



买入 **36% ↑**
目标价格: 人民币 36.00

600887.CH
价格: 人民币 25.71
目标价格基础: 21 倍 15 年市盈率
板块评级: 增持

本报告要点

- 进口奶开始发售
- 从广告费用率下降看净利润率提升空间

我们的观点有何不同?

- 我们认为公司运作进口奶是理性选择;
- 提高全年预测;
- 继续看好公司基本面, 公司奶粉、酸奶、乳酸菌饮料、常温酸奶、冷饮等, 表现均强于主要竞争对手, 龙头价值稳固, 公司股价低估明显。

主要催化剂/事件

- 后续季度收入增速和毛利率提升仍能预期。

股价表现

(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(1)	(1)	16	(14)
相对新华富时 A50 指数	(3)	(3)	8	(12)

发行股数(百万)	3,064.4
流通股(%)	89.8
流通股市值(人民币 百万)	70,751
3个月日均交易额(人民币 百万)	645
净负债比率%(2014E)	净现金
主要股东(%)	
呼和浩特投资有限公司	10.20

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2014 年 9 月 26 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费品: 食品及饮料

苏铖

(8621) 2032 8510

cheng.su@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512090001

伊利股份

全球布局进入发力时; 净利润率仍有空间

9月 25-26 日伊利公司引进的意大利纯进口品牌“培兰”全脂牛奶 1L 装首次进入电商渠道天猫商城销售, 售价 9.9 元 (4 折), 27-30 日继续以 11.9 元价格进行优惠价格发售, 25-28 日短短 4 天销售 3.05 万盒, 而欧德堡是天猫销量最大的进口牛奶, 1L 装欧德堡月销量 11.34 万盒 (售价 11.9 元, 原价 25 元), 伊利股份的“培兰”特惠销售取得了良好开局。“培兰”短期不会贡献利润, 但公司对费用投放效率的管控使得该产品亦不会对利润构成拖累。公司运作进口牛奶更多是从战略角度考虑, 进口奶在很长一段时间内都将是满足国内牛乳需求的补充, “与狼共舞”而不是完全走在对立面, 而是完成全球资源布局的跨国性大乳企的理性选择, 只有在进口奶市场占有一定份额, 才能同时在国产和进口牛奶上掌握话语权和定价权。伊利股份严格控制进口奶的销售渠道, 只在电商渠道销售, 直接影响进口奶主销渠道的生态, 同时也避免了进入其他渠道对自身常温奶的影响。**1L 装“培兰”之后, 预计还会有其他规格产品陆续进入。**

支撑评级的要点

- 进口奶在线上渠道会持续有存在空间。完成全球布局的跨国性乳企将在线上同进口奶进行直接竞争获取份额, 纠纷话语权。市场放大了进口奶的冲击, 却低估了企业从全球布局中的受益, 企业需要从已经开始的全球经营当中证明自己。
- 今年行业促销力度在供给增加和原料价格下降作用下有所加大, 但从收入和费用处理综合情况来看, 公司费用成本控制情况仍然较好。2 季度单季度收入增速环比提高 4.71 个百分点, 销售费用率同比下降 0.56 个百分点。我们认为当前乳业的竞争格局会使得龙头企业的销售费用率有持续下降的空间, 因为我们判断龙头公司的广告费用投放已经接近无死角, 费用率随着销售规模上升而下降。而毛利率方面, 我们认为结构的贡献仍然能够持续, 因此我们认为公司净利润率还有提升空间。

