



买入

46% ↑

目标价格:人民币 34.50

原目标价格:人民币 36.00

600887.CH

价格:人民币 23.70

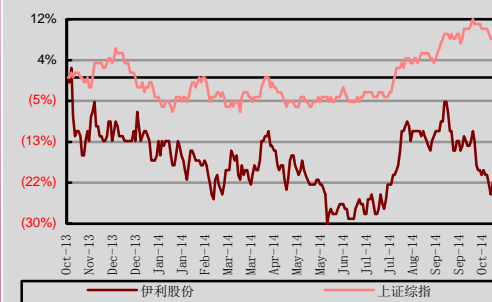
目标价格基础:20倍 15年市盈率

板块评级:增持

本报告要点

- 市场对管理层风险高估;
- 4季度收入增速仍有压力。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(3.7)	(7.8)	0.1	(21.8)
相对上证指数	(12.3)	(5.4)	(7.6)	(29.2)

发行股数(百万)	3,064
流通股(%)	98
流通股市值(人民币 百万)	71,285
3个月日均交易额(人民币 百万)	854
净负债比率(%) (2014E)	净现金
主要股东(%)	
呼和浩特投资有限责任公司	9

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际研究
以2014年10月27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

食品饮料: 食品加工

苏斌
(8621)20328510
cheng.su@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300512090001

刘颖
(8621)20328590
yan1.liu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300514050001

伊利股份

显著受益于原奶价格下降, 拟推员工持股

公司1-9月营业收入417.39亿元, 同比增长14.13%, 较1-6月的13.59%有所提高, 归属于上市公司股东净利润35.58亿元, 同比增长41.44%, 较1-6月的31.93%提高9.51个百分点。3季度收入增速15.16%, 低于2季度的15.89%, 液奶表现较好, 奶粉增速缓慢, 在宏观消费形势大环境较差的背景下, 单季度收入表现在接受范围内。3季度毛利率同比大幅提高5.29个百分点, 原因在于上年3季度缺奶最为严重, 原奶价格上涨最快, 这符合我们对原奶价格下降乳业龙头最受益的判断。为了进一步激励管理层和骨干员工, 公司拟推10期员工持股计划, 2014年首期员工持股计划的资金来源为上年扣除非经常性损益后净利润增量的30%。该计划涵盖了包括董事长潘刚在内的核心管理层, 资金来源同净利润增量直接相关, 进一步将管理层利益和股东利益深度绑定, 有助于缓解目前市场对管理层风险的高估, 有助于强化投资者对公司业绩增长动力的信心, 瑕疵之处是未有绑定业绩条件。我们将目标价格下调至34.50元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 龙头于原奶价格回落最受益, 公司毛利率上升幅度大, 对净利润率贡献明显。未来公司净利润率在毛利率缓步提升和费用率缓步下降共同作用下仍有提高空间。
- 毛利率形势良好的情况下, 3季度销售费用率同比提高1.39个百分点, 而2季度是毛利率形势良好的情况下管理费用率同比提升1.86个百分点。反映出毛利率形势较好的情况下财务的从容。
- 宏观大形势不佳的情况下, 收入端难超预期。从现金流综合分析情况以及宏观形势判断, 预计4季度收入增速仍有压力。
- 市场对管理层风险高估, 导致公司股价明显低估。本次员工持股计划的出台有助于缓解市场对管理层风险的担忧情绪, 短期股价有一定的修复空间。

评级面临的主要风险

- 不可预知的食品质量安全问题; 收入增速进一步放缓的可能; 市场对管理层持股解禁后减持的担忧。

估值

- 以2015年20倍市盈率估值, 目标价由36.00元下调至34.50元。

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	14	15	13	12
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)	0.560	1.040	1.452	1.723	2.018
变动(%)	(5.1)	85.6	39.6	18.7	17.1
全面摊薄市盈率(倍)	42.3	22.8	16.3	13.8	11.7
价格/每股现金流量(倍)	30.2	13.3	13.3	10.5	9.2
每股现金流量(人民币)	0.79	1.79	1.78	2.26	2.58
企业价值/息税折旧前利润(倍)	28.2	18.1	12.1	9.7	7.9
每股股息(人民币)	0.146	0.533	0.583	0.519	0.608
股息率(%)	0.6	2.3	2.5	2.2	2.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

拟推员工持股计划，激励再上台阶

公司拟推10期员工持股计划，首期持股计划资金来源于2013年较2012年增加的扣除非经常性损益后净利润的30%（扣税），为143,894,588元。首期员工持股计划涵盖董事长潘刚在内的核心管理层，核心管理层的计划份额达到30.76%，进一步将管理利益同股东利益绑定。

