

伊利股份 (600887)

结构调整是2017年主基调，仍值得拥有

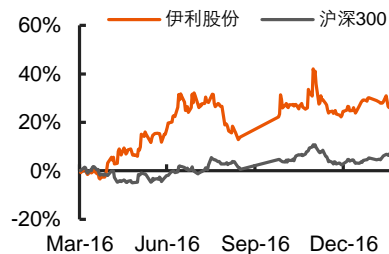
强烈推荐 (维持)

现价: 18.63 元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.yili.com
大股东/持股	呼和浩特投资有限责任公司 /9.90%
实际控制人/持股	呼和浩特市国有资产管理委员会 /9.90%
总股本(百万股)	6,079
流通 A 股(百万股)	6,033
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	1,132.52
流通 A 股市值(亿元)	1,124.02
每股净资产(元)	3.81
资产负债率(%)	40.80

行情走势图



相关研究报告

《伊利股份*600887*新格局、新成长、新预期支持三年翻倍》 2016-10-30
《伊利股份*600887*三箭齐发利好股价：定增、并购、股权激励》 2016-10-23

证券分析师

文献 投资咨询资格编号
S1060511010014
0755-22627143
WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项：伊利股份公布 16 年报，16 年营收 606.1 亿元，增 0.4%，归母净利 56.6 亿元，增 22.2%，EPS0.93 元。4Q16 营收 144.4 亿元，降 0.3%，归母净利 12.7 亿元，增 27.9%，EPS0.21 元。拟每 10 股派现金红利 6 元（含税）。

平安观点：

- 4Q16 营收、净利同比-0.3%、27.9%，营收略低于我们预期的+2%，因奶粉仍小幅下滑；净利高于我们预期的+18%，因营业外收入高。
- **产品结构调整是 16 年主线，2017 年将延续。**16 年明星产品安慕希、金典、金领冠珍护、畅轻等均增双位数以上，抵消乳饮料等老产品下滑后带动营收增长，重点产品占公司营收 49%较 15 年提升 3.2pct。17 年，增长主要靠明星产品，较 16 年更有利的是，竞争环境边际趋缓，产品均价或从下跌转上升，利好所有液奶产品营收。或正基于此，公司 17 年计划营收增约 7.8%至 650 亿。
- **毛利率承压，但费用率下行足以抵消，净利率仍可持续提升。**4Q16 毛利率环比-3.8pct 至 35.3%，因奶粉占比降、原奶价格降幅收窄、大包粉开始涨、各辅料价格涨。4Q16 销售费用率同比-1.6pct，或体现行业竞争边际趋缓。4Q16 管理费用率同比-4.8pct，有会计政策变更和 4Q15 高基数原因。2017 年，进口大包粉价格涨、辅料价格涨等仍会压制毛利率，但竞争环境趋缓有利于费用率持续下降，应足以抵消毛利率下降影响，净利率仍有望小幅提升。
- **17 年经常性损益占比有望明显提升。**16 年扣非后 EPS 为 0.75 元，约为 0.93 元的 80%，非经常性来自出售优然牧业和辉山的投资收益，及政府补助。17 年，投资收益和政府补助为主的非经常性损益更可能下降。或因此，公司预计 17 年利润总额 62 亿元同比降约 7%，也体现对主业相对保守估计。
- **仍值得拥有，维持“强烈推荐”评级。**下调 17-18 年 EPS 预测（摊薄前）约 10%至 0.96、1.15 元，同比+2.9%、19.6%，动态 PE19.4、16.3 倍。伊利系统性作战能力行业领先，各业务线市场份额持续提升，品牌&渠道优势明显，费用率有压缩空间，净利持续增长可期，17 年不到 20 倍 PE，仍值得拥有，维持“强烈推荐”评级！
- **风险提示：**食品安全事件、收购圣牧进展不及预期、行业竞争加剧。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	60,360	60,609	64,584	69,688	73,715
YoY(%)	10.9	0.4	6.6	7.9	5.8
净利润(百万元)	4,632	5,662	5,826	6,968	7,900
YoY(%)	11.8	22.2	2.9	19.6	13.4
毛利率(%)	36.4	38.2	37.7	38.1	38.4
净利率(%)	7.7	9.4	9.0	10.0	10.7
ROE(%)	24.0	26.3	25.5	28.7	28.2
EPS(摊薄/元)	0.76	0.93	0.96	1.15	1.30
P/E(倍)	24.4	20.0	19.4	16.3	14.3
P/B(倍)	5.7	4.9	5.0	4.3	3.8

