

乳制品

署名人：张镭

S0960209060260

0755-82026705

zanglei@cjis.cn

参与人：蒋鑫

S0960110110022

0755-82026708

jiangxin@cjis.cn

伊利股份 600887

强烈推荐

加大重点消费市场产能布局，建设华南地区运营中心

伊利股份于3月12日发布公告，计划在广东省惠州市东江高新技术开发区新建日产800吨超高温灭菌奶项目，项目投资金额为4.57亿元，建设期17.5个月。这是伊利在广东继佛山之后的第二个基地，新基地将使伊利在广东的产品成本大大降低，并把伊利在广东的基地建成华南区域的运营中心。

6-12个月目标价：

当前股价：36.83元

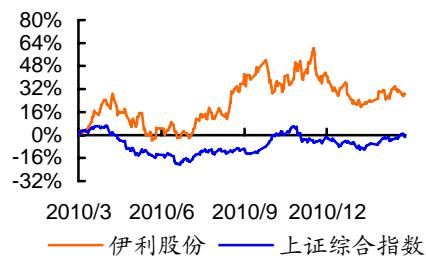
评级调整：维持

基本资料

上证综合指数	2933.80
总股本(百万)	799
流通股本(百万)	728
流通市值(亿)	268
EPS (TTM)	0.84
每股净资产(元)	4.64
资产负债率	71.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
伊利股份	-1.18	-8.54	-5.22
上证综合指数	3.77	3.26	10.16



相关报告

- 《伊利股份-加码宁夏吴忠液态奶项目，产能布局进一步优化》2011-1-20
- 《伊利股份-品牌升级推动公司向世界一流健康食品集团迈进》2010-12-21
- 《伊利股份-深耕产业链，扩大自有奶源，加大产能布局，渠道继续下沉》2010-11-29

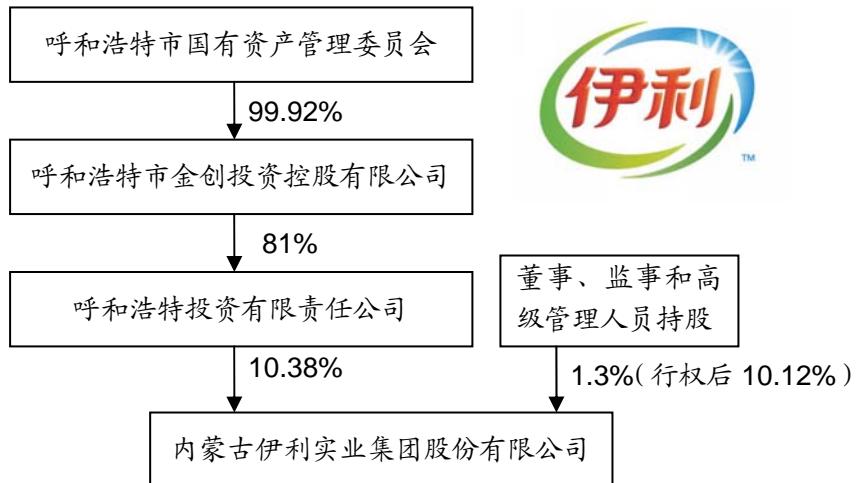
- 该项目将把伊利在广东的基地建成品类齐全、规模突出的大型乳制品加工基地和华南区域的运营中心，满足广东地区大量的乳制品消费需求。这是伊利第40个生产基地，预计在2012年8月可以投产，建成后实现日均800吨左右的液态奶产量。伊利在佛山的基地主要是生产冰激凌和乳饮料，这次在惠州的基地主要是生产常温奶，预计能够实现年销售收入20亿元。
- 该项目能够大幅降低广东地区产品的成本。过去常温奶的生产基地基本都集中在北方，因此广东地区的商品都要支付很高的运输费用，2010年原奶价格大幅上涨，南北方原奶价格差距逐步减小，北方基地的原奶优势已经不再明显，而广东地区乳制品消费量很大，在广东建设基地将大大减少公司产品的成本。
- 公司2011年年底相比09年年底产能增长了32%，产能的快速扩张将支持液态奶销售收入保持高速增长。三四线城镇超高温灭菌奶的需求仍将保持旺盛，自2009年下半年以来，伊利在建设新基地上花费超过31.83亿，新增产能156.3万吨。
- 蒙牛在广东的基地主要是生产原奶需求较少的冰激凌和乳饮料，而伊利主要生产常温奶。蒙牛也继续加大了其在广东清远的投资，计划在目前一期总投资为2.4亿元酸奶项目基础上，建设投资二期2亿元的冰淇淋项目及三期投资4.6亿元的PET含乳饮料项目。一期酸奶项目2010年12月底投产，将实现产值7亿元；二期冰淇淋项目日产能为200吨，计划2012年2月投产，将实现产值3亿元；三期PET含乳饮料项目日产能为600吨，计划2013年投产，将实现产值10亿元。
- 公司产品在2月份又对高端产品进行了提价，并推出了一系列高附加值新产品。金典等高端液态奶提了7%左右，畅轻活性乳酸菌饮料提了25%。春节期间加大了促销的力度，预计销售收入同比增速超过20%。还推出了迪士尼包装的QQ星儿童优酪乳酸牛奶，120ml售价3.2元，以及迪士尼包装的大果粒酸奶，售价9.9元/390ml，新产品的毛利率大幅提高，成本上涨压力的负面影响将逐渐减小。
- 预计2010-2012年EPS为0.87, 1.34和1.72元，对应的PE为42/28/21倍，产能的高速增长将支持公司规模快速扩张，原奶成本增速在2011年将逐渐放缓，通过推出高附加值产品将逐步提升盈利能力，维持公司“强烈推荐”评级。

主要财务指标

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	24324	29232	34237	39486
同比(%)	12%	20%	17%	15%
归属母公司净利润(百万元)	648	697	1068	1375
同比(%)	-62%	8%	53%	29%
毛利率(%)	35.1%	31.0%	32.1%	32.5%
ROE(%)	18.8%	16.8%	20.5%	20.9%
每股收益(元)	0.81	0.87	1.34	1.72
P/E	45.45	42.26	27.58	21.40
P/B	8.55	7.11	5.65	4.47
EV/EBITDA	24	22	15	12

资料来源：中投证券研究所

图 1 公司的股权结构和新标识



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 公司产品收入主要是火腿和火腿制品



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 伊利基地建设速度

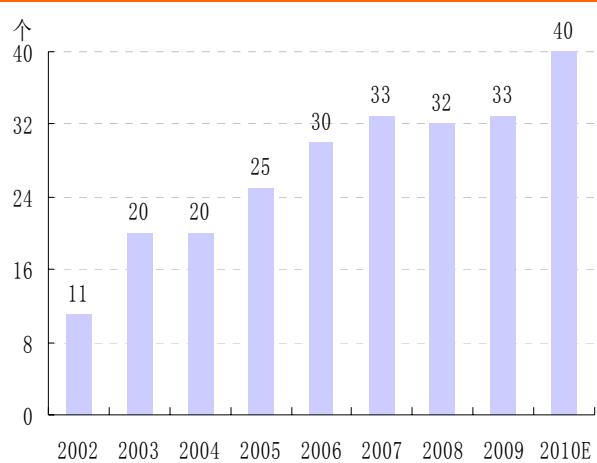


表 1：伊利 2003 年至今每年新投资产能 (万吨/年)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
UHT 奶	24.1		145.6	61.3				76.7	57.7
冰淇淋			9.1	35.0				5.1	
奶粉		1.5		2.5	4.5		4.5	4.5	
酸奶			7.3	18.3			7.3		
奶酪								0.7	
合计	24.1	1.5	162.1	117.1	4.5	0.0	11.8	87.0	57.5
累计产能	154.1	155.6	317.7	434.8	439.3	439.3	451.1	538.1	595.8

资料来源：公司公告、中投证券研究

表 2：伊利 2003 年后扩产项目

投资时间	扩产项目	达产时间
2011年3月12日	广东惠州新建日产800吨超高温灭菌奶项目	2012年8月
2011年1月20日	宁夏吴忠新建日产780吨超高温灭菌奶项目	2011年10月
2010年9月17日	河北张北新建日产1200吨超高温灭菌奶项目	2012年4月
2010年5月10日	杜尔伯特年产45000吨配方奶粉项目	2011年12月
2010年4月13日	山东临朐新建日产900吨超高温灭菌奶及日产140吨冷饮项目	2011年7月
2009年12月25日	京津塘地区日产200吨酸奶及20吨奶酪项目	2011年4月
2009年7月10日	华北地区年生产4.5万吨奶粉项目	2010年7月
2007年4月27日	呼和浩特市日处理鲜奶1200吨加工奶粉项目	已达产
2006年12月7日	山东平阴新建日产150吨冷饮项目	已达产
2006年12月7日	佛山三水新建日产150吨冷饮项目	已达产
2006年12月7日	河南平顶山新建日产100吨酸奶和150吨UHT奶项目	已达产
2006年9月6日	石河子分公司年产2.5万吨中高档系列配方奶粉技术改造项目	已达产
2006年8月8日	新建成都日产430吨液态奶、150吨酸奶、260吨冷饮项目投资	已达产
2006年6月26日	新疆新建日产150吨冷饮、100吨酸奶、14吨速冻食品项目	已达产
2006年5月17日	新建湖北省黄冈市日产1100吨液态奶项目	已达产
2006年5月17日	新建湖北省黄冈市日产250吨冰淇淋生产基地项目	已达产
2006年5月17日	新建湖北省黄冈市日产150吨酸奶项目	已达产
2005年10月17日	新建华东日产500吨液态奶及日产250吨冰淇淋	已达产
2005年10月17日	新建山东日产600吨液态奶项目	已达产
2005年7月28日	京津生产基地二期扩建日产750吨液态奶生产线项目	已达产
2005年7月28日	乌兰察布乳品厂新增日产160吨液态奶生产线项目	已达产
2005年7月28日	新建华东日产200吨酸奶项目	已达产
2005年7月28日	新建辽宁日产500吨液态奶生产基地项目	已达产
2005年7月28日	黑龙江省肇东市新建日产1000吨液态奶项目	已达产
2005年4月25日	察哈尔日产480吨UHT奶项目	已达产
2004年8月24日	杜尔伯特年产15000吨中高档婴儿配方奶粉生产线项目扩建	已达产
2003年6月3日	齐齐哈尔梅里斯日产90吨利乐砖UHT奶项目	已达产
2003年6月3日	收购西安赛高国际食品公司65%股权扩建日产180吨无菌砖项目	已达产
2003年6月3日	赤峰日产120吨UHT奶项目	已达产
2003年6月3日	林甸日产270吨UHT奶项目	已达产

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 12 6个月内出的报告

伊利股份-加大重点消费市场产能布局，建设华南地区运营中心	2011-03-12
金字火腿-旧时王谢堂前燕，飞入寻常百姓家	2011-03-04
皇氏乳业-2010 年业绩快报点评：产能释放效应将在 2011 年逐步显现	2011-02-27
乳制品行业-新政点评：许可证重审和降低进口奶粉关税加速乳制品行业整合	2011-02-26
双汇发展-以史为鉴，双汇十二五末股价超 300 元，市值超 4000 亿！	2011-02-16
伊利股份-加码宁夏吴忠液态奶项目，产能布局进一步优化	2011-01-20
伊利股份-品牌升级推动公司向世界一流健康食品集团迈进	2010-12-21
乳制品行业-从奶源、产品、渠道全产业链精选优势企业	2010-12-20
皇氏乳业-高端差异化产品水牛奶即将迈开全国化战略步伐	2010-12-20
光明乳业-国内首款常温酸奶在全国上市，引领公司进入突变期	2010-12-03
蒙牛乳业-高端产品奶源供给瓶颈突破在即	2010-11-29
伊利股份-深耕产业链，扩大自有奶源，加大产能布局，渠道继续下沉	2010-11-29
三元股份-年内扭亏难度较大，未来看产能释放和销售网络搭建	2010-11-15
光明乳业-期待常温奶在华东地区的蚕食式扩张	2010-11-10
皇氏乳业-水牛奶，三年即将甲天下	2010-10-29

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产				
现金	6831	7989	9321	11072
应收账款	4113	4525	5321	6485
其它应收款	218	266	312	359
预付账款	92	113	132	152
存货	569	726	837	959
其他	1836	2360	2719	3116
	4	0	0	0
非流动资产	6321	7001	7757	8526
长期投资	387	462	462	462
固定资产	5109	5547	6136	6768
无形资产	265	295	325	355
其他	560	696	833	941
资产总计	13152	14990	17078	19597
流动负债	9037	9995	10988	12098
短期借款	2685	2648	2648	2648
应付账款	3407	4034	4649	5327
其他	2946	3313	3691	4123
非流动负债	405	572	572	572
长期借款	110	110	110	110
其他	295	462	462	462
负债合计	9442	10567	11559	12669
少数股东权益	267	284	311	345
股本	799	799	799	799
资本公积	2655	2655	2655	2655
留存收益	-12	685	1753	3128
归属母公司股东权益	3443	4140	5207	6583
负债和股东权益	13152	14990	17078	19597

现金流量表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	2029	1822	2208	2687
净利润	665	714	1094	1410
折旧摊销	492	543	647	771
财务费用	22	3	-7	-21
投资损失	-15	0	0	0
营运资金变动	685	248	399	459
其它	180	314	75	69
投资活动现金流	-715	-1300	-1418	-1545
资本支出	571	1181	1377	1504
长期投资	-75	78	0	0
其他	-219	-41	-41	-41
筹资活动现金流	-98	-110	7	21
短期借款	-18	-37	0	0
长期借款	55	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	6	0	0	0
其他	-141	-74	7	21
现金净增加额	1215	412	796	1164

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	24324	29232	34237	39486
营业成本	15778	20169	23243	26634
营业税金及附加	109	132	154	178
营业费用	6496	6723	7875	9082
管理费用	1191	1432	1678	1935
财务费用	22	3	-7	-21
资产减值损失	77	23	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	15	0	0	0
营业利润	665	751	1294	1679
营业外收入	209	220	100	100
营业外支出	63	100	60	60
利润总额	812	871	1334	1719
所得税	147	157	240	309
净利润	665	714	1094	1410
少数股东损益	18	17	27	34
归属母公司净利润	648	697	1068	1375
EBITDA	1179	1296	1935	2429
EPS（元）	0.81	0.87	1.34	1.72

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	12.3%	20.2%	17.1%	15.3%
营业利润	-67.5%	12.8%	72.4%	29.7%
归属于母公司净利润	-61.6%	7.6%	53.2%	28.9%
盈利能力				
毛利率	35.1%	31.0%	32.1%	32.5%
净利率	2.7%	2.4%	3.1%	3.5%
ROE	18.8%	16.8%	20.5%	20.9%
ROIC	27.6%	25.9%	39.2%	46.4%
偿债能力				
资产负债率	71.8%	70.5%	67.7%	64.6%
净负债比率	30.35	26.10%	23.86	21.77%
流动比率	0.76	0.80	0.85	0.92
速动比率	0.53	0.54	0.57	0.63
营运能力				
总资产周转率	1.95	2.08	2.14	2.15
应收账款周转率	107	110	108	107
应付账款周转率	5.03	5.42	5.35	5.34
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.81	0.87	1.34	1.72
每股经营现金流(最新摊薄)	2.54	2.28	2.76	3.36
每股净资产(最新摊薄)	4.31	5.18	6.51	8.24
估值比率				
P/E	45.45	42.26	27.58	21.40
P/B	8.55	7.11	5.65	4.47
EV/EBITDA	24	22	15	12

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来6~12个月内股价升幅30%以上
推荐：预期未来6~12个月内股价升幅10%~30%
中性：预期未来6~12个月内股价变动在±10%以内
回避：预期未来6~12个月内股价跌幅10%以上

行业评级

- 看好：预期未来6~12个月内行业指数表现优于市场指数5%以上
中性：预期未来6~12个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡：预期未来6~12个月内行业指数表现弱于市场指数5%以上

研究团队简介

张 镭：中投证券研究所首席行业分析师。

蒋 鑫：中投证券研究所食品行业分析师，南开大学经济学硕士，天津大学信息工程工学学士。

柯海东：中投证券研究所酒类行业分析师，中山大学财务与投资学硕士，华中科技大学工业设计工学学士，武汉大学营销管理双学士。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路6003号荣超商务中心A座19楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街18号丰融国际大厦15层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路580号南证大厦16楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434