该员工持股计划的推出，有助于缓解市场对管理层风险的高估现状，有助于提高市场对于公司中长期业绩增长动力的信心。但**该持股计划的瑕疵在于未有绑定业绩条件。**

图表 1.2014 年首期员工持股计划人员和份额情况

持有人	持有份额（份）	占持股计划总份额的比例（%）
潘刚、刘春海、赵成霞、胡利平、王瑞生、王晓刚、李建强、张文 8 人	44,262,088	30.76
其他员工共 309 人	99,632,500	69.24
合计 317 人	143,894,588	100

资料来源：公司公告，中银国际整理

关注现金流和营业收入匹配情况

2010 年公司销售商品和提供劳务收到现金同营业收入之比均分别为 1.10、1.16、1.19 和 1.30，其中 1-3 季度销售商品和提供劳务收到现金同比增速均高于营业收入增速，但第三季度毛利率和业绩表现最差（见表 2）；第四季度销售商品和提供劳务收到现金同比增速低于营业收入增速，然而净利润增速却高达 86.21%。

2011 年 3 季度和 2012 年 1 季度的季度差异情况同 2010 年的情况类似。

我们此前认为公司 2013 年 3 季度收入增速低估，对应的毛利率也存在低估，4 季度或 2014 年 1 季度将可能得到修正，4 季度和 1 季度都有超预期的表现，我们预判正确。

2014 年 2 季度公司经营性现金流状况良好，销售商品和劳务收到现金同营业收入之比达到 1.21，我们认为后续季度的收入增速仍可预期，3 季度收入增速预计可能比 2 季度更快也得到验证。

从 3 季度的现金流情况看，结合宏观消费形势，4 季度收入难超预期。

图表 2.2010 年经营现金流和营业收入情况

	1Q2010	2Q2010	3Q2010	4Q2010
销售商品和提供劳务收到现金/营业收入	1.10	1.16	1.19	1.30
销售商品和提供劳务收到现金同比增长(%)	60.23	11.20	26.35	3.31
营业收入同比增长(%)	36.94	8.38	24.73	22.12
净利润同比增长(%)	10.07	56.09	(24.20)	86.21
毛利率(%)	32.15	31.40	27.95	30.00

资料来源：公司报表，中银国际整理

图表 3.2011/12 年经营现金流和营业收入情况

	3Q2011	4Q2011	1Q2012	2Q2012
销售商品和提供劳务收到现金/营业收入	1.22	1.35	1.02	1.24
销售商品和提供劳务收到现金同比增长(%)	20.05	39.27	8.53	20.24
营业收入同比增长(%)	16.88	34.37	13.21	10.50
净利润同比增长(%)	192.32	72.68	183.35	(47.72)
毛利率(%)	27.85	25.84	30.52	29.55

资料来源：公司报表，中银国际整理

图表 4.2013 年以来季度经营现金流和营业收入情况，2014 年 2 季度现金流情况仍旧良好，3 季度变差

	1Q2013	2Q2013	3Q2013	4Q2013	1Q2014	2Q2014	3Q2014
销售商品和提供劳务收到现金/营业收入	1.03	1.18	1.28	1.21	1.02	1.21	1.12
销售商品和提供劳务收到现金同比增长(%)	15.10	7.18	16.33	28.99	11.48	19.48	2.00
营业收入同比增长(%)	14.30	12.58	7.01	23.41	11.82	16.78	16.33
净利润同比增长(%)	18.61	256.57	28.59	91.39	122.54	(3.37)	62.70
毛利率(%)	32.37	29.43	26.19	26.73	33.72	32.57	31.48

