



## 下跌创造买入良机

### ⑤ 伊利周二大幅下跌 7.75%，创年内新低

伊利周二大幅下跌 7.75%，主要原因有三点：1、媒体报道伊利四家工厂没有获得婴幼儿奶粉生产许可证；2、市场有人担心伊利长期的增长能力，认为常温奶规模已大，未来会被低温奶、常温酸奶、进口奶逐步替代；3、股权激励 6 月 18 日解禁，担心管理层减持。我们认为市场存在对伊利的误读，此次下跌是买入良机。

### ⑥ 新婴幼儿奶粉生产许可证事件其实对伊利是利好

针对媒体对于伊利四家工厂没有获得婴幼儿奶粉许可证的报道，伊利在次日便发布澄清公告，伊利的四家工厂没有获得许可证是因为它们不需要申请获得婴幼儿配方乳粉生产许可证，而伊利生产婴幼儿配方乳粉的工厂全部第一批获得了婴幼儿配方乳粉生产许可证。而此次政府焕发新的婴幼儿奶粉许可证其实对国产婴幼儿奶粉是一个利好，此次换发之后仅剩 82 家企业，市场集中度进一步提升，质量监管更加有力，有助于恢复消费者对于国产婴幼儿奶粉的信心。

### ⑦ 市场对伊利长期成长能力的担心存在夸大和误读

我们认为市场对伊利长期成长能力的担心也存在夸大和误读。

首先，我国牛奶消费量仅是美国的四分之一不到，韩国和日本的二分之一不到，而目前大城市的人均消费量已经和发达国家相差无几，主要的缺口市场都是在三四线城市和县乡市场。伊利早就提前进行渠道布局，这也是为什么伊利现在能够全面超越其他乳企的重要原因。伊利的市场空间还非常巨大。

其次，常温酸奶确实对高档常温奶在客户群方面确实有一定的重合，但常温酸奶和纯奶口感方面差异较大，其消费重合度有限，不应过分夸大常温酸奶的替代作用。而且常温酸奶也是乳制品的一个次级品类，伊利自身也有常温酸奶，只能算乳品行业一次正常的产品升级，从以往的经验来看，即使伊利在某个新品类方面发力较晚，也往往可以后发制人。所以常温酸奶不应作为不看好伊利的理由。

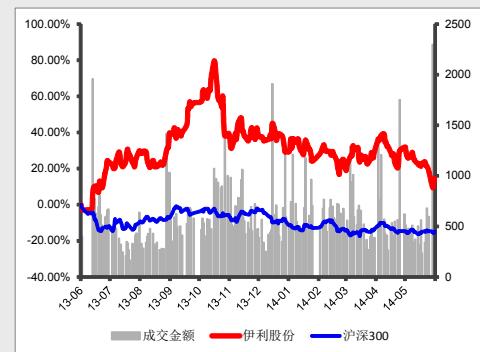
第三，进口液奶对国内市场还远远构不成冲击。根据我们掌握到的数据估算 2013 年我国进口液奶约为 25 万吨，同比增长 180% 左右，2013 年我国生产液体乳 2335.97 万吨，相比 2012 年增长 190 万吨，仅增量就是进口液奶总量的 7.6 倍，进口液奶对伊利的增长，特别是在三四线城市县乡市场的增长远远构不成冲击。另外，目前国内进口纯奶市场还处于野蛮竞争的阶段，以现在的促销价格，加上运费等成本，进口商基本不赚钱，这种模式必然是不可持续的，行业会洗牌，而对于国际合作经验丰富的乳业巨头伊利，我们有理由相信它会在进口纯奶行业洗牌的过程中分一杯羹。

### ⑧ 股权激励问题市场早已预期，对于伊利其实是个利好

管理层去年行权的股权激励今年 6 月 18 日解禁，而市场也早已预期

伊利股份 (600887)  
投资评级：强烈推荐

市场表现 截至 2014.6.6



市场数据	2014-6-6
收盘价	31.95
52 周内高	52.24
52 周内低	26.98
总市值(百万元)	65271
流通市值(百万元)	58569
总股本(百万股)	2043
流通股(百万股)	1833
每股净资产(元)	8.40

分析师：王晗

执业证书号：S1490514030001

邮箱：wanghan@hrsec.com.cn

电话：010-58565091

管理层会在解禁之后减持套现偿还贷款。我们的看法是伊利管理层减持不是利空而是利好。

首先，管理层是迫于贷款压力而被动减持，并未是不看好公司发展而主动减持，这两者有本质区别。

其次，既然要减持，伊利管理层对于股价的诉求必然十分强烈，做好业绩以及释放各种利好的动力非常强，从今年的1季报120%的超预期增长以及各种利好的放出可见一斑，我们相信在接下来的时间里伊利的业绩仍然会大超市场预期，各种利好仍然会不断释放。

