

2015年08月31日

证券研究报告·2015年中报点评

伊利股份(600887) 食品饮料

买入(首次)

当前价: 15.93元

目标价: 22.50元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

明星产品继续保持快速增长, 看好长期发展

- **事件:** 公司公布 2015 年中报, 上半年实现营业收入 299 亿元, 同比+9%; 归母净利润 27 亿元, 同比+16%; 基本每股收益 0.43 元。Q2 单季度实现收入 152 亿元, 同比+6%; 归母净利润 14 亿元, 同比+13%。
- **业绩点评:** 1、上半年收入整体保持稳定增长, Q2 单季增速出现下滑。上半年主业继续保持稳定增长, 消费升级带来明星产品高速增长: 金典(同比+20%)、安慕希(增长 9.8 倍)、每益添(+51%)、畅轻(+60%)、金领冠(+33%), 带动收入整体稳定增长。Q2 单季收入增速有所下滑, 主因是大消费环境不景气+终端买赠影响较大(今年原奶供应相对充足, 量较大, 行业竞争加剧, 促销较为常见)。从销量来看, 增速并没有下降, 上半年液态奶销量增长 15% 以上。2、毛利率提升拉高净利润增速。2015H1 毛利率 35.42%, 同比+1.84pct, 受益于原材料原奶价格下降, 毛利率提升明显, 三费率稳中略有提高 0.91pct, 主要是财务费用率提升幅度较大(借款增加及汇兑损失)。3、液态奶市占率 29.6%, 较去年同期提升 2.3pct, 继续稳居行业第一; 同时, 公司继续深耕渠道, 扩大试点城市范围, 上半年试点城市市场销售额同比+50% 以上。
- **投资看点:** 1、乳制品行业竞争较为激烈, 消费升级及明星产品依然是未来大方向。乳制品全国双寡头, 同时又面临区域性强势品牌和城市型诸侯割据的局面, 竞争较为激烈, 在宏观消费并不景气的大环境下, 部分地区价格竞争激烈, 行业短期内要忍受阵痛。未来消费升级引领下明星产品、大单品保持快速增长依然是行业发展的趋势。2、伊利作为行业龙头企业, 产品、渠道、布局等都走在行业前列, 我们看好公司在乳制品行业内所有权体制、产品和渠道的核心竞争力, 长期看公司依然受益于市占率提升+产品消费升级的大格局, 同时全球化产能和研发布局助推公司迈上新台阶。3、安慕希和核桃乳等有望成为大单品。常温酸奶安慕希今年受产能限制, 短期内供不应求, 收入规模难以释放, 预计全年贡献收入超过 25 亿元, 明年产能释放, 收入有望翻倍; 同时公司积极布局核桃乳, 预计全年实现收入 10 亿元左右。
- **盈利预测及评级:** 预计未来三年液态奶增速分别为 8.3%、8.4%、9%, 毛利率维持在 31% 左右; 奶粉及奶制品增速分别为 10%、9%、9%, 毛利率 51%; 冷饮增速和毛利率均无变动; 公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.78 元、0.90 元、1.05 元, 对应 PE 分别为 20 倍、18 倍和 15 倍, 我们给予公司 16 年 25 倍 PE, 对应目标价 22.5 元, 首次给予“买入”评级。
- **风险提示:** 食品安全风险; 原材料价格大幅波动风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	54436.43	59409.38	64557.86	70561.27
增长率	13.93%	9.14%	8.67%	9.30%
归属母公司净利润(百万元)	4144.28	4787.86	5529.04	6425.92
增长率	30.03%	15.53%	15.48%	16.22%
每股收益 EPS(元)	0.68	0.78	0.90	1.05
净资产收益率 ROE	22.14%	22.40%	22.61%	22.90%
PE	24	20	18	15
PB	5.19	4.54	3.97	3.46

数据来源: Wind 资讯, 西南证券

西南证券研究发展中心

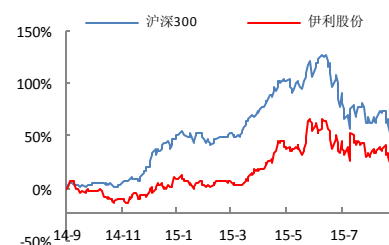
分析师: 朱会振

执业证号: S1250513110001

电话: 023-63786049

邮箱: zhzh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	61.29
流通 A 股(亿股)	60.16
52 周内股价区间(元)	11.03-23
总市值(亿元)	976.31
总资产(亿元)	392.17
每股净资产(元)	3.07

