



**买入**

**30% ↑**

目标价格:人民币 36.00

原目标价格:人民币 31.50

600887.CH

价格:人民币 27.69

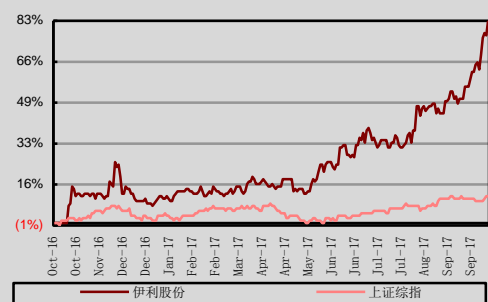
目标价格基础:27倍 18年市盈率

板块评级:增持

**本报告要点**

■ 伊利股份跟踪报告

**股价表现**



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	61.8	14.2	32.5	77.7
相对上证指数	54.1	13.5	27.6	67.4

发行股数(百万)	6,079
流通股(%)	99
流通股市值(人民币 百万)	167,064
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,250
净负债比率(%) (2017E)	56
主要股东(%)	
呼和浩特投资有限责任公司	10

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券  
以2017年10月16日收市价为标准

**相关研究报告**

《伊利股份17年中报点评: 收入超预期, 尽显王者霸气》2017.9.1

《伊利股份深度报告: 剑指千亿五强, 最具世界级食品龙头潜质》2017.7.14

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

**食品饮料**

汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

# 伊利股份

## 消费升级、成本温和、格局改善, 18年利润高弹性可期

伊利充分享受消费升级, 低线城乡居民收入进入消费升级拐点期, 三四线城市需求超预期, 18年国内奶价向上有潜力, 温和上涨成本环境有望持续, 竞争格局继续改善, 我们从数据角度, 确认温和上涨的成本环境对伊利有利。根据草根调研, 估计3季度收入可增15%以上, 3季度利润弹性较高。7月14日的伊利深度报告中, 我们已经判断伊利下半年利润弹性较高, 给出17年每股收益预测1.04元/股, 本篇报告我们上调伊利18-19年盈利预测, 预计17-19年每股收益为1.04、1.33、1.64元/股, 同比增12%、28%、23%, 目标价上调至36.00元, 向上空间30%, 维持买入评级, 继续重点推荐。

**支撑评级的要点**

- 伊利三四线城市需求超预期, 主要原因: (1) 低线城乡居民收入进入消费升级拐点期。(2) 自媒体信息渠道成熟, 一二线城市示范效应显著, 三四线生活方式与理念向其看齐。(3) 伊利渠道下沉匹配三四线城乡居民消费升级需求。
- 18年国内奶价向上有潜力, 行业综合成本温和上涨有望持续。国际原奶供给收缩不及预期, 大包粉GDT价格上涨趋势可能于17年底结束, 18年步入稳中微降阶段。乳品需求超预期可能加速供需再平衡, 18年国内奶价稳中向上有潜力, 外包纸箱、人工、物流成本持续上涨可期, 成本温和上涨的环境有望持续。
- 我们从数据角度, 确认温和上涨的成本环境对伊利有利。根据测算, 17年上半年行业综合成本同比增8.7%, 我们发现, 行业综合成本温和上涨会提升伊利扣非净利率, 而成本增长过快或下降的情况下, 扣非净利率出现小幅下跌; 在行业综合成本温和上涨的前提下, 若原奶价格温和上涨, 伊利扣非净利率提升幅度更大。
- 当前竞争格局在“小型乳企+大型原奶型企业+龙头乳企”三个层次同时改善。我们从7月14日伊利首篇深度报告开始持续关注竞争格局改善, 依次梳理成本压力促小型杂牌乳企退出、液奶双寡头垄断格局下龙头费用率下降可期、大型原奶型企业受制低迷奶价收缩战线等竞争格局改善逻辑, 本篇报告进行了总结。
- 估计3季度收入可增15%以上, 费用投放减缓, 3季度利润弹性较高。根据草根调研, 估计3季度伊利收入增速15%以上, 17年5月起, 伊利费用投放明显减缓, 中秋促销力度同比下降, 收入高增速与费用投放减缓双因素叠加, 我们估计3季度利润弹性较高。

**评级面临的主要风险**

- 低线城乡乳品需求不及预期, 竞争格局改善不及预期, 食品安全问题。

**估值**

- 我们上调伊利18-19年盈利预测, 预计17-19年每股收益分别为1.04、1.33、1.64元/股, 分别同比增12%、28%、23%, 给予18年市盈率27倍, 对应目标价由31.50元上调至36.00元, 向上空间30%, 维持买入评级。

**投资摘要**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	60,360	60,609	68,144	77,197	86,970
变动(%)	11	0	12	13	13
净利润(人民币 百万)	4,632	5,662	6,318	8,103	9,938
全面摊薄每股收益(人民币)	0.762	0.931	1.039	1.333	1.635
变动(%)	11.8	22.2	11.6	28.2	22.6
市场预期每股收益(人民币)			1.023	1.200	1.388
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.039	1.257	1.482
调整幅度(%)			0.0	6.0	10.3
全面摊薄市盈率(倍)	36.3	29.7	26.6	20.8	16.9
价格/每股现金流量(倍)	21.9	14.3	19.9	15.9	13.2
每股现金流量(人民币)	1.26	1.94	1.39	1.74	2.10
企业价值/息税折旧前利润(倍)	24.0	23.1	19.6	15.0	11.8
每股股息(人民币)	0.437	0.457	0.510	0.654	0.802
股息率(%)	1.6	1.7	1.8	2.4	2.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 目录

龙头为王，低线城市收入进入消费升级拐点期 .....	4
18 年奶价向上有潜力，成本温和上涨有望持续 .....	5
行业综合成本温和上涨，推动伊利业绩提速 .....	7
小型乳企+大型原奶型企业+龙头乳企，当前竞争格局三层次同时改善	9
估计 3 季度收入可增 15% 以上，利润弹性较高 .....	11
盈利预测与投资评级 .....	12
风险提示.....	13
研究报告中所提及的有关上市公司 .....	14

## 图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 城镇与农村居民人均可支配收入.....	4
图表 2. 国内乳制品产量.....	4
图表 3. IFCN 国际原奶与饲料价格.....	5
图表 4. 大包粉 GDT 价格与到岸价格比较.....	6
图表 5. 国内生鲜乳价格与大包粉到岸完税折合价格对比.....	6
图表 6. 成本环境与伊利扣非净利率变动.....	8
图表 7. 规模以上乳企数量.....	9
图表 8. 国内主产区生鲜乳价格.....	10
图表 9. 伊利 3 季度业绩预测.....	11
图表 10. 伊利股份盈利预测关键假设.....	12
损益表(人民币 百万).....	15
资产负债表(人民币 百万).....	15
现金流量表(人民币 百万).....	15
主要比率 (%).....	15

## 龙头为王，低线城乡收入进入消费升级拐点期

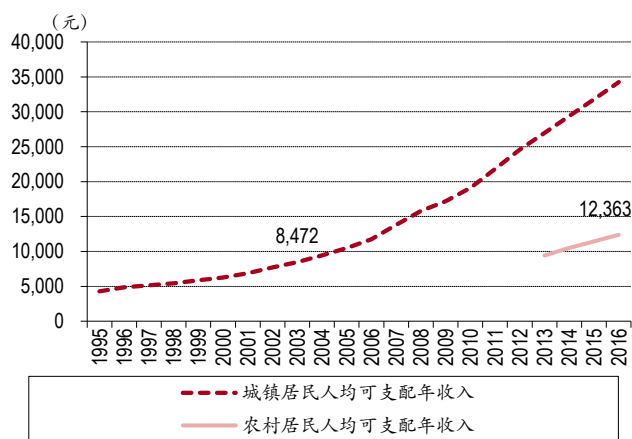
伊利充分享受消费升级，三四线城市需求超预期，低线城乡居民收入进入消费升级拐点期。伊利产品结构继续升级，我们估计目前伊利整体液体乳高端产品占液体乳收入达 55%，且将继续快速提升。国庆中秋双节前后，伊利全国性缺货现象比较严重，凸显旺盛需求，三四线城市需求超预期，我们认为超预期的主要原因：

(1) **低线城乡居民收入进入消费升级拐点期。**根据国家统计局，2003-2004 年国内乳制品产量同比增速 30%+，城镇需求放量，彼时城镇居民人均可支配收入为 8,427 元，考虑通胀因素（按 CPI 计），相当于 16 年的 12,120 元。根据国家统计局，16 年农村居民人均可支配收入为 12,363 元，进入消费升级拐点期。

(2) **自媒体信息渠道成熟，一二线城市示范效应显著，三四线城市生活方式与理念向其看齐、关注健康，低线城乡两大消费升级路径双轮驱动，**一是基础产品向高端产品升级，二是娃哈哈等乳饮料向白奶切换，低线城市高端产品基数低，因而需求强劲可持续。

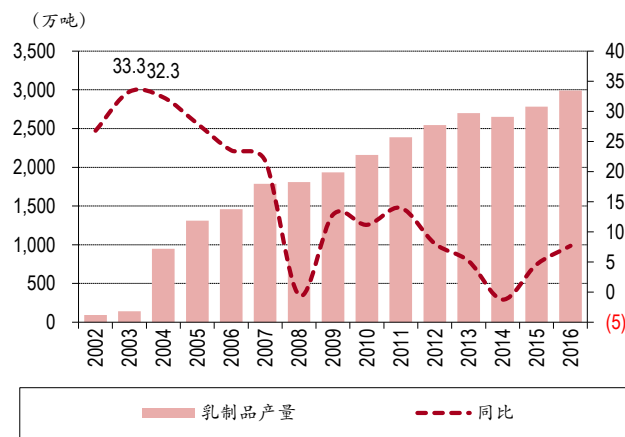
(3) **渠道下沉匹配三四线城市居民消费升级需求。**根据渠道反馈，伊利加大低线区域投入，满足低线城乡旺盛需求，持续带来增量收益。

图表 1. 城镇与农村居民人均可支配收入



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 2. 国内乳制品产量



资料来源：国家统计局，中银证券

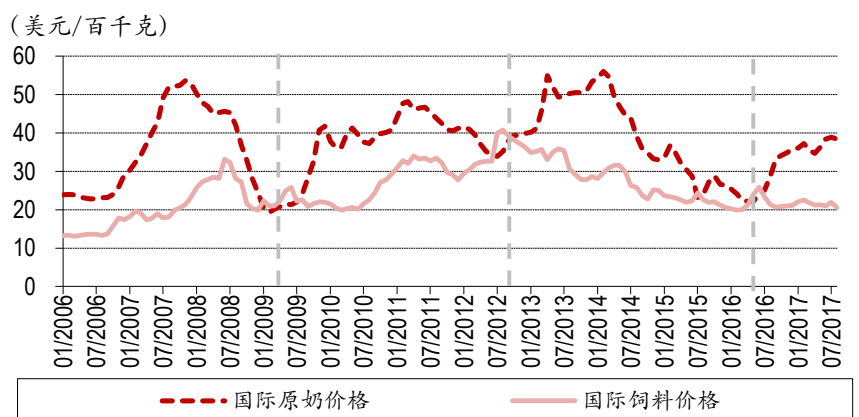
## 18 年奶价向上有潜力，成本温和上涨有望持续

国际原奶供给收缩不及预期，大包粉价格上涨趋势可能于 17 年底结束，18 年步入稳中微降阶段。乳品需求超预期可能加速供需再平衡，国内原奶价格 18 年稳中向上有潜力。从行业综合成本角度来看，18 年人工与物流成本持续上涨可期，外包纸箱受环保政策趋严影响，大概率继续上行，虽然大包粉价格可能稳中微降，但国内原奶价格有向上潜力，因而我们判断 18 年行业综合成本将继续温和上涨。

**2017 年 1-9 月原奶价格变动回顾：**2017 年 1-9 月，国内生鲜乳价格同比持平，GDT 全脂大包粉价格同比涨 41.0%，脱脂大包粉价格同比涨 14.9%。最新一轮 GDT 奶粉拍卖价格于 10 月 4 日公布，全脂大包粉价格环比跌 2.7%，脱脂大包粉环比跌 3.4%。

**国际原奶价格趋势判断：**供给收缩不及预期，上涨趋势可能于 17 年底结束，18 年步入稳中微降阶段。自 2016 年 6 月触及饲料价格为界的盈亏平衡点以来，受供给收缩驱动，价格呈上行趋势，但目前来看，供给收缩不及预期，最新一轮 GDT 奶粉拍卖价格也出现环比较大跌幅，按照 3 年一轮国际原奶价格周期的大致规律来看，若供给情况未出现进一步明显收缩，国际原奶价格将步入价格周期后半段，2018 年可能呈稳中微降的态势。

图表 3. IFCN 国际原奶与饲料价格



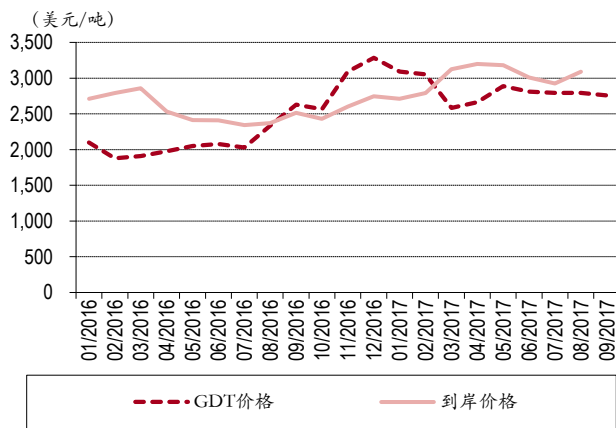
资料来源：IFCN，中银证券

**国内原奶价格趋势判断：**乳品需求不断改善可能加速供需再平衡，18 年稳中向上有潜力。

(1) 18 年 4 月前大包粉到岸完税折合价格将与国内生鲜乳价格进一步接近，刺激国内生鲜乳需求。预计国际大包粉 GDT 价格涨势持续至 17 年底，且国际大包粉价格与到岸大包粉价格存在 3-5 个月时滞，预计大包粉到岸价格涨势将持续至 18 年 4 月左右，大包粉到岸完税折合价格将与国内生鲜乳价格进一步接近，刺激国内乳企转而优先选择国内生鲜乳。根据农业部及海关数据，2017 年 1-7 月国内生鲜乳均价为 3.49 元/千克，大包粉到岸完税折合均价为 3.05 元/千克。

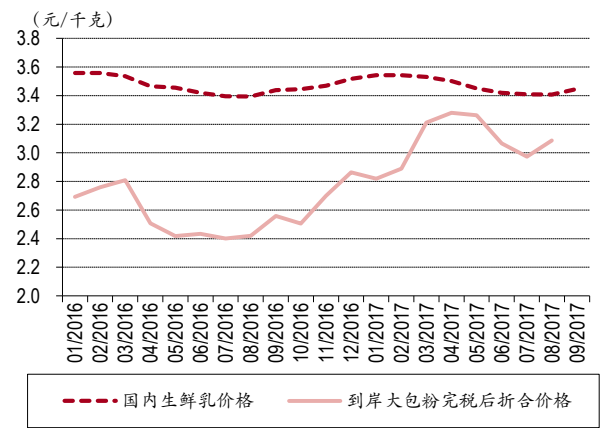
(2) 18 年 4 月后即使大包粉到岸价格进入微降阶段，乳品需求有望不断改善，可能加速国内原奶供需再平衡，为国内奶价上行注入动力。

图表 4. 大包粉 GDT 价格与到岸价格比较



资料来源: GDT, 中国海关, 中银证券

图表 5. 国内生鲜乳价格与大包粉到岸完税折合价格对比



资料来源: 国家统计局, 中国海关, 中银证券

## 行业综合成本温和上涨，推动伊利业绩提速

我们从数据角度确认行业综合成本温和上涨提升伊利盈利能力，且行业综合成本温和上涨的前提下，若国内原奶价格温和上涨，伊利业绩表现更佳。行业综合成本包括国内生鲜乳、进口大包粉、瓦楞纸、利乐包、白糖、人工、物流等，根据我们测算，17年上半年行业综合成本同比增8.7%。通过对2010-17年上半年行业综合成本同比增速、国内原奶价格同比增速与伊利扣非净利率变动进行比较，我们发现，行业综合成本温和上涨会提升伊利扣非净利率，而成本增长过快或下降的情况下，扣非净利率出现小幅下跌；在行业综合成本温和上涨的前提下，若国内原奶价格温和上涨，伊利扣非净利率提升幅度更大。我们认为，背后的主要原因为：

**行业综合成本压力促小型乳企分化，杂牌乳企退出，竞争格局改善，伊利毛利率降幅小于费用率，盈利能力提升。**

行业综合成本温和上涨，小型乳企分化，占据多数的小型杂牌乳企受制成本压力不得不收缩战线直至退出市场，竞争格局改善，龙头乳企有能力通过产品创新与结构升级传导成本压力，毛利率下降幅度有限，而竞争格局改善将带来更大幅度的费用率下降，从而提升龙头乳企如伊利的盈利能力。

**国内原奶价格温和上涨意味着行业景气程度较好，对伊利盈利能力提升有加成作用。**

(1) 国内乳企的生产基地往往与奶源捆绑在一起，即使原奶过剩，也要收购一部分，因此国内原奶定价不能完全体现供需关系，原奶过剩的情况下，奶价也不一定会下跌，甚至可能出现小幅上涨，但下游产品定价时供需关系将得到完全体现，原奶过剩的情况下，下游产品销售需要高强度被动促销，对行业竞争格局产生负面影响。

