

2017 年 05 月 02 日
李晓璐
c0049@capital.com.tw
目标价(元)
22
公司基本资讯

产业别	食品饮料		
A 股价(2017/4/28)	18.26		
上证指数(2017/4/28)	3154.66		
股价 12 个月高/低	20.66/14.25		
总发行股数(百万)	6079.00		
A 股数(百万)	6033.37		
A 市值(亿元)	1101.69		
主要股东	呼和浩特投资 有限责任公司 (09.88%)		
每股净值(元)	4.08		
股价/账面净值	4.48		
一个月	三个月	一年	
股价涨跌(%)	-2.4	0.6	28.5

近期评等

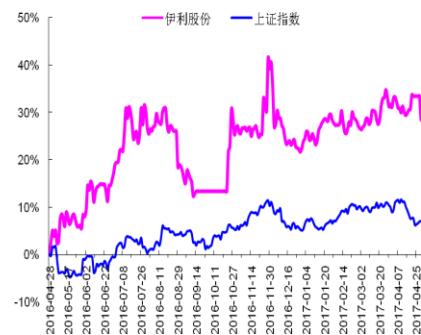
出刊日期	前日收盘	评等
2017-03-31	18.91	买入
2016-10-31	17.99	买入

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	9.0%
一般法人	18.8%

股价相对大盘走势

伊利股份(600887.SH)
Buy 买入
2017Q1 纯利同比增长 12%，预计未来业绩将继续领跑
结论与建议：

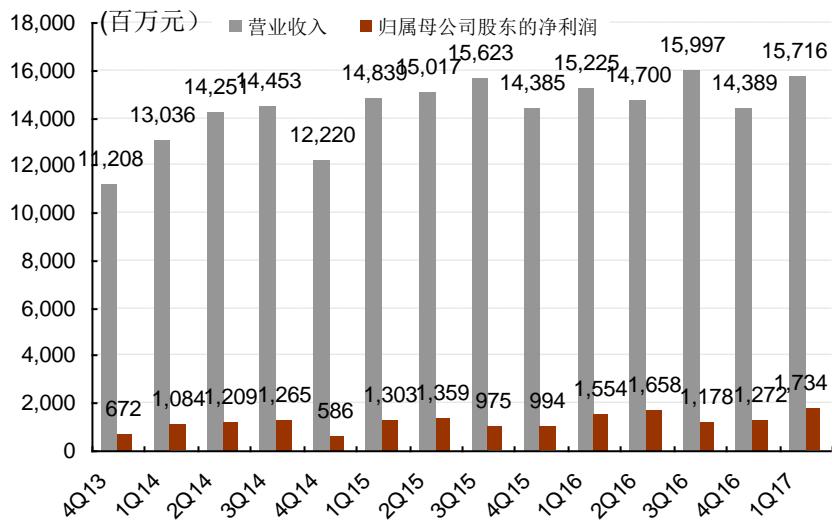
伊利股份 2017 年 Q1 实现纯利 17.34 亿元，同比增长 11.6%，在乳制品行业竞争激烈的环境中保持了良好的增速，继续领跑。2017 年原奶价格可能上涨对毛利率造成一定的压力，但从长远看，公司作为国内乳制品龙头，品牌和渠道优势明显，未来存在重组的预期，且当前股价对应 2018 年 PE 为 15.6 倍，估值不高，维持买入的投资建议。

