

2016 年 10 月 24 日

李晓璐

c0049@capital.com.tw

目标价(元)

20

公司基本资讯

产业别	食品饮料
A 股价(2016/10/21)	16.11
上证综指(2016/10/21)	3090.94
股价 12 个月高/低	18.69/12.84
总发行股数(百万)	6064.80
A 股数(百万)	6033.37
A 市值(亿元)	971.98
主要股东	呼和浩特投资 有限责任公司 (08.79%)
每股净值(元)	3.36
股价/账面净值	4.79
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	0.0 -9.7 5.9

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2016-08-29	16.83	买入
2016-03-31	14.30	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

同时发布定增与激励计划，维持买入投资评级

结论与建议：

伊利股份自 9 月 19 日停牌，昨晚发布定增方案以及员工股票和股权激励计划，公司股票自 10 月 24 日起复牌。尽管定增对短期的每股收益有影响，但我们认为此举对公司的长远发展构成利好。按摊薄后的每股收益计算，当前股价对应 2017 年 PE 为 18 倍，维持买入的投资建议。

■ **定增方案：**公司拟向 5 名特定投资者非公开发行不超过 5.87 亿股，募集资金总额不超过 90 亿元，每股价格 15.33 元，用以（1）收购中国圣牧（1432.HK）37%的股权，（2）新建新西兰婴幼儿配方奶粉以及 UHT 奶项目，（3）液态奶改扩建以及冷饮设备更新，（4）运营、研发中心以及云商平台的建设。

■ **点评：**此次定增最具看点的是收购中国圣牧。我们认为公司收购中国圣牧，可以完善产业链及产品结构布局，迈出了重组并购的第一步，同时获得香港上市平台资源。公司此次拟以 46 亿元人民币收购中国圣牧 37% 股权（23.5 亿股）。按 2016 年动态市盈率估算，此次收购标的的市盈率约 15.5 倍，较为合理。中国圣牧是目前国内最大的有机乳品公司，也是中国唯一一家符合欧盟有机标准有机乳品公司，于 2014 年在港交所挂牌上市。2015 年公司实现营业总收入 31 亿元/YoY+45.6%，其中有机原料奶营业收入为 7 亿元，有机液态奶营业收入为 16.6 亿元，公司实现归母净利润为 8 亿元/YoY+12.5%。1H16 中国圣牧实现收 16.2 亿元/YoY+16.9%，实现归母净利润 4 亿元/YoY+20.6%，在行业增速放缓的背景之下，能保持持续盈利。

■ **员工股票和股权激励计划：**公司拟向核心技术人员授予 4500 万份股票期权（行权价格 16.47 元/股），占原股本的 0.74%。同时授予 1500 万股公司限制性股票（限制性股票价格 15.33 元/股），占原股本的 0.25%，锁定期 24 个月和 36 个月，分两批实施。两批实施限制性股票设定的业绩考核目标分别为：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%；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%。

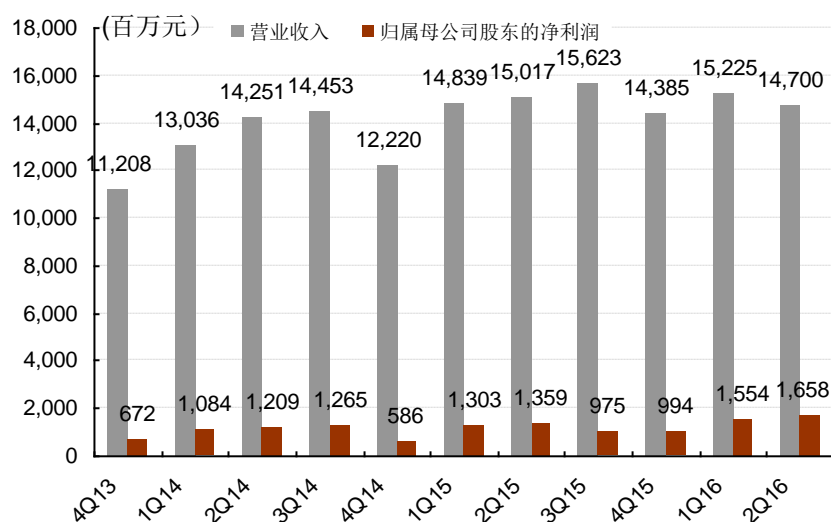
■ **点评：**随着进口关税降低以及国际奶价持续低于国内奶价造成了各类进口奶不断增加，受此影响，伊利上半年的营收出现微降，说明了当前国内乳制品销售遇到了困难。我们确信伊利作为龙头企业，其盈利能力能大概率遥遥领先，但是从目前行业的情况看，我们预计公司完成业绩考核目标可能存在一定的难度。

■ 本次定增之后会对净利润造成稀释，根据我们的预估，2016 年、2017 年分别实现净利润 52.03 亿元和 58.72 亿元（预估圣牧贡献收益 3 亿元），同比分别增长 12.32% 和 12.85%，发行前 EPS 分别为 0.86 元和 0.97 元，发行后每股收益将分别为 0.782 元和 0.883 元。目前股价对应摊薄后 PE 分别为 21 倍和 18 倍。尽管增发对每股收益有所摊薄，但从长期看，公司作为国内乳制品龙头，先发优势明显，未来重组的预期也较强烈，维持买入的投资评级。

