

伊利股份 (600887)

强烈推荐

行业：乳品

管理层增持将催化估值展开修复，继续强烈推荐买入

根据上交所信息，伊利四位董事近两日增持公司股份 4882 万股，增持平均价格 24.81 元，增持市值 12.11 亿元。担心高管减持压制股价的因素解除，也反映出管理层对目前公司股价被严重低估的态度；加之公司上半年遭遇机构大量减持，预期已经比较悲观；公司基本面向好，估值仅 20 倍，最受益于沪港通，相比蒙牛的 28 倍估值修复有空间，我们继续强烈建议买入。

- ◆ **管理层增持 12.11 亿元，担心高管减持压制股价的因素解除，将展开估值修复。**伊利四位董事潘刚、胡利平、刘春海、赵成霞近两日增持公司股份 4882 万股，增持平均价格 24.81 元，增持市值 12.11 亿元，占总股本的 1.6%。因增持后 6 个月不得进行反向交易，市场担心的管理层解禁后通过减持偿还贷款，进而打压市场情绪压制股价的因素短期消除，也反映出管理层对目前公司股价被严重低估的态度，将增强市场信心展开估值修复。
- ◆ **基本面向好，高端产品高增长，成本下降，促销后渠道库存下降。**根据终端调研，我们预计 Q2 收入增长 10%。高端产品高增长，占比 40%，金典增长 40%；常温酸奶安慕希投入 8800 万元获得第三季中国好声音网络总冠名身份，目前接近 10 亿元的产能，到年底将扩至 35 亿产能，明年在全国铺开；预计奶粉增长 20% 以上，金领冠 70% 增长，珍护 150% 的增长，新西兰奶粉工厂 11 月剪彩，专供电商和婴童渠道的产品托菲尔奶粉已经在浙江等地铺货；Q1 末渠道库存较高，Q2 消费一般弱于 Q1，所以 Q2 促销活动增加，预计费用略高于 Q1；Q2 是产奶旺季且天气较好，进口原料粉大幅增长，原料价格持续下降，国内生鲜乳价格较年初高点下降 6%，进口全脂奶粉价格较年初高点下降 40%。
- ◆ **上半年机构大量减持，预期已经比较悲观。**基金持仓从年初的 50.1% 降至二季度末的 26.5%，达到 2009 年以来最低。
- ◆ **伊利估值 20 倍，远低于蒙牛的 28 倍，最受益于沪港通，估值修复空间大。**
- ◆ **维持盈利预测，预计 14-16 年 EPS 为 1.26、1.53、1.86 元，我们看好公司的成长性及优势地位，维持强烈推荐，目标价 35 元。**
- ◆ **风险提示：**原材料成本上涨，竞争加剧费用上升，新品推广不达预期

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	47779	54902	61786	69535
收入同比(%)	14%	15%	13%	13%
归属母公司净利润	3187	3865	4700	5705
净利润同比(%)	86%	21%	22%	21%
毛利率(%)	28.7%	30.4%	30.6%	30.8%
ROE(%)	19.8%	21.0%	20.4%	19.8%
每股收益(元)	1.04	1.26	1.53	1.86
P/E	24.31	20.04	16.48	13.58
P/B	4.80	4.22	3.36	2.69
EV/EBITDA	19	14	11	9

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名人：蒋鑫

S0960512080006

0755-82026708

jiangxin@china-invs.cn

6-12 个月目标价： 35

当前股价： 24.15

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	3,064
流通股本(百万股)	3,008
总市值(亿元)	740
流通市值(亿元)	726
成交量(百万股)	39.05
成交额(百万元)	943.17

股价表现



相关报告

《伊利股份-业绩大幅超预期，盈利能力提升显著》2014-04-30

《伊利股份-与腾讯战略合作，引领移动互联网时代大众消费的营销变革》

2014-04-27

《伊利股份-基本面好，估值已具备很强吸引力》2014-03-10

《伊利股份-业绩超预期，成本费用有效控制》2014-01-23

《伊利股份-行权保障未来业绩增长确定性，政策利好将持续》2013-10-31

《伊利股份-业绩超预期，净利率持续提升》2013-09-01

《伊利股份-政策资金支持整合，伊利将存并购预期》2013-06-20

《伊利股份-行权解决唯一缺陷，长期提业绩，短期提估值》2013-6-17

图 1 董事、监事、高级管理人员持有本公司股份变动情况

公司名称	董监高姓名	职务	股票种类	货币种类	本次变动前持股数 (单位:股)	变动数 (单位:股)	本次变动平均价格 (单位:元/股)	变动后持股数 (单位:股)	变动原因	变动日期	填报日期
伊利股份	赵成霞	董事	A股	人民币	38,115,954	3,929,116	25.37	42,045,070	二级市场买卖	2014-07-30	2014-07-30
伊利股份	胡利平	董事	A股	人民币	35,740,282	3,929,986	25.37	39,670,268	二级市场买卖	2014-07-30	2014-07-30
伊利股份	刘春海	董事	A股	人民币	37,724,573	3,929,571	25.37	41,654,144	二级市场买卖	2014-07-30	2014-07-30
伊利股份	潘刚	董事	A股	人民币	94,444,160	5,732,096	24.31	100,176,256	二级市场买卖	2014-07-29	2014-07-30
伊利股份	胡利平	董事	A股	人民币	31,481,385	4,258,897	24.26	35,740,282	二级市场买卖	2014-07-29	2014-07-30
伊利股份	赵成霞	董事	A股	人民币	33,533,382	4,582,572	24.25	38,115,954	二级市场买卖	2014-07-29	2014-07-30
伊利股份	刘春海	董事	A股	人民币	33,137,382	4,587,191	24.25	37,724,573	二级市场买卖	2014-07-29	2014-07-30
伊利股份	潘刚	董事	A股	人民币	100,176,256	17,867,058	25.01	118,043,314	二级市场买卖	2014-07-30	2014-07-30

资料来源：上交所、中国中投证券研究总部

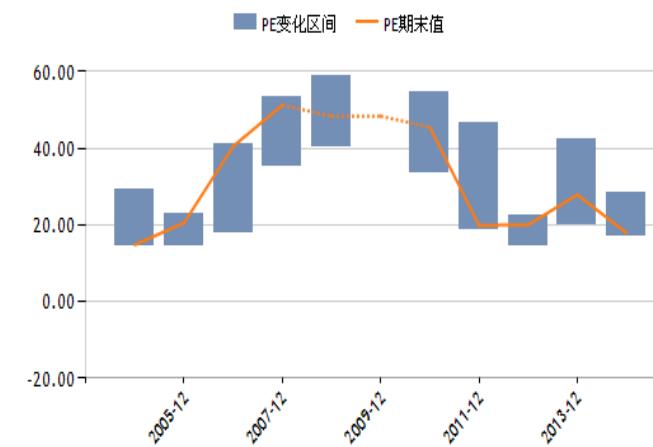
图 2 基金持股占流通股比例变化


资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

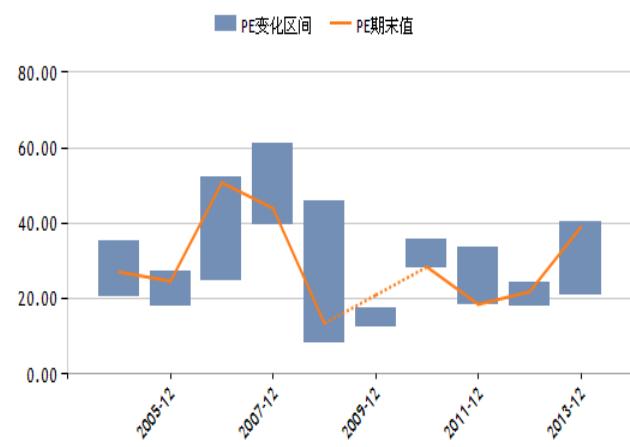
表 1 伊利、蒙牛估值比较

	伊利(人民币)	蒙牛(港币)
市值(亿元)	775	742
收入(亿元)	544	646
净利润(亿元)	38.6	26.5
PS	1.4	1.1
PE	20.1	28.0
净利率	6.7%	3.8%

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 3 伊利估值变化区间


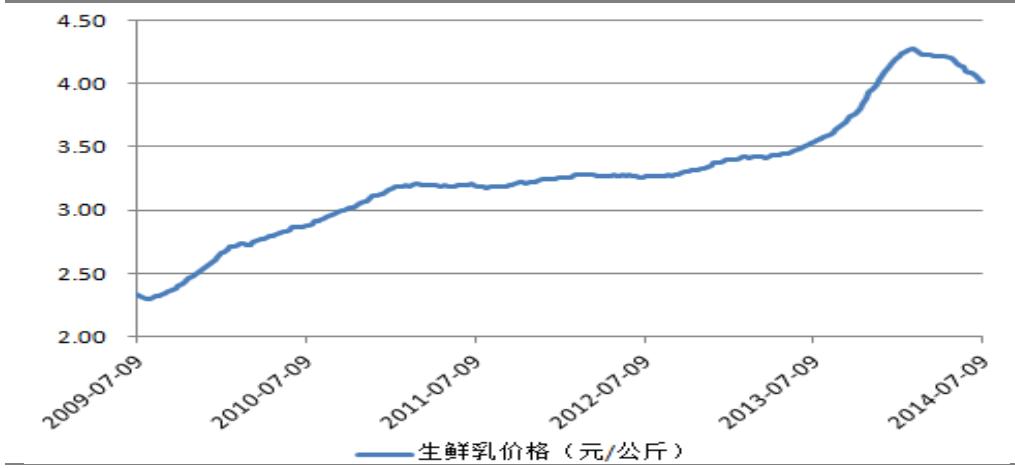
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 4 蒙牛估值变化区间


资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 5 进口全脂奶粉价格下降 40%


资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 6 国内生鲜乳价格下降 6%


资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	16467	21604	26540	33684
现金	8173	14502	18566	24730
应收账款	340	549	618	695
其它应收款	124	384	433	487
预付账款	330	1146	1287	1444
存货	3683	4968	5576	6258
其他	3817	55	62	70
非流动资产	16410	15286	15800	16248
长期投资	558	600	600	600
固定资产	10404	11444	11946	12086
无形资产	913	1103	1293	1483
其他	4535	2139	1961	2079
资产总计	32877	36890	42340	49932
流动负债	15517	17810	18504	20322
短期借款	4086	2648	2648	2648
应付账款	5192	7643	8578	9628
其他	6239	7519	7278	8046
非流动负债	1048	477	477	477
长期借款	0	0	0	0
其他	1047	477	477	477
负债合计	16565	18287	18981	20799
少数股东权益	188	234	291	360
股本	2043	3064	3064	3064
资本公积	7539	6517	6517	6517
留存收益	6556	8787	13486	19191
归属母公司股东权益	16125	18368	23068	28773
负债和股东权益	32877	36890	42340	49932

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	5475	10336	5797	7975
净利润	3201	3912	4756	5774
折旧摊销	1143	1173	1379	1558
财务费用	-33	-171	-175	-197
投资损失	-131	0	0	0
营运资金变动	1539	4986	-175	842
其它	-244	437	12	-1
投资活动现金流	-6260	-1109	-1908	-2008
资本支出	3241	1209	1705	1805
长期投资	-309	-293	0	0
其他	-3328	-192	-203	-203
筹资活动现金流	7241	-2900	175	197
短期借款	1508	-1438	0	0
长期借款	-4	0	0	0
普通股增加	444	1021	0	0
资本公积增加	5694	-1021	0	0
其他	-402	-1462	175	197
现金净增加额	6451	6328	4064	6164

