伊利股份 (600887.SH)　乳业行业

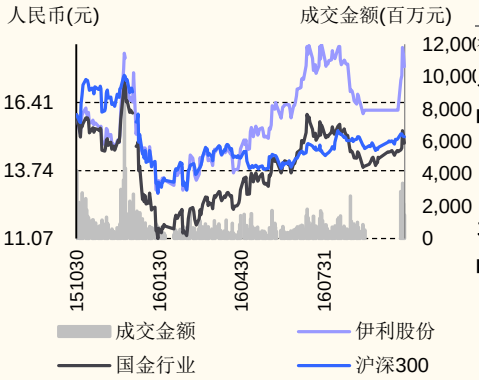
评级：买入　维持评级　　**公司点评**

市场价格（人民币）：17.81 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	6,033.37
总市值(百万元)	108,014.09
年内股价最高最低(元)	18.69/12.84
沪深 300 指数	3340.13
上证指数	3104.27



相关报告

1.《定增完善产业链、改善产品结构-伊利股份公司点评》，2016.10.23

2.《收入端略有压力，市占率继续领先-伊利股份公司点评》，2016.8.29

3.《业绩略超预期，市场份额持续提升-伊利股份公司点评》，2016.3.31

4.《费用端承压，期待明年效率改善-伊利股份业绩点评》，2015.11.2

申晟　联系人
(8621)60230204
shensheng@gjzq.com.cn

于杰　分析师 SAC 执业编号：S1130516070001
yujie@gjzq.com.cn

岳思铭　分析师 SAC 执业编号：S1130516080006
yuesiming@gjzq.com.cn

收入增速恢复，期望产品结构持续升级

公司基本情况(人民币，未增加圣牧并表)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	1.197	0.761	0.976	1.019	1.129
每股净资产(元)	6.08	3.30	1.64	1.65	1.71
每股经营性现金流(元)	0.80	1.57	0.55	0.65	0.72
市盈率(倍)	23.92	21.60	16.50	15.81	14.28
行业优化市盈率(倍)	55.70	67.34	56.96	56.96	56.96
净利润增长率(%)	15.06%	25.78%	28.39%	4.32%	10.79%
净资产收益率(%)	19.68%	23.08%	29.85%	30.96%	33.01%
总股本(百万股)	3,064.37	6,064.80	6,064.80	6,064.80	6,064.80

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司前三季度录得收入 459.2 亿元，同比+0.98%，归母净利 43.9 亿元，同比+20.7%，其中 Q3 单季录得收入 160 亿元，同比+2.4%，剔除优然牧业影响，同比+5.2%，归母净利 10.9 亿元，同比+25.5%，基本符合预期。

经营分析

- **三季度同比收入增速改善：**伊利股份 Q3 单季同比恢复增长，环比收入+8.8%，我们估计上半年特别是 Q2 由于上游奶源过剩的压力，下游在三四线城市以及农村的基础白奶促销在 Q3 得到小幅缓解，随之带动 Q3 毛利恢复，Q3 毛利环比+2.3ppt/同比+3.4ppt。我们预计随着下游原料库存的逐步降低，终端基础白奶的促销力度有望得到控制，收入端恢复低个位稳步增长。
- **市占率稳步提升：**根据尼尔森的数据，前三季度伊利市占率，特别是液态奶的市占率保持稳步上升的态势，截至 9 月底，常温奶和低温奶市占率分别同比+1.06ppt /0.33ppt，至 32%/15.7%，其中重点产品销售安慕希同比+121.5%，金典同比+10.8%，畅轻同比+20.1%。我们认为在基础白奶增长乏力的情况下，未来伊利将依靠不断创新新品，以及高端产品维持增速，扩大市场份额。
- **费用基本保持稳定：**销售费用率 Q3 单季同比-0.4ppt/环比+1.3ppt，前三季度总体同比+2.2ppt，由于市场竞争环境依然激烈，我们认为费用率短期内下滑的可能性不大；管理费用率方面，由于新增现代化设施导致的折旧以及工资水平的提高，单季/前三季分别同比+2.4ppt/+1.2ppt。
- **收购圣牧布局高端有机奶市场：**公司发布公告拟通过非公开发行，收购港股上市中国圣牧 37%股权。圣牧是国内有机奶龙头，市占率超 50%。伊利收购圣牧后将进一步改善产品结构，提高高端产品的占比，同时伊利的入股将改善圣牧营销薄弱环节，实现规模和利润的显著提升。