..... 继续下页

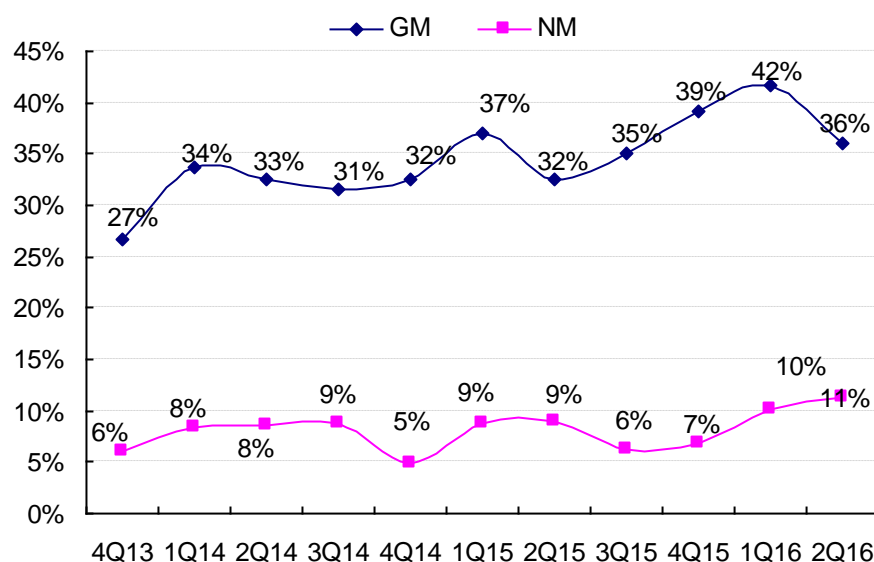
年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016F	2017F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	3187	4144	4632	5203	5872
同比增减	%	85.61	30.03	11.76	12.32	12.85
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.65	1.35	0.76	0.782	0.883
同比增减	%	54.21	-18.18	-43.70	2.89	12.92
市盈率(P/E)	X	9.76	11.93	21.20	20.60	18.24
股利 (DPS)	RMB 元	0.30	0.80	0.45	0.47	0.53
股息率 (Yield)	%	0.80	4.97	2.79	2.91	3.29

图 1：公司营收及净利润情况 单位：百万元



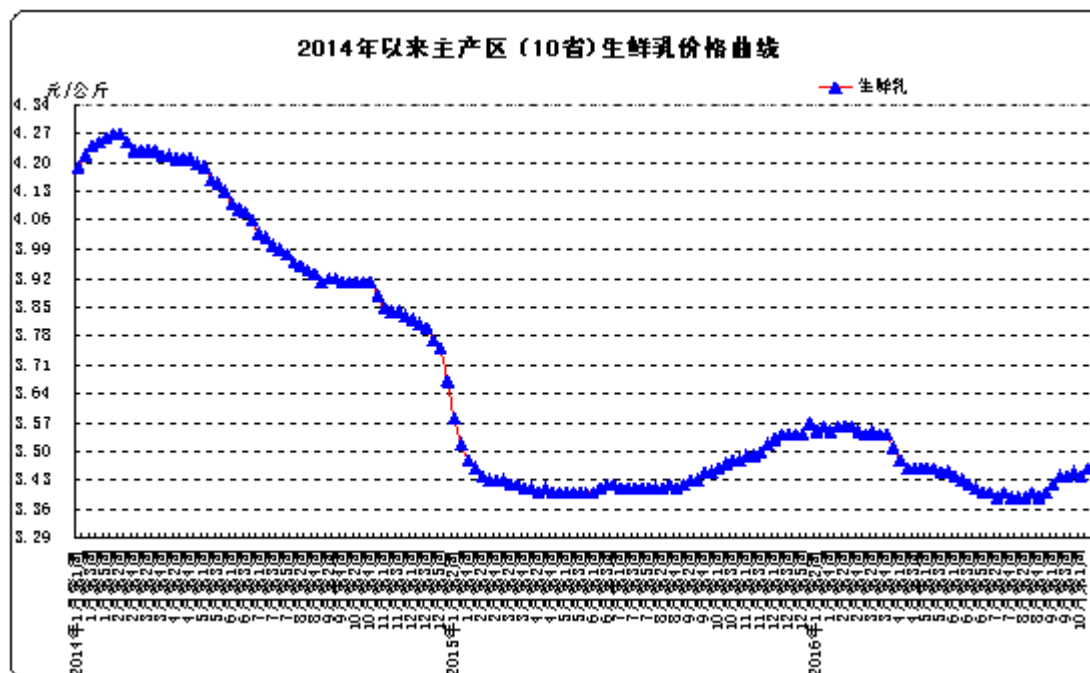
资料来源：公司公告、群益证券

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	63476	67096
经营成本	34083	36400	38376	38873	40383
营业税金及附加	234	185	251	314	334
销售费用	8546	10075	13258	15088	15919
管理费用	2392	3163	3456	3900	4079
财务费用	-33	155	297	108	113
资产减值损失	30	176	14	64	27
投资收益	131	108	186	318	363
营业利润	2659	4390	4894	5447	6604
营业外收入	440	463	712	780	400
营业外支出	38	67	83	54	25
利润总额	3060	4786	5524	6173	6979
所得税	-141	619	869	940	1047
少数股东损益	14	22	23	31	59
归属于母公司所有者的净利润	3187	4144	4632	5203	5872

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, 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。