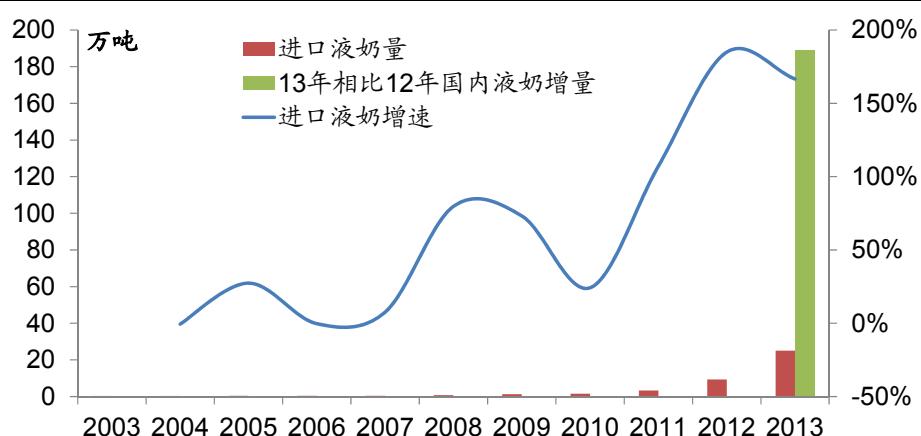
第三，伊利管理层很有可能减持给产业资本，而不会在二级市场减持，避免对股价的冲击，这种减持方法对于伊利、产业资本、二级市场投资者可谓三赢。

#### ⑤ 维持强烈推荐的投资评级

我们仍然坚定看好伊利，今年初以来原奶成本不断下行，伊利通过原料价格下降、提价效应显现、费用控制三重共振仍会保持高速增长，股价经过深幅调整之后已被严重低估。我们预计公司14-16年EPS分别为1.93、2.38、2.79元，目前PE仅16倍，PS仅1.2倍，维持强烈推荐的投资评级。

#### ⑥ 风险提示：食品安全风险，原材料价格大幅波动。

图表 1：进口液奶量、增速、以及与国内液奶增量的对比



数据来源：海关数据，农业部。

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入 (百万元)	41991	47779	54093	61820	70608
同比增长 (+/-%)	12%	14%	13%	14%	14%
营业利润 (百万元)	1616	2659	4398	5516	6520
同比增长 (+/-%)	-7%	65%	65%	25%	18%
净利润 (百万元)	1717	3187	3947	4871	5701
同比增长 (+/-%)	-5%	86%	24%	23%	17%
每股收益 (元)	1.07	1.56	1.93	2.38	2.79
PE	29.7	20.5	16.5	13.4	11.4
PB	7.0	4.0	3.5	3.0	2.5

**附表:**
**利润表**

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	41991	47779	54093	61820	70608
营业成本	29505	34083	37650	42800	48772
营业税金及附加	249	234	265	303	346
营业费用	7778	8546	9405	10656	12135
管理费用	2810	2392	2600	2878	3288
财务费用	49	(33)	(93)	(202)	(321)
资产减值损失	11	30	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资收益	27	131	131	131	131
<b>营业利润</b>	<b>1616</b>	<b>2659</b>	<b>4398</b>	<b>5516</b>	<b>6520</b>
营业外收入	502	440	390	390	390
营业外支出	31	38	38	38	38
利润总额	2087	3060	4749	5868	6871
所得税	351	(141)	785	975	1146
<b>净利润</b>	<b>1736</b>	<b>3201</b>	<b>3964</b>	<b>4893</b>	<b>5726</b>
少数股东权益	19	14	17	21	25
归属母公司所有者净利润	1717	3187	3947	4871	5701
<b>EPS (元)</b>	<b>1.07</b>	<b>1.56</b>	<b>1.93</b>	<b>2.38</b>	<b>2.79</b>