评级面临的主要风险

- 管理层持股解禁后减持的预期始终存在; 存货减值处理情况不同于其他企业; 食品质量安全始终如剑在悬。

估值

- 以 2015 年 21 倍市盈率估值, 维持目标价 36.00 元, 维持**买入**评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	41,991	47,779	54,760	61,791	69,479
变动(%)	12.1	13.8	14.6	12.8	12.4
净利润(人民币 百万)	1,717	3,187	4,449	5,281	6,183
全面摊薄每股收益(人民币)	0.56	1.04	1.45	1.72	2.02
变动(%)	(5.1)	85.6	39.6	18.7	17.1
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.34	1.64	1.98
先前预测每股收益(人民币)			1.37	1.63	1.82
调整幅度(%)			5.97	5.72	10.86
核心每股收益(人民币)	0.55	1.00	1.44	1.71	2.01
变动(%)	(5.1)	80.7	44.4	18.8	17.2
全面摊薄市盈率(倍)	45.9	24.7	17.7	14.9	12.7
核心市盈率(倍)	46.6	25.8	17.8	15.0	12.8
每股现金流量(人民币)	1.51	2.68	1.78	2.26	2.58
价格/每股现金流量(倍)	17.1	9.6	14.4	11.4	10.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.2	12.9	13.2	10.7	8.7
每股股息(人民币)	0.15	0.53	0.58	0.52	0.61
股息率(%)	0.57	2.07	2.27	2.02	2.36

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

进口奶：电商主渠道价格敏感度高

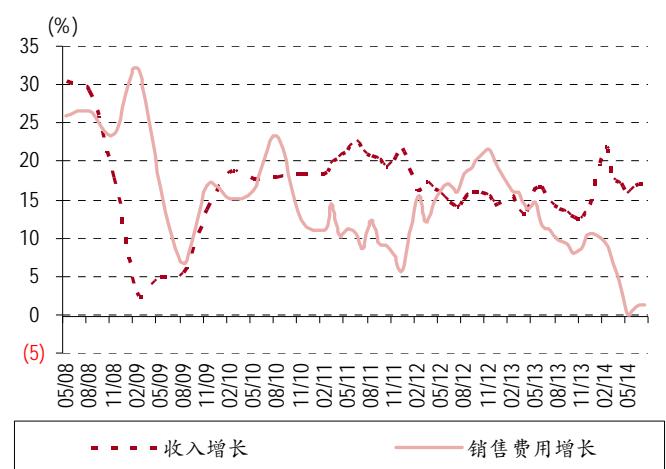
电商将进口奶作为引流利器，优惠销售活动频繁，电商购买群体的价格敏感度高。

目前电商1L装进口牛奶的销售价格主要在9.90元-14.90元之间，这一价格带基本是微利或亏损，伊利股份以低价9.90元迅速切入，产品导入效果达到，同时对进口奶整体电商渠道生态环境有很大影响，但低价不是常态，伊利股份的价格马上调整到11.90元，后续也会动态调整活动策略。

费用率：下降空间仍存，助力净利润率提高

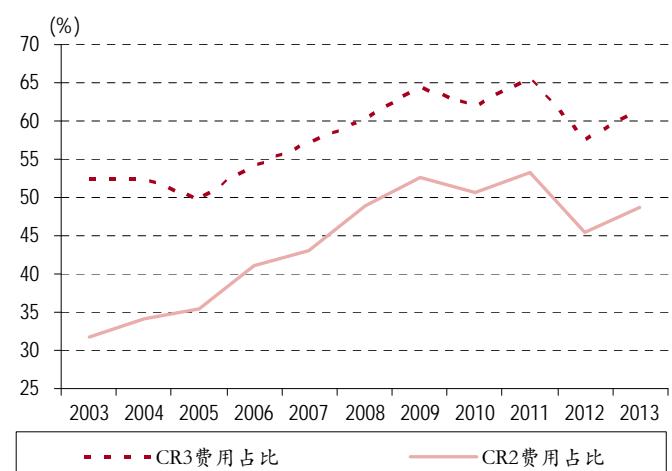
影响公司净利润率的因素一方面是毛利率，另一方面是销售费用率，公司广告费用占销售费用比重超过40%，广告费用近年的增长落后于销售收入增速，带动了整个销售费用率的下降。我们认为公司销售费用率仍有下降空间，而毛利率在产品结构、价格因素的影响下仍有提升空间，因此公司净利润率仍有持续的提高到两位数空间和能力。

