

# 伊利股份 (600887)

## 并购同激励一道，收入与净利齐飞

投资评级：买入（维持）

**事件：**2016年10月21日，伊利股份发布公告拟以15.33元/股的价格，向内蒙交投等5名特定投资者，非公开发行股票5.87亿股，募集资金90亿元，用于收购中国圣牧37%股权及投资新西兰乳品生产线建设等项目。公司拟授予当前0.99%股份予294名员工，实行股权激励。

### 点评

■ **股权激励成本价高，净利润增速要求高，现金分红比例高，上述指标兼顾了激励对象、公司、股东三方的利益，将对伊利未来的经营发展起到积极促进作用。**1) 公司拟向294名员工授予权益总计6000万份实行股权激励，占总股本比0.99%，本激励计划授予的股票期权的行权价格为16.47元/股。2) 公司公布的股票期权行权/限制性股票解锁条件以2015年净利润为基数，2017年、2018年净利润增长率分别不低于30%、45%，净资产收益率均不低于12%。3) 现金分红比例高，公司在满足现金分红条件时，原则上2016年-2018年每年现金分红不少于净利的55%。

■ **募资90亿为外延并购、产能扩张提供火力支持，实现国际一流的健康食品集团指日可待。**1) 公司定增预案拟以15.33元/股的发行价，向呼市城投、内蒙交投、金石灏汭、平安资产、金梅花投资合计5名特定投资者非公开发行股票约5.87亿股，对应募集资金总额(含发行费用)不超过90亿元。2) **募集资金用于外延并购、产能扩张、提升办公效率等。**①公司拟投入募集资金约46亿元，收购中国圣牧37%股权，增强有机奶奶源和产品等乳制品行业的高附加值和高壁垒产品业务，强化上游优质奶源供应以及公司建立境外资本市场平台。②**投资新西兰乳品生产线建设项目，是2012年伊利股份收购新西兰大洋洲乳业100%股权后的进一步布局**，旨在加强南北半球生产基地的淡旺季互补、产供销协同运营，增强未来公司的市场需求响应、综合成本控制以及原料供应保障能力，为实现国际一流的健康食品集团奠定基础。③**投资国内高附加值乳品提质增效项目、运营中心投资/研发中心项目及云商平台**，有助于提高公司的办公效率和综合管理水平，强化公司业务的研发、销售、管理能力，改善公司整体的运营环境。

■ **竞争改善+消费升级+奶价回暖，将保障17-18年伊利净利高增长。**1) 我们判断16下半年伊利蒙牛竞争可趋缓，至少同比不会继续恶化，长远来看，我们维持双寡头垄断格局下，费用率下降的判断，只会迟到不会缺席。2) 17年安慕希将维持较快增速，同时中国乳制品消费升级的环境，再加上伊利的能力，我们相信未来几年伊利能找到合适的品种来接棒安慕希，结构持续升级。3) 根据供求和成本情况判断，预计17年奶价回暖，同比温和上涨，有助于中国圣牧盈利能力提升。

■ **盈利预测与投资建议：**预计16-17年伊利EPS为0.91、1.06元(未考虑增发摊薄)，我们强烈看好伊利，下半年收入可恢复增长，从行业格局角度，2H16竞争格局和费用投入可出现改善，净利保持20%的高增长，其中3Q16更快。股权激励和对外并购有望推动公司业绩提速，维持买入评级。

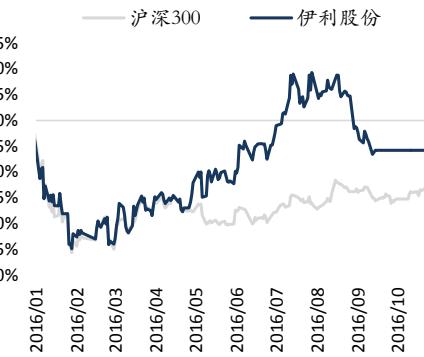
■ **风险提示：**食品安全风险，并购不达预期。

2016年10月24日

证券分析师 马浩博  
执业资格证书号码：S0850513090003  
[mahb@research.dwstock.com.cn](mailto:mahb@research.dwstock.com.cn)  
021-60199762

证券分析师 汤玮亮  
执业资格证书号码：S0600516070002  
[tangwl@dwzq.com.cn](mailto:tangwl@dwzq.com.cn)

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	17.29
一年最低价/最高价	12.84/18.69
市净率	5.14
流通市值(亿)	1043.17

### 基础数据

每股净资产	3.15
资产负债率	50.56
总股本(百万股)	6064.80
流通股A股(百万股)	6033.37

### 相关研究

- 伊利股份：2Q利润超预期源于结构升级竞争稳定——20160827**
- 伊利股份：市场忽视的三大预期差，行业公司拐点带来估值提升——20160701**

**图表 1：增发后净利润不同假设下的伊利财务数据变化**

项目	2016年度	2017年12月31日/2017年度	
		本次发行前	本次发行后
<b>假设情形1：公司2017年度净利润与2016年假设数持平</b>			
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润（万元）	442020.58	442020.58	442020.58
总股本（万股）	606480.01	606480.01	665188.43
净资产（万元）	2524088.73	3033585.83	3933585.83
扣除非经常性损益后基本每股收益（元/股）	0.73	0.73	0.70
扣除非经常性损益后稀释每股收益（元/股）	0.73	0.73	0.70
加权平均净资产收益率	19.77%	16.10%	13.83%
<b>假设情形2：公司2017年归属上市公司股东扣除非经常性损益后净利润同比2016年增长10%</b>			
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润（万元）	442020.58	486222.64	486222.64
总股本（万股）	606480.01	606480.01	665188.43
净资产（万元）	2524088.73	3084535.54	3984535.54
扣除非经常性损益后基本每股收益（元/股）	0.73	0.80	0.76
扣除非经常性损益后稀释每股收益（元/股）	0.73	0.80	0.76
加权平均净资产收益率	19.77%	17.57%	15.11%
<b>假设情形3：公司2017年归属上市公司股东扣除非经常性损益后净利润同比2016年增长20%</b>			
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润（万元）	442020.58	530424.70	530424.70
总股本（万股）	606480.01	606480.01	665188.43
净资产（万元）	2524088.73	3135485.25	4035485.25
扣除非经常性损益后基本每股收益（元/股）	0.73	0.87	0.83
扣除非经常性损益后稀释每股收益（元/股）	0.73	0.87	0.83
加权平均净资产收益率	19.77%	19.02%	16.37%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

**图表 2：伊利与同行业其他公司资产负债率对比分析**

证券简称	资产负债率		
	2016年6月30日	2015年12月31日	2014年12月31日
光明乳业	63.13%	65.93%	59.64%
三元股份	26.58%	23.87%	59.17%
贝因美	35.85%	31.12%	24.45%
燕塘乳业	20.66%	21.99%	22.99%
科迪乳业	51.02%	45.64%	52.19%
皇氏集团	40.52%	37.59%	26.10%
麦趣尔	18.08%	22.05%	18.02%
天润乳业	32.91%	35.72%	39.59%
西部牧业	54.69%	67.79%	56.83%
<b>平均值</b>	<b>38.16%</b>	<b>39.08%</b>	<b>39.89%</b>
<b>伊利股份</b>	<b>40.63%</b>	<b>49.17%</b>	<b>52.34%</b>

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

**图表 3：伊利股权激励业绩考核解锁条件**

行权期/解锁期	公司业绩考核目标
第一个行权/解锁期	以2015年净利润为基数，2017年净利润增长率不低于30%，净资产收益率不低于12%
第二个行权/解锁期	以2015年净利润为基数，2018年净利润增长率不低于45%，净资产收益率不低于12%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

**图表 4：伊利业务细分，液态奶占比达 78.5%（单位：亿元）**

业务名称	1H14	2H14	1H15	2H15	1H16
<b>液体乳</b>					
收入	207.09	216.97	224.23	247.28	234.95
成本	142.80	150.55	150.99	159.83	147.56
毛利	64.29	66.42	73.24	87.45	87.39
毛利率(%)	31.04	31	32.66	35	37.19
<b>冷饮产品系列</b>					
收入	30.40	12.44	29.90	11.08	29.31
成本	19.17	8.65	18.52	7.57	16.51
毛利	11.23	3.78	11.37	3.52	12.79
毛利率(%)	36.94	30	38.05	32	43.65
<b>奶粉及奶制品</b>					
收入	30.41	29.72	33.36	31.11	25.34
成本	16.46	16.24	16.00	12.39	10.50
毛利	13.95	13.48	17.36	18.73	14.83
毛利率(%)	45.87	45	52.05	60	58.54

资料来源：wind 资讯，东吴证券研究所

图表 5：伊利股份三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>19786.2</b>	<b>20745.2</b>	<b>21600.6</b>	<b>23156.6</b>	<b>营业收入</b>	<b>60359.9</b>	<b>64638.3</b>	<b>70013.0</b>	<b>77362.4</b>
现金	13083.7	13682.2	14054.5	14840.3	营业成本	38375.6	40052.3	42537.0	46824.5
应收款项	769.2	832.3	901.5	996.2	营业税金及附加	251.0	323.2	392.1	441.0
存货	4663.1	4938.0	5244.3	5772.9	营业费用	13258.3	14220.4	15437.9	17004.3
其他	1270.1	1292.8	1400.3	1547.2	管理费用	3456.2	3684.4	4081.8	4525.7
<b>非流动资产</b>	<b>19844.8</b>	<b>22739.9</b>	<b>25717.3</b>	<b>28548.4</b>	<b>财务费用</b>	<b>297.2</b>	<b>238.1</b>	<b>320.3</b>	<b>390.4</b>
长期股权投资	121.9	206.9	291.9	376.9	投资净收益	186.3	186.3	186.3	186.3
固定资产	15341.6	18199.4	21139.7	23933.6	其他	-13.6	-13.6	-13.6	-13.6
无形资产	956.4	908.6	860.8	813.0	<b>营业利润</b>	<b>4894.3</b>	<b>6292.6</b>	<b>7416.7</b>	<b>8349.4</b>
其他	3425.0	3425.0	3425.0	3425.0	<b>营业外净收支</b>	629.2	301.5	276.5	251.5
<b>资产总计</b>	<b>39631.0</b>	<b>43485.1</b>	<b>47317.9</b>	<b>51705.0</b>	<b>利润总额</b>	<b>5523.5</b>	<b>6594.1</b>	<b>7693.2</b>	<b>8600.9</b>
<b>流动负债</b>	<b>18202.0</b>	<b>20852.3</b>	<b>23275.2</b>	<b>25978.7</b>	<b>所得税费用</b>	869.1	1055.1	1230.9	1376.1
短期借款	6274.2	8472.6	10077.2	11446.1	少数股东损益	22.6	26.9	31.4	35.1
应付账款	6642.0	6583.9	6992.4	7697.2	<b>归属母公司净利润</b>	<b>4631.8</b>	<b>5512.1</b>	<b>6430.9</b>	<b>7189.6</b>
其他	5285.9	5795.7	6205.7	6835.4	<b>EBIT</b>	5269.8	6681.2	7956.4	9008.0
<b>非流动负债</b>	<b>1283.0</b>	<b>1371.0</b>	<b>1479.0</b>	<b>1707.0</b>	<b>EBITDA</b>	6994.2	7824.8	9364.4	10704.9
长期借款	0.3	0.3	0.3	0.3	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
其他	1282.7	1370.7	1478.7	1706.7	每股收益(元)	0.76	0.91	1.06	1.19
<b>负债总计</b>	<b>19485.1</b>	<b>22223.3</b>	<b>24754.2</b>	<b>27685.8</b>	每股净资产(元)	3.30	3.48	3.69	3.93
少数股东权益	161.5	175.0	190.7	208.3	发行在外股份(百万股)	6064.8	6064.8	6064.8	6064.8
归属母公司股东权益	19984.4	21086.8	22373.0	23810.9	ROIC(%)	15.7%	19.1%	20.5%	21.3%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>39631.0</b>	<b>43485.1</b>	<b>47317.9</b>	<b>51705.0</b>	ROE(%)	23.2%	26.1%	28.7%	30.2%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	毛利率(%)	36.4%	38.0%	39.2%	39.5%
经营活动现金流	9536.5	7123.4	8357.0	9754.7	EBIT Margin(%)	8.7%	10.3%	11.4%	11.6%
投资活动现金流	-3486.9	-4313.6	-4444.5	-4586.2	销售净利率(%)	7.7%	8.5%	9.2%	9.3%
筹资活动现金流	-6279.0	-2211.2	-3540.2	-4382.7	资产负债率(%)	49.2%	51.1%	52.3%	53.5%
现金净增加额	-243.9	598.5	372.3	785.8	收入增长率(%)	10.9%	7.1%	8.3%	10.5%
折旧和摊销	1724.4	1143.5	1408.0	1696.9	净利润增长率(%)	11.8%	19.0%	16.7%	11.8%
资本开支	-2783.8	-4228.6	-4359.5	-4501.2	P/E	22.64	19.02	16.31	14.58
营运资本变动	1279.7	440.6	488.7	837.0	P/B	5.25	4.97	4.69	4.40
企业自由现金流	5468.1	2967.8	4220.7	5599.4	EV/EBITDA	17.78	16.24	13.84	12.38

资料来源：东吴证券研究所

### 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推论不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准：

#### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

#### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：(0512) 62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

