

海外项目获批，看好盈利能力提升

买入 维持

事件：

伊利股份发布公告，公司新建新西兰年产4.7万吨婴儿配方奶粉项目获得国家发改委和新西兰海外投资办公室批准。

对此，我们点评如下：

- **新西兰原奶价低量足，投资项目有助于提高公司盈利能力：**根据伊利集团奶粉事业部的市场预测，公司婴儿配方奶粉每年的产销量增幅10-15%，且未来五年国内原奶供给偏紧；新西兰奶源充足且原奶价格相对较低，此外，我国已经与新西兰签订自由贸易协定，2020年乳制品的进口关税将降至零，新项目将利用新西兰乳业资源，有效降低原料成本，提高公司盈利能力，预计达产后年均利润1.1亿元，投资回报率10.2%，高于目前公司整体不足5%净利率水平。
- **战略布局海外，提升公司品牌影响力：**新西兰原奶品质优良，项目建成后公司或将推出新的高端奶粉产品，主打新西兰奶源概念，有助于获得消费者信赖，抢占国内高端奶粉市场，优良的品质也有助于提升公司品牌美誉度；此外，海外建厂有助于提升公司品牌影响力，实现公司成为世界一流的健康食品集团的愿景。
- **行业竞争格局改善，看好公司盈利能力提升：**我们自12年12月5日发布年度策略报告《给点阳光就灿烂》，将其作为食品股重点推荐品种之一以来，股价绝对涨幅达57%，我们看好伊利股份的逻辑在于：（1）竞争及政府市场规范政策将推动市场集中度提升，公司作为行业龙头，具有规模和品牌优势，市场份额将进一步提高；（2）竞争对手蒙牛被中粮收购后，行业竞争格局改善，公司费用率下降，带动盈利能力持续提升；（3）公司产能和销售网络的全国化布局基本完成，成本下降和定价权的获得使得公司进入业绩收获期。
- **盈利预测及投资建议：**预计12-14年收入分别为423亿、493亿和577亿，YOY为12.8%、16.6%和17%；净利润分别为18亿、22.7亿和28.6亿，YOY为-0.5%、26.2%和25.8%；EPS分别为0.951元、1.2元和1.509元，维持“买入”评级。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	29,665	37,451	42,262	49,277	57,656
增长率 (%)	22.0%	26.2%	12.8%	16.6%	17.0%
归母净利润(百万)	777	1,809	1,800	2,272	2,858
增长率 (%)	20.0%	132.8%	-0.5%	26.2%	25.8%
每股收益	0.410	0.955	0.951	1.200	1.509
市盈率	93	21	32	26	20

食品饮料行业

分析师：

苏青青 (S1180512060001)

电话：021-51782233

Email: suqingqing@hysec.com

研究助理：

刘洋

电话：021-51782230

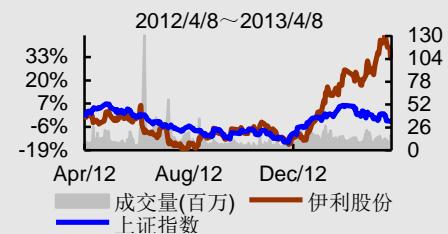
Email: liuyang1@hysec.com

陈嵩昆

电话：021-51782231

Email: chensongkun@hysec.com

市场表现



相关研究

《行业动态跟踪》

2013/4/7

《五粮液：靓丽业绩下存隐忧，13或为调整年》

2013/4/2

《寻找补涨食品股，静待白酒机会》

2013/4/1

《贵州茅台：行业下行中证明自己，估值便宜》

2013/3/29

《古越龙山：女儿红放量增长，静待机制改善》

2013/3/28

一、项目概况

新西兰年产 47000 吨婴儿配方奶粉项目总投资 2.14 亿新西兰元（人民币 11 亿元），预计建设期为 19 个月，投资回报率 10.24%：

- ◆ 项目总投资 11 亿元，预计 2017 年可实现 100% 达产：项目固定资产投资 9.5 亿，占比 86%；预计项目在 2014 至 2015 奶季可以达产 60%；2015 至 2016 奶季达产 80%，2016 至 2017 奶季可以实现 100% 达产，届时产能为 4.3 万吨婴幼儿配方奶粉和 0.4 万吨全脂奶粉；

图 1：项目投资估算（万元）

	投入金额	占比	
固定资产投资	94,648	86%	
流动资金	12,888	12%	
购买土地金	1,263	1%	
购买股权金	1,546	1%	
合计	110,345		

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 2：项目建设进度（吨）

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

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

- ◆ 项目建成后可实现年均销售收入 13 亿元，投资回报率 10.24%：项目建成后平均每年可为公司带来 13 亿销售收入，年平均利润为 1.1 亿元，投资回报率达 10.24%，内部收益率为 9.77%，远高于目前公司整体不足 5% 净利率水平。

图 3：项目简介（万元）

总投资额	建设期	年均销售收入	年平均利润	投资回报率	内部收益率	静态投资回收期
11 亿元	19 个月（含 3 个月准备期）	13 亿	1.1 亿	10.24%	9.77%	6.02 年

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

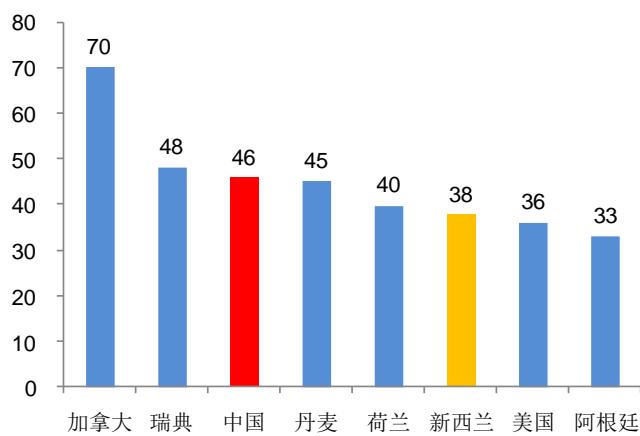
二、新西兰原奶价格低、质量好，项目建成后有望带动公 司奶粉产品结构升级，提高整体盈利能力

新西兰原奶价格比我国低，且自然环境优越，产品质量好，公司在新西兰建厂一方面可

以降低原奶成本，提高公司盈利能力，另一方面也有助于公司推出高端优质奶粉，提升品牌美誉度：

- ◆ **新西兰原奶价格相对较低，新西兰项目将有助于降低奶粉成本：**从 2010 年联合国粮农组织公布的各国原奶价格看，新西兰原奶价格为每公斤 37.6 美分，仅相当于我国的 82%，近年来我国原料奶价格快速上涨，2009 年至今原奶价格上涨了 37%，此外，中国与新西兰已签订自由贸易协定，在 2020 年乳制品的进口关税将降至零，公司在新西兰建设奶粉项目将有助于降低原料成本，提高奶粉产品毛利率；

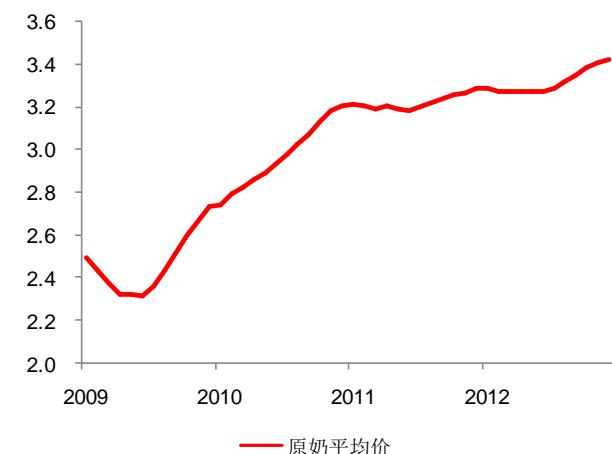
图 4：新西兰原奶价格仅相当于我国的 82%（美分/公斤）



注：数据来源于联合国粮农组织公布的 2010 年数据

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

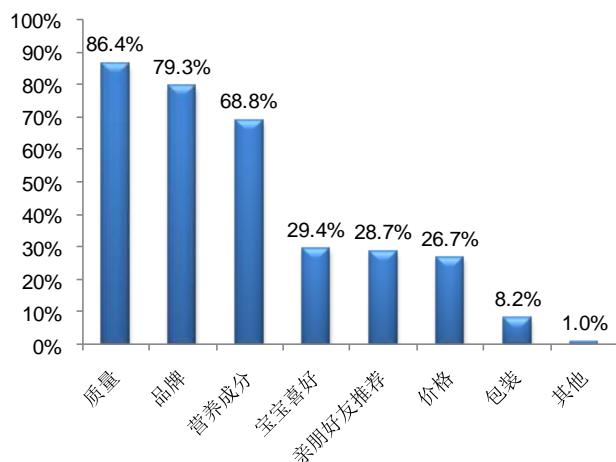
图 5：2009 年至今我国原奶价格上升了 37%（元/公斤）



资料来源：Wind，宏源证券研究所

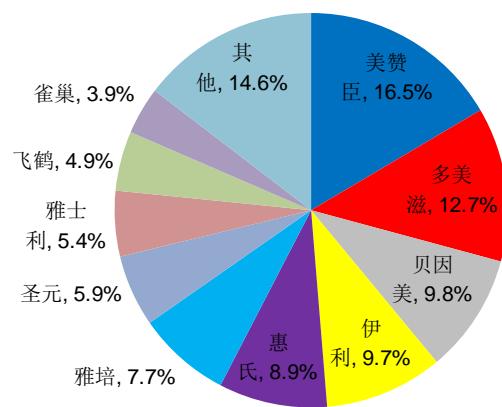
- ◆ 新西兰自然环境优越，奶源纯净，质量好，美赞臣、多美滋以及明治等国际知名品牌均有在新西兰采购原奶，此外，根据 2009 年中国婴幼儿消费市场调查结果质量是家长在选择奶粉时最看重的因素，公司在新西兰建设配方奶粉项目有助于提高产品质量，获得更多的消费者认可，提升公司品牌美誉度；
- ◆ 公司可借助新西兰配方奶粉项目推出更高端的奶粉产品，实现产品结构升级，巩固奶粉行业领先地位：根据欧睿的统计，公司奶粉市场占有率为 9.7%，位居国产奶粉第二位，此外公司奶粉主要来自国内奶源，我们认为公司新西兰配方奶粉项目建成后，公司可利用新西兰奶源优势推出更加高端产品，实现产品结构升级，进一步巩固奶粉行业领先地位。

图 6：根据 2009 年中国婴幼儿消费市场调查结果质量是家长在选择奶粉时最看重的因素



资料来源：网络公开资料，宏源证券研究所

图 7：根据欧睿的统计，伊利奶粉市场占有率为 9.7%，位居国产奶粉第二位



资料来源：欧睿，宏源证券研究所

图 8：分产品收入预测

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
液体乳						
销售收入(百万元)	16554.80	20984.87	26932.70	31781	37501	44251
YoY	14.6%	26.8%	28.3%	18.0%	18.0%	18.0%
销售成本(百万元)	10912.94	14940.95	19788.45	23200	27001	31640
毛利(百万元)	5641.86	6043.92	7144.25	8581	10500	12612
毛利率	34.1%	28.8%	26.5%	27.0%	28.0%	28.5%
奶粉及奶制品						
销售收入(百万元)	3963.63	4622.67	5642.13	5191	5710	6395
YoY	19.4%	16.6%	22.1%	-8.0%	10.0%	12.0%
销售成本(百万元)	2289.01	2820.57	3239.06	2855	3083	3389
毛利(百万元)	1674.62	1802.10	2403.07	2336	2627	3006
毛利率	42.2%	39.0%	42.6%	45.0%	46.0%	47.0%
冷饮产品系列						
销售收入(百万元)	3263.63	3544.22	4221.72	4728.32	5390.29	6198.83
YoY	0.9%	8.6%	19.1%	12.0%	14.0%	15.0%
销售成本(百万元)	2164.97	2510.91	2963.18	3073.41	3503.69	4029.24
毛利(百万元)	1098.67	1033.31	1258.54	1654.91	1886.60	2169.59
毛利率	33.7%	29.2%	29.8%	35.0%	35.0%	35.0%
混合饲料						
销售收入(百万元)	426.16	393.44	468.97	562.76	675.31	810.37
YoY	-21.5%	-7.7%	19.2%	20.0%	20.0%	20.0%
销售成本(百万元)	351.91	344.59	404.90	489.60	587.52	705.03
毛利(百万元)	74.24	48.85	64.07	73.16	87.79	105.35
毛利率	17.4%	12.4%	13.7%	13.0%	13.0%	13.0%
主营业务收入	24208.22	29545.20	37265.51	42262	49277	57656
其他业务收入	115.32	119.79	185.86	0.00	0.00	0.00
业务总收入	24323.55	29664.99	37451.37	42262	49277	57656
YoY	12.3%	22.0%	26.2%	12.8%	16.6%	17.0%
主营业务成本	15718.83	20617.03	26395.59	29618	34175	39763
其他业务成本	59.24	69.28	90.08	0	0	0
业务总成本	15778.07	20686.31	26485.67	29618	34175	39763
毛利率	35.1%	30.3%	29.3%	29.9%	30.6%	31.0%