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	47779	54902	61786	69535
营业成本	34083	38214	42891	48140
营业税金及附加	234	329	371	417
营业费用	8546	9498	10318	11195
管理费用	2392	2745	3089	3477
财务费用	-33	-171	-175	-197
资产减值损失	30	30	30	30
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	131	0	0	0
营业利润	2659	4257	5262	6473
营业外收入	440	440	440	440
营业外支出	38	40	40	40
利润总额	3060	4657	5662	6873
所得税	-141	745	906	1100
净利润	3201	3912	4756	5774
少数股东损益	14	47	57	69
归属母公司净利润	3187	3865	4700	5705
EBITDA	3769	5258	6467	7834
EPS (元)	1.56	1.26	1.53	1.86
主要财务比率				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	13.8%	14.9%	12.5%	12.5%
营业利润	64.6%	60.1%	23.6%	23.0%
归属于母公司净利润	85.6%	21.3%	21.6%	21.4%
获利能力				
毛利率	28.7%	30.4%	30.6%	30.8%
净利率	6.7%	7.0%	7.6%	8.2%
ROE	19.8%	21.0%	20.4%	19.8%
ROIC	25.0%	54.6%	61.2%	80.0%
偿债能力				
资产负债率	50.4%	49.6%	44.8%	41.7%
净负债比率	24.67%	14.53%	13.99%	12.77%
流动比率	1.06	1.21	1.43	1.66
速动比率	0.82	0.93	1.13	1.35
营运能力				
总资产周转率	1.79	1.57	1.56	1.51
应收账款周转率	139	119	106	106
应付账款周转率	7.14	5.95	5.29	5.29
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.04	1.26	1.53	1.86
每股经营现金流(最新摊薄)	1.79	3.37	1.89	2.60
每股净资产(最新摊薄)	5.26	5.99	7.53	9.39
估值比率				
P/E	24.31	20.04	16.48	13.58
P/B	4.80	4.22	3.36	2.69
EV/EBITDA	19	14	11	9

相关报告

报告日期	报告标题
2014-04-27	《伊利股份-与腾讯战略合作，引领移动互联网时代大众消费的营销变革》
2014-03-10	《伊利股份-基本面向好，估值已具备很强吸引力》
2014-01-23	《伊利股份-业绩超预期，成本费用有效控制》
2013-10-31	《伊利股份-行权保障未来业绩增长确定性，政策利好将持续》
2013-09-01	《伊利股份-业绩超预期，净利率持续提升》
2013-06-20	《伊利股份-政策资金支持整合，伊利将存并购预期》
2013-06-17	《伊利股份-行权解决唯一缺陷，长期提业绩，短期提估值》
2013-04-27	《伊利股份-利润增长略低于预期，二季度恢复性高增长》
2012-12-18	《伊利股份-新西兰建厂，提高产品力和品牌力》
2012-10-30	《伊利股份 - 业绩符合预期，明年恢复性增长》
2012-08-20	《伊利股份 - 业绩符合预期，贡含量异常事件利空出尽》
2012-06-14	《伊利股份 - 伊利紧急召回部分乳粉产品事件点评》
2012-04-23	《伊利股份 - 费用使用效率提升，净利率提高具备持续性》
2012-02-28	《伊利股份 - 收入稳健增长，费用率持续下降兑现净利率提升》
2011-10-30	《伊利股份-利润增长大幅超预期，费用率下降至合理水平》
2011-08-07	《伊利股份-中报高增长，净利率出现上行拐点》
2011-05-26	《伊利股份-成本趋稳、提价效果显现、费用控制促进净利润大幅提升》
2011-05-19	《伊利股份-定向增发项目将加速产能投放进程，支持未来三年高速增长》
2011-05-03	《伊利股份-年报及一季报点评：收入保持高速增长，盈利能力逐步回升》
2011-03-14	《伊利股份-加大重点消费市场产能布局，建设华南地区运营中心》
2011-01-20	《伊利股份-加码宁夏吴忠液态奶项目，产能布局进一步优化》
2010-12-21	《伊利股份-品牌升级推动公司向世界一流健康食品集团迈进》
2010-11-29	《伊利股份-深耕产业链，扩大自有奶源，加大产能布局，渠道继续下沉》

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

蒋 鑫：中投证券研究所食品行业分析师，2010 年加入中投证券，南开大学经济学硕士，天津大学信息工程工学学士。

重点覆盖：伊利股份、双汇发展、汤臣倍健、海天味业、洋河股份、贝因美、光明乳业、中炬高新、三全食品、洽洽食品、承德露露、涪陵榨菜、克明面业、煌上煌、好想你

免责条款

本报告由中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务
中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际
大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大
厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434