

2016 年 10 月 31 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(2016/10/31)	17.99		
上证综指(2016/10/31)	3100.49		
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)	1085.40		
主要股东	呼和浩特投资 有限责任公司 (08.79%)		
每股净值(元)	3.57		
股价/账面净值	5.04		
一个月	三个月	一年	
股价涨跌(%)	11.7	-0.1	16.3

近期评等

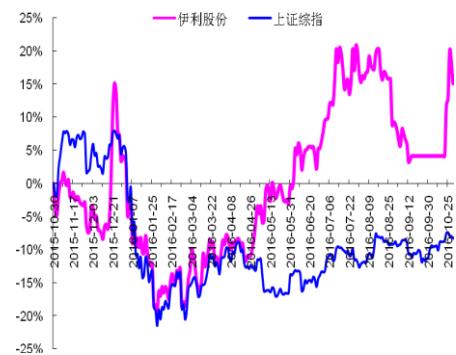
出刊日期	前日收盘	评等
2016-10-24	16.11	买入
2016-08-29	16.83	买入

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

优势明显，前三季度纯利同比增长 21%

结论与建议：

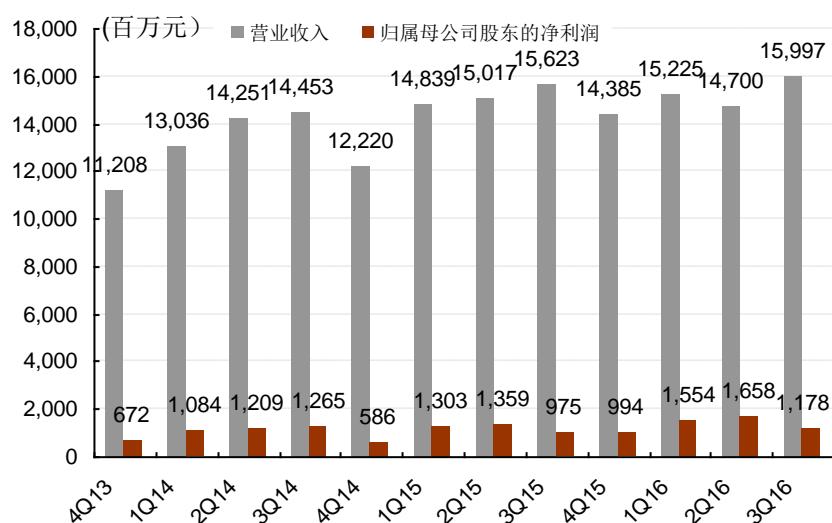
伊利股份前三季度实现纯利近 44 亿元，同比增长 21%，在乳制品行业竞争激烈的环境中保持了良好的增速。公司发布的定增计划对短期的每股收益有影响，但从长期看，公司作为国内乳制品龙头，先发优势明显，未来重组的预期也较强烈。按摊薄后的每股收益计算，当前股价对应 2017 年 PE 为 19.5 倍，维持买入的投资建议。

- 公司 2016 年前三季度实现营业收入 462 亿元，同比微增 0.64%，实现归属上市公司净利润 43.9 亿元，同比增长 20.69%，对应每股收益 0.72 元。好于我们的预期。营收增速微降主要是由于受整体大环境低迷的影响，乳制品行业保持低速增长，公司的奶粉营收下滑。另一方面，受益于奶源价格相对较低以及产品结构调整，前三季度毛利率 39%，同比增加 3.66 个百分点，使得纯利增速大幅反超营收增速。
- 分季度看，公司 2016 年第三季度实现营业收入 160.85 亿元，同比微增 2.27%，实现归属上市公司净利润 11.79 亿元，同比增长 20.85%。三季度毛利率达到 38.7%，同比增加 3.2 个百分点。
- 公司于近期发布定增方案以及员工股票和股权激励计划，拟定增不超过 90 亿元，主要用于收购中国圣牧（1432.HK）37% 的股权。中国圣牧是国内最大的有机乳品公司，2014 年于香港上市，1H16 中国圣牧实现收入 16.2 亿元/YoY+16.9%，实现归属净利润 4 亿元/YoY+20.6%。股票期权行权价格为 16.47 元/股，限制性股票价格为 15.33 元/股。两批实施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%。
- 从整个国内乳制品行业看，在经济增速放缓的背景下，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，国内乳制品行业受到的负面影响开始显现。伊利作为国内乳企龙头，尽管前三季度的营收微增，显示出一定的销售压力，但是未来仍有重组并购的预期，从长期看将充分享受由于行业集中度的提升所带来的益处。对于 2016 年第四季原奶价格及 2017 年原奶价格的走势，我们认为全球的原奶供应相对充足，预计原奶价格难于仍处于比较低的水平，有利于公司毛利率的提升。
- 小幅上调公司盈利预测，预计 2016 年、2017 年分别实现净利润 54.11 亿元和 60.9 亿元（预估圣牧贡献收益约 3 亿元），同比分别增长 16.82% 和 12.55%，摊薄后每股收益将分别为 0.81 元和 0.92 元。

.....接续下页.....

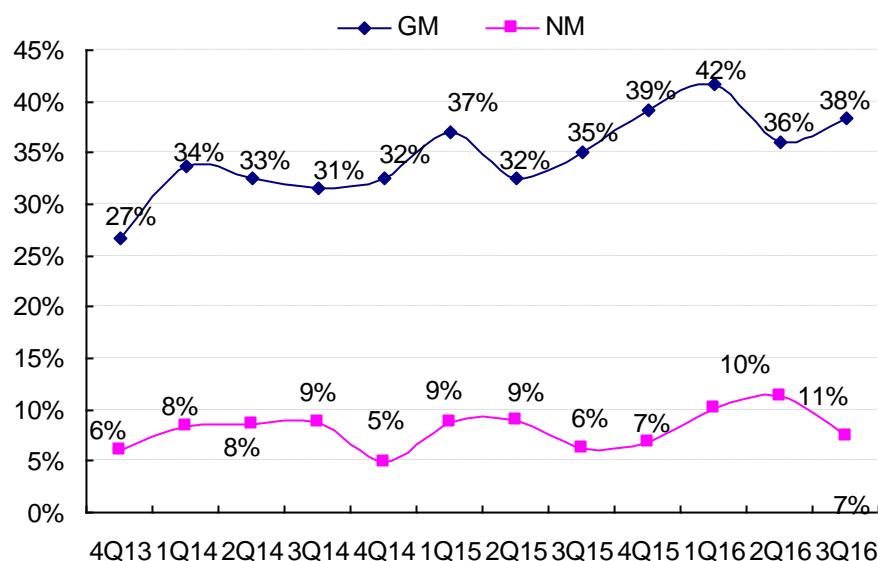
年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016F	2017F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	3187	4144	4632	5411	6090
同比增减	%	85.61	30.03	11.76	16.82	12.55
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.65	1.35	0.76	0.81	0.92
同比增减	%	54.21	-18.18	-43.70	7.03%	12.55%
市盈率(P/E)	X	10.79	13.19	23.43	21.89	19.45
股利 (DPS)	RMB 元	0.30	0.80	0.45	0.49	0.55
股息率 (Yield)	%	0.80	4.49	2.53	2.74%	3.08%

图 1：公司营收及净利润情况 单位：百万元



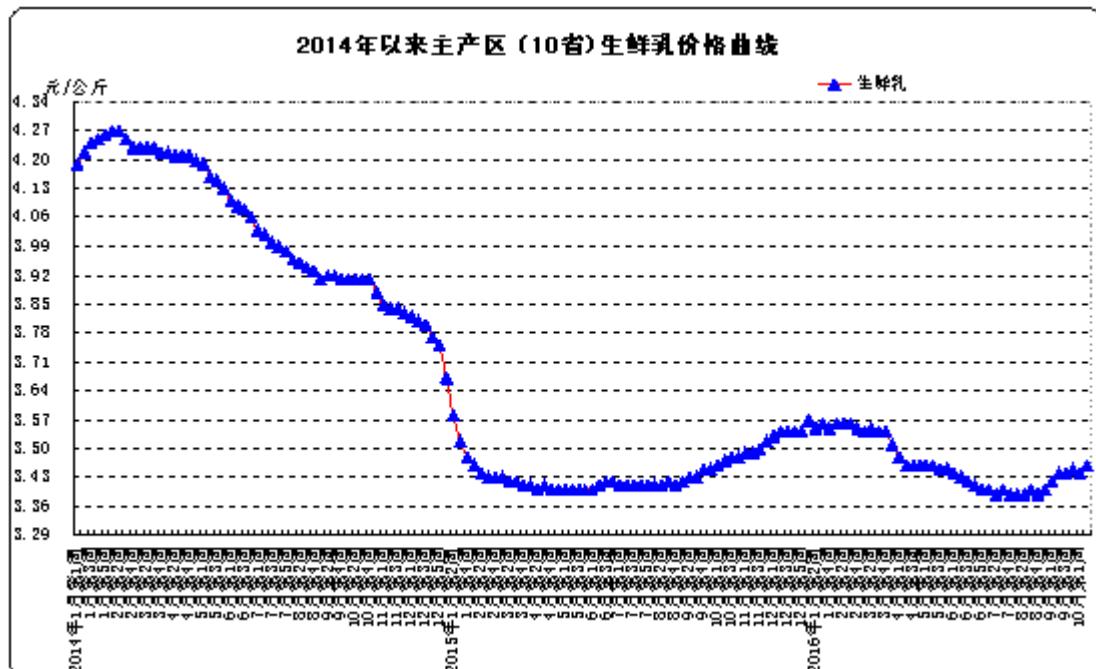
资料来源：公司公告、群益证券

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	38392	40126
营业税金及附加	234	185	251	346	368
销售费用	8546	10075	13258	15053	15866
管理费用	2392	3163	3456	4317	4496
财务费用	-33	155	297	12	14
资产减值损失	30	176	14	67	27
投资收益	131	108	186	363	663
营业利润	2659	4390	4894	5652	6862
营业外收入	440	463	712	861	400
营业外支出	38	67	83	64	25
利润总额	3060	4786	5524	6450	7237
所得税	-141	619	869	1013	1086
少数股东损益	14	22	23	25	62
归属于母公司所有者的净利润	3187	4144	4632	5411	6090

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。