图表1 年报快读：4Q16营收、归母净利分别同比-0.3%、27.9%

单位：百万元，元/股

	4Q15	4Q16	同比变化	2015	2016	同比变化	
营业收入	14,480	14,438	-0.3%	60,360	60,609	0.4%	口径调整后 16 年营收增约 3%；奶粉下跌，冷饮、液奶收入增长
营业成本	8,752	9,307	6.3%	38,376	37,427	-2.5%	
毛利率	39.6%	35.3%	-4.2%	36.4%	37.9%	1.5%	价格战致均价下降，4Q 成本升抵消结构升级作用，毛利率承压
毛利	5,728	5,082	-11.3%	21,984	22,885	4.1%	
营业税金及附加	69	157	125.9%	251	420	67.3%	口径划分调整，自管理费用调入
销售费用	3,590	3,351	-6.7%	13,258	14,114	6.5%	广告费率高位，价格价或已见顶部
管理费用	1,274	662	-48.0%	3,456	3,457	0.0%	部分税费调整至“税金及附加”
财务费用	-4	7	250.7%	297	24	-92.0%	
资产减值损失	-10	-1	91.7%	14	46	235.5%	
公允价值变动收益	0	0	0.0%	0	0	0.0%	
投资收益	40	36	-10.5%	186	399	114.3%	处置辉山乳业和优然乳业股权所致
营业利润	850	992	16.6%	4,894	5,520	12.8%	
营业利润率	5.9%	6.9%	1.0%	8.1%	9.2%	1.0%	
营业外收入	402	418	3.8%	712	1,179	65.5%	主要是投资建厂政府补助
营业外支出	32	13	-57.7%	83	67	-19.2%	
利润总额	1,221	1,396	14.3%	5,524	6,632	20.1%	
所得税	222	132	-40.6%	869	963.0	10.8%	
所得税率	27.4%	13.8%	-13.6%	18.5%	18.8%	0.3%	
少数股东权益	4.25	(7.88)	-285.4%	22.63	7.23	-68.1%	
归属于母公司净利润	994	1,272	27.9%	4,632	5,662	22.2%	
净利率	6.9%	8.8%	2.0%	7.7%	9.4%	1.7%	
EPS	0.16	0.21	27.9%	0.76	0.93	22.2%	归母净利略超预期，营业外因素

资料来源：公司公告、平安证券研究所、wind

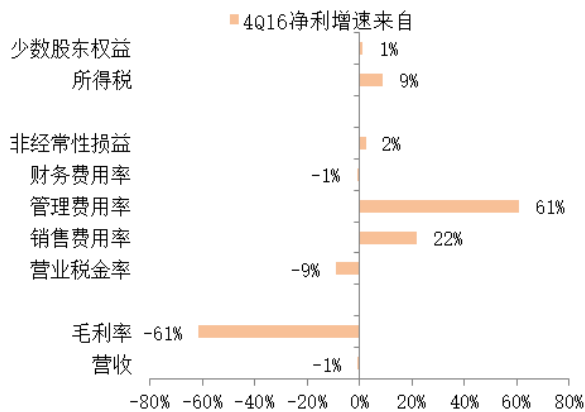
图表2 2H16液态奶、奶粉、冷饮收入分别同比+5%、-6%、+14%

单位：百万元

	1H14	2H14	1H15	2H15	1H16	2H16
液体乳收入	20,709	21,698	22,423	24,728	23,495	26,028
HoH	15.3%	13.3%	8.3%	14.0%	4.8%	5.3%
毛利率	31.0%	30.6%	32.7%	35.4%	37.2%	34.8%
同比变化	2.5%	6.8%	1.6%	4.8%	4.5%	-0.5%
奶粉收入	3,041	2,972	3,336	3,111	2,534	2,922
HoH	9.1%	9.1%	9.7%	4.7%	-24.1%	-6.1%
毛利率	45.9%	45.4%	52.0%	60.2%	58.5%	54.1%
同比变化	1.6%	2.0%	6.2%	14.8%	6.5%	-6.1%
冷饮收入	3,040	1,244	2,990	1,108	2,931	1,264
HoH	8.2%	-13.2%	-1.7%	-10.9%	-2.0%	14.0%
毛利率	36.9%	30.4%	38.0%	31.7%	43.7%	41.7%
同比变化	3.6%	-1.2%	1.1%	1.3%	5.6%	10.0%
饲料收入	305	478	524	534	408	
HoH	2.4%	67.7%	71.5%	11.9%	-22.1%	
毛利率	12.5%	17.5%	26.5%	13.7%	24.7%	
同比变化	0.5%	6.9%	14.0%	-3.7%	-1.8%	