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 9：三张财务报表分析摘要
财务报表预测（单位：百万元）

利润表	2011	2012E	2013E	2014E	资产负债表	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	37,451	42,262	49,277	57,656	货币资金	3921	8704	11404	15895
YOY	26%	13%	17%	17%	应收和预付款项	1381	1658	1922	2235
营业成本	26,486	29,618	34,175	39,763	存货	3310	4650	5366	6243
毛利	10966	12645	15101	17892	其他流动资产	10	1	1	1
% 营业收入	29%	30%	31%	31%	长期股权投资	567	567	567	567
营业税金及附加	233	263	306	359	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产和在建工程	9489	9989	11439	11939
销售费用	7291	8106	9451	11058	无形资产和开发支出	676	618	566	519
% 营业收入	19.5%	19.2%	19.2%	19.2%	其他非流动资产	0	1	1	1
管理费用	1971	2536	2957	3459	资产总计	19058	25519	29765	35023
% 营业收入	5.3%	6.0%	6.0%	6.0%	短期借款	2985	0	0	0
财务费用	-49	-33	-208	-282	应付和预收款项	9846	12521	14493	16891
% 营业收入	-0.1%	-0.1%	-0.4%	-0.5%	长期借款	7	7	8	10
资产减值损失	28	0	0	6	其他负债	776	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	13624	12528	14501	16901
投资收益	254	20	10	10	股本	1599	1894	1894	1894
营业利润	1746	1793	2605	3303	资本公积	1851	6566	6566	6566
% 营业收入	4.7%	4.2%	5.3%	5.7%	留存收益	2575	4250	6522	9380
营业外收支	390	350	100	100	归属母公司股东权益	6024	12710	14982	17840
利润总额	2136	2143	2705	3403	少数股东权益	282	282	282	282
% 营业收入	5.7%	5.1%	5.5%	5.9%	股东权益合计	6305	12991	15264	18122
所得税费用	304	343	433	544	负债和股东权益合计	19930	25519	29765	35023
净利润	1832	1800	2272	2858					
归属于母公司所有者的净利润	1809	1800	2272	2858					
少数股东损益	23	0	0	0					
现金流量表	2011	2012E	2013E	2014E					
经营活动现金流净额	3670	36	282	427	财务指标	2011	2012E	2013E	2014E
取得投资收益收回现金	0	20	10	10	毛利率	29%	30%	31%	31%
长期股权投资	0	0	0	0	三费/销售收入	25%	25%	25%	25%
无形资产投资	-3762	-74	-1360	-410	EBIT/销售收入	4%	4%	5%	5%
固定资产投资	0	-300	-650	-300	EBITDA/销售收入	6%	6%	7%	7%
其他	0	42	0	0	销售净利率	5%	4%	5%	5%
投资活动现金流净额	-3286	-55	-1350	-400	ROE	30%	14%	15%	16%
债券融资	194	-757	1	2	ROA	9%	7%	8%	8%
股权融资	1	4885	0	0	ROIC	14%	11%	13%	14%
银行贷款增加(减少)	0	-2985	1	2	销售收入增长率	26%	13%	17%	17%
筹资成本	-49	-33	-208	-282	EBIT 增长率	161%	18%	37%	26%
其他	-240	1	0	0	EBITDA 增长率	88%	19%	26%	20%
筹资活动现金流净额	-133	1036	1	2	净利润增长率	130%	-2%	26%	26%
现金净流量	252	4783	2700	4490	总资产增长率	25%	34%	17%	18%

资料来源：Wind，宏源证券研究所

分析师简介:

苏青青: 宏源证券研究所食品饮料行业首席分析师, 上海交通大学材料学硕士, 曾任职于国金证券, 2010 年新财富团队成员, 2011 年加盟宏源证券研究所, 2012 年获新财富最佳分析师第四名, 水晶球公募类第五、非公募第三名。

主要研究覆盖公司: 汤臣倍健、酒鬼酒、五粮液、古越龙山、山西汾酒、青青稞酒、贵州茅台、伊利股份等。

机构销售团队				
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
华南区域	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
QFII	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。