资料来源：公司报表，中银国际整理

图表 5.公司 2014 年 1-9 月和 2014 年 3 季度利润表分析

(人民币，百万)	2013 年 1-9 月	2014 年 1-9 月	同比变动(%)	2013 年 7-9 月	2014 年 7-9 月	同比变动(%)
营业总收入	36,571.22	42,069.52	15.03	12,550.00	14,598.79	16.33
营业收入	36,571.22	41,738.95	14.13	12,550.00	14,452.65	15.16
营业总成本	34,554.13	38,281.72	10.79	11,836.10	13,237.90	11.84
营业成本	25,870.38	28,150.74	8.81	9,262.59	9,902.61	6.91
营业税金及附加	189.01	201.46	6.59	35.94	70.48	96.11
销售费用	6,703.72	7,609.29	13.51	1,898.19	2,387.40	25.77
管理费用	1,817.99	2,198.43	20.93	668.57	713.97	6.79
财务费用	(42.68)	99.33	(332.74)	(35.33)	151.29	(528.16)
资产减值损失	15.71	22.47	42.98	6.14	12.16	98.13
其他经营收益	2,017.09		(1.00)			
投资净收益	29.90	94.56	216.00	20.06	18.08	(10.00)
营业利润	2,046.99	3,882.36	89.66	733.96	1,378.97	87.88
加：营业外收入	303.87	302.12	(0.58)	109.45	97.17	(11.22)
减：营业外支出	26.21	36.19	38.05	14.22	12.34	(13.24)
利润总额	2,324.64	4,148.29	78.45	829.20	1,463.81	76.53
减：所得税	(200.84)	571.33	(384.47)	49.78	193.18	288.04
净利润	2,525.48	3,576.96	41.63	779.42	1,270.63	63.02
减：少数股东损益	9.90	18.89	90.87	1.80	5.44	203.20
归属于母公司股东的净利润	2,515.59	3,558.06	41.44	777.62	1,265.19	62.70
每股收益(元)	0.82	1.16		0.25	0.41	
盈利能力(%)			百分点变动			百分点变动
毛利率	29.26	32.56	3.29	26.19	31.48	5.29
经营利润率	5.60	9.23	3.63	5.85	9.45	3.60
税前利润率	6.36	9.86	3.50	6.61	10.03	3.42
净利率	6.88	8.46	1.58	6.20	8.67	2.47

资料来源：公司资料，中银国际研究

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	(9,889)	(9,908)	(11,388)	(12,480)	(13,787)
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
净利息收入/(费用)	(100)	(82)	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	1,744	3,319	4,484	5,316	6,218
每股收益(人民币)	0.560	1.040	1.452	1.723	2.018
核心每股收益(人民币)	0.560	1.040	1.452	1.723	2.018
每股股息(人民币)	0.146	0.533	0.583	0.519	0.608
收入增长(%)	12	14	15	13	12
息税前利润增长(%)	(2)	58	75	20	16
息税折旧前利润增长(%)	7	46	48	18	15
每股收益增长(%)	(5)	86	40	19	17
核心每股收益增长(%)	(5)	86	40	19	17

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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	(15)	131	2,023	140	777
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	(1,554)	6,455	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
应收帐款	0	0	0	0	0
库存	0	0	0	0	0
其他流动资产	4,203	8,294	10,259	10,310	10,712
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	923	888	853	818
其他长期资产	3,508	4,257	4,477	4,680	4,644
长期资产总计	13,608	16,421	18,585	20,013	20,846
总资产	19,815	32,888	37,300	41,477	46,828
应付帐款	0	0	0	0	0
短期债务	2,578	4,086	3,473	2,952	2,509
其他流动负债	8,900	11,431	13,555	14,350	15,624
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	32,888	37,300	41,477	46,828
每股帐面价值(人民币)	2.39	5.27	6.13	7.34	8.75
每股有形资产(人民币)	2.12	4.96	5.84	7.06	8.48
每股净负债/(现金)(人民币)	0.19	(1.33)	(1.58)	(2.59)	(4.04)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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(%)	6.2	7.9	10.3	10.8	11.0
息税前利润率(%)	4.0	5.5	8.4	8.9	9.2
税前利润率(%)	5.0	6.4	9.6	10.1	10.5
净利率(%)	4.1	6.7	8.1	8.5	8.9
流动性					
流动比率(倍)	0.5	1.1	1.1	1.2	1.4
利息覆盖率(倍)	33.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	7.7	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.3	0.8	0.8	0.9	1.1
估值					
市盈率(倍)	42.3	22.8	16.3	13.8	11.7
核心业务市盈率(倍)	42.3	22.8	16.3	13.8	11.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	61.6	33.2	23.8	20.0	17.1
市净率(倍)	9.9	4.5	3.9	3.2	2.7
价格/现金流(倍)	30.2	13.3	13.3	10.5	9.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	28.2	18.1	12.1	9.7	7.9
周转率					
存货周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收帐款周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付帐款周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
回报率					
股息支付率(%)	26.1	51.3	40.2	30.1	30.1
净资产收益率(%)	23.4	19.8	25.5	25.6	25.1
资产收益率(%)	7.0	8.0	11.1	11.9	12.3
已运用资本收益率(%)	16.5	12.9	21.3	22.6	22.9

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 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士，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 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