

消费升级与娱乐研究中心

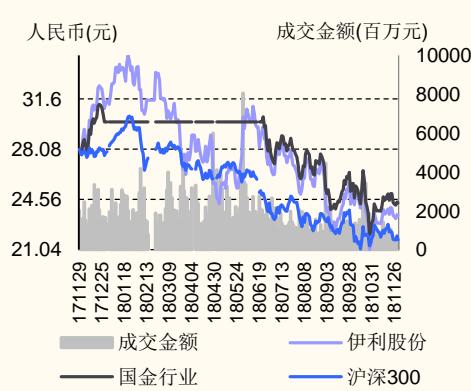
伊利股份(600887.SH) 买入(维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 23.45元

东南亚加速布局, 预计国际并购进入加速期**市场数据(人民币)**

已上市流通A股(百万股)	6,033.37
总市值(百万元)	142,532.09
年内股价最高最低(元)	34.65/21.04
沪深300指数	3137.65
上证指数	2567.44

**公司基本情况(人民币)**

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.885	0.987	1.025	1.139	1.260
每股净资产(元)	3.81	4.46	4.46	4.89	5.45
每股经营性现金流(元)	2.10	1.48	1.48	1.70	1.85
市盈率(倍)	19.90	22.87	22.87	20.59	18.61
净利润增长率(%)	29.72%	3.84%	3.84%	11.07%	10.65%
净资产收益率(%)	23.24%	23.01%	23.01%	23.27%	23.10%
总股本(百万股)	6,064.80	6,078.49	6,078.49	6,078.49	6,078.49

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司公告, 公司全资子公司金港控股拟收购泰国 THE CHOMTHANA COMPANY LIMITED (下称乔玛纳公司) 96.46%的股权, 交易初始对价 8056 万美元 (约合 5.6 亿元人民币)。

点评正文

- 尽管并购将一定程度提振公司冰淇淋业务收入端, 不过较蒙牛冰淇淋优势仍难言在扩大通道中。从两强角度来看, 2011-2017 年两强冰淇淋业务增速均有所放缓, 其中蒙牛因职能制改革原因下降更快, 伊利则缓步下降。2016 年后两强冰淇淋业务增速在内部管理提升、宏观经济提振及中高端产品结构优化基础上均不约而同有所回升。从伊利收购金额来看, 我们预计并表后将一定程度提振伊利冰淇淋业务收入端, 并有望形成与蒙牛冰淇淋业务差距优势, 但 2018 年蒙牛印尼工厂开业后预期海外放量也有望扭转这种差距优势拉大。因此尽管未来两强冰淇淋业务收入争夺战之火预期将在东南亚熊熊燃起, 但我们认为两强冰淇淋业务差距仍难言在扩大通道中。
- 东南亚市场加速布局, 预计海外营收占比将加速提升, 同时国际并购节奏加快, 预计进入加速期。2018 年两强均不约而同加大在东南亚市场布局, 其中蒙牛在最大冰淇淋市场印尼布局工厂, 公司此次在第二大市场泰国布局收购。伴随两强在国内冰淇淋市场进入冷链逐步下沉及产品结构优化阶段, 东南亚市场借助一带一路也同时并举进行, 预期将为两强海外营收占比提升贡献力量, 并预计推动比例加速提升 (预计两强目前海外营收占比均较小)。继公司今年 7.30 日公告宣布将收购巴基斯坦 Fauji Foods Limited 不超过 51% 的有表决权股份及控制权, 仅过 4 个月即宣布布局泰国冰淇淋业务, 我们认为公司国际并购节奏呈现加快趋势。展望 2020 年公司千亿规划及多元化发展战略方向, 预计 2020 年前公司国际并购将进入加速期。

盈利调整

- 预计 2018-2020 年营业收入分别为 789.9 亿元/877.4 亿元/965.8 亿元, 同比+16.9%/+11.1%/+10.1%, 归母净利润分别为 62.3 亿元/69.2 亿元/76.6 亿元, 同比+3.9%/+11%/+10.7%, 对应 EPS 分别为 1.03 元/1.14 元/1.26 元, 目前股价对应 18/19/20 年 PE 分别为 23X/21X/19X, 维持“买入”评级