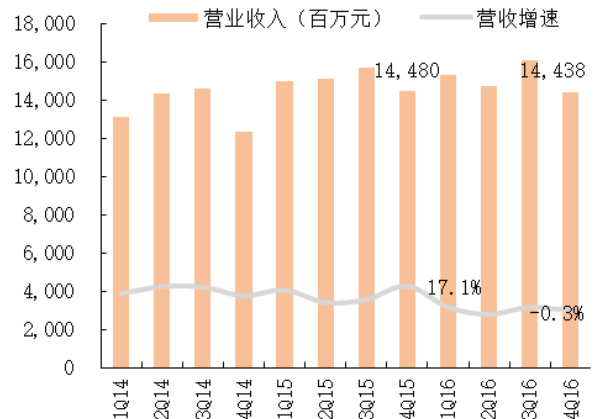
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 4Q16净利增长主因费用率节省



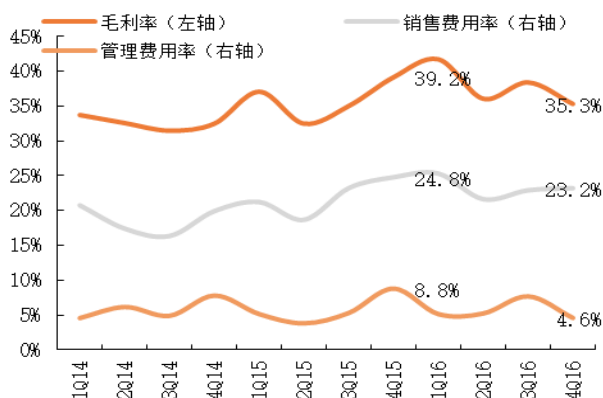
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表4 4Q16营收144亿元，同比-0.3%



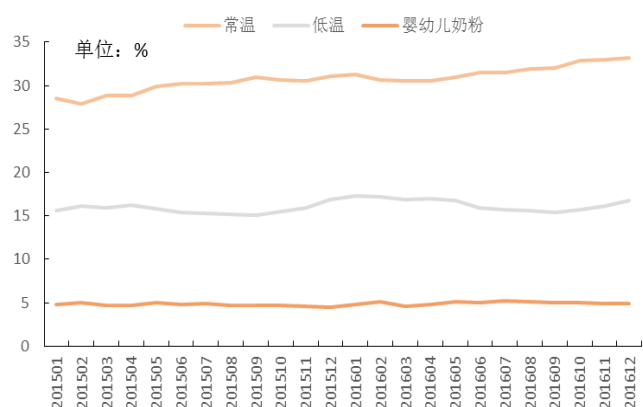
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表5 4Q16毛利率同比-3.8PCT、销售费用率、管理费用率分别同比-1.6PCT、-4.2PCT



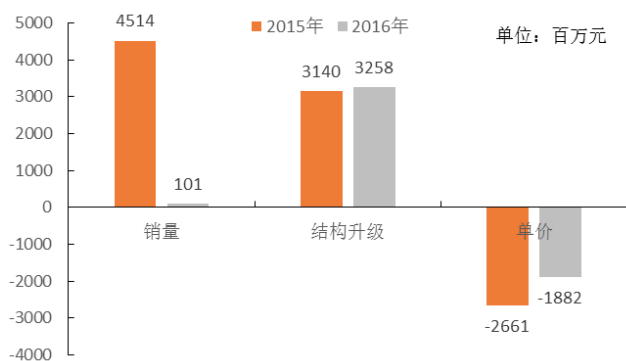
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表6 16年各品类市占率稳步提升



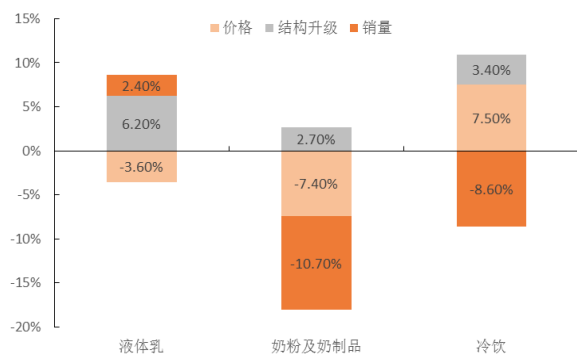
资料来源：AC尼尔森、平安证券研究所

图表7 结构升级是增长主要驱动力



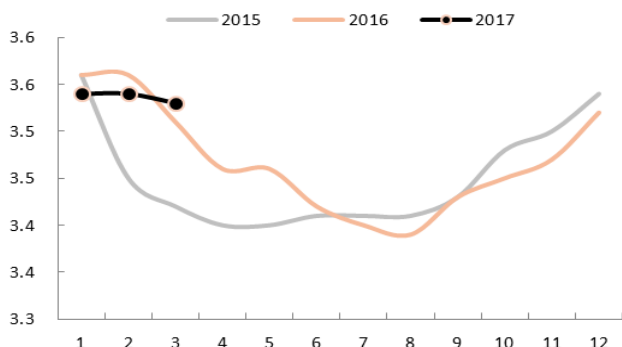
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表8 结构升级对各业务增长贡献明显



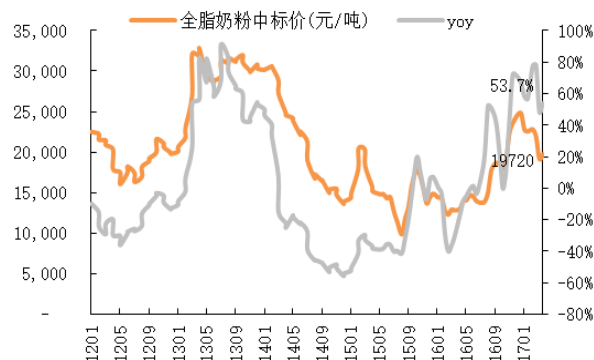
备注：公司公告、平安证券研究所

图表9 2017年3月，生鲜乳月均价同比升0.6%（元/公斤）



资料来源：平安证券研究所、wind

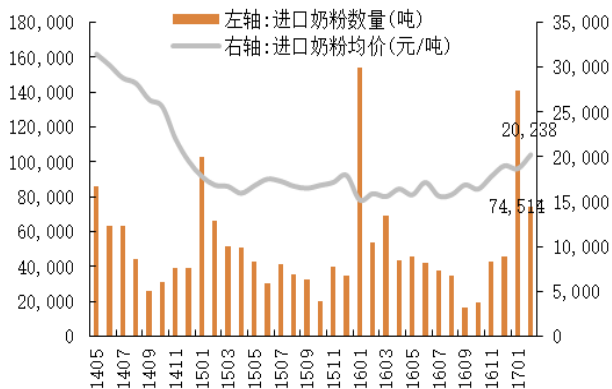
图表10 3月21日，恒天然全脂奶粉中标价19,720元/吨，环比-10.0%，同比53.7%



备注：美元汇率为人民币当日平均汇率

资料来源：GDT、平安证券研究所

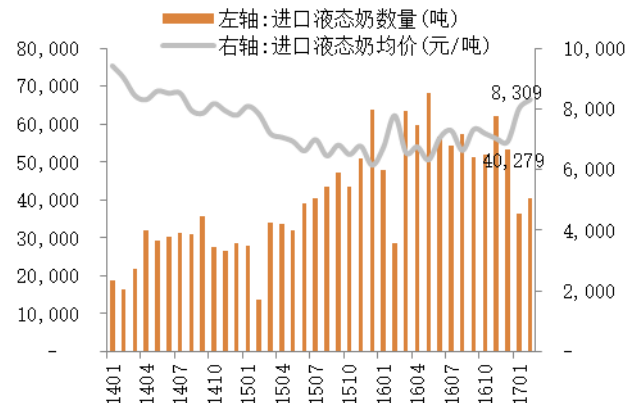
图表11 2017年2月进口奶粉数量同比+39%



资料来源：美元汇率为人民币当月平均汇率

资料来源：Wind、平安证券研究所

图表12 2017年2月进口液态奶数量同比+40%



备注：美元汇率为人民币当月平均汇率

资料来源：Wind、平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	20,193	21,916	27,798	32,620
现金	13,824	14,973	20,402	24,792
应收账款	572	611	658	697
其他应收款	39	47	48	52
预付账款	558	622	655	696
存货	4,326	4,767	5,049	5,351
其他流动资产	874	895	985	1,032
非流动资产	19,070	19,214	19,292	19,368
长期投资	1,631	1,631	1,631	1,631
固定资产	14,481	14,663	14,712	14,797
无形资产	991	992	993	995
其他非流动资产	1,967	1,928	1,955	1,945
资产总计	39,262	41,129	47,090	51,988
流动负债	14,908	17,280	19,746	20,684
短期借款	150	150	150	150
应付账款	6,753	6,813	7,544	7,820
其他流动负债	8,005	10,317	12,052	12,714
非流动负债	1,119	1,119	1,119	1,119
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	1,119	1,119	1,119	1,119
负债合计	16,026	18,398	20,865	21,803
少数股东权益	154	162	171	182
股本	6,065	6,079	6,079	6,079
资本公积	2,476	2,676	2,676	2,676
留存收益	14,179	13,453	16,937	20,887
归属母公司股东权益	23,082	22,569	26,053	30,003
负债和股东权益	39,262	41,129	47,090	51,988

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	12,817	6,334	9,971	9,542
净利润	5,662	5,826	6,968	7,900
折旧摊销	1,612	1,517	1,537	1,542
财务费用	24	44	42	37
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	3,056	-1,313	1,187	-162
其他经营现金流	2,464	260	238	225
投资活动现金流	-3,243	-1,715	-1,588	-1,631
资本支出	-672	-1,715	-1,588	-1,631
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-2,571	0	0	0
筹资活动现金流	-8,815	-3,470	-2,954	-3,521
短期借款	-6,040	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	14	0	0
资本公积增加	0	199	0	0
其他筹资现金流	-2,775	-3,683	-2,954	-3,521
现金净增加额	760	1,150	5,429	4,390

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	60,609	64,584	69,688	73,715
营业成本	37,427	40,213	43,129	45,420
营业税金及附加	420	312	370	419
营业费用	14,114	14,255	14,826	15,270
管理费用	3,457	3,617	3,833	3,981
财务费用	24	44	42	37
资产减值损失	46	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	399	80	80	80
营业利润	5,520	6,223	7,568	8,667
营业外收入	1,179	707	707	707
营业外支出	67	67	67	67
利润总额	6,632	6,863	8,208	9,307
所得税	963	1,029	1,231	1,396
净利润	5,669	5,833	6,977	7,911
少数股东损益	7	8	9	11
归属母公司净利润	5,662	5,826	6,968	7,900
EBITDA	7,156	7,784	9,147	10,245
EPS (元)	0.93	0.96	1.15	1.30

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入(%)	0.4	6.6	7.9	5.8
营业利润(%)	12.8	12.7	21.6	14.5
归属于母公司净利润(%)	22.2	2.9	19.6	13.4
获利能力				
毛利率(%)	38.2	37.7	38.1	38.4
净利率(%)	9.4	9.0	10.0	10.7
ROE(%)	26.3	25.5	28.7	28.2
ROIC(%)	31.8	47.6	66.3	83.0
偿债能力				
资产负债率(%)	40.8	44.7	44.3	41.9
净负债比率(%)	-59.0	-84.2	-89.7	-98.6
流动比率	1.4	1.3	1.4	1.6
速动比率	1.1	1.0	1.2	1.3
营运能力				
总资产周转率	1.5	1.6	1.6	1.5
应收账款周转率	105.9	109.2	109.8	108.8
应付账款周转率	5.8	5.9	6.0	5.9
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.93	0.96	1.15	1.30
每股经营现金流(最新摊薄)	2.11	1.04	1.64	1.57
每股净资产(最新摊薄)	3.81	3.71	4.29	4.94
估值比率				
P/E	20.0	19.4	16.3	14.3
P/B	4.9	5.0	4.3	3.8
EV/EBITDA	15.8	14.5	12.4	11.0

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033