图表1. 乳制品行业销售费用增速落后于收入增速



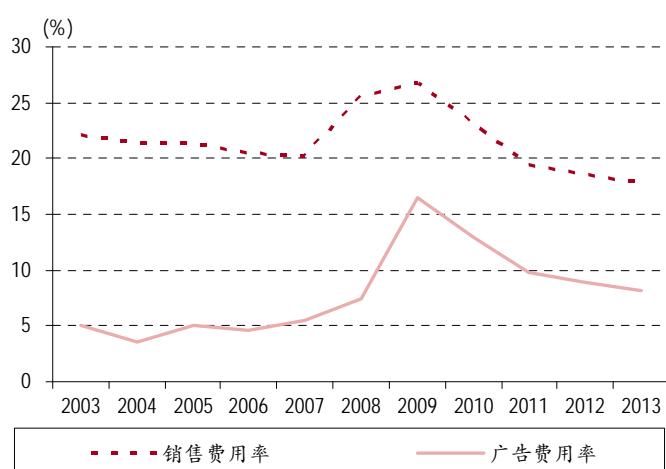
资料来源：统计局，中银国际研究整理

图表2. 龙头乳企销售费用占全行业销售费用比重



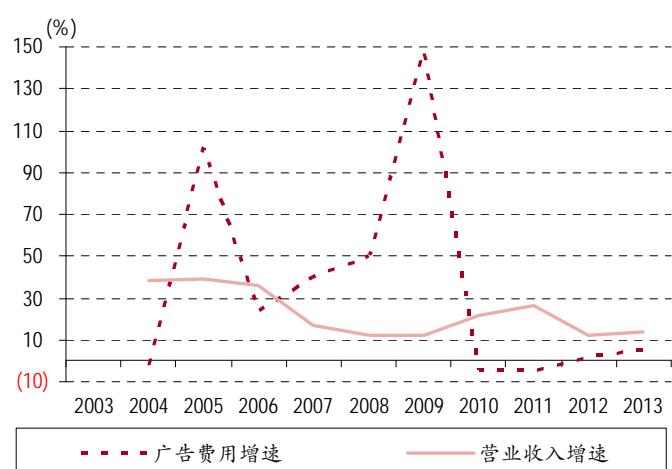
资料来源：市场调查公司，中银国际研究整理

图表3. 伊利股份销售费用率和广告费用率下降



资料来源：统计局，中银国际研究整理

图表4. 伊利股份广告费用增速低于收入增速



资料来源：市场调查公司，中银国际研究整理

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	41,991	47,779	54,760	61,791	69,479
销售成本	(29,505)	(34,083)	(37,758)	(42,663)	(48,028)
经营费用	(10,821)	(11,070)	(12,409)	(13,635)	(15,056)
息税折旧前利润	2,597	3,788	5,614	6,648	7,663
折旧及摊销	(932)	(1,163)	(1,020)	(1,155)	(1,269)
经营利润(息税前利润)	1,665	2,626	4,594	5,493	6,394
净利润收入/(费用)	(49)	33	204	288	455
其他收益/(损失)	471	401	456	456	454
税前利润	2,087	3,060	5,254	6,237	7,303
所得税	(351)	141	(786)	(933)	(1,093)
少数股东权益	(19)	(14)	(19)	(23)	(27)
净利润	1,717	3,187	4,449	5,281	6,183
核心净利润	1,691	3,056	4,414	5,246	6,148
每股收益(人民币)	0.56	1.04	1.45	1.72	2.02
核心每股收益(人民币)	0.55	1.00	1.44	1.71	2.01
每股股息(人民币)	0.15	0.53	0.58	0.52	0.61
收入增长(%)	12.12	13.78	14.61	12.84	12.44
息税前利润增长(%)	(1.89)	57.73	74.94	19.58	16.39
息税折旧前利润增长(%)	6.24	46.11	48.97	18.42	15.26
每股收益增长(%)	(5.09)	85.61	39.58	18.70	17.08
核心每股收益增长(%)	(5.09)	85.61	39.58	18.70	17.08