相关研究

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	54436.43	59409.38	64557.86	70561.27	净利润	4166.54	4812.86	5559.04	6460.92
营业成本	36399.99	38961.34	42501.67	46378.36	折旧与摊销	1478.74	1572.82	1724.16	1855.51
营业税金及附加	185.39	202.32	219.86	240.30	财务费用	154.89	485.66	382.61	352.93
销售费用	10074.55	11584.83	12265.99	13053.84	资产减值损失	176.43	0.00	0.00	0.00
管理费用	3163.23	3089.29	3227.89	3528.06	经营营运资本变动	721.93	237.51	465.96	395.38
财务费用	154.89	485.66	382.61	352.93	其他	-4262.04	-100.00	-100.00	-100.00
资产减值损失	176.43	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2436.49	7008.84	8031.77	8964.74
投资收益	107.74	100.00	100.00	100.00	资本支出	-2276.11	-1600.00	-1710.00	-1600.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	1277.46	100.00	100.00	100.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-998.65	-1500.00	-1610.00	-1500.00
营业利润	4389.69	5185.94	6059.84	7107.78	短期借款	3985.98	-1871.98	-1200.00	500.00
其他非经营损益	396.20	410.41	404.16	404.92	长期借款	703.69	0.00	0.00	0.00
利润总额	4785.89	5596.35	6464.00	7512.69	股权融资	-35.99	0.00	0.00	0.00
所得税	619.35	783.49	904.96	1051.78	支付股利	-1634.33	-2125.08	-2455.09	-2835.14
净利润	4166.54	4812.86	5559.04	6460.92	其他	-136.87	-508.26	-382.61	-352.93
少数股东损益	22.26	25.00	30.00	35.00	筹资活动现金流净额	2882.48	-4505.32	-4037.69	-2688.08
归属母公司股东净利润	4144.28	4787.86	5529.04	6425.92	现金流量净额	4320.18	1003.52	2384.08	4776.66
资产负债表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	14272.62	15276.14	17660.22	22436.88	成长能力				
应收和预付款项	1108.62	1168.66	1279.87	1399.73	销售收入增长率	13.93%	9.14%	8.67%	9.30%
存货	5008.25	5360.66	5847.77	6381.16	营业利润增长率	65.09%	18.14%	16.85%	17.29%
其他流动资产	611.59	673.36	731.71	799.76	净利润增长率	30.16%	15.51%	15.50%	16.22%
长期股权投资	25.73	25.73	25.73	25.73	EBITDA 增长率	59.83%	20.27%	12.73%	14.08%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	14060.69	14127.89	14153.75	13938.26	毛利率	33.13%	34.42%	34.16%	34.27%
无形资产和开发支出	941.08	919.62	898.17	876.71	三费率	24.60%	25.52%	24.59%	24.00%
其他非流动资产	3465.74	3447.17	3428.61	3410.05	净利率	7.65%	8.10%	8.61%	9.16%
资产总计	39494.30	40999.23	44025.83	49268.28	ROE	22.14%	22.40%	22.61%	22.90%
短期借款	8071.98	6200.00	5000.00	5500.00	ROA	10.55%	11.74%	12.63%	13.11%
应付和预收款项	9549.03	10180.86	11193.05	12188.79	ROIC	27.33%	31.24%	35.08%	40.59%
长期借款	703.97	703.97	703.97	703.97	EBITDA/销售收入	11.06%	12.19%	12.65%	13.20%
其他负债	2347.76	2427.66	2538.11	2659.05	营运能力				
负债合计	20672.74	19512.49	19435.13	21051.81	总资产周转率	1.50	1.48	1.52	1.51
股本	3064.37	6128.74	6128.74	6128.74	固定资产周转率	4.63	4.42	4.68	5.13
资本公积	6481.24	3416.87	3416.87	3416.87	应收账款周转率	127.62	118.27	124.16	122.25
留存收益	9065.71	11728.50	14802.45	18393.22	存货周转率	8.38	7.52	7.58	7.59
归属母公司股东权益	18633.92	21274.11	24348.06	27938.84	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	112.13%	—	—	—
少数股东权益	187.63	212.63	242.63	277.63	资本结构				
股东权益合计	18821.55	21486.74	24590.69	28216.46	资产负债率	52.34%	47.59%	44.14%	42.73%
负债和股东权益合计	39494.30	40999.23	44025.83	49268.28	带息债务/总负债	42.45%	35.38%	29.35%	29.47%
					流动比率	1.12	1.28	1.46	1.62
					速动比率	0.85	0.97	1.12	1.29
					股利支付率	39.44%	44.38%	44.40%	44.12%
					每股指标				
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股收益	0.68	0.78	0.90	1.05
EBITDA	6023.31	7244.42	8166.60	9316.22	每股净资产	3.07	3.51	4.01	4.60
PE	23.56	20.39	17.66	15.19	每股经营现金	0.40	1.14	1.31	1.46
PB	5.19	4.54	3.97	3.46	每股股利	0.27	0.35	0.40	0.46
PS	1.79	1.64	1.51	1.38					
EV/EBITDA	6.65	11.87	10.09	8.39					
股息率	1.67%	2.18%	2.51%	2.90%					

数据来源: Wind 资讯, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn