配方奶粉达产需求时，可以兼顾全脂奶粉生产，全脂奶粉生产 20 小时，清洗 4 小时，生产能力可以达到 10 吨/小时。

全年按 300 天有效生产天数预计。（每年 2 个月的停奶期）

预计投产节奏:

根据当地原奶供给预测，项目建成后 2014-2015 奶季可达产 60%，即 28200 吨；2015-2016 奶季可达产 80%，即 37600 吨；2016-2017 奶季开始满产，即 47000 吨。其中，婴儿配方奶粉将供给伊利集团内部使用。

表 2: 根据奶源淡旺季、销售淡旺季预计产品方案

第一年 60% 产能	第二年 80% 产能	第三年 100% 产能	第四年 100% 产能
2014-2015 奶季	2015-2016 奶季	2016-2017 奶季	
婴儿配方奶粉(吨)	25800	33600	43000
全脂奶粉(吨)	2400	4000	4000

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

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	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	财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E
归属母公司股东权	4218.52	6023.85	5939.04	8187.51	毛利率	30.27%	29.28%	29.11%	29.33%
少数股东权益	293.52	281.62	338.73	377.74	销售净利率	2.62%	4.83%	4.18%	4.84%
股东权益合计	4512.04	6305.47	6277.77	8565.25	ROE	18.42%	30.03%	29.02%	27.46%
负债和股东权益合	15362.32	19929.50	19721.22	22736.83	ROA	5.06%	9.08%	9.31%	10.44%
					ROIC	16.32%	32.65%	51.47%	42.01%
现金流量表	2010A	2011A	2012E	2013E	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食品饮料行业研究工作。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。本报告清晰准确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受到任何形式的补偿。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