

基本面向好，外延不断探索，伊利长期推荐逻辑不改

——伊利股份（600887）事件点评

2018 年 08 月 06 日

强烈推荐/维持

伊利股份

事件点评

事件：

1. 根据我们近期调研数据显示，二季度伊利的销售情况良好，特别是常温液态奶维持了较高的增速水平，同时终端的费用想比一季度微增，但是仍在公司要求的阈值范围内，我们对二季度最终的收入利润保持乐观。

2. 伊利向巴基斯坦 Fauji Fertilizer Bin Qasim Limited（简称“FFBL”）递交投资意向函，有意收购其子公司 Fauji Foods Limited（简称“FFL”）不超过 51% 的有表决权股份及控制权或 FFL 控制权。

主要观点：

1. 巴基斯坦畜牧业发达，乳品业落后，发展空间大

世界粮农组织初步统计数据显示，2017 年巴基斯坦的乳制品生产量约占世界总产量的 7%，排名世界第五，稍落后于中国，其乳制品行业约占 GDP 的 11%。由于在奶牛养殖、牛奶采集、运输和配送链方面缺乏合理规划，巴乳品业商业化程度不高，2016 年该国总原奶产量为 450 亿公升，其中商用奶占 58%，加工奶仅有 40 亿公升，不到总产量的 10%。由于缺乏增值方式和相关加工设备，每天大量牛奶被浪费。因此，虽然奶产量较高，乳制品出口却远低于同等产量的其他国家，主供内需。人口规模世界排名第六，内需旺盛，人均乳制品年消费超过 150kg，远超中国（不足 50kg），随着人们食品安全意识提高，对加工奶和包装奶的需求会逐渐代替散装低质奶，市场潜力巨大。（见图一，图二）

液态奶精和 UHT 奶领跑其他细分品类，销售量占比分别高达 45% 和 35%。白奶市场价格竞争激烈，2017 年市场销量下降 3%，行业龙头为雀巢、Engro Foods，FFL 与本土品牌 Shakarganj 争夺市场第三。液态奶精面临降价风险，2017 年市场销量下降 19%，但于同年下半年反弹。

2. 目标公司历史悠久，产品丰富，长期有竞争力

Fauji Foods Limited 前身是 Noon Pakistan Limited，于 1966

刘畅

010-66554017

liuchang_yjs@dxzq.net.cn

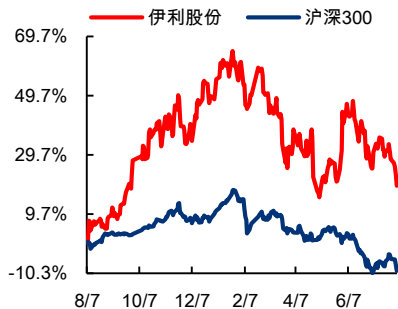
执业证书编号：

S1480517120001

交易数据

52 周股价区间（元）	24.93-21.29
总市值（亿元）	1515.37
流通市值（亿元）	1504.12
总股本/流通 A 股（万股）	607849/603337
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.05

52 周股价走势图



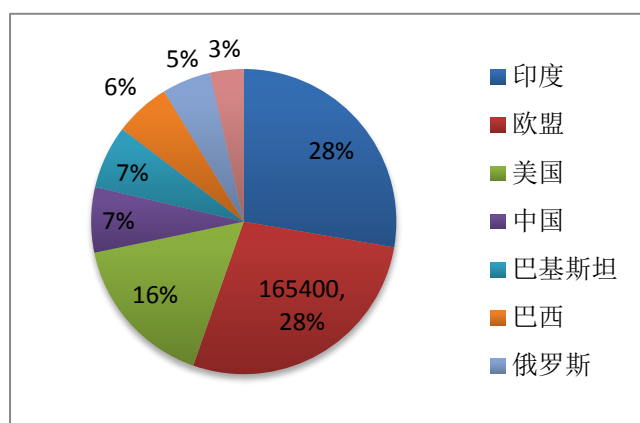
资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《伊利股份（600887）：基本面逻辑不改，伊利增速可持续》2018-05-02
- 2、《伊利股份（600887）事件点评：强劲的动作，价值的底部》2018-04-24
- 3、《伊利股份（600887）：价值恒久远，伊利永流传》2018-04-03
- 4、《伊利股份（600887）：举重若轻，伊利何缘加速腾飞》2018-01-31

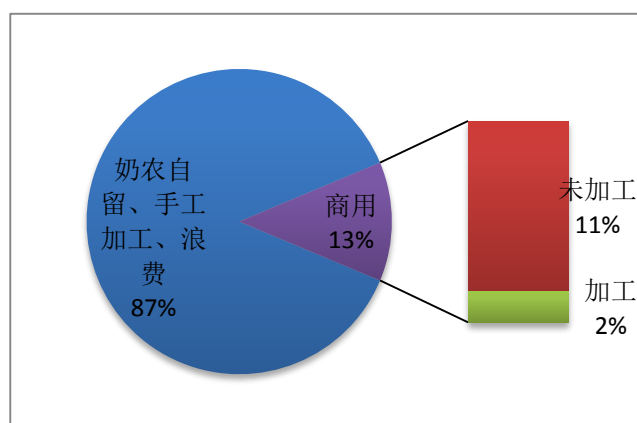
年成立，公司总部位于拉合尔，工厂设于巴尔瓦尔，2015 年被 Fauji 集团收购。主要产品包括黄油、奶酪、UHT 奶、低脂奶、巴氏奶、调味奶、饮茶用奶、牛奶油、果汁、蜂蜜、果酱等，多处市场领先水平，旗下品牌包括：Dostea 液态奶精，Nurpur 牛奶，Must 果汁等。目前总市值大约 199.5 亿巴基斯坦卢比，折合人民币大约 12 亿元。近年来 FFL 投资新工厂，引入瑞典先进 UHT 技术，以提高生产效率及稳定性，升级现有奶站，与奥地利政府合作寻找新奶源，培养销售团队，拓展分销渠道。通过以上举措，实现 2017 年增产 105%，2016、2017 年营收达 33.71 亿卢比（约合人民币 2.02 亿元）、70 亿卢比（约合人民币 4.21 亿元），同比增长 105%、108%。液态奶精的市场份额达到 25%。

图 1：世界主要产奶国奶产量占比



资料来源：东兴证券研究所

图 2：原奶用途



资料来源：东兴证券研究所

（资料来源：图一为东兴证券根据世界粮农组织 2017 初步数据整理，图二为东兴证券根据 FFL 简报整理）

虽然 FFL 在 2016 与 2017 年销售收入大幅增加，净利润却为负，主要原因有以下五点：（1）推出多种新产品，营销费用增加；（2）牛奶采集及分销的固定成本增加；（3）受制于税收与监管政策，提价能力低；（4）受到市场上非正式机构低价散装奶冲击；（5）今年二月因旗下 Nurpur 品牌牛奶可能含有害化学物质被最高法禁售，虽二次监测后禁令撤销，但声誉受损。对于潜力尚未挖掘的市场，FFL 大力增加销售投资以扩大市场份额、增加品牌辨识度，实为明智之举。此外，FFL 有望通过创新产品、扩大生产规模、降低成本、提高客户忠诚度等一系列举措发展壮大。

3. 伊利收购巴乳企，国内国外均有战略意义，如能成功有望成为发展新窗口

此次收购是伊利紧跟国家“一带一路”战略，发力海外市场的新举措。欧美市场接近饱和，亚、非市场随着国家发展和消费升级空间巨大。伊利可通过向巴基斯坦引入下游的加工、运输技术，助力规范当地乳制品市场，并充分挖掘其潜力，甚至布局中西亚市场。此外，有望减少当地奶源浪费，将优质奶源引入中国，实现奶源跟工厂间的集约化发展。

结论：

伊利外延的脚步不会因为之前的受阻而停止，此举瞄准潜力巨大的西亚市场，具有长远战略意义。预计18/19/20年实现收入803.02/923.58/1043.73亿，同比增长17.99%/15.01%/13.01%，实现利润70.75/82.89/95.99亿，同比增长17.89%/17.16%/15.81%，对应EPS1.16/1.36/1.58元，维持目标价至37元，给予“强烈推荐”评级。

