

2015 年 06 月 09 日

李晓璐

[c0049@capital.com.tw](mailto:c0049@capital.com.tw)

目标价(元) 25.00

#### 公司基本资讯

产业别	食品饮料
A 股价(2015/6/8)	20.46
上证综指(2015/6/8)	5131.88
股价 12 个月高/低	44.16/19.98
总发行股数(百万)	6128.74
A 股数(百万)	6015.65
A 市值(亿元)	1230.80
主要股东	呼和浩特投资 有限责任公司 (09.31%)
每股净值(元)	2.85
股价/账面净值	7.17
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	13.2 46.8 97.6

#### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2015-04-27	20.46	买入
2014-11-19	23.96	买入

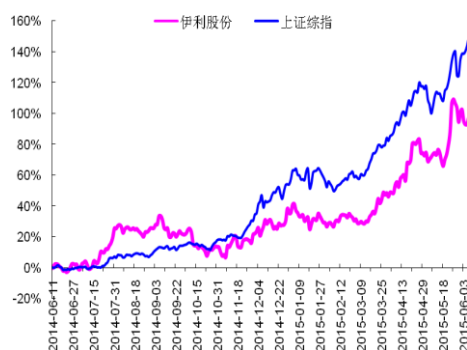
#### 产品组合

液体乳	79.3%
奶粉及奶制品	11.2%
冷饮产品系列	8.0%

#### 机构投资者占流通 A 股比例

基金	8.1%
一般法人	14.7%

#### 股价相对大盘走势



## 伊利股份(600887.SH)

Buy 买入

### 拟重组三联乳业,外延式扩张或启动

#### 结论与建议:

公司发布公告,称正在与三联乳业洽谈重组事宜,我们认为可以视为伊利外延式扩张的开始。当前股价对应 2016 年 PE 仅为 20 倍,维持买入的投资建议。

■ 公司发布公告,称目前正在与贵州省贵阳市洽谈关于贵阳三联乳业有限公司(简称“三联乳业”)的重组合作事宜。三联乳业成立于 2001 年,是贵州省规模最大的乳制品生产企业。三联乳业在贵阳地区拥有超过 2 万头存栏奶牛,旗下有用“山花”、“花都牧场”等地方性知名品牌,日均销售 60 万份鲜奶,产品线遍及常/低温多个品类。截至 2014 年 12 月 31 日,三联乳业账面总资产为 9.77 亿元,净资产为 2.55 亿元。2014 年实现销售收入 53,100 万元,利润 1,016 万元。

■ 尽管本次拟收购的标的体量不大,盈利贡献占比有限,但我们认为这只是伊利进行兼并重组的开始,外延式增长值得期待。伊利在 2014 年年报中首次提出了进入全球乳业 5 强的战略目标,并将企业愿景升级为“成为全球最值得信赖的健康食品提供者”,提出到 2020 年要成为千亿级的健康食品集团。我们认为伊利作为国内乳制品龙头,质地优良,未来通过兼并重组做大做强既符合企业自身发展规律也契合国家政策的引导方向。

■ 2014 年 6 月出台的乳业重组方案指出,奶粉行业整合要分三步走,第一阶段摸底调查,第二阶段到 2015 年 12 月,通过整合,保留 87 家左右企业,前 10 家国内品牌市场集中度提高到 65%;第三阶段到 2018 年底,国产品牌企业最终只剩 50 家左右,前 10 家国内品牌市场集中度达到 80%。伊利此举或将拉开国内乳企的整合大幕。

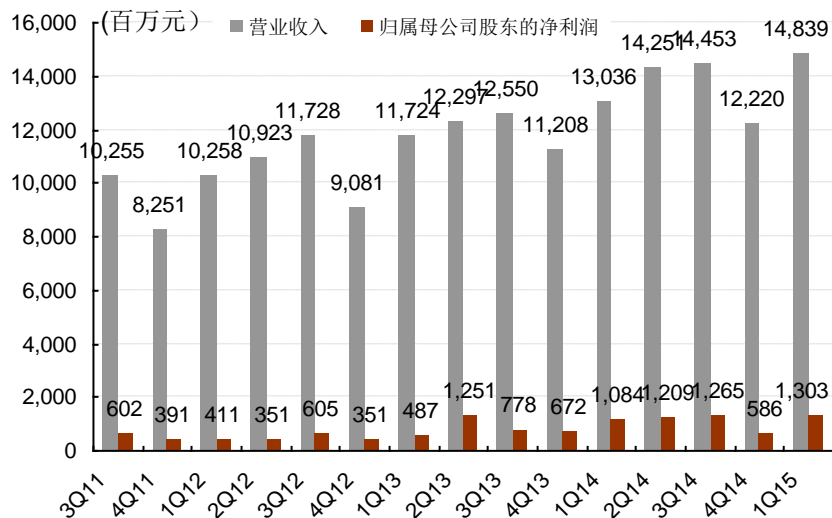
■ 基本面方面,根据农业部监测数据,5 月第一周内蒙古、河北等 10 个奶牛主产省(区)生鲜乳平均价格 3.4 元/公斤,同比下降 19%,较年初 3.67 元累计下跌 7%。受国际原奶价格持续下跌影响,预计 3Q 原奶价格仍将继续下跌,有利于公司毛利率的回升。

■ 综上,预计 2015 年、2016 年分别实现净利润 52.62 亿元和 61.81 亿元,同比分别增长 27%和 17.5%,摊薄后 EPS 分别为 0.86 元和 1.01 元。

..... 接续下页 .....