**资产负债表**

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	<b>6207</b>	<b>16467</b>	<b>18196</b>	<b>24020</b>	<b>30511</b>
现金	2004	8173	8996	13532	18546
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	131	182	206	235	269
应收款项	289	340	305	349	399
其他应收款	136	124	140	160	183
存货	2995	3683	4068	4625	5270
其他	653	3965	4480	5118	5844
<b>非流动资产</b>	<b>13608</b>	<b>16410</b>	<b>15466</b>	<b>14624</b>	<b>13873</b>
长期股权投资	568	558	558	558	558
固定资产	8900	10404	9569	8823	8158
无形资产	832	913	821	739	665
其他	3308	4535	4517	4503	4492
<b>资产总计</b>	<b>19815</b>	<b>32877</b>	<b>33662</b>	<b>38644</b>	<b>44385</b>
<b>流动负债</b>	<b>11478</b>	<b>15517</b>	<b>13972</b>	<b>15245</b>	<b>16722</b>
短期负债	2578	4086	2000	2000	2000
应付账款	4361	5192	5359	6092	6942
预收账款	2599	3347	3698	4203	4790
其他	1940	2892	2916	2950	2990
<b>长期负债</b>	<b>813</b>	<b>1048</b>	<b>1048</b>	<b>1048</b>	<b>1048</b>
长期借款	5	0	0	0	0
其他	808	1047	1047	1047	1047
<b>负债合计</b>	<b>12290</b>	<b>16565</b>	<b>15020</b>	<b>16293</b>	<b>17769</b>
股本	1599	2043	2043	2043	2043
资本公积金	1845	7539	7539	7539	7539

留存收益	3892	6556	8868	12555	16794
少数股东权益	190	188	205	226	251
母公司所有者权益	7335	16125	18438	22125	26364
<b>负债及权益合计</b>	<b>19815</b>	<b>32877</b>	<b>33662</b>	<b>38644</b>	<b>44385</b>

**现金流量表**

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	2409	5475	4619	5687	6323
净利润	1717	3187	3947	4871	5701
折旧摊销	915	1143	1246	1144	1052
财务费用	100	82	(93)	(202)	(321)
投资收益	(27)	(131)	(131)	(131)	(131)
营运资金变动	(398)	1649	(356)	(26)	(14)
其他	101	(455)	6	31	36
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3057)</b>	<b>(6260)</b>	<b>(300)</b>	<b>(300)</b>	<b>(300)</b>
资本支出	(3102)	(3241)	(300)	(300)	(300)
其他投资	45	(3019)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(905)</b>	<b>7241</b>	<b>(3496)</b>	<b>(851)</b>	<b>(1009)</b>
借款变动	(532)	1148	(2086)	0	0
普通股增加	0	444	0	0	0
资本公积增加	(7)	5694	0	0	0
股利分配	(400)	(448)	(1634)	(1184)	(1461)
其他	34	402	224	333	452
<b>现金净增加额</b>	<b>(1554)</b>	<b>6455</b>	<b>823</b>	<b>4536</b>	<b>5014</b>

**主要财务比率**

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>同比增长率</b>					
营业收入	12%	14%	13%	14%	14%
营业利润	-7%	65%	65%	25%	18%
净利润	-5%	86%	24%	23%	17%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	29.7%	28.7%	30.4%	30.8%	30.9%
净利率	4.1%	6.7%	7.3%	7.9%	8.1%
ROE	23.4%	19.8%	21.4%	22.0%	21.6%
<b>ROIC</b>	<b>13.7%</b>	<b>13.5%</b>	<b>17.3%</b>	<b>18.1%</b>	<b>18.0%</b>
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	62.0%	50.4%	44.6%	42.2%	40.0%
净负债比率	13.0%	12.4%	5.9%	5.2%	4.5%
流动比率	0.5	1.1	1.3	1.6	1.8
速动比率	0.3	0.8	1.0	1.3	1.5
<b>营运能力</b>					
资产周转率	2.1	1.5	1.6	1.6	1.6
存货周转率	9.4	10.2	9.7	9.8	9.9
应收账款周转率	147.2	151.8	167.6	188.9	188.8
应付账款周转率	6.8	7.1	7.1	7.5	7.5
<b>每股资料(元)</b>					
每股收益	1.07	1.56	1.93	2.38	2.79
每股经营现金	1.51	2.68	2.26	2.78	3.09

每股净资产	4.59	7.89	9.03	10.83	12.91
每股股利	0.28	0.80	0.80	0.80	0.80
<b>估值比率</b>					
PE	29.7	20.5	16.5	13.4	11.4
PB	7.0	4.0	3.5	3.0	2.5

## 投资评级定义

公司评级	行业评级
强烈推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在15%以上
推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在5%到15%
中性	预期未来6个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到5%内
卖出	预期未来6个月内股价相对市场基准指数跌幅在15%以上

## 免责声明

王晗，在此声明，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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受到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

## 华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街8号A座5层（100033）

传真：010-58568159

网址：[www.hrsec.com.cn](http://www.hrsec.com.cn)