

2016 年 03 月 31 日

李晓璐

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

目标价(元)

16

**公司基本资讯**

产业别	食品饮料
A 股价(2016/3/30)	14.30
上证综指(2016/3/30)	3000.65
股价 12 个月高/低	44.16/12.84
总发行股数(百万)	6064.80
A 股数(百万)	6033.37
A 市值(亿元)	862.77
主要股东	呼和浩特投资有限责任公司 (08.79%)
每股净值(元)	3.30
股价/账面净值	4.34
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	4.9 -5.7 -7.2

**近期评等**

出刊日期	前日收盘	评等
2015-11-02	15.30	买入
2015-06-09	20.46	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**
**营收突破 600 亿元, 2015 年纯利同比增 12%, 剑指千亿级食品集团**
**结论与建议:**

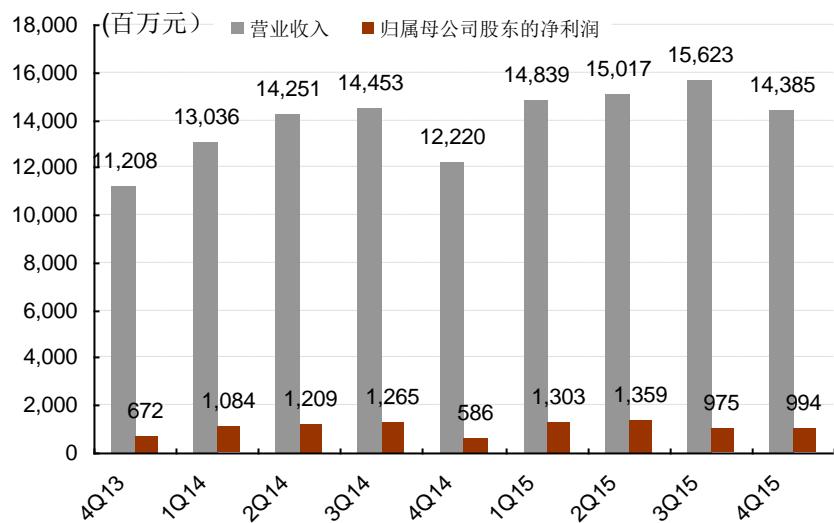
伊利 2015 年纯利比增长 12%, 业绩远超蒙牛。我们看好伊利的渠道优势, 有望在乳品消费升级中持续领跑, 实现远期目标。当前股价对应 2016 年 PE 为 17 倍, 维持买入的投资建议。

- 公司 2015 年实现营业收入 603.6 亿元, 同比增加 11%, 实现归属上市公司净利润 46.31 亿元, 同比增长 11.76%, 扣非后净利润同比增长 6.65%, 对应每股收益 0.76 元。好于预期。业绩远超蒙牛。得益于奶源价格回落, 全年毛利率 36.4%, 同比增加 3.3 个百分点。
- 整体而言, 我们认为公司营收和净利润增长的主要原因是乳制品销量增长, 高端品营收占比提升, 原奶价格回落, 这些有利因素对业绩的贡献超过了部分产品价格下降带来的负面影响。
- 分红方案: 每 10 股派发现金股利 4.5 元, 当前股息率 3.15%。
- 分季度看, 4Q 实现营业收入 144.8 亿元, 同比增加 17.09%, 实现净利润 9.945 亿元, 同比增长 69.64% (2014 年 4Q 净利润同比下降 13%, 以及 2015 年 4Q 业外收入增加)。
- 分品类回顾: 液体乳: 部分产品销售价格有所下降, 但是由于总销量增长 (YoY+10.53%) 和产品升级, 最终实现营业收入 471.51 亿元 (占总营收比重为 78%), 同比增长 11.19%。此外, 由于奶源价格回落和高端品占比提升, 毛利率 34.08%, 同比增加 3.26 个百分点。奶粉及奶制品: 部分产品销售价格有所下降, 但是由于总销量增长 (YoY+2.92%) 和产品升级, 最终实现营业收入 64.47 亿元, 同比增长 7.21%。此外, 由于奶源价格回落和高端品占比提升, 毛利率 55.97%, 同比增加 10.35 个百分点。冷饮产品: 由于销量下降和价格下滑, 全年实现营收 40.98 亿元, 同比下降 4.34%。不过, 由于高端品占比增加, 毛利率同比增加 1.27 个百分点至 36.32%。
- 受整体大环境低迷的影响, 乳制品行业保持低速增长, 2015 年 1-11 月, 全国规模以上乳企累计实现营业收入 3015 亿元, 同比增长 1.5%, 各类乳品产量 2531 万吨, 同比增长 4.42%。我们认为未来乳品消费市场将逐渐由规模增长向品质升级转变。
- 原奶是公司的重要原料, 2016 年 3 月第二周内蒙古、河北等 10 个奶牛主产省 (区) 生鲜乳平均价格 3.55 元/公斤, 比前一周上涨 0.3%, 同比上涨 3.8%。对于 2016 年原奶价格走势, 我们认为全球的原奶供应相对充足, 预计原奶价格难于出现快速持续的上涨, 更大的可能性是微涨。我们预计终端价格传导不会太顺利, 但公司可以通过扩大销量和调整产品结构来实现业绩的增长。
- 公司的目标是到 2020 年要成为千亿级的健康食品集团, 我们认为伊利作为知名自主品牌, 渠道优势明显, 未来有望持续提高渗透率来实现营收的增长, 目标在望。2015 年伊利液态类乳品的市场渗透率 76.83%, 同比提升 1.09 个百分点。截至 2015 年年末, 直控村级网点达 11 万家, 进一步向三、四线城市渗透。
- 综上, 预计 2016 年、2017 年分别实现净利润 51.14 亿元和 59.87 亿元, 同比分别增长 10.41% 和 17.07%, EPS 分别为 0.84 元和 0.99 元。

