

2014 年 10 月 30 日

李晓璐

c0049@capital.com.tw

目标价(元) 32.00

公司基本资讯

产业别	食品饮料
A 股价(2014/10/29)	23.86
上证综指(2014/10/29)	2373.03
股价 12 个月高/低	45.7/21.75
总发行股数(百万)	3064.37
A 股数(百万)	3007.82
A 市值(亿元)	731.16
主要股东	呼和浩特投资 有限责任公司 (09.31%)
每股净值(元)	5.85
股价/账面净值	4.08
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-8.8 -10.0 -10.9

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2014-09-01	26.56	买入
2014-06-10	31.99	买入

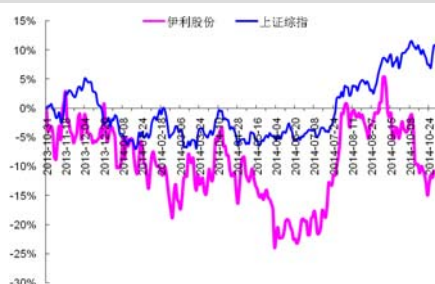
产品组合

液体乳	76.4%
奶粉及奶制品	11.2%
冷饮产品系列	11.2%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	34.2%
一般法人	10.0%

股价相对大盘走势



伊利股份(600887.SH)

Buy 买入

2014 前三季度纯利同比增长 41%，扣非后同比增长 91%，超预期

结论与建议：

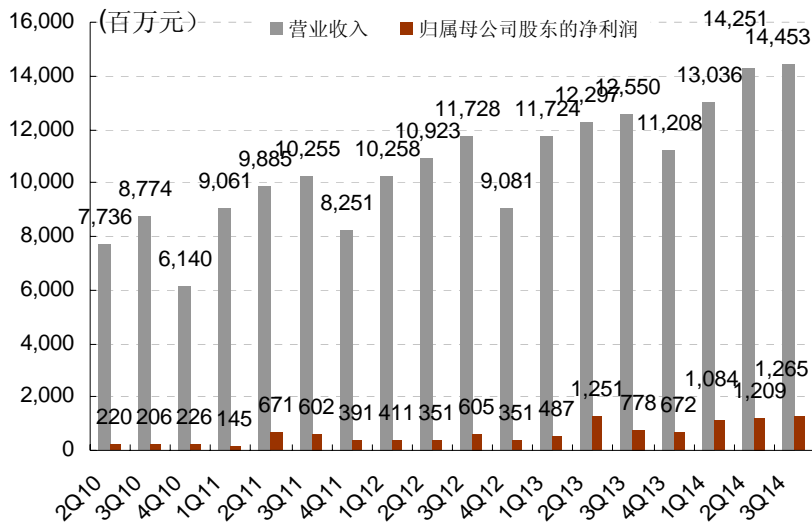
公司 2014 年前三季度净利润同比增长 41%，扣非后同比增长 91%，超预期，其中 3Q 单季净利润同比增长 63%，维持高增速。展望 4Q，预计原奶价格将延续跌势，有利于公司毛利率的回升。当前股价对应 2014、2015 年 PE 分别为 16 倍和 13 倍，维持买入的投资建议。

- 2014 年前三季度，公司实现营业收入 417.39 亿元，同比增长 14.13%；实现归属于上市公司股东的净利润为 35.58 亿元，同比增长 41.44%；扣非后纯利 32.87 亿元，同比增长 91%；基本每股收益 1.16 元，超预期。
- 从 3Q 单季看，实现营业收入 146 亿元，同比增长 16.33%，实现净利润 12.65 亿元，同比增长 63%，经营业绩增速较上半年明显加快，我们认为主要受益于原奶价格下跌以及去年下半年产品提价因素的延续，使 3Q 毛利率水平提高 6 个百分点至 32%。
- 公司稳步推进国际化战略，先后在新西兰投资奶粉项目（一期项目将于年底投产），与美国最大的牛奶公司 DFA、意大利斯嘉达达成战略合作，与欧洲的荷兰顶尖学府瓦赫根大学合作建立欧洲研发中心，并达成了共建首个中荷两国食品安全保障体系的战略合作，进一步提升了公司在全球的产业链控制能力和品牌影响力。
- 此外，公司发布十年（即 2014 年至 2023 年）的持股计划草案，首批对象为公司中高层管理人员、公司及子公司业务技术骨干等共计 317 人，其中潘刚等 8 人持有份额占总份额的 30.76%。持股计划的资金来源于：（1）从公司扣除非经常性损益后的净利润中提取的持股计划奖励金；（2）员工其他合法薪酬；（3）员工融资或其他自筹资金。首期持股计划的资金全部来源于持股计划奖励金，共计 1.44 亿元。按照草案，我们预估 2015 年来自扣非后净利润的奖励金约 3.3 亿。按照当前股价，两年累计奖励金可以购买的股份约占总股本的 0.65%。该草案尚待股东大会审议。
- 我们认为该计划有利于使公司员工和股东形成利益共同体，提高管理效率和员工的积极性、创造性与责任心，实现公司长期持续的发展，也有助于留住人才、吸引优秀人才加盟，属长期利好。
- 展望 4Q，由于主要原奶生产国的原奶产量持续大幅增长，出口量也大幅增加，预计原奶价格依然会延续下跌态势，有利于公司毛利率回升。综上，上调公司盈利预测，预计 2014、2015 年分别实现净利润 45.63 亿元（上调 16%）和 54.47 亿元（上调 22%），同比分别增长 43.16%和 19.38%，按摊薄后股本计算，EPS 分别为 1.49 元和 1.78 元。