- 公司 2017 年第一季度实现营业收入 158 亿元，同比增 3%，实现归属上市公司净利润 17.34 亿元，同比增长 11.58%，对应每股收益 0.29 元。符合预期。营收增速微增主要是受整体大环境低迷的影响，乳制品行业低速增长。受原奶价格略上涨的影响，第一季度毛利率同比下降 4.2 个百分点至 37.9%。但同期费用率（尤其是销售费用率）控制得当，下降 5.6 个百分点至 25%，使得纯利同比增速快于营收。
- 从整个国内乳制品行业看，在经济增速放缓的背景下，国内乳制品需求端增速放缓。国际原奶价格方面，由于受到主产国供应略有缩减的影响，2017 年以来原奶价格小幅走高。从走势上看国内原奶价格与国际原奶价格走势类似，4 月 19 日国内奶牛主产省（区）生鲜乳平均价格 3.5 元/公斤，同比上涨 1.2%。综合来看，我们认为 2017 年原奶价格均价可能会高于 2016 年，乳制品企业的成本会增加。但伊利作为龙头企业，品牌和渠道均有明显的优势，业绩有望继续领跑。
- 4 月 28 日公司发布公告称终止收购圣牧有机乳业，原因是约定时间内双方协议约定的所有先决条件未能达成，协议自动终止，且经交易各方共同商定，将不延长《股份买卖协议》的最终截止日期。我们认为圣牧有机的营收规模小，终止此次收购不会给公司带来重大影响。另一方面，从趋势上看，伊利未来仍有重组并购的预期，因此从长期看仍将充分享受由于行业集中度的提升所带来的益处。
- 综上，预计 2017 年、2018 年分别实现净利润 63.51 亿元和 71.21 亿元，同比分别增长 12% 和 12%，对应每股收益将分别为 1.05 元和 1.17 元。

年度截止 12 月 31 日		2014	2015	2016	2017F	2018F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	4144	4632	5662	6351	7121
同比增减	%	30.03	11.76	22.24	12.17	12.12
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.35	0.76	0.93	1.04	1.17
同比增减	%	-18.18	-43.70	22.37	12.33	12.12
市盈率(P/E)	X	13.53	24.03	19.63	17.48	15.59
股利 (DPS)	RMB 元	0.80	0.45	0.60	0.63	0.70
股息率 (Yield)	%	4.38	2.46	3.29	3.43	3.85

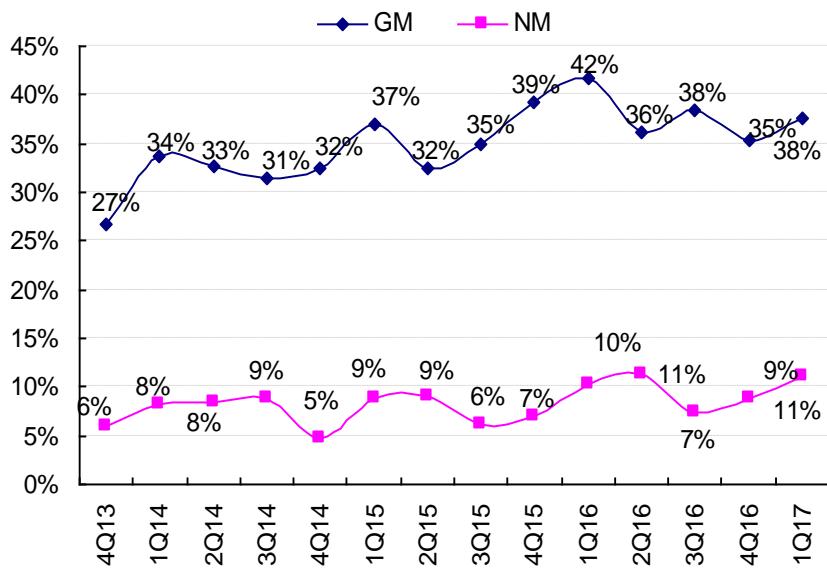
接续下页

图 1：公司营收及净利润情况 单位：百万元



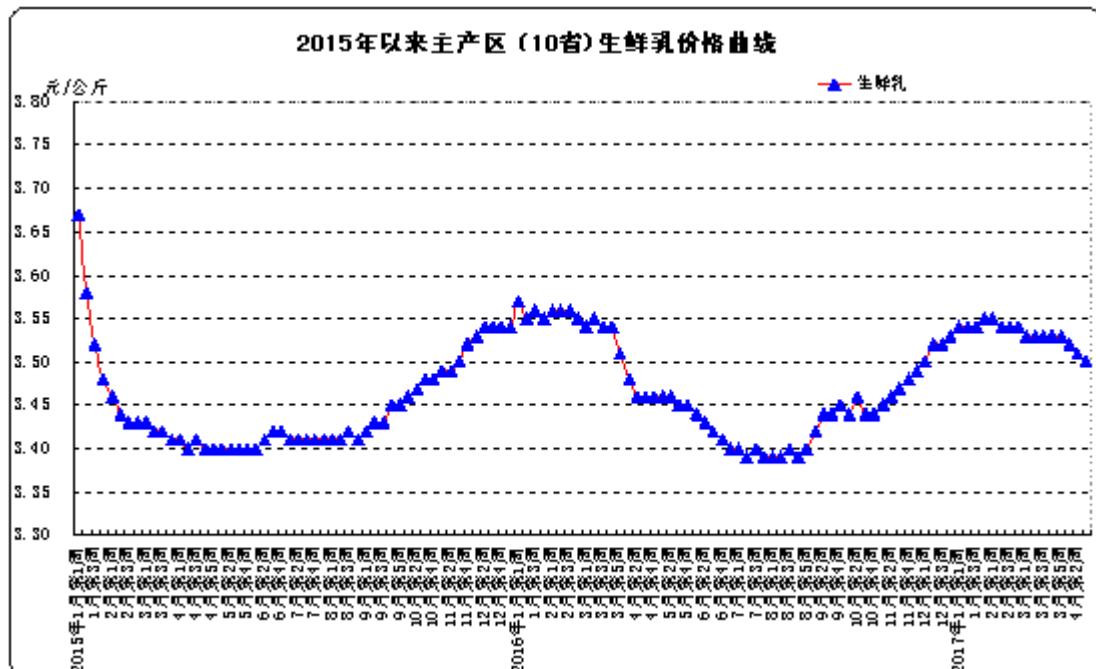
资料来源：公司公告、群益证券

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	2014	2015	2016	2017F	2018F
营业收入	54436	60360	60609	64877	69101
经营成本	36400	38376	37427	39521	41649
营业税金及附加	185	251	420	475	505
销售费用	10075	13258	14114	14448	15384
管理费用	3163	3456	3457	3473	3700
财务费用	155	297	24	-7	-8
资产减值损失	176	14	46	54	27
投资收益	108	186	399	147	175
营业利润	4390	4894	5520	7059	8019
营业外收入	463	712	1179	513	400
营业外支出	67	83	67	87	25
利润总额	4786	5524	6632	7486	8394
所得税	619	869	963	1128	1259
少数股东损益	22	23	7	7	14
归属于母公司所有者的净利润	4144	4632	5662	6351	7121

附二：合并资产负债表

百万元	2014	2015	2016	2017F	2018F
货币资金	14273	13084	13824	19888	26457
应收账款	513	572	572	601	631
存货	5008	4663	4326	4845	5426
流动资产合计	21001	19786	20193	25334	32515
长期股权投资	26	122	1631	1631	1631
固定资产	13121	14559	13137	13794	14484
在建工程	939	776	1344	1209	1088
非流动资产合计	18493	19845	19070	19832	20626
资产总计	39494	39631	39262	45166	53140
流动负债合计	18757	18202	14907	16100	17388
非流动负债合计	1916	1283	1119	1197	1281
负债合计	20673	19485	16026	17297	18669
少数股东权益	188	162	154	159	164
股东权益合计	18822	20146	23236	27710	34308
负债及股东权益合计	39494	39631	39262	45166	53140

附三：合并现金流量表

百万元	2014	2015	2016	2017F	2018F
经营活动产生的现金流量净额	2436	9536	12817	5794	6299
投资活动产生的现金流量净额	(999)	(3487)	(3243)	-2475	-2475
筹资活动产生的现金流量净额	2882	(6279)	(8815)	2745	2745
现金及现金等价物净增加额	4320	(244)	995	6064	6569

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益券(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。