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	2,087	3,060	5,254	6,237	7,303
折旧与摊销	915	1,143	1,020	1,155	1,269
净利息费用	100	82	(204)	(288)	(455)
运营资本变动	(327)	917	(1,852)	617	110
税金	(351)	141	(786)	(933)	(1,093)
其他经营现金流	38	394	2,093	210	847
经营活动产生的现金流	2,409	5,475	5,455	6,928	7,910
购买固定资产净值	(3,102)	(3,241)	(3,000)	(2,400)	(1,920)
投资减少/增加	45	5,884	0	0	0
其他投资现金流	0	(8,903)	(197)	(197)	(197)
投资活动产生的现金流	(3,057)	(6,260)	(3,197)	(2,597)	(2,117)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(3)	(4)	150	120	96
支付股息	(448)	(1,634)	(1,787)	(1,591)	(1,863)
其他融资现金流	(455)	8,879	(339)	(163)	89
融资活动产生的现金流	(905)	7,241	(1,976)	(1,634)	(1,677)
现金变动	(1,917)	6,169	282	2,698	4,116
期初现金	3,921	2,004	8,173	8,456	11,153
公司自由现金流	(649)	(785)	2,259	4,332	5,793
权益自由现金流	(700)	(756)	2,613	4,739	6,345

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	2,004	8,173	8,456	11,153	15,269
应收账款	420	522	767	865	973
库存	2,995	3,683	5,286	5,120	5,283
其他流动资产	788	4,089	4,206	4,326	4,456
流动资产总计	6,207	16,467	18,715	21,464	25,981
固定资产	8,900	10,404	12,384	13,644	14,548
无形资产	832	913	878	842	807
其他长期资产	3,876	5,094	5,313	5,517	5,480
长期资产总计	13,608	16,410	18,575	20,003	20,836
总资产	19,815	32,877	37,289	41,466	46,817
应付帐款	4,361	5,192	5,286	5,546	5,763
短期债务	2,578	4,086	3,473	2,952	2,509
其他流动负债	4,539	6,239	8,269	8,804	9,860
流动负债总计	11,478	15,517	17,028	17,302	18,133
长期借款	5	0	150	270	366
其他长期负债	808	1,047	1,117	1,187	1,264
股本	1,599	2,043	3,064	3,064	3,064
储备	5,737	14,094	15,734	19,424	23,744
股东权益	7,336	16,137	18,799	22,488	26,808
少数股东权益	190	188	207	230	257
总负债及权益	19,815	32,877	37,289	41,466	46,817
每股帐面价值(人民币)	4.59	7.89	6.13	7.33	8.74
每股有形资产(人民币)	4.07	7.44	5.84	7.06	8.48
每股净负债/(现金)(人民币)	0.18	(1.45)	(1.69)	(2.70)	(4.16)

主要比率

年结日：12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	6.18	7.93	10.25	10.76	11.03
息税前利润率(%)	3.96	5.50	8.39	8.89	9.20
税前利润率(%)	4.97	6.41	9.59	10.09	10.51
净利率(%)	4.09	6.67	8.12	8.55	8.90
流动性					
流动比率(倍)	0.54	1.06	1.10	1.24	1.43
利息覆盖率(倍)	33.9	(79.35)	(22.51)	(19.08)	(14.04)
净权益负债率(%)	7.72	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.28	0.82	0.79	0.94	1.14
估值					
市盈率(倍)	45.88	24.72	17.71	14.92	12.74
核心业务市盈率(倍)	46.60	25.78	17.85	15.02	12.82
目标价对应核心业务市盈率(倍)	64.24	34.61	24.80	20.89	17.84
市净率(倍)	5.46	3.22	4.15	3.47	2.91
价格/现金流(倍)	17.06	9.59	14.44	11.37	9.96
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.16	12.85	13.17	10.66	8.66
周转率					
存货周转天数	26.03	28.14	35.23	30.24	27.75
应收帐款周转天数	2.51	2.60	3.29	3.29	3.29
应付帐款周转天数	53.95	55.60	51.10	47.45	43.80
回报率					
股息支付率(%)	26.07	51.28	40.18	30.13	30.13
净资产收益率(%)	23.07	19.62	23.52	23.36	22.95
资产收益率(%)	8.67	9.69	11.93	12.73	13.21
已运用资本收益率(%)	12.35	9.65	15.23	15.89	16.02

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

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 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 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

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

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
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) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371