..... 接续下页

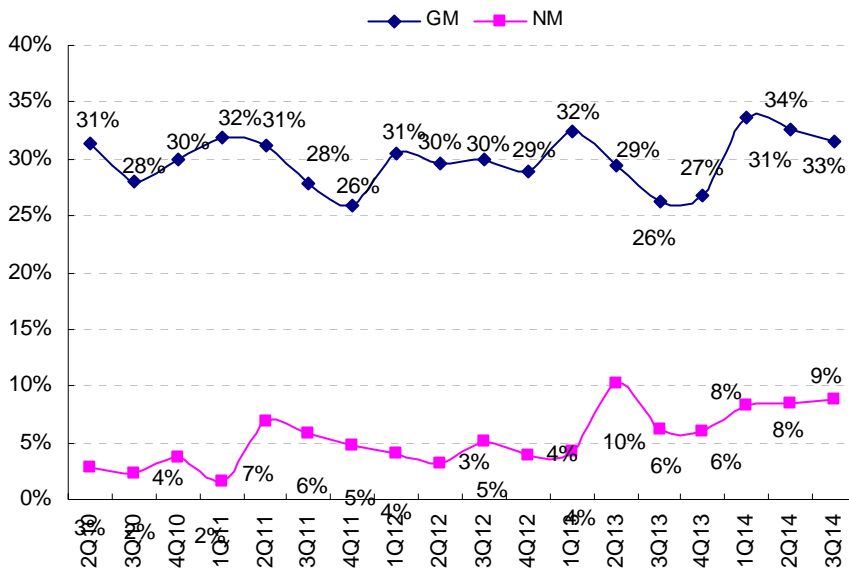
年度截止 12 月 31 日		2010	2011	2012	2013	2014F	2015F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	777	1809	1717	3187	4563	5447
同比增减	%	20.00	132.79	-5.09	85.61	43.16	19.38
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.97	1.13	1.07	1.65	1.49	1.78
同比增减	%	19.75	16.49	-5.31	54.21	-9.76	19.38
市盈率(P/E)	X	24.60	21.12	22.30	14.46	16.02	13.42
股利 (DPS)	RMB 元	0.00	0.25	0.28	0.30	0.30	0.30
股息率 (Yield)	%	-	1.05	1.17	0.80	1.26	1.26

图 1：公司营收及净利润情况 单位：百万元



资料来源：公司公告、群益证券

图 2：公司利润率情况 单位：%



资料来源：公司公告、群益证券

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
营业收入	37451	41991	47779	55174	61321
经营成本	26486	29505	34083	37243	41401
营业税金及附加	233	249	234	254	282
销售费用	7291	7778	8546	9764	10376
管理费用	1971	2810	2392	2869	3024
财务费用	-49	49	-33	111	119
资产减值损失	28	11	30	42	27
投资收益	254	27	131	95	6
营业利润	1746	1616	2659	4987	6098
营业外收入	421	502	440	402	400
营业外支出	31	31	38	46	25
利润总额	2136	2087	3060	5342	6473
所得税	304	351	-141	750	971
少数股东损益	23	19	14	29	55
归属于母公司所有者的净利润	1809	1717	3187	4563	5447

附二：合并资产负债表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
货币资金	3921	2004	8173	10808	14493
应收账款	281	289	340	384	434
存货	3310	2995	3683	4419	5303
流动资产合计	7512	5288	16467	15611	20230
长期股权投资	567	568	558	558	558
固定资产	7027	8900	10404	12485	14982
在建工程	1591	1511	1484	1039	727
非流动资产合计	11202	13608	16410	16082	18267
资产总计	19930	19815	32877	31693	38498
流动负债合计	12866	11478	15517	17069	18776
非流动负债合计	758	813	1048	1152	1268
负债合计	13624	12290	16565	18221	20043
少数股东权益	282	190	188	375	1126
股东权益合计	6024	7335	16313	13097	17329
负债及股东权益合计	19930	19815	32877	31693	38498

附三：合并现金流量表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
经营活动产生的现金流量净额	3670	2409	5475	5282	6013
投资活动产生的现金流量净额	-3476	-3057	-6260	-2546	-2246
筹资活动产生的现金流量净额	-132	-905	7241	-102	-82
现金及现金等价物净增加额	62	-1554	6451	2634	3685

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或买入, 沽出或提供销售或出此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户, 或代他人之户买卖此份报告内描述之证; @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。