

2014 年 11 月 20 日

李晓璐

c0049@capital.com.tw

目标价(元)

30.00

### 公司基本资讯

产业别	食品饮料
A 股价(2014/11/19)	23.94
上证综指(2014/11/19)	2450.99
股价 12 个月高/低	41.45/21.75
总发行股数(百万)	3064.37
A 股数(百万)	3007.82
A 市值(亿元)	733.61
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	4.09
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	0.9 -7.7 -8.5

### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2014-10-30	23.86	买入
2014-09-01	26.56	买入

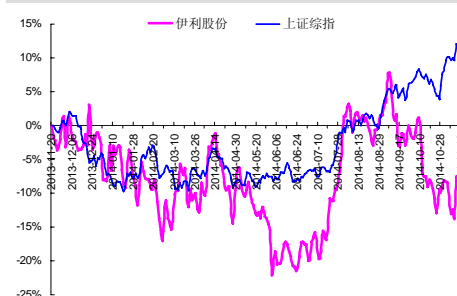
### 产品组合

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

澳大利亚乳制品关税取消对国内企业影响小，维持买入投资评级

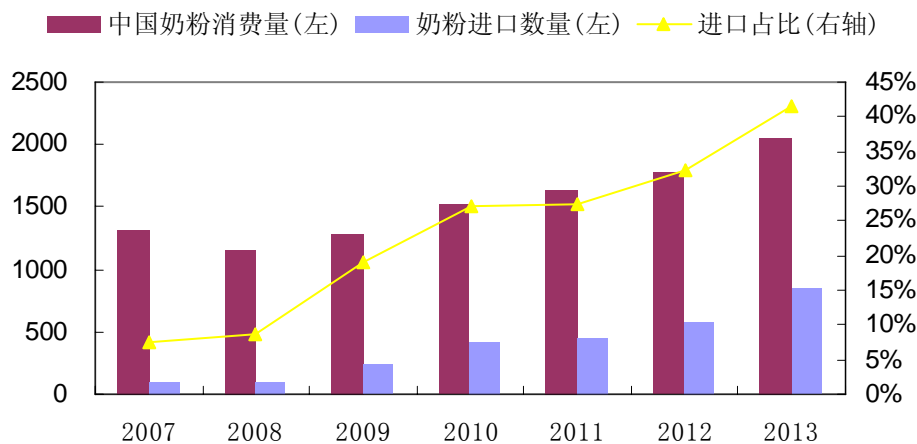
### 结论与建议：

- 经过长达 9 年 22 轮的谈判，11 月 17 日，中国与澳大利亚签署中澳签署自由贸易协定意向书。根据谈判结果，澳大利亚对中国所有产品关税最终均降为零，中国对澳大利亚绝大多数产品关税最终降为零，预计 2015 年签署自由贸易协定。
- 根据意向书，中国对澳的农产品优惠政策包括：澳大利亚乳制品的进口关税（10%-15%的税率）将在 9 年内全部取消，其中婴幼儿奶粉现行 15% 的进口关税将在 4 年内取消。
- 我们认为中澳自贸协定生效后，从澳大利亚进口的乳制品数量会增加，从而替代一部分新西兰的乳制品，但是对国内乳制品现有格局影响并不大，主要原因是：1) 从液体奶看，尽管进口液体奶的数量占国内消费量的比重近年来提升较快，但是目前的占比也仅有 0.55%，在这当中，来自澳大利亚的液体奶占有进口量的比重约 11%，考虑到液体奶受到运输成本高、进口时效长影响保质期等因素，短期看来还难以替代国产奶；2) 从奶粉看，尽管进口奶粉的数量占国内消费量的比重达到 42%，但是这其中 80%来自新西兰而非澳大利亚，澳大利亚仅占 3%，而我国与新西兰早在 2008 年就签订了自贸协定，目前对从新西兰进口的乳制品已经实施了零关税，再对比婴幼儿奶粉的零售价格，即使取消 15% 的进口关税，澳大利亚的奶粉价格与目前市场上的进口奶粉价格相比较，优势也并不明显，因此对现有价格体系几乎没有影响。
- 综上，我们认为该协定实施后对伊利股份等国产乳企的负面影响小，预计 2014、2015 年分别实现净利润 45.63 亿元和 54.47 亿元，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。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。

..... 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

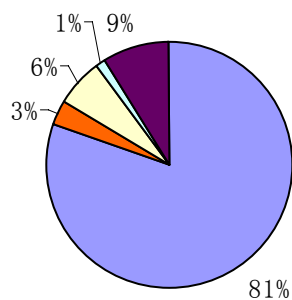
图 1：奶粉进口量占中国国内消费量的比重 单位：千吨



资料来源：美国农业部、中国奶业年鉴、群益证券整理

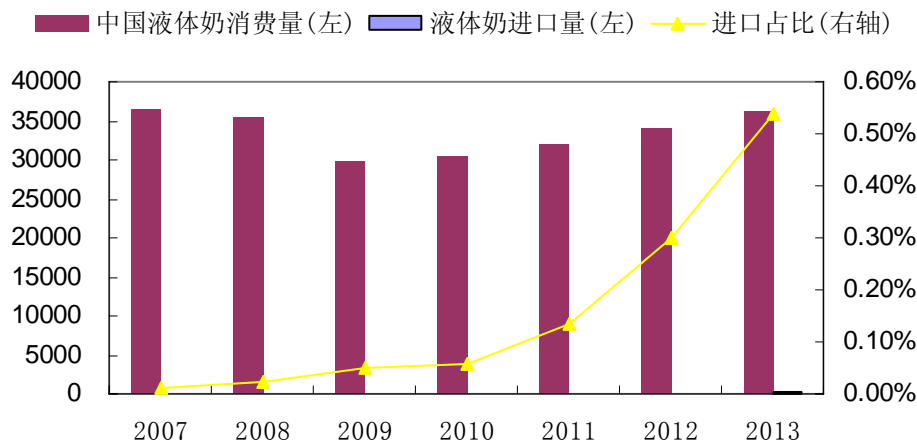
图 2：奶粉进口量分国别占比（2013 年）

■ 新西兰 ■ 澳大利亚 ■ 美国 ■ 法国 ■ 其他



资料来源：中国奶业年鉴、群益证券整理

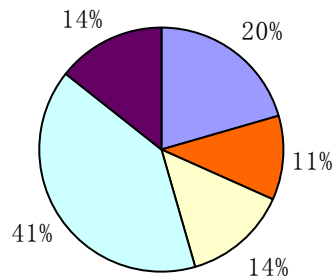
图 3：液体奶进口量占中国国内消费量的比重 单位：千吨



资料来源：美国农业部、中国奶业年鉴、群益证券整理

图 4：液体奶进口量分国别占比（2013 年）

■ 新西兰 ■ 澳大利亚 ■ 法国 ■ 德国 ■ 其他



资料来源：中国奶业年鉴、群益证券整理

表：国内市场婴幼儿品牌价格对比 单位：元/罐

婴幼儿奶粉	新西兰 karicare	澳大利亚 bellamy	美国 雅培	国产伊利 金领冠	国产贝因美 爱+
900克罐装 二段	210	250	230	175	210

数据来源：公开数据

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价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。