

\*ST 伊利 (600887.SH) 乳业行业

评级：买入 维持评级

公司点评

陈钢

分析师 SAC 执业编号：S1130209030281  
(8621)61038215  
cheng@gjzq.com.cn

## 伊利产能再扩张 奶粉业务强者恒强

### 事件

5 月 12 日，伊利发布项目投资公告，公司拟在黑龙江杜尔伯特新建年产 4.5 万吨配方奶粉项目，投资金额约 5.5 亿，投资回收期 3.06 年，投资回报率 43.67%，内部收益率 30.43%。公司预计建设期为 19 个月。

### 评论

据我们统计，目前公司奶粉总产能为 15 万吨左右（天津基地主要是分装），其中配方奶粉产能约为 11 万吨。新项目预计 12 年年底投产，届时产能将提升至 20 万吨，配方奶粉产能超过 15 万吨。

新募投资项目有助于公司奶粉产能布局的进一步完善。目前公司已在三大黄金奶源带（内蒙古，东北和新疆奶源带）成立奶粉加工厂，天津基地则扮演物流及分装枢纽的角色。

我们认为随着产能的稳步扩张，伊利将进一步巩固其奶粉大王的地位。作为国内最大的奶粉和婴幼儿配方奶粉生产商，从 04 年起（除 08 年外），公司每年都投资新项目，积极布局奶粉业务。具前瞻性的奶粉业务定位也给公司带来了丰厚的回报，公司奶粉业务在 09 年实现 23% 的增长。

伊利将扮演未来中国奶粉行业的整合者。目前国内奶粉市场集中度仍相对较低，没有一家企业市场占有率超过 15%。伊利此次的产能扩张，进一步彰显其争当奶粉大王的雄心。作为目前第一大奶粉生产商，产能的不断释放将助推伊利实现对整个行业的整合。

产品不断高端化，伊利有望挑战“洋奶粉”话语权。今年，公司加大对高端品牌金领冠的投入：从年初起，伊利推出高端品牌金领冠系列广告，卖点为“宝宝专属抵抗力”，原有的伊利金装系列广告则相应减少投放。目前主推高端产品，成果显著：今年 1 季度，伊利高端品牌金领冠奶粉已实现销量翻番。作为世博会赞助商，伊利将借世博会提升其奶粉业务的美誉度，相信下半年其高端品牌将有更佳表现。

### 投资建议

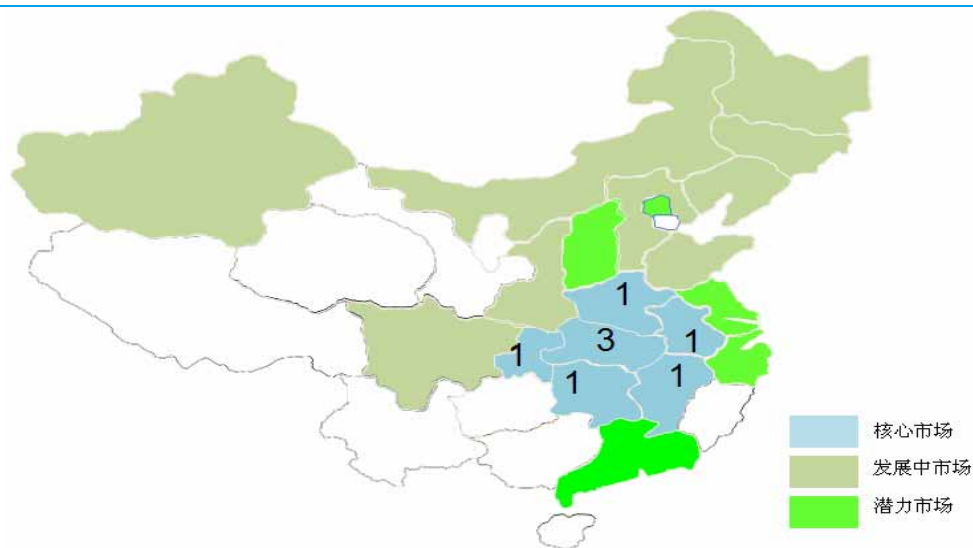
我们维持公司 2010、2011、2012 年销售收入实现 261.37 亿、278.12 亿和 292.38 亿元，同比增长 7.5%、6.4% 和 5.1%，净利润分别为 9.01 亿、10.85 亿和 12.80 亿，对应 EPS 为 1.127、1.357 元和 1.602 元。

从公司目前报表情况分析，其未来一段时间行权的预期仍然很强烈，如果公司股权激励方案实施的话，公司释放业绩的动力将会很强，因此我们仍然维持前期买入评级，给予公司目标价为 39.00-40.71 元。

## 伊利公司奶粉经营形势较好

- 大华中地区，伊利表现最为强势。伊利在湖南、江西、安徽等多个省市市场占有率排名第一。作为伊利奶粉的市场重心，伊利在大华中市场的运作深而广，运营上稳扎稳打。
- 10 年，伊利将借势世博，加大沿海一线城市的开拓力度，强势推广高端金领冠品牌。奶粉业务已向高端品牌金领冠倾斜：从今年 4 月开始，伊利推出高端品牌金领冠系列广告，卖点为“宝宝专属抵抗力”，原有的伊利金装系列广告则相应减少投放。

**图表1：09 年伊利在多个中部省份，占有率排名第一**



来源：国金证券研究所

图表2：伊利积极推进高端品牌



来源：国金证券研究所

图表3：目前伊利奶粉基地分布及产能结构

	奶粉基地分布	产能	投产期
黑龙江	杜尔伯特奶粉基地	4.5万吨	12年年底
天津	天津滨海新区基地	4.5万吨	10年年中
内蒙古	金山奶粉基地	6万吨	08年年中
新疆	石河子奶粉基地	2.5万吨	07年年底
黑龙江	杜尔伯特奶粉基地	1.5万吨	05年
	原有产能	4万吨	05年以前

来源：国金证券研究所

**历史推荐和目标定价(人民币)**

	日期	评级	市价	目标价
1	2008-07-24	买入	17.78	19.74 ~ 21.45
2	2008-09-01	买入	14.88	N/A
3	2008-09-22	持有	11.03	N/A
4	2008-10-31	持有	6.89	N/A
5	2009-02-23	买入	12.44	N/A
6	2009-08-28	买入	16.77	21.00 ~ 23.81
7	2009-11-01	买入	23.16	N/A
8	2010-04-27	买入	32.68	39.00 ~ 40.71

来源：国金证券研究所


**投资评级的说明：**

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；  
 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；  
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；  
 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

**特别声明：**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号  
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号  
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号  
金中环商务大厦 2805 室