风险提示

- 宏观经济下行、下半年原奶价升高、费用率环比上行

寇星

联系人
kouxing@gjzq.com.cn

于杰

分析师 SAC 执业编号: S1130516070001
yujie@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
	主营业务收入	59,863	60,312	67,547	78,989	87,737		货币资金	13,084	13,824	21,823	19,815	22,636
增长率		0.7%	12.0%	16.9%	11.1%	10.1%	应收款项	769	725	994	1,137	1,263	1,391
主营业务成本	-38,376	-37,427	-42,363	-48,874	-54,384	-60,875	存货	4,663	4,326	4,640	4,660	4,619	4,753
%销售收入	64.1%	62.1%	62.7%	61.9%	62.0%	63.0%	其他流动资产	1,270	1,318	2,388	3,369	3,523	3,705
毛利	21,488	22,885	25,185	30,115	33,353	35,710	流动资产	19,786	20,193	29,846	28,981	32,041	35,179
%销售收入	35.9%	37.9%	37.3%	38.1%	38.0%	37.0%	%总资产	49.9%	51.4%	60.5%	58.5%	60.6%	62.5%
营业税金及附加	-251	-420	-512	-600	-667	-734	长期投资	1,110	2,243	2,417	2,468	2,517	2,567
%销售收入	0.4%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	16,640	14,533	15,158	15,349	15,468	15,595
营业费用	-13,258	-14,114	-15,522	-19,092	-21,026	-22,258	%总资产	42.0%	37.0%	30.7%	31.0%	29.3%	27.7%
%销售收入	22.1%	23.4%	23.0%	24.2%	24.0%	23.0%	无形资产	1,183	1,111	594	576	570	567
管理费用	-3,456	-3,457	-3,317	-3,397	-3,685	-3,989	非流动资产	19,845	19,070	19,455	20,548	20,811	21,084
%销售收入	5.8%	5.7%	4.9%	4.3%	4.2%	4.1%	%总资产	50.1%	48.6%	39.5%	41.5%	39.4%	37.5%
息税前利润 (EBIT)	4,522	4,894	5,834	7,027	7,976	8,729	资产总计	39,631	39,262	49,300	49,529	52,852	56,264
%销售收入	7.6%	8.1%	8.6%	8.9%	9.1%	9.0%	短期借款	6,190	150	7,884	3,798	2,399	28
财务费用	-297	-24	-113	-21	30	129	应付款项	9,825	11,837	12,864	14,942	16,610	18,463
%销售收入	0.5%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	-0.1%	其他流动负债	2,187	2,920	3,102	3,427	3,810	4,330
资产减值损失	-14	-46	-51	-8	-1	-1	流动负债	18,202	14,907	23,850	22,166	22,819	22,820
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	186	399	135	200	220	250	其他长期负债	1,283	1,119	210	144	144	144
%税前利润	3.7%	6.3%	2.1%	2.7%	2.7%	2.7%	负债总计	19,485	16,026	24,061	22,310	22,963	22,965
营业利润	4,398	5,223	6,605	7,197	8,224	9,107	普通股股东权益	19,984	23,082	25,103	27,080	29,746	33,150
营业利润率	7.3%	8.7%	9.8%	9.1%	9.4%	9.4%	少数股东权益	162	154	136	138	142	148
营业外收支	629	1,112	-42	250	50	50	负债股东权益合计	39,631	39,262	49,300	49,529	52,852	56,264
税前利润	5,027	6,335	6,563	7,447	8,274	9,157	比率分析						
利润率	8.4%	10.5%	9.7%	9.4%	9.4%	9.5%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-869	-963	-1,071	-1,214	-1,349	-1,493	每股指标						
所得税率	17.3%	15.2%	16.3%	16.3%	16.3%	16.3%	每股收益	0.682	0.885	0.987	1.025	1.139	1.260
净利润	4,158	5,372	5,492	6,233	6,925	7,665	每股净资产	3.295	3.806	4.130	4.455	4.894	5.454
少数股东损益	23	7	2	2	4	6	每股经营现金净流	1.563	2.104	1.149	1.483	1.703	1.851
归属于母公司的净利润	4,135	5,365	6,001	6,231	6,921	7,659	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.700	0.700	0.700
净利润率	6.9%	8.9%	8.9%	7.9%	7.9%	7.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	20.69%	23.24%	23.90%	23.01%	23.27%	23.10%
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	总资产收益率	10.43%	13.66%	12.17%	12.58%	13.10%	13.61%
净利润	4,654	5,669	6,003	6,233	6,925	7,665	投入资本收益率	14.20%	17.74%	14.74%	18.96%	20.67%	21.92%
少数股东损益	23	7	2	2	4	6	增长率						
非现金支出	1,738	1,599	1,475	1,517	1,686	1,878	主营业务收入增长率	10.94%	0.75%	12.00%	16.94%	11.07%	10.08%
非经营收益	466	-406	80	-61	-68	-222	EBIT增长率为	9.34%	8.21%	19.23%	20.44%	13.50%	9.45%
营运资金变动	2,621	5,897	-571	1,325	1,811	1,928	净利润增长率	12.77%	29.72%	11.86%	3.84%	11.07%	10.65%
经营活动现金净流	9,480	12,759	6,987	9,014	10,354	11,249	总资产增长率	0.35%	-0.93%	25.57%	0.46%	6.71%	6.45%
资本开支	-3,626	-3,396	-3,279	-2,308	-1,848	-2,051	资产管理能力						
投资	75	159	-30	-51	-50	-50	应收账款周转天数	3.3	3.5	3.7	3.9	3.9	3.9
其他	64	-6	192	200	220	250	存货周转天数	46.0	43.8	38.6	34.8	31.0	28.5
投资活动现金净流	-3,487	-3,243	-3,117	-2,159	-1,678	-1,851	应付账款周转天数	54.0	62.6	60.3	62.0	62.0	62.0
股权募资	0	0	218	0	0	0	固定资产周转天数	96.7	79.5	71.6	61.7	55.6	50.6
债权募资	-2,586	-6,038	7,710	-4,153	-1,398	-2,371	偿债能力						
其他	-3,708	-2,541	-4,273	-4,710	-4,457	-4,333	净负债/股东权益	-34.22%	-58.85%	-55.22%	-58.85%	-67.71%	-75.98%
筹资活动现金净流	-6,293	-8,579	3,655	-8,863	-5,855	-6,704	EBIT利息保障倍数	15.2	204.9	51.4	332.8	-269.6	-67.4
现金净流量	-300	936	7,525	-2,008	2,821	2,694	资产负债率	49.17%	40.82%	48.80%	45.05%	43.45%	40.82%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	27	34	53	69
增持	0	6	7	13	19
中性	0	3	3	5	7
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.33	1.30	1.32	1.35

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-03-31	买入	18.63	N/A
2	2017-08-31	买入	22.54	N/A
3	2017-10-31	买入	30.36	N/A
4	2017-12-21	买入	33.13	N/A
5	2018-04-27	买入	29.20	N/A
6	2018-08-31	买入	26.08	N/A
7	2018-10-31	买入	21.37	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH