

沪港通股票

Key Call: 伊利股份

业绩有望超预期，市占率料将持续提升

14 年业绩前瞻：预计收入增长 13%，主业净利润增长 65%

我们预计，公司 14 年收入增长 13%，主业净利润增长 65%，对应四季度单季度收入和净利润增速分别为 4% 和 14%。其中，液态奶收入同比增长 15% 左右，奶粉收入同比增长 10% 左右，冷饮收入略有下降。我们认为，伊利年净利率提升的主要原因是：1) 产品结构同比明显提升。14 年全年，我们预计公司液态奶高端产品占比已经超过 39%（不包括酸奶），高端产品毛利率和净利率较高，对收入和利润边际贡献较大；2) 14 年原奶价格持续下滑，公司成本压力端下降；3) 虽然促销活动增加，费用率处于可控范围。

伊利业绩有望持续超预期

我们预计一季度公司整体收入增长 15-17%，其中，液态奶 17% 左右，酸奶 20+%，奶粉 5-10%，冷饮下降 5% 左右；一季度净利润增长 30%，对应净利率提升 1 个百分点左右。我们认为，受益于高端产品占比提升、成本下降和费用率上升可控，公司净利率有望持续提升。

伊利的市占率有望持续提升

我们认为，伊利与竞争对手的差距持续拉开。伊利目前除了液态奶以外，奶粉、冷饮、酸奶等业务在国内也处于相对领先的地位。在目前这种竞争环境下，地方性乳企只能转型区域性壁垒较高但盈利水平较低的巴氏奶业务上，对两大龙头企业的竞争冲击进一步降低。根据 Euromonitor，截止 14 年 11 月，伊利在液态奶、儿童奶、乳饮料等市场占有率分别为 35/30/21%，提升速度超过主要竞争对手。

估值：重申 Key Call，维持“买入”评级，目标价 39 元

我们维持 14-16 年 EPS 预测 1.41/1.77/2.13 元，基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型，推导出目标价为 39 元（WACC=6.4%），对应 14/15/16 年 PE 分别为 28/22/18x。

Equities

中国
食品加工业

12 个月评级 **买入**

12 个月目标价 **Rmb39.00**

股价 **Rmb27.44**

路透代码: 600887.SS 彭博代码 600887 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围 Rmb29.88-20.88

市值 Rmb84.1 十亿/US\$13.4 十亿

已发行股本 3,064 百万 (ORDA)

流通股比例 72%

日均成交量(千股) 63,281

日均成交额(Rmb 百万) Rmb1,758.1

普通股股东权益 (12/14E) Rmb18.8 十亿

市净率 (12/14E) 4.5x

净债务 / EBITDA NM

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	UBS	市场预测
12/14E	1.41	1.45
12/15E	1.77	1.76
12/16E	2.13	2.10

赵琳

分析师

S1460511020005

lin.zhao@ubssecurities.com

+86-105-832 8186

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	37,266	41,991	47,779	53,768	61,229	68,083	74,700	80,882
息税前利润(UBS)	1,697	2,151	2,495	4,470	5,918	7,240	8,378	9,487
净利润 (UBS)	1,809	1,717	2,621	4,324	5,429	6,528	7,532	8,412
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.75	0.72	0.86	1.41	1.77	2.13	2.46	2.75
每股股息 (Rmb)	0.17	0.22	0.53	0.71	0.92	1.15	1.38	1.59
现金 / (净债务)	921	(581)	4,087	6,701	8,257	11,287	15,438	19,912
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	4.6	5.1	5.2	8.3	9.7	10.6	11.2	11.7
ROIC (EBIT) (%)	41.4	34.8	26.0	38.1	46.7	52.0	58.9	67.3
EV/EBITDA(core)x	12.2	11.0	18.1	14.1	10.5	8.5	7.0	5.9
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	16.8	19.8	26.7	19.4	15.5	12.9	11.2	10.0
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(2.4)	(0.6)	2.3	4.5	4.3	6.8	9.0	10.1
净股息收益率(%)	1.3	1.5	2.3	2.6	3.4	4.2	5.0	5.8

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出。(E)：根据 2015 年 03 月 09 日 22 时 40 分的股价(Rmb27.44)得出；

投资主题

伊利股份

投资理由

我们看好伊利的核心逻辑是:1) 液态奶行业消费升级从13 年才刚开始, 伊利的中高端产品布局领先竞争对手, 15 年液态奶高档产品的占比有望超过 40% (不包括酸奶); 2) 伊利各板块市占率在不断提高, 逐渐与竞争对手拉开差距; 3) 由于供给充足, 我们估计 15 年原奶价格将下降, 意味着更低的原材料成本。我们认为目前股价 (对应 15 年 16x PE) 下行风险较小, 基本面不断向好, 且具备管理层与股东利益一致的催化剂, 故将伊利列入 Key Call。我们预测公司 14-16 年 EPS 为 1.41/1.77/2.13 元。我们给予“买入”评级, 基于瑞银 VCAM 现金流贴现模型得到目标价 39 元 (WACC6.4%), 目标价对应 14/15/16 年 PE 分别 28/22/18x。

乐观情景

我们假设奶粉收入增速快于我们基准预期, 15/16 年收入增速为 20%/20%; 且产品结构升级毛利率改善超预期, 我们估算 15/16 年 EPS 分别为 1.95/2.3 元, 每股估值 47 元, 对应 15 年 24 倍 PE。

悲观情景

我们假设竞争加剧, 费用率提升高于我们基准预期, 导致 15/16 净利率降低为 8.0%/8.5%, 我们估算 15/16 年 EPS 分别是 1.3/1.6 元, 每股估值 26 元, 对应 15 年 20 倍 PE。

近期催化剂

若 15 年一季报超市场预期将成为正面催化剂。
15 年原奶价格上涨超市场预期有可能成为负面催化剂。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb39.00

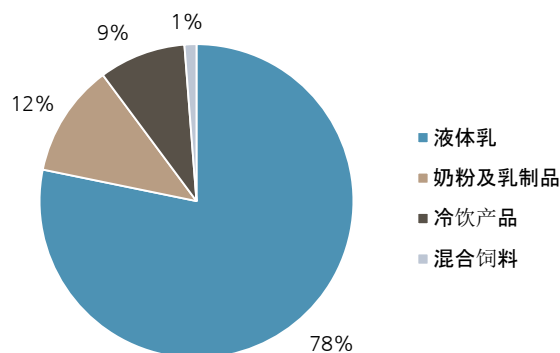
公司简介

伊利股份成立于 1993 年, 专门从事乳品生产, 公司下设液态奶、冷饮、奶粉、酸奶和原奶五大事业部, 所属企业近百个。伊利雪糕、冰淇淋连续十九年产销量居全国第一, 伊利超高温灭菌奶连续多年全国遥遥领先, 公司已成为国内年销售过四百亿仅有的两家奶制品生产企业之一。

行业展望

我们认为, 由于人均消费量 (特别是一二线城市) 基数已经达到较高水平, 液态奶行业增速未来将有所放缓。但长期来看, 伴随着城镇化以及二三四线城市消费升级推动, 我们预计液态奶消费升级明显。近几年, QQ 星、金典、特仑苏、莫斯利安等高端明星产品的销售增速要远快于行业增速。国产婴幼儿奶粉龙头企业有望通过“政策背书+母婴渠道优势”实现弯道超车, 市场占有率有望明显提升。

2013 年收入按产品分布 (%)



来源: 公司公告

各类产品毛利分布

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
液体乳	9,081	9,684	13,319	16,780	19,610
冷饮	1,386	1,326	1,372	1,372	1,372
乳制品	1,771	2,414	2,899	3,163	3,495
混合饲料	110	66	68	70	72
其他	137	142	0	0	0
总计	12,486	13,696	17,658	21,385	24,548

来源: 公司公告, 瑞银证券预测

伊利股份 (600887.SS)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	37,266	41,991	47,779	53,768	12.5	61,229	13.9	68,083	74,700	80,882
毛利	10,870	12,486	13,696	17,658	28.9	21,385	21.1	24,548	27,431	30,138
息税折旧摊销前利润(UBS)	2,405	3,031	3,617	5,570	54.0	7,235	29.9	8,749	10,033	11,266
折旧和摊销	(709)	(880)	(1,123)	(1,100)	-2.1	(1,317)	19.7	(1,509)	(1,655)	(1,779)
息税前利润(UBS)	1,697	2,151	2,495	4,470	79.2	5,918	32.4	7,240	8,378	9,487
联营及投资收益	0	27	131	69	-47.3	39	-44.4	46	16	16
其他非营业利润	390	(41)	401	479	19.4	395	-17.6	388	397	345
净利息	49	(49)	33	55	67.5	69	24.6	88	118	154
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	2,136	2,087	3,060	5,074	65.8	6,421	26.5	7,762	8,910	10,003
税项	(304)	(351)	(425)	(705)	-65.8	(963)	-36.6	(1,164)	(1,336)	(1,500)
税后利润	1,832	1,736	2,635	4,369	65.8	5,458	24.9	6,598	7,573	8,502
优先股股息及少数股权	(23)	(19)	(14)	(46)	-227.8	(29)	36.0	(70)	(41)	(90)
非常项目	0	0	566	0	-	0	-	0	0	0
净利润 (本地 GAAP)	1,809	1,717	3,187	4,324	35.7	5,429	25.6	6,528	7,532	8,412
净利润 (UBS)	1,809	1,717	2,621	4,324	64.9	5,429	25.6	6,528	7,532	8,412
税率(%)	14.2	16.8	13.9	13.9	0.0	15.0	8.0	15.0	15.0	15.0
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(UBS 稀释后)	0.75	0.72	0.86	1.41	64.9	1.77	25.6	2.13	2.46	2.75
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.75	0.72	1.04	1.41	35.7	1.77	25.6	2.13	2.46	2.75
每股收益 (UBS, 基本)	0.75	0.72	0.86	1.41	64.9	1.77	25.6	2.13	2.46	2.75
每股股息净值(Rmb)	0.17	0.22	0.53	0.71	32.3	0.92	30.6	1.15	1.38	1.59
每股账面价值	2.51	3.06	5.26	6.14	16.8	7.21	17.4	8.42	9.73	11.10
平均股数(稀释后)	2,397.98	2,397.98	3,064.35	3,064.35	0.0	3,064.35	0.0	3,064.35	3,064.35	3,064.35
资产负债表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
现金和现金等价物	3,921	2,004	8,173	8,603	5.3	10,110	17.5	13,091	17,194	21,668
其他流动资产	4,806	4,579	8,294	4,684	-43.5	5,116	9.2	5,540	5,967	6,364
流动资产总额	8,727	6,583	16,467	13,287	-19.3	15,226	14.6	18,631	23,160	28,032
有形固定资产净值	8,617	11,758	13,175	16,555	25.7	18,755	13.3	19,962	20,324	20,563
无形固定资产净值	676	832	923	894	-3.1	876	-2.0	858	840	822
投资/其他资产	1,909	1,290	2,312	613	-73.5	608	-0.8	598	593	593
总资产	19,930	20,463	32,877	31,350	-4.6	35,466	13.1	40,050	44,917	50,011
应付账款和其他短期负债	8,800	9,545	11,431	9,345	-18.3	10,213	9.3	11,071	11,940	12,748
短期债务	2,993	2,580	4,086	1,900	-53.50	1,850	-2.63	1,800	1,750	1,750
流动负债总额	11,793	12,126	15,517	11,245	-27.5	12,063	7.3	12,871	13,690	14,498
长期债务	7	5	0	2	NM	3	43.7	4	5	6
其它长期负债	1,824	808	1,047	1,043	-0.4	1,043	0.0	1,043	1,043	1,043
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	13,624	12,938	16,565	12,290	-25.8	13,110	6.7	13,919	14,738	15,547
普通股股东权益	6,024	7,335	16,125	18,827	16.8	22,093	17.4	25,798	29,806	34,000
少数股东权益	282	190	188	233	24.4	263	12.5	333	373	464
负债和权益总计	19,930	20,463	32,877	31,350	-4.6	35,466	13.1	40,050	44,917	50,011
现金流量表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
净利润(支付优先股股息前)	1,809	1,717	3,187	4,324	35.7	5,429	25.6	6,528	7,532	8,412
折旧和摊销	709	880	1,123	1,100	-2.1	1,317	19.7	1,509	1,655	1,779
营运资本变动净值	1,916	(383)	(1,829)	1,524	-	436	-71.4	434	442	411
其他营业性现金流	(1,373)	696	2,313	1,321	-42.9	(71)	-	(52)	(87)	(80)
经营性现金流	3,060	2,910	4,794	8,268	72.5	7,110	-14.0	8,419	9,542	10,521
有形资本支出	(3,789)	(3,102)	(3,241)	(4,489)	-38.5	(3,500)	22.0	(2,700)	(2,000)	(2,000)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	489	24	59	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	2,485	21	(3,072)	417	-	39	-	46	16	16
投资性现金流	(815)	(3,057)	(6,254)	(4,072)	34.9	(3,461)	15.0	(2,654)	(1,984)	(1,984)
已付股息	0	(400)	(524)	(1,634)	-212.0	(2,162)	-32.3	(2,823)	(3,525)	(4,218)
股份发行/回购	1	0	6,118	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(671)	(90)	(3,666)	52	-	69	31.80	88	118	154
债务及优先股变化	194	(415)	1,501	(2,184)	-	(49)	97.76	(49)	(49)	1
融资性现金流	(476)	(905)	3,430	(3,766)	-	(2,142)	43.1	(2,784)	(3,456)	(4,063)
现金流量中现金的增加/(减少)	1,770	(1,052)	1,969	430	-78.2	1,507	250.6	2,981	4,102	4,475
外汇/非现金项目	(1,190)	(865)	4,200	0	-100.0	0	-33.3	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	579	(1,917)	6,169	430	-93.0	1,507	250.6	2,981	4,102	4,475

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

伊利股份 (600887.SS)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	16.8	19.8	22.0	19.4	15.5	12.9	11.2	10.0
市盈率 (UBS, 稀释后)	16.8	19.8	26.7	19.4	15.5	12.9	11.2	10.0
股价/每股现金收益	12.0	13.1	18.7	15.5	12.5	10.5	9.2	8.3
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(2.4)	(0.6)	2.3	4.5	4.3	6.8	9.0	10.1
净股息收益率(%)	1.3	1.5	2.3	2.6	3.4	4.2	5.0	5.8
市净率	5.0	4.6	4.3	4.5	3.8	3.3	2.8	2.5
企业价值/营业收入(核心)	0.8	0.8	1.4	1.5	1.2	1.1	0.9	0.8
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	12.2	11.0	18.1	14.1	10.5	8.5	7.0	5.9
企业价值/息税前利润(核心)	17.3	15.5	26.2	17.5	12.9	10.2	8.4	7.0
企业价值/经营性自由现金流(核心)	17.3	15.5	25.9	17.5	12.9	10.2	8.4	7.0
企业价值/运营投入资本	7.2	5.4	6.8	6.7	6.0	5.3	5.0	4.7
企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值	30,313	33,981	67,445	84,086	84,086	84,086	84,086	84,086
净债务 (现金)	(728)	(170)	(1,753)	(5,394)	(7,479)	(9,772)	(13,363)	(17,675)
少数股东权益	282	190	188	233	263	333	373	464
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	29,867	34,001	65,880	78,926	76,870	74,647	71,097	66,875
非核心资产	(567)	(568)	(558)	(558)	(558)	(558)	(558)	(558)
核心企业价值	29,300	33,433	65,321	78,367	76,312	74,089	70,539	66,316
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	26.1	12.7	13.8	12.5	13.9	11.2	9.7	8.3
息税折旧摊销前利润(UBS)	108.3	26.0	19.4	54.0	29.9	20.9	14.7	12.3
息税前利润(UBS)	NM	26.8	16.0	79.2	32.4	22.3	15.7	13.2
每股收益(UBS 稀释后)	132.8	-5.1	19.5	64.9	25.6	20.2	15.4	11.7
每股股息净值	-	31.1	144.2	32.3	30.6	24.9	19.7	15.7
利润率与盈利能力(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
毛利率	29.2	29.7	28.7	32.8	34.9	36.1	36.7	37.3
息税折旧摊销前利润率	6.5	7.2	7.6	10.4	11.8	12.9	13.4	13.9
息税前利润率	4.6	5.1	5.2	8.3	9.7	10.6	11.2	11.7
净利 (UBS) 率	4.9	4.1	5.5	8.0	8.9	9.6	10.1	10.4
ROIC (EBIT)	41.4	34.8	26.0	38.1	46.7	52.0	58.9	67.3
税后投资资本回报率	35.5	28.9	22.2	32.7	39.7	44.2	50.0	57.2
净股东权益回报率(UBS)	35.3	25.7	22.3	24.7	26.5	27.3	27.1	26.4
资本结构与覆盖率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净债务/息税折旧摊销前利润	(0.4)	0.2	(1.1)	(1.2)	(1.1)	(1.3)	(1.5)	(1.8)
净债务/总权益 %	(14.6)	7.7	(25.1)	(35.2)	(36.9)	(43.2)	(51.2)	(57.8)
净债务/ (净债务 + 总权益) %	(17.1)	7.2	(33.4)	(54.2)	(58.6)	(76.0)	NM	NM
净债务/企业价值	(3.1)	1.7	(6.3)	(8.6)	(10.8)	(15.2)	(21.9)	(30.0)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	181.1	122.2	113.6
资本支出/营业收入(%)	10.2	7.4	6.8	8.3	5.7	4.0	2.7	2.5
息税前利润/净利息	NM	43.8	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	4.5	3.3	1.6	2.0	1.9	1.9	1.8	1.7
股息支付率 (UBS) %	22.1	30.5	62.4	50.0	52.0	54.0	56.0	58.0
分部门收入 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	37,266	41,991	47,779	-	-	-	-	-
总计	37,266	41,991	47,779	-	-	-	-	-
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	1,697	2,151	2,495	-	-	-	-	-
总计	1,697	2,151	2,495	-	-	-	-	-

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。