年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016F	2017F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	3187	4144	4632	5114	5987
同比增减	%	85.61	30.03	11.76	10.41	17.07
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.65	1.35	0.76	0.84	0.99
同比增减	%	54.21	-18.18	-43.70	10.95	17.07
市盈率(P/E)	X	8.67	10.59	18.82	16.96	14.49
股利 (DPS)	RMB 元	0.30	0.80	0.45	0.51	0.59
股息率 (Yield)	%	0.80	5.59	3.15	3.54	4.14

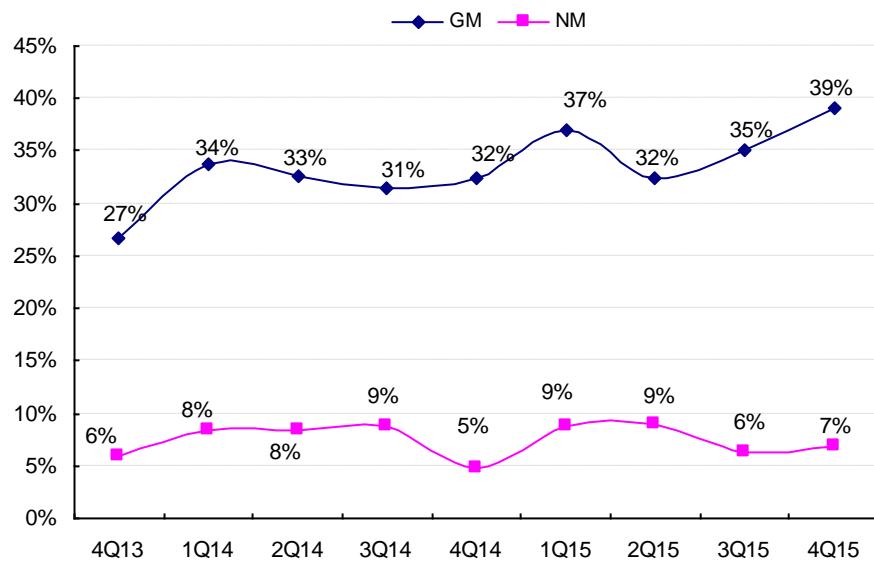
.....接续下页

图 1：公司营收及净利润情况 单位：百万元



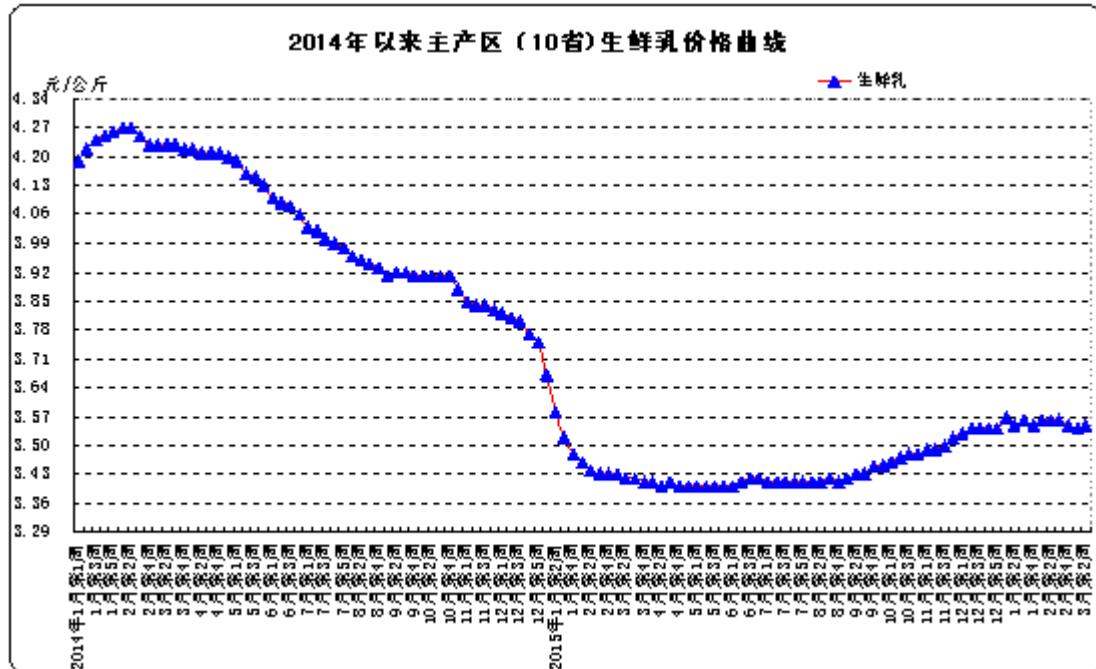
资料来源：公司公告、群益证券

图 2：公司利润率情况 单位：%



资料来源：公司公告、群益证券

图 3：中国生鲜乳主产区价格曲线 单位：元/公斤



资料来源：农业部

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	2013	2014	2015	2016F	2017F
营业收入	47779	54436	60360	65886	70996
经营成本	34083	36400	38376	41400	43931
营业税金及附加	234	185	251	270	295
销售费用	8546	10075	13258	14431	15595
管理费用	2392	3163	3456	3732	4065
财务费用	-33	155	297	330	350
资产减值损失	30	176	14	27	27
投资收益	131	108	186	6	6
营业利润	2659	4390	4894	5702	6739
营业外收入	440	463	712	400	400
营业外支出	38	67	83	25	25
利润总额	3060	4786	5524	6077	7114
所得税	-141	619	869	912	1067
少数股东损益	14	22	23	52	60
归属于母公司所有者的净利润	3187	4144	4632	5114	5987

## 附二：合并资产负债表

百万元	2013	2014	2015	2016F	2017F
货币资金	8173	14273	13084	16638	22238
应收账款	340	513	572	601	631
存货	3683	5008	4663	5223	5849
流动资产合计	16467	21001	19786	22462	28718
长期股权投资	558	26	122	122	122
固定资产	10404	13121	14559	15287	16051
在建工程	1484	939	776	699	629
非流动资产合计	16410	18493	19845	21234	22083
资产总计	32877	39494	39631	43696	50802
流动负债合计	15517	18757	18202	19658	21231
非流动负债合计	1048	1916	1283	1373	1469
负债合计	16565	20673	19485	21031	22700
少数股东权益	188	188	162	166	171
股东权益合计	16313	18822	20146	22498	27931
负债及股东权益合计	32877	39494	39631	43696	50802

## 附三：合并现金流量表

百万元	2013	2014	2015	2016F	2017F
经营活动产生的现金流量净额	5475	2436	9536	4526	5330
投资活动产生的现金流量净额	(6260)	(999)	(3487)	-2846	-2475
筹资活动产生的现金流量净额	7241	2882	(6279)	1875	2745
现金及现金等价物净增加额	6451	4320	(244)	3555	5600

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证劵(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)有限公司相信用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.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。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)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对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和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之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，或会买入，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口，或代他人之户口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。