

**伊利股份 (600887.SH)**      **乳业行业** 仅供国金证券徐文颖使用
**评级：买入      维持评级****公司点评****陈钢**
 分析师 SAC 执业编号: S1130511030031  
 (8621)61038215  
 cheng@gjzq.com.cn
**肖喆**
 联系人  
 (8621)61038276  
 xiaozhe@gjzq.com.cn

## 短期博弈与长期共赢；

### 事件

我们近期前往伊利股份调研，调研反馈如下。

### 短期博弈：增发细节成焦点

- 增发势在必行，产能瓶颈已捉襟见肘。目前伊利产能相对竞争对手要少三分之一左右，酸奶业务产能只有竞争对手一半左右。公司通过二级市场融资，才能最好的解决产能差距及相对同行较高负债率的矛盾。
- 框架已定，只欠细节博弈：此次增发融资金额不超过 70 亿，增发价格不低于 32.67 元/股。增发框架已定，只欠细节的博弈。

### 长期共赢：伊利中长期增长轨迹明晰

- 明星子品类的打造，利于公司盈利能力提升：
  - 10 年公司以金领冠、QQ 星儿童成长牛奶、营养舒化奶和畅轻酸奶等为代表的高附加值、高科技含量产品业绩增长显著，显示多个业务单元产品结构升级趋势明显。奶粉业务中的金领冠增长超过 126%，液态奶业务中的 QQ 星儿童成长奶增幅为 207%，营养舒化奶增幅为 33%，酸奶业务中的畅轻酸奶增幅为 180%。公司“双高”产品占比超过 40%，率先达到行业黄金比例。高端化产品占比接近超过竞争对手一倍。
  - 我们认为行业从比拼整体规模进入比拼明星品类的阶段，资源的合理投放和增长点的前瞻判断显得非常重要。公司未来将着力打造多个 30-50 亿销售的单品，成为各业务单元的主力产品，并构成公司最重要的利润产品方阵。
- 品牌势能厚积薄发：
  - 从 08 年的奥运、10 年的世博、再到 11 年牵手迪士尼及换标行动，多个事件性的宣传无不彰显公司对品牌建设高起点大力度的投入。品牌美誉度的提升有力的支持公司产品结构升级，金领冠 10 年以及 11 年 1 季度的大幅增长即是品牌势能厚积薄发的最佳佐证。
- 双提工程，有机协调增长与盈利：
  - 今年公司将双提工程作为重点工作开展，着力提高费用使用效率及盈利能力。费用投放科学化/高效化成为重点挖潜工作。公司整体费用比例下降将是未来趋势。
- 综合食品类公司将是长期愿景：
  - 公司换标后，以“滋养生命活力”为新的品牌诉求，我们认为此举已为公司向综合食品类公司发展做铺垫。围绕牛奶为中心的健康营养食品将是公司未来发展的重点。我们预期 2013 年公司将迈入 500 亿收入，500 亿以后综合性食品类公司的发展路径将是公司必然之选。

### 盈利预测及投资建议：

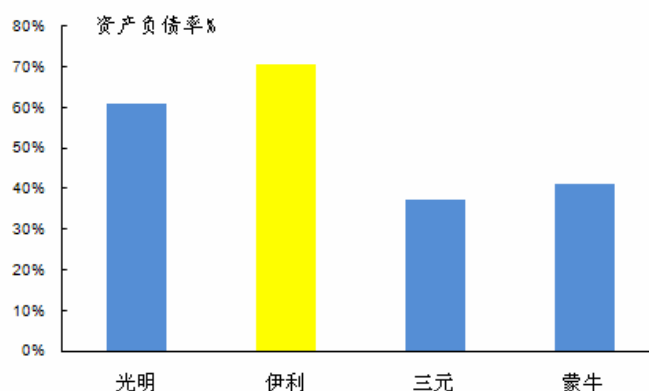
- 我们维持前期盈利预测：11-13 年销售收入分别实现 352.87 亿、406.55 亿和 461.78 亿，同比增长 19.0%、15.2%和 13.6%。11-13 年净利润分别实现 11.58、14.28 和 16.75 亿，若增发成功则对应完全摊薄后 eps 分别为 1.138、1.404 和 1.647 元。（我们认为 12 年 406.55 亿收入，14.28 亿净利的预测，其对应净利率为 3.5%，仍有较大利润弹性）。

图表1: 此次募投项目统计表

序号	项目名称	项目总投资(万元)	募投项目	预计收入(亿元)
1	液态奶项目	188,286	河北省张北县、山东省临朐县、辽宁省阜新市、宁夏吴忠市、甘肃省兰州市、广州市惠州市等地投资液态奶项目	53.35
2	冷饮项目	27,520	浙江省金华市	3.13
3	奶粉项目	55,241	黑龙江省杜尔伯特县	25.79
4	酸奶项目	140,958	江苏省苏州市、南京市、陕西省咸阳市、广州市惠州市、天津市武清区等	34.78
5	奶源项目	123,156	内蒙古呼和浩特市、内蒙古锡林浩特市、四川省邛崃市、安徽省合肥市、湖北省黄冈市、江苏省南京市等	7.82
6	补充流动资金	164,840		
	合计	700,000		

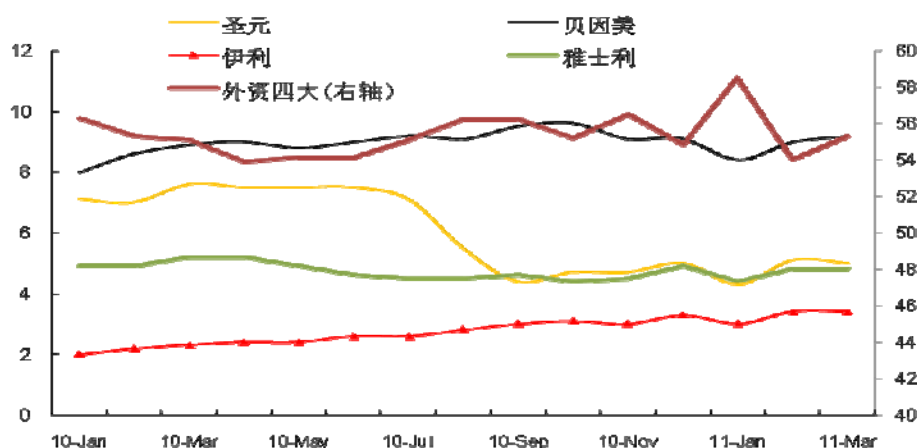
来源: 国金证券研究所

图表2: 主要乳企资产负债率对比



来源: 国金证券研究所

图表3: 超高端价位带主要奶粉厂商市占率对比: 伊利上升趋势明显, 品牌势能厚积薄发的最佳佐证



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	2010-04-27	买入	32.68	39.00 ~ 40.71
2	2010-05-13	买入	31.60	N/A
3	2010-06-09	买入	30.09	N/A
4	2010-08-30	买入	35.19	N/A
5	2010-10-29	买入	40.32	N/A
6	2011-02-09	买入	35.91	51.00 ~ 51.00
7	2011-05-02	买入	34.02	53.59 ~ 53.59
8	2011-05-19	买入	35.24	N/A

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	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室