(2) 国内原奶价格温和上涨通常意味着需求良好、或供给温和收缩、或两者兼具，行业景气度好，行业综合成本能温和上涨的前提下，若国内原奶价格温和上涨，伊利无需以不符合供需关系的定价收购过剩原奶，且下游产品销售不存在被动促销的情况，伊利扣非净利率因行业景气度高，提升幅度更大。

(3) 值得注意的是，2015年以来，以圣牧、现代为代表的大型原奶型乳企在下游乳制品行业已形成规模，未来上述逻辑可能发生改变，原奶价格上涨虽表示行业景气度较好，但也可能导致原奶型企业费用投放弹药充足，行业竞争加剧。

**图表 6. 成本环境与伊利扣非净利率变动**

	综合成本 同比(%)	国内原奶价格 同比(%)	扣非归母净利率变动 (%)	综合成本 同比	国内原奶价格 同比	扣非归母净利率变动
2010	20.3	18.1	(0.2)	+++++	++++	*
2011	7.4	11.0	1.5	++	+++	++
2012	(2.0)	2.7	(0.3)	-	+	*
2013	7.8	9.9	1.4	++	++	++
2014	7.0	11.9	2.4	++	+++	+++
2015	(13.5)	(14.7)	(0.3)	--	--	*
2016	1.1	0.6	0.8	+	*	+
1H17	8.7	0.0	0.8	++	*	+
同比		利润率变动				
<=1%	*	<=0.5%	*			
(1%,5%]	+	(0.5%,1%]	+			
(5%,10%]	++	(1%-2%]	++			
(10%,15%]	+++	(2%-3%]	+++			
(15%,20%]	++++	(3%-4%]	++++			
>20%	+++++	(4%-5%]	+++++			

资料来源：万得，中银证券

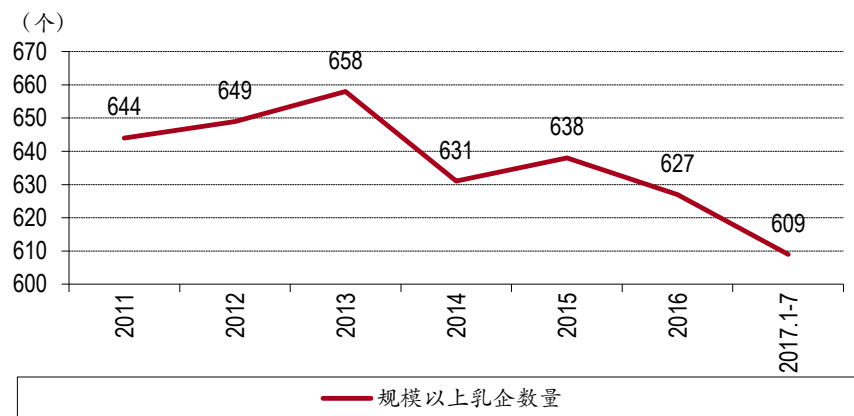


## 小型乳企+大型原奶型企业+龙头乳企，当前竞争格局三层次同时改善

我们从7月14日伊利首篇深度报告开始持续关注行业竞争格局改善，依次梳理成本压力促小型杂牌乳企不断淘汰、液奶双寡头垄断格局下伊利蒙牛费用投放下降可期、大型原奶型企业受制低迷奶价收缩战线等竞争格局改善逻辑，本篇报告中进行了总结梳理，当前竞争格局在“小型乳企+大型原奶型企业+龙头乳企”三个层次同时改善，费用投放减少，龙头乳企夺取市场份额，三个层次分别为：

(1) 成本压力促使小型乳企分化，杂牌乳企加速退出，竞争格局改善。温和上涨的成本环境将加速行业优胜劣汰，小型乳企分化，部分小型品牌乳企依托区域优势与特色经营脱颖而出，但占据多数的小型杂牌乳企因成本压力不断退出，而伊利、蒙牛等龙头乳企可以依托强大的品牌与渠道，通过产品创新与结构升级传导成本压力，夺取小型杂牌乳企淘汰腾出的市场份额，减少费用投放，推动业绩提速。截至17年7月，根据国家统计局，规模以上乳企已经由16年底627家快速降至609家，而11-15年一直维持630家以上。

图表 7. 规模以上乳企数量

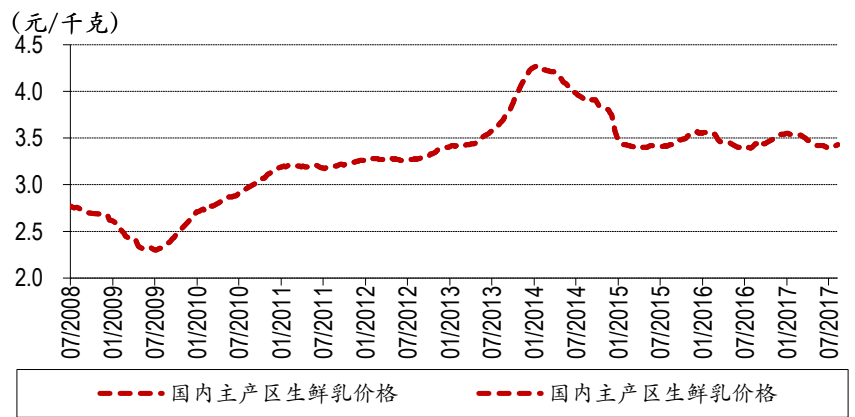


资料来源：国家统计局，中银证券

(2) 国内奶价持续低迷，大型原奶型企业经历15-16年高强度促销后，17年难以维系，收缩战线，乳制品销售规模大降。大型原奶型企业如中国圣牧、现代牧业均于13年原奶价格高位时，通过费用投放大规模进军下游乳制品市场，随后15-16年奶价虽然低迷，但因为进军下游的既定战略，15-16年大型原奶型乳企继续进行高强度促销，现代牧业16年销售费用率高达16.2%，中国圣牧15-16年销售费用率也超过8%。原奶价格经历3年低迷后，17年大型原奶型企业自身都已遇到一些问题或进行战略调整，缺少弹药继续高强度费用投入，竞争格局改善临界点出现，现代牧业与中国圣牧乳制品销售规模17年上半年大幅下降，17年上半年现代牧业乳制品收入同比降38%，中国圣牧同比降34%，辉山乳业仍处在业绩风波中。

若18年国内奶价向上，大型原奶型企业将逐步恢复弹药，但我们认为大型原奶型企业前期积累问题较多，收缩战略既定，即使国内奶价上行，短期内也难以快速恢复在下游乳制品市场的影响力，不必过度担心其18年对竞争格局的负面影响。

图表 8. 国内主产区生鲜乳价格



资料来源：农业部，中银证券

(3) 龙头乳企伊利、蒙牛双寡头垄断格局下，伊利费用投放减缓时点率先来临。两大龙头乳企都有利润考核要求，一直存在减少费用投放的主观意愿，根据 17 年上半年销售费用率和草根调研的情况来看，伊利已率先主动减少费用投放，且一定程度上带动全行业销售费用率降低，根据国家统计局，2017 年 1-7 月规模以上乳企销售费用率同比降 0.4pct，我们判断蒙牛 17 年下半年也会减缓费用投放。

## 估计 3 季度收入可增 15% 以上，利润弹性较高

估计 3 季度收入可增 15% 以上，费用投放明显减缓，3 季度利润弹性较高。根据草根调研，估计 3 季度伊利收入增速 15% 以上，其中安慕希估计增长 30% 以上，主要来自新口味和品类扩张，普通白奶也略有增长，17 年 5 月起，伊利费用投放明显减缓，中秋促销力度同比下降。收入高增速与费用投放减缓双因素叠加，我们判断伊利 3 季度利润弹性较高。

根据我们测算，估计 3 季度营业成本继续温和上涨，产品结构升级传导成本压力，估计毛利率小幅下降，行业综合成本上升，原奶价格低迷，当前竞争格局“小型乳企+大型原奶型企业+龙头乳企”三个层次同时改善，费用投放减缓，估计销售费用率明显下降，3 季度利润弹性较高，估计归母净利润同比增 30% 以上。

图表 9. 伊利 3 季度业绩预测

(人民币, 百万)	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E
营业收入	14,389	15,716	17,585	18,717
同比(%)	0.0	3.2	19.6	17.0
营业成本	9,307	9,801	10,783	11,567
同比(%)	6.3	10.5	14.7	17.4
毛利率(%)	35.3	37.6	38.7	38.2
同比(百分点)	(3.8)	(4.1)	2.6	(0.2)
销售费用率(%)	23.3	21.4	24.4	21.1
同比(百分点)	(1.7)	(4.1)	2.7	(1.9)
管理费用率(%)	4.6	3.8	4.0	7.2
同比(百分点)	(4.3)	(1.4)	(1.3)	(0.5)
归母净利润	1,272	1,734	1,630	1,545
同比(%)	27.9	11.6	(1.6)	31.1
扣非归母净利润	928	1,656	1,463	1,455
同比(%)	56.8	17.3	28.6	38.6
每股收益(元)	0.21	0.29	0.27	0.25
同比(%)	27.9	11.6	(1.6)	31.1

资料来源：中银证券

## 盈利预测与投资评级

图表 10. 伊利股份盈利预测关键假设

液体乳	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
价格增速(%)	0.6	2.6	5.6	6.1	6.5
销量增速(%)	10.5	2.4	7.0	7.0	6.0
销售收入	47,151	49,522	55,960	63,527	71,716
毛利率(%)	34.1	36.0	35.7	36.8	37.7
液体乳收入增速(%)	11.2	5.0	13.0	13.5	12.9
奶粉	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
价格增速(%)	4.2	(5.3)	5.0	5.0	5.0
销量增速(%)	2.9	(10.7)	14.0	10.0	10.0
销售收入	6,447	5,456	6,530	7,543	8,712
毛利率(%)	56.0	56.2	56.2	57.2	57.8
奶粉收入增速(%)	7.2	(15.4)	19.7	15.5	15.5
冷饮	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
价格增速(%)	(1.4)	11.9	5.0	5.0	4.0
销量增速(%)	(3.0)	(8.6)	5.0	5.0	4.0
销售收入	4,098	4,194	4,624	5,098	5,514
毛利率(%)	36.3	43.1	43.0	43.5	43.7
冷饮收入增速(%)	(4.3)	2.4	10.3	10.3	8.2

资料来源：中银证券

我们上调 18-19 年盈利预测，预计 17-19 年每股收益分别为 1.04、1.33、1.64 元/股，分别同比增 12%、28%、23%，给予 18 年市盈率 27 倍，对应 18 年目标价 36.00 元，向上空间 30%，维持**买入**评级。

## 风险提示

低线城市乳品需求不及预期、竞争格局改善不及预期、食品安全问题。

## 研究报告中所提及的有关上市公司

伊利股份(600887.CH/人民币 27.69, 买入)

蒙牛乳业(2319.HK/港币 21.85, 未有评级)

中国圣牧(1432.HK/港币 1.40, 未有评级)

现代牧业(1117.HK/港币 1.76, 未有评级)

辉山乳业(6863.HK/港币 0.42, 未有评级)

以2017年10月16日当地货币收市价为标准  
本报告所有数字均四舍五入

**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	60,360	60,609	68,144	77,197	86,970
销售成本	(38,627)	(37,848)	(42,744)	(47,609)	(52,911)
经营费用	(15,004)	(16,063)	(17,584)	(19,506)	(21,545)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>6,729</b>	<b>6,698</b>	<b>7,816</b>	<b>10,082</b>	<b>12,515</b>
折旧及摊销	1,724	1,553	1,065	1,344	1,635
<b>经营利润(息税前利润)</b>	<b>5,005</b>	<b>5,145</b>	<b>6,751</b>	<b>8,738</b>	<b>10,880</b>
净利息收入/(费用)	(297)	(24)	14	(74)	(107)
其他收益/(损失)	816	1,511	747	967	1,037
<b>税前利润</b>	<b>5,524</b>	<b>6,632</b>	<b>7,457</b>	<b>9,563</b>	<b>11,729</b>
所得税	(869)	(963)	(1,119)	(1,435)	(1,759)
少数股东权益	(23)	(7)	(20)	(26)	(32)
<b>净利润</b>	<b>4,632</b>	<b>5,662</b>	<b>6,318</b>	<b>8,103</b>	<b>9,938</b>
<b>核心净利润</b>	<b>4,731</b>	<b>5,823</b>	<b>6,408</b>	<b>8,204</b>	<b>10,053</b>
每股收益(人民币)	0.762	0.931	1.039	1.333	1.635
核心每股收益(人民币)	0.778	0.958	1.054	1.350	1.654
每股股息(人民币)	0.437	0.457	0.510	0.654	0.802
收入增长(%)	11	0	12	13	13
息税前利润增长(%)	13	3	31	29	25
息税折旧前利润增长(%)	15	(0)	17	29	24
每股收益增长(%)	12	22	12	28	23
核心每股收益增长(%)	13	23	10	28	23

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**现金流量表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	5,524	6,632	7,457	9,563	11,729
折旧与摊销	1,724	1,553	1,065	1,344	1,635
净利息费用	297	24	41	142	189
运营资本变动	(51)	44	(90)	(108)	(117)
税金	(914)	(977)	(1,159)	(1,486)	(1,822)
其他经营现金流	1,092	4,503	1,153	1,113	1,171
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>7,672</b>	<b>11,779</b>	<b>8,467</b>	<b>10,568</b>	<b>12,784</b>
购买固定资产净值	(3,652)	(3,419)	(3,500)	(3,500)	(3,500)
投资减少/增加	157	(1,111)	147	293	273
其他投资现金流	615	2,283	(807)	(1,138)	(1,265)
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(2,880)</b>	<b>(2,247)</b>	<b>(4,160)</b>	<b>(4,345)</b>	<b>(4,492)</b>
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	744	(3,239)	2,785	1,000	1,000
支付股息	(2,659)	(2,776)	(3,098)	(3,973)	(4,873)
其他融资现金流	(4,066)	(2,776)	0	0	0
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>(5,981)</b>	<b>(8,792)</b>	<b>(313)</b>	<b>(2,973)</b>	<b>(3,873)</b>
现金变动	(1,189)	740	3,994	3,250	4,419
期初现金	14,273	13,084	13,824	17,818	21,068
公司自由现金流	4,792	9,532	4,307	6,223	8,292
权益自由现金流	5,834	6,316	7,134	7,365	9,480

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**资产负债表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	14,354	15,141	19,262	22,703	27,329
应收帐款	769	725	816	924	1,041
库存	4,663	4,326	4,876	5,429	6,033
其他流动资产	0	0	0	0	0
<b>流动资产总计</b>	<b>19,786</b>	<b>20,193</b>	<b>24,953</b>	<b>29,056</b>	<b>34,403</b>
固定资产	15,342	14,533	17,515	20,456	23,254
无形资产	956	991	941	892	842
其他长期资产	3,547	3,546	3,580	3,615	3,649
<b>长期资产总计</b>	<b>19,845</b>	<b>19,070</b>	<b>22,037</b>	<b>24,962</b>	<b>27,746</b>
<b>总资产</b>	<b>39,631</b>	<b>39,262</b>	<b>46,989</b>	<b>54,019</b>	<b>62,148</b>
应付帐款	6,642	7,091	7,992	8,899	9,889
短期债务	6,274	215	3,000	4,000	5,000
其他流动负债	5,286	7,602	8,402	9,369	10,413
<b>流动负债总计</b>	<b>18,202</b>	<b>14,907</b>	<b>19,394</b>	<b>22,268</b>	<b>25,301</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,283	1,119	1,119	1,119	1,119
股本	19,984	23,082	26,302	30,432	35,497
储备	0	0	0	0	0
<b>股东权益</b>	<b>19,984</b>	<b>23,082</b>	<b>26,302</b>	<b>30,432</b>	<b>35,497</b>
少数股东权益	162	154	174	200	231
<b>总负债及权益</b>	<b>39,631</b>	<b>39,262</b>	<b>46,989</b>	<b>54,019</b>	<b>62,148</b>
每股帐面价值(人民币)	3.29	3.80	4.33	5.01	5.84
每股有形资产(人民币)	3.13	3.63	4.17	4.86	5.70
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.12)	(2.24)	(2.44)	(2.81)	(3.37)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**主要比率(%)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	11.1	11.1	11.5	13.1	14.4
息税前利润率(%)	8.3	8.5	9.9	11.3	12.5
税前利润率(%)	9.2	10.9	10.9	12.4	13.5
净利率(%)	7.7	9.3	9.3	10.5	11.4
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.1	1.4	1.3	1.3	1.4
利息覆盖率(倍)	16.9	217.4	165.4	61.9	57.9
净权益负债率(%)	33.8	58.6	56.0	55.7	57.3
速动比率(倍)	0.8	1.1	1.0	1.1	1.1
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	36.3	29.7	26.6	20.8	16.9
核心业务市盈率(倍)	35.6	28.9	26.3	20.5	16.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	45.0	36.5	33.2	25.9	21.2
市净率(倍)	8.4	7.3	6.4	5.5	4.7
价格/现金流(倍)	21.9	14.3	19.9	15.9	13.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	24.0	23.1	19.6	15.0	11.8
<b>周转率</b>					
存货周转天数	14.1	27.1	24.6	24.4	24.1
应收帐款周转天数	2.3	4.5	4.1	4.1	4.1
应付帐款周转天数	20.1	41.3	40.4	39.9	39.4
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	57.4	49.0	49.0	49.0	49.0
净资产收益率(%)	46.4	26.3	25.6	28.6	30.1
资产收益率(%)	21.3	11.1	13.3	14.7	15.9
已运用资本收益率(%)	37.9	20.6	25.7	27.5	29.1

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371