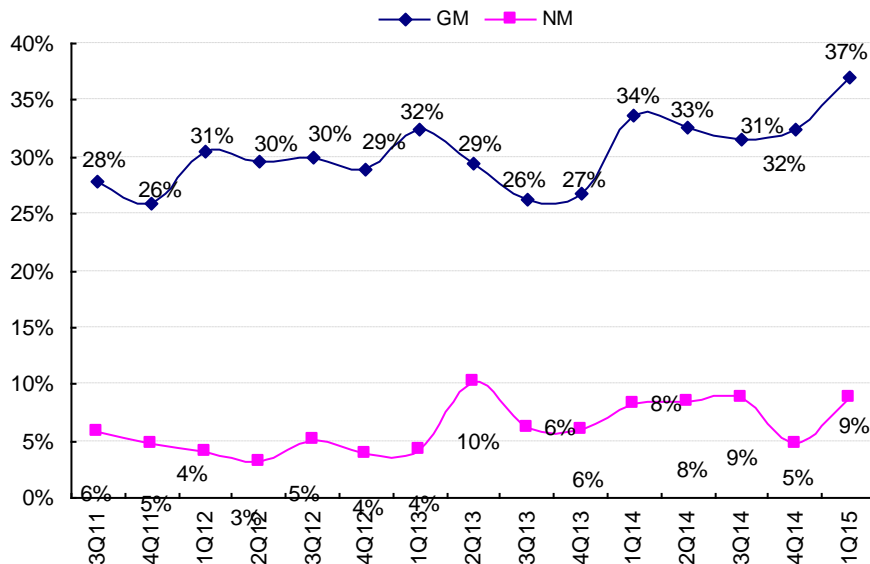
年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013	2014	2015F	2016F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1809	1717	3187	4144	5262	6181
同比增减	%	132.79	-5.09	85.61	30.03	26.97	17.47
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.13	1.07	1.65	1.35	0.86	1.01
同比增减	%	16.49	-5.31	54.21	-18.18	-36.39	17.47
市盈率(P/E)	X	18.11	19.12	12.40	15.16	23.83	20.28
股利 (DPS)	RMB 元	0.25	0.28	0.30	0.80	0.40	0.50
股息率 (Yield)	%	1.22	1.37	0.80	3.91	1.96	2.44

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 ≥ 30%); 买入 Buy (30% > ER ≥ 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	2012	2013	2014	2015F	2016F
营业收入	41991	47779	54436	61321	69255
经营成本	29505	34083	36400	40029	44896
营业税金及附加	249	234	185	239	273
销售费用	7778	8546	10075	11165	12592
管理费用	2810	2392	3163	3659	4120
财务费用	49	-33	155	339	383
资产减值损失	11	30	176	44	27
投资收益	27	131	108	8	6
营业利润	1616	2659	4390	5855	6971
营业外收入	502	440	463	409	400
营业外支出	31	38	67	25	25
利润总额	2087	3060	4786	6239	7346
所得税	351	-141	619	929	1102
少数股东损益	19	14	22	48	62
归属于母公司所有者的净利润	1717	3187	4144	5262	6181

### 附二：合并资产负债表

百万元	2012	2013	2014	2015F	2016F
货币资金	2004	8173	14273	19349	25872
应收账款	289	340	513	534	560
存货	2995	3683	5008	5509	6170
流动资产合计	5288	16467	21001	25392	32602
长期股权投资	568	558	26	26	26
固定资产	8900	10404	13121	14433	15155
在建工程	1511	1484	939	658	460
非流动资产合计	13608	16410	18493	17117	17641
资产总计	19815	32877	39494	42509	50243
流动负债合计	11478	15517	18757	20632	22283
非流动负债合计	813	1048	1916	2089	2235
负债合计	12290	16565	20673	22721	24518
少数股东权益	190	188	188	751	3002
股东权益合计	7335	16313	18822	19037	22724
负债及股东权益合计	19815	32877	39494	42509	50243

### 附三：合并现金流量表

百万元	2012	2013	2014	2015F	2016F
经营活动产生的现金流量净额	2409	5475	2436	4741	5494
投资活动产生的现金流量净额	-3057	(6260)	(999)	-1246	-846
筹资活动产生的现金流量净额	-905	7241	2882	1582	1875
现金及现金等价物净增加额	-1554	6451	4320	5077	6523

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。