风险提示

巴基斯坦政局不稳、整合公司及适应新市场需时间、卢比贬值、税率提高、国际市场脱脂奶粉持续涨价等

公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表		单位:百万元			
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	20193	29846	32454	38960	45508	营业收入	60609	68058	80302	92358	104373
货币资金	13824	21823	21682	25186	28747	营业成本	37427	42362	49916	56886	63485
应收账款	572	786	770	886	1001	营业税金及附加	420	512	650	733	820
其他应收款	39	45	53	61	68	营业费用	14114	15522	18469	21030	23528
预付款项	558	1192	1442	1726	2044	管理费用	3457	3317	4738	5286	5854
存货	4326	4640	5470	6234	6957	财务费用		113	60	65	69
其他流动资产	690	1007	2844	4652	6455	资产减值损失	45.70	50.62	5.00	20.00	20.00
非流动资产合计	19070	19455	18026	16273	14421	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1631	1765	1765	1765	1765	投资净收益	399.26	134.68	465.00	400.00	300.00
固定资产	13137	13256	13344	11543	9742	营业利润	5520	7116	6928	8738	10897
无形资产	991	514	463	411	360	营业外收入	1178.78	85.60	1330.00	1050.00	440.00
其他非流动资产	663	725	0	0	0	营业外支出	67.12	127.54	20.00	25.00	20.00
资产总计	39262	49300	50399	55153	59849	利润总额	6632	7074	8238	9763	11317
流动负债合计	14907	23850	20990	25472	27210	所得税	963	1071	1153	1464	1698
短期借款	150	7860	2203	4159	3282	净利润	5669	6003	7085	8299	9619
应付账款	6753	7254	8889	10130	11306	少数股东损益	7	2	10	10	20
预收款项	3592	4126	5169	6370	7727	归属母公司净利润	5662	6001	7075	8289	9599
一年内到期的非	0	24	24	24	24	EBITDA	8061	9152	8840	10655	12818
非流动负债合计	1119	211	0	0	0	EPS（元）	0.93	0.99	1.16	1.36	1.58
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	16026	24061	20991	25473	27210	成长能力					
少数股东权益	154	136	146	156	176	营业收入增长	0.41%	12.29%	17.99%	15.01%	13.01%
实收资本（或股	6065	6078	6078	6078	6078	营业利润增长	12.79%	28.90%	-2.64%	26.13%	24.71%
资本公积	2476	2766	2766	2766	2766	归属于母公司净利	17.89%	5.99%	17.89%	17.16%	15.81%
未分配利润	12293	14110	15525	17182	19102	获利能力					
归属母公司股东	23082	25103	29268	33826	39106	毛利率(%)	37.94%	37.28%	37.84%	38.41%	39.17%
负债和所有者权	39262	49300	50331	59382	66419	净利率(%)	9.35%	8.82%	8.82%	8.99%	9.22%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润（%）	14.42%	12.17%	14.04%	15.03%	16.04%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	24.53%	23.90%	24.17%	24.50%	24.55%
经营活动现金流	12817	7006	8455	9360	10887	偿债能力					
净利润	5669	6003	7085	8299	9619	资产负债率(%)	41%	49%	42%	43%	41%
折旧摊销	2516.95	1922.75	0.00	1852.18	1852.18	流动比率	1.35	1.25	1.55	1.53	1.67
财务费用	24	113	60	65	69	速动比率	1.06	1.06	1.29	1.28	1.42
应收账款减少	0	0	16	-116	-115	营运能力					
预收帐款增加	0	0	1044	1201	1357	总资产周转率	1.54	1.54	1.61	1.68	1.66
投资活动现金流	-3243	-3117	175	280	280	应收账款周转率	106	100	103	112	111
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.45	9.72	9.95	9.71	9.74
长期股权投资减	0	0	-148	-100	0	每股指标（元）					
投资收益	399	135	465	400	300	每股收益(最新摊	0.93	0.99	1.16	1.36	1.58
筹资活动现金流	-8815	4053	-8771	-6135	-7606	每股净现金流(最新	0.13	1.31	-0.02	0.58	0.59
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.81	4.13	4.81	5.56	6.43
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	14	0	0	0	P/E	26.81	25.18	21.42	18.28	15.79
资本公积增加	0	289	0	0	0	P/B	6.55	6.04	5.18	4.48	3.88
现金净增加额	760	7942	-141	3505	3561	EV/EBITDA	17.06	15.03	14.94	12.25	9.84

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员，拥有买方、卖方双重工作经验，曾就职于天风证券研究所，东方基金，泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位，本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责白酒、乳制品、调味品、健康食品研究工作。

研究助理简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。