

食品饮料

2017年04月28日

伊利股份 (600887)

—— 终止收购不改长期发展策略，乳制品龙头地位稳固

报告原因：有信息公布需要点评

买入 (维持)

市场数据： 2017年04月27日

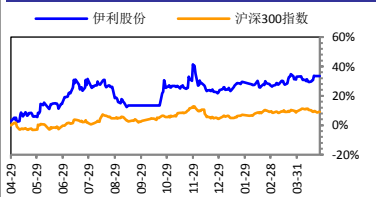
收盘价(元)	18.96
一年内最高/最低(元)	20.66/14.25
市净率	5.0
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	114393
上证指数/深证成指	3152.19 / 10229.19

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2016年12月31日

每股净资产(元)	3.81
资产负债率%	40.82
总股本/流通A股(百万)	6079/6033
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《伊利股份(600887)点评：亮点不足，但不悲观》 2017/04/05

《伊利股份(600887)点评：受益消费升级及成本低位 高毛利延续 维持买入》 2016/10/31

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com

联系人

张喆
(8621)23297818×转
zhangzhe@swsresearch.com

投资要点：

- **事件：**伊利27日发布公告，公司拟终止收购中国圣牧股权并同时终止非公开发行股票事项。
- **投资评级与估值：**我们维持17-19年EPS为1.03、1.15、1.27元，最新收盘价对应17-18年PE分别为18、17倍，维持买入评级。公司核心看点为：1) 液态奶收入增速环比改善+奶粉业务见底回升，17年收入弹性更大；2) 乳制品产品结构升级稳步推进，净利率水平仍有提升空间；3) 公司产品创新+渠道推广能力优秀，核心竞争力突出，长期看点仍足。
- **终止收购圣牧、非公开发行股票事项同时终止：**伊利公告因在收购圣牧时签订《股份买卖协议》后6个月的截止日期内，收购的先决条件尚未全部满足，特别是尚未收到商务部反垄断局对就各买卖协议项下拟进行交易的经营者集中申报的批准。伊利和圣牧共同商定不延长《股份买卖协议》的最终截止日期，《股份买卖协议》已于2017年4月21日自动终止，公司因协议收购中国圣牧股权超过30%而触发的全面收购要约也已失效。同时公司2016年10月推出的拟用于收购中国圣牧37.00%股权等项目的非公开发行股票事项一起终止。
- **终止收购不影响公司产品结构升级策略，不宜过度负面解读：**以金典、安慕希为代表的高端产品是伊利近年来收入增长的核心驱动因素，产品结构的持续升级是重要战略方向。作为从原奶供应商转型为液态奶生产商的代表，圣牧的高端有机奶产品符合伊利的产品布局，2016年液态奶实现超过20亿的收入。但是由于销售规模和品牌影响力的限制，公司的销售渠道相对单薄。同时公司液态奶收入的快速增长建立在应收账款大幅提升的基础上，2016年底公司的应收账款及票据超过11亿，占公司总收入的30%以上，2016年对应收账款计提减值准备也影响了公司的盈利能力，若收购完成仍有较大的不确定性。虽然此次收购终止，但是一方面圣牧仍是伊利的原料奶供应商；另一方面伊利金典有机奶体现出良好的成长性，公司高端产品的布局仍会持续推进。公司16年下半年为应对阳光保险举牌，通过非公开发行股票的形式收购圣牧股权略显仓促，此次终止收购不宜过度负面解读。
- **液态奶收入增速呈现环比改善趋势，利润端虽面临压力但长期趋势向好，伊利仍具备配置价值：**去年下半年开始公司的液态奶业务收入增速呈现出一定复苏趋势，16年年报中制定的17年收入规划同比增长7%以上也显示出公司对于收入改善的信心。虽然公司利润面临原材料成本上涨以及竞争格局的不确定性，但是长期来看成本受压下的费用投放减缓是长期趋势，当前伊利仍具备配置价值。
- **股价表现的催化剂：核心产品增长超预期，市场竞争格局改善速度超预期**
- **核心假设风险：业绩低于预期、原材料成本大幅波动**

财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	59,863	60,312	65,061	70,811	75,581
同比增长率(%)	10.94	0.75	7.87	8.84	6.74
净利润(百万元)	4,632	5,662	6,242	7,008	7,710
同比增长率(%)	11.76	22.24	10.25	12.27	10.02
每股收益(元/股)	0.76	0.93	1.03	1.15	1.27
毛利率(%)	35.9	37.9	37.2	38.2	38.8
ROE(%)	23.2	24.5	24.0	23.9	23.4
市盈率	25	20	18	17	15

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	53,959	59,863	60,312	65,061	70,811	75,581
营业收入同比增长率 (yoy)	12.94%	10.94%	0.75%	-	-	-
减: 营业成本	36,400	38,376	37,427	40,856	43,748	46,279
毛利率 (%)	32.54%	35.89%	37.94%	37.20%	38.20%	38.80%
减: 营业税金及附加	185	251	420	314	376	430
主营业务利润	17,374	21,237	22,465	-	-	-
主营业务利润率 (%)	32.20%	35.48%	37.25%	-	-	-
减: 销售费用	10,075	13,258	14,114	13,923	15,578	16,704
减: 管理费用	3,163	3,456	3,457	3,578	3,895	4,233
减: 财务费用	155	297	24	-33	-22	-23
经营性利润	3,981	4,225	4,870	-	-	-
经营性利润同比增长率 (yoy)	55.68%	6.13%	15.25%	-	-	-
经营性利润率 (%)	7.38%	7.06%	8.07%	-	-	-
减: 资产减值损失	176	14	46	0	0	0
加: 投资收益及其他	108	186	399	201	232	247
营业利润	4,390	4,894	5,520	6,623	7,468	8,207
加: 营业外净收入	396	629	1,112	712	818	881
利润总额	4,786	5,524	6,632	7,335	8,286	9,087
减: 所得税	619	869	963	1,069	1,254	1,356
净利润	4,167	4,654	5,669	6,266	7,032	7,731
少数股东损益	22	23	7	24	23	22
归属于母公司所有者的净利润	4,144	4,632	5,662	6,242	7,008	7,710
净利润同比增长率 (yoy)	30.03%	11.76%	22.24%	-	-	-
全面摊薄总股本	3,064	6,065	6,065	6,065	6,065	6,065
每股收益 (元)	1.35	0.76	0.93	1.03	1.15	1.27
归属母公司所有者净利润率 (%)	7.68%	7.74%	9.39%	-	-	-
ROE	22.24%	23.18%	24.53%	24.00%	23.90%	23.40%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。