投资建议

- 伊利方面：我们预计 2016-2017 年收入为 615 亿/654 亿元，净利润为 59 亿元/62 亿元，分别对应定增前 EPS 0.976 元/1.019 元。中国圣牧：我们预计 2016-2017 年收入为 40 亿/53 亿元，净利润为 9.64 亿/13.25 亿元。
- 按照 2017 年定增落地，圣牧并表，伊利 2016-2017 总体利润分别为 59 亿元/66.9 亿元（37%贡献），对应定增后 EPS 0.976 元/1.005 元，目前伊利股份对应定增后 2016/17 年 PE 18.2X/17.7X，我们维持“买入”评级。

敬请参阅最后一页特别声明　用使司公限有理管金基银瑞投国供仅告报此
此报告仅供国投瑞银基金管理有限公司使用

图表 1：财务预测（未增加圣牧并表）

损益表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	**47,779**	**53,959**	**60,341**	**61,471**	**65,421**	**69,884**
增长率		*12.9%*	*11.8%*	*1.9%*	*6.4%*	*6.8%*
主营业务成本	-34,083	-36,400	-38,376	-37,854	-40,426	-42,946
% 销售收入	*71.3%*	*67.5%*	*63.6%*	*61.6%*	*61.8%*	*61.5%*
毛利	13,696	17,559	21,965	23,617	24,995	26,938
% 销售收入	*28.7%*	*32.5%*	*36.4%*	*38.4%*	*38.2%*	*38.5%*
营业税金及附加	-234	-185	-251	-258	-275	-294
% 销售收入	*0.5%*	*0.3%*	*0.4%*	*0.4%*	*0.4%*	*0.4%*
营业费用	-8,546	-10,075	-13,258	-13,831	-14,524	-15,375
% 销售收入	*17.9%*	*18.7%*	*22.0%*	*22.5%*	*22.2%*	*22.0%*
管理费用	-2,392	-3,163	-3,456	-3,442	-3,664	-3,914
% 销售收入	*5.0%*	*5.9%*	*5.7%*	*5.6%*	*5.6%*	*5.6%*
息税前利润（EBIT）	2,524	4,136	4,999	6,085	6,533	7,356
% 销售收入	*5.3%*	*7.7%*	*8.3%*	*9.9%*	*10.0%*	*10.5%*
财务费用	33	-155	-297	-12	-25	-58
% 销售收入	*-0.1%*	*0.3%*	*0.5%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.1%*
资产减值损失	-30	-176	-14	-44	-3	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	131	108	186	330	180	180
% 税前利润	*4.3%*	*2.5%*	*3.4%*	*4.7%*	*2.4%*	*2.2%*
营业利润	2,659	3,913	4,875	6,360	6,686	7,475
营业利润率	*5.6%*	*7.3%*	*8.1%*	*10.3%*	*10.2%*	*10.7%*
营业外收支	401	396	629	720	700	700
税前利润	**3,060**	**4,309**	**5,504**	**7,080**	**7,386**	**8,175**
利润率	*6.4%*	*8.0%*	*9.1%*	*11.5%*	*11.3%*	*11.7%*
所得税	141	-619	-869	-1,119	-1,167	-1,292
所得税率	*-4.6%*	*14.4%*	*15.8%*	*15.8%*	*15.8%*	*15.8%*
净利润	3,201	3,689	4,635	5,961	6,219	6,883
少数股东损益	14	22	23	39	41	39
归属于母公司的净利	**3,187**	**3,667**	**4,613**	**5,922**	**6,178**	**6,844**
净利率	*6.7%*	*6.8%*	*7.6%*	*9.6%*	*9.4%*	*9.8%*

现金流量表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	3,201	4,167	4,654	5,961	6,219	6,883
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	1,172	1,655	1,794	1,882	1,902	1,964
非经营收益	-438	329	466	-828	-604	-556
营运资金变动	1,539	-3,714	2,621	-335	343	420
经营活动现金净流	**5,475**	**2,436**	**9,536**	**6,680**	**7,859**	**8,712**
资本开支	-3,182	-3,932	-3,626	-98	0	0
投资	-312	-78	75	-1,200	-50	-50
其他	-2,766	3,011	64	330	180	180
投资活动现金净流	**-6,260**	**-999**	**-3,487**	**-968**	**130**	**130**
股权募资	6,118	0	0	0	0	0
债权募资	1,496	4,690	-2,586	-2,100	600	1,100
其他	-379	-1,807	-3,708	-243	-6,340	-6,389
筹资活动现金净流	**7,236**	**2,882**	**-6,293**	**-2,343**	**-5,740**	**-5,289**
现金净流量	**6,451**	**4,320**	**-244**	**3,369**	**2,249**	**3,552**

资产负债表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	8,173	14,273	13,084	16,453	18,702	22,254
应收款项	646	719	769	797	848	906
存货	3,683	5,008	4,663	4,312	4,605	4,892
其他流动资产	3,965	1,002	1,270	1,498	1,550	1,600
流动资产	16,467	21,001	19,786	23,060	25,705	29,653
% 总资产	*50.1%*	*53.2%*	*49.9%*	*53.5%*	*57.7%*	*62.7%*
长期投资	906	848	1,110	2,310	2,360	2,410
固定资产	13,175	15,372	16,640	15,438	14,178	12,862
% 总资产	*40.1%*	*38.9%*	*42.0%*	*35.8%*	*31.8%*	*27.2%*
无形资产	1,012	1,127	1,183	1,249	1,309	1,365
非流动资产	16,410	18,493	19,845	20,005	18,856	17,645
% 总资产	*49.9%*	*46.8%*	*50.1%*	*46.5%*	*42.3%*	*37.3%*
资产总计	**32,877**	**39,494**	**39,631**	**43,066**	**44,561**	**47,298**
短期借款	4,086	8,072	6,190	3,990	4,490	5,490
应付款项	9,651	8,724	9,825	9,593	10,163	10,810
其他流动负债	1,780	1,960	2,187	8,057	8,229	8,400
流动负债	15,517	18,757	18,202	21,640	22,882	24,700
长期贷款	0	704	0	100	200	300
其他长期负债	1,047	1,212	1,283	1,283	1,283	1,283
负债	**16,565**	**20,673**	**19,485**	**23,023**	**24,365**	**26,283**
普通股股东权益	16,125	18,634	19,984	19,842	19,955	20,734
少数股东权益	188	188	162	200	241	280
负债股东权益合计	**32,877**	**39,494**	**39,631**	**43,066**	**44,561**	**47,298**

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	1.560	1.197	0.761	0.976	1.019	1.129
每股净资产	7.893	6.081	3.295	1.636	1.645	1.709
每股经营现金净流	2.680	0.795	1.572	0.551	0.648	0.718
每股股利	0.800	0.800	0.450	0.500	0.500	0.500
回报率						
净资产收益率	19.77%	19.68%	23.08%	29.85%	30.96%	33.01%
总资产收益率	9.69%	9.29%	11.64%	13.75%	13.86%	14.47%
投入资本收益率	12.94%	12.83%	15.99%	21.23%	22.10%	23.11%
增长率						
主营业务收入增长率	13.78%	12.94%	11.83%	1.87%	6.43%	6.82%
EBIT增长率	53.09%	63.85%	20.87%	21.72%	7.36%	12.60%
净利润增长率	85.61%	15.06%	25.78%	28.39%	4.32%	10.79%
总资产增长率	65.92%	20.13%	0.35%	8.67%	3.47%	6.14%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.4	2.9	3.3	3.7	3.7	3.7
存货周转天数	35.8	43.6	46.0	42.0	42.0	42.0
应付账款周转天数	51.2	52.5	54.0	55.0	55.0	55.0
固定资产周转天数	89.2	97.5	95.9	86.4	73.6	61.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-25.05%	-29.20%	-34.22%	-61.68%	-69.38%	-78.35%
EBIT利息保障倍数	-76.3	26.7	16.8	507.1	264.5	126.1
资产负债率	50.38%	52.34%	49.17%	53.46%	54.68%	55.57%

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-07-01	买入	17.62	24.00～27.00
2	2015-08-31	买入	15.93	22.00～25.00
3	2015-11-02	买入	15.93	22.00～25.00
4	2016-03-31	买入	14.30	20.00～22.00
5	2016-08-29	买入	17.91	22.00～22.00
6	2016-10-23	买入	16.11	N/A

来源：国金证券研究所

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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，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唯一因素。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邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD