



600887.SH

## 买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 22.12

板块评级: 强于大市

### 本报告要点

- 伊利股份跟踪报告

### 股价表现



(%)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(29.1)	(7.8)	(11.2)	(32.0)
相对上证指数	(4.3)	(2.7)	(1.2)	(8.2)
发行股数(百万)				6,078
流通股 (%)				99
流通股市值(人民币 百万)				133,458
3个月日均交易额(人民币 百万)				1,054
净负债比率(%) (2018E)				(61)
主要股东(%)				
香港中央结算有限公司				13

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券  
以 2018 年 12 月 21 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

### 食品饮料

汤玮亮

86755-82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

\*王兴伟为本报告重要贡献者

# 伊利股份

## 龙头间竞争有望趋缓, 业绩弹性值得期待

我们判断 19 年伊利与蒙牛龙头间竞争有望趋缓。近期商超调研显示, 伊利与蒙牛终端理性促销。伊利竞争优势突出, 业绩弹性值得期待。我们预计 18-19 年 EPS 为 1.05/1.32 元, 同比增 6%/26%, 维持买入评级。

### 支撑评级的要点

■ 我们判断 19 年伊利与蒙牛龙头间竞争有望趋缓, 主要基于: (1) 18 年伊利与蒙牛较高强度费用投放并未改变两者间竞争格局。根据尼尔森, 1H18 线下 UHT 产品市占率蒙牛\伊利分别提升 0.2/2.4pct, 线下低温酸奶市占率蒙牛\伊利分别提升 0.2/0.8pct。从数据上看, 伊利提升幅度高于蒙牛, 但尼尔森数据采样方式或存在一定偏差, 我们认为实际上伊利与蒙牛两者市占率相对变化不大, 即较高强度费用投放并未改变两者之间的竞争格局。(2) 19 年蒙牛提升经营利润率与维持净利较快增长的难度边际上升。1H18 蒙牛经营利润率同比降 0.5pct, EBITDA 率同比升 0.2pct, 费用率大幅上升的情况下 (+4.7pct), 主要通过毛利率提升 (+3.6pct) 维持利润率基本稳定, 但 1H18 蒙牛毛利率达 39.2%, 创蒙牛历史最高水平, 且高于伊利历史最高水平, 因此我们认为 19 年蒙牛通过毛利率大幅提升带动经营利润率提升的难度边际上升。此外, 若剔除雅士利扭亏和现代牧业减亏, 1H18 蒙牛归母净利同比增 1.2%, 19 年随着利润基数抬升, 维持净利较快增长的难度也将边际上升。(3) 预计 2019 年原奶价格温和上涨, 伊利和蒙牛可能因此降低费用投放强度。我们维持此前报告中的判断, 预计 2019 年原奶价格温和上涨 3-5%, 面临成本压力, 我们认为伊利和蒙牛可能因此降低费用投放强度。

■ 商超调研显示, 伊利与蒙牛终端理性促销。近期我们走访北京、上海、深圳、苏州、昆山、嘉兴等地 15 家大型商超, 伊利与蒙牛普通白奶生产日期多数已进入 12 月, 常温酸奶和高端白奶多数位于 10 月下旬至 11 月中旬, 显示终端动销情况正常。促销方面, 我们发现终端仍维持一定促销力度, 低温品类各商超基本存在买赠(以买 2 赠 1 为主); 常温品类, 高端产品堆头基本都有促销人员跟进, 但促销模式趋于理性, 主要针对 10 月下旬以前产品以及部分口味进行促销, 部分折扣活动标明 12 月 31 日截止, 我们认为终端维持一定促销力度主要与年底前清理存货有关。

■ 若原奶价格温涨, 龙头费用投放趋缓、盈利能力增强, 伊利表现更为突出。从历史数据来看, 乳品行业销售费用率与原奶价格基本呈反向变动; 原奶价格温和上涨环境中, 伊利表现更加突出, 毛销差皆为上升; 伊利毛销差提升基本出现在原奶价格温和上涨的环境中。

### 评级面临的主要风险

■ 低线城乡乳品需求增长不及预期、行业竞争加剧、成本大幅上涨。

### 估值

■ 我们在 10 月 22 日发布的深度报告中提及更为看好伊利的逻辑: 对比蒙牛, 伊利渠道下沉提前布局、产品培育更新能力强, 费用投放效率更高, 未来较高业绩弹性值得期待。我们维持此前盈利预测, 预计 18-19 年 EPS 为 1.05/1.32 元, 同比增 6%/26%。当前伊利 18 年 PE21 倍、19 年 PE 不到 20 倍, 估值具备优势, 4 季度业绩增速有望回升, 维持买入评级。

### 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	60,609	68,058	79,512	90,254	101,772
变动(%)	0	12	17	14	13
净利润(人民币 百万)	5,662	6,001	6,365	8,037	9,775
全面摊薄每股收益(人民币)	0.931	0.987	1.047	1.322	1.608
变动(%)	22.2	6.0	6.1	26.3	21.6
市场预期每股收益(人民币)				1.283	1.537
全面摊薄市盈率(倍)	23.7	22.4	21.1	16.7	13.8
价格/每股现金流量(倍)	10.5	19.2	12.9	13.9	9.4
每股现金流量(人民币)	2.11	1.15	1.71	1.59	2.36
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.9	15.6	13.8	10.7	8.3
每股股息(人民币)	0.449	0.600	0.700	0.743	0.938
股息率(%)	2.0	2.7	3.2	3.4	4.2

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

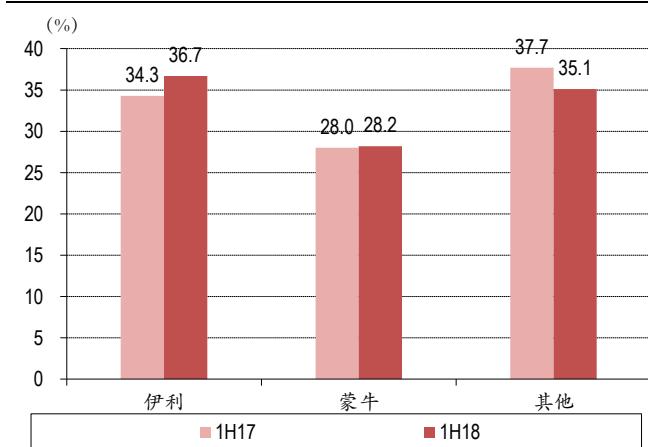


## 2019年伊利与蒙牛龙头间竞争有望趋缓

我们判断2019年伊利与蒙牛龙头间竞争有望趋缓，主要基于：

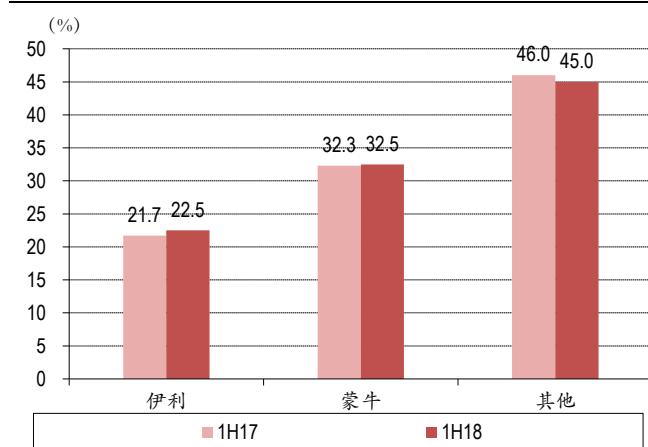
(1) 2018年伊利与蒙牛较高强度费用投放并未改变两者间竞争格局。根据尼尔森，1H18线下UHT产品市占率蒙牛\伊利分别提升0.2\2.4pct，线下低温酸奶市占率蒙牛\伊利分别提升0.2\0.8pct。从数据上看，伊利提升幅度高于蒙牛，但尼尔森数据采样方式或存在一定偏差，我们认为实际上伊利蒙牛两者市占率相对变化不大，即较高强度费用投放并未改变两者之间的竞争格局。

图表1. 线下UHT产品市占率



资料来源：尼尔森

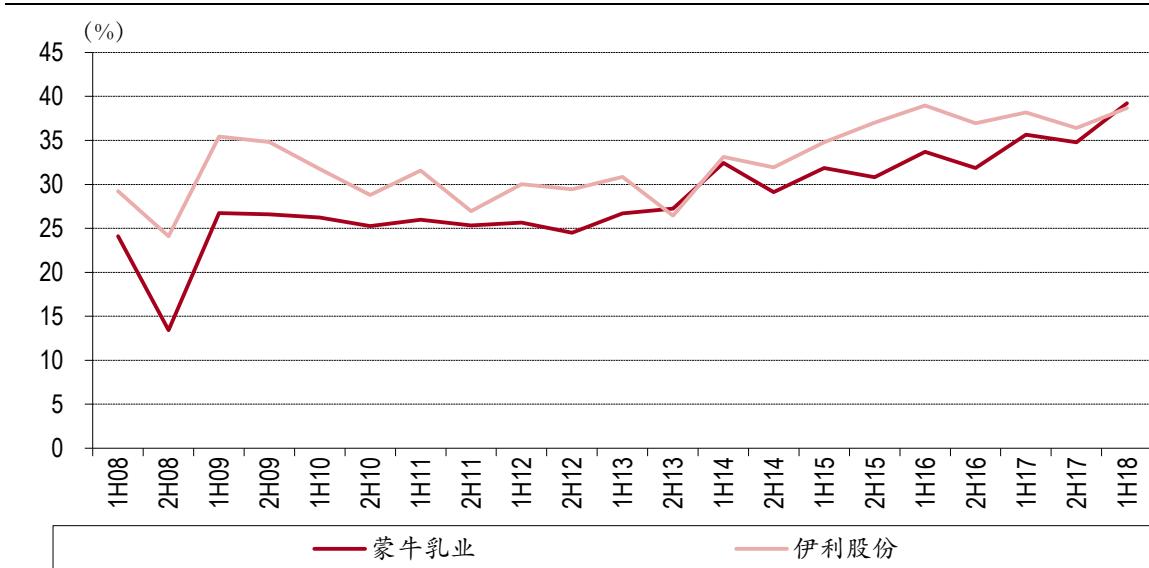
图表2. 线下低温酸奶市占率



资料来源：尼尔森

(2) 2019年蒙牛提升经营利润率与维持净利较快增长的难度边际上升。1H18蒙牛经营利润率同比降0.5pct，EBITDA率同比升0.2pct，费用率大幅上升的情况下(+4.7pct)，主要通过毛利率提升(+3.6pct)维持利润率基本稳定，但1H18蒙牛毛利率达39.2%，创蒙牛历史最高水平，且高于伊利历史最高水平，因此我们认为2019年蒙牛通过毛利率大幅提升带动经营利润率提升的难度边际上升。此外，若剔除雅士利扭亏和现代牧业减亏，1H18蒙牛归母净利同比增1.2%，2019年随着利润基数抬升，维持净利较快增长的难度也将边际上升。

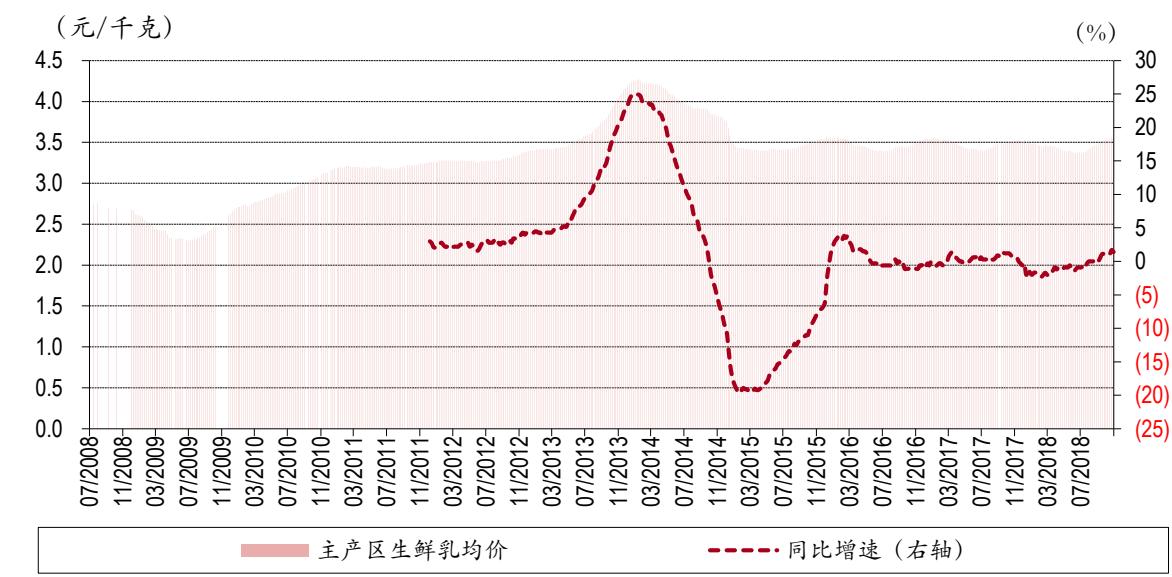
图表3. 蒙牛乳业与伊利股份毛利率对比



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

(3) 预计 2019 年原奶价格温和上涨，伊利和蒙牛可能因此降低费用投放强度。我们维持此前报告中的判断，预计 2019 年原奶价格温和上涨 3-5%，面临成本压力，我们认为伊利和蒙牛可能因此降低费用投放强度。这一部分我们还将在下文原奶部分进行详细分析。

图表 4. 主产区生鲜乳均价走势



资料来源：农村农业部，万得，中银国际证券

### 近期商超调研，伊利与蒙牛显示终端理性促销

商超调研显示，伊利与蒙牛终端理性促销。近期我们走访北京、上海、深圳、苏州、昆山、嘉兴等地 15 家大型商超，伊利与蒙牛普通白奶生产日期多数已进入 12 月，常温酸奶和高端白奶多数位于 10 月下旬至 11 月中旬，显示终端动销情况正常。促销方面，我们发现终端仍维持一定促销力度，低温品类（畅轻、冠益乳、JOYDAY、优益 C、每益添）各商超基本存在买赠（以买 2 赠 1 为主）；常温品类，高端产品堆头基本都有促销人员跟进（遇到伊利促销人员的次数多于蒙牛），但促销模式趋于理性，主要针对 10 月下旬以前产品以及部分口味进行促销，部分折扣活动标明 12 月 31 日截止，我们认为终端维持一定促销力度主要与年底前清理存货有关。



图表 5. 12月 22 日上海商超调研

产品名称	产品规格	参考价	上海 A 商超			上海 B 商超			上海 C 商超		
			实际价格	生产日期	买赠	实际价格	生产日期	买赠	实际价格	生产日期	买赠
<b>常温酸奶</b>											
伊利安慕希原味	205g*12	66.0	54.0	09/09	赠 6 盒味可滋	49.9	12/01		66.0	09/30	
蒙牛纯甄原味	200g*12	68.0	48.8	10/29		65.0	10/09		48.8	10/31	赠 5 瓶美式豆奶
<b>普通白奶</b>											
伊利纯牛奶无菌砖	250ml*16	48.0	36.8	12/04		48.0	11/28		-	-	
蒙牛纯牛奶无菌砖	250ml*16	48.0	44.8	11/09		45.0	11/15		34.0	12/06	
<b>高端白奶</b>											
伊利金典	250ml*12	65.0	53.0	11/04	赠 4 罐能量饮料	54.0	11/04		49.5	10/07	赠 6 瓶谷粒多
蒙牛特仑苏	250ml*12	65.0	65.0	10/29	赠 4 盒芝士味纯甄	69.0	11/07		65.0	11/15	赠 5 瓶美式豆奶
<b>低温酸奶</b>											
伊利畅轻	250g	8.5	8.5		买 2 赠 1	8.9			8.5		买 2 赠 1
伊利 Joy Day	220g	9.9	8.8			10.8			9.9		
伊利每益添原味	350ml	6.5	-			6.8			-		
蒙牛冠益乳	250g	8.5	5.5			8.9			8.5		买 1 赠 1
蒙牛优益 C 原味	340ml	6.8	5.8		部分口味买 1 赠 1	5.8			6.5		

资料来源：草根调研，中银国际证券

注：促销力度较大的情况已标黄

图表 6. 12月 22 日深圳商超调研

产品名称	产品规格	参考价	深圳 A 商超			深圳 B 商超			深圳 C 商超		
			实际价格	生产日期	买赠	实际价格	生产日期	买赠	实际价格	生产日期	买赠
<b>常温酸奶</b>											
伊利安慕希原味	205g*12	66.0	56.0	10/24		49.4	10/09		66.0	11/14	
蒙牛纯甄原味	200g*12	68.0	65.8	10/16		66.0	09/19		56.0	10/31	
<b>普通白奶</b>											
伊利纯牛奶无菌砖	250ml*16	48.0	48.0	11/29		39.8	10/10		-	-	
蒙牛纯牛奶无菌砖	250ml*16	48.0	38.4	11/01		36.8	10/19		40.0	10/31	
<b>高端白奶</b>											
伊利金典	250ml*12	65.0	55.0	11/01		51.0	10/19		55.0	10/27	
蒙牛特仑苏	250ml*12	65.0	59.0	10/11		65.0	11/01		59.0	10/22	
<b>低温酸奶</b>											
伊利畅轻	250g	8.5	8.3		买 3 赠 1	7.9		买 2 赠 1	8.5		买 2 赠 1
伊利 Joy Day	220g	9.9	9.9		买 2 赠 1	9.9		-	9.9		买 3 赠 1
伊利每益添原味	350ml	6.5	5.5		买 1 赠 1	4.8		买 1 赠 1	6.5		买 2 赠 1
蒙牛冠益乳	250g	8.5	8.5		2 件 8 折	8.5		买 2 赠 1	8.5		满 25 减 5
蒙牛优益 C 原味	340ml	6.8	7.5		12 元 3 瓶	-		11 元 3 瓶	7.5		11 元 3 瓶

资料来源：草根调研，中银国际证券

注：促销力度较大的情况已标黄

图表 7. 12月 22 日北京商超调研

产品名称	产品规格	参考价	北京 A 商超			北京 B 商超			北京 C 商超		
			实际价格	生产日期	买赠	实际价格	生产日期	买赠	实际价格	生产日期	买赠
<b>常温酸奶</b>											
伊利安慕希原味	205g*12	66.0	57.6	11/17		66.0	10/28		56.0	12/12	
蒙牛纯甄原味	200g*12	68.0	58.0	10/30		58.5	10/30		54.8	10/30	
<b>普通白奶</b>											
伊利纯牛奶无菌枕	240ml*16	40.0	33.6	12/10		33.6	12/16		41.6	12/12	
蒙牛纯牛奶无菌枕	240ml*16	40.0	33.4	12/11		40.0	12/08		32.0	12/07	
<b>高端白奶</b>											
伊利金典	250ml*12	65.0	65.0	11/19		55.0	09/12		53.0	11/29	
蒙牛特仑苏	250ml*12	65.0	49.5	09/11		59.9	11/20		65.0	11/27	
<b>低温酸奶</b>											
伊利畅轻	250g	8.5	7.5		买 3 赠 1	8.5			7.5		
伊利 Joy Day	220g	9.9	9.9			9.9			9.9		
伊利每益添原味	350ml	6.5	6.5			6.5			6.5		
蒙牛冠益乳	250g	8.5	8.5		燕麦味买 2 赠 1	8.5		买 1 赠 1	7.5		
蒙牛优益 C 原味	340ml	6.8	6.5		15 元 3 瓶	6.6			6.6		

资料来源：草根调研，中银国际证券

注：促销力度较大的情况已标黄

图表 8. 嘉兴永辉超市堆头



资料来源：草根调研，中银国际证券

图表 9. 苏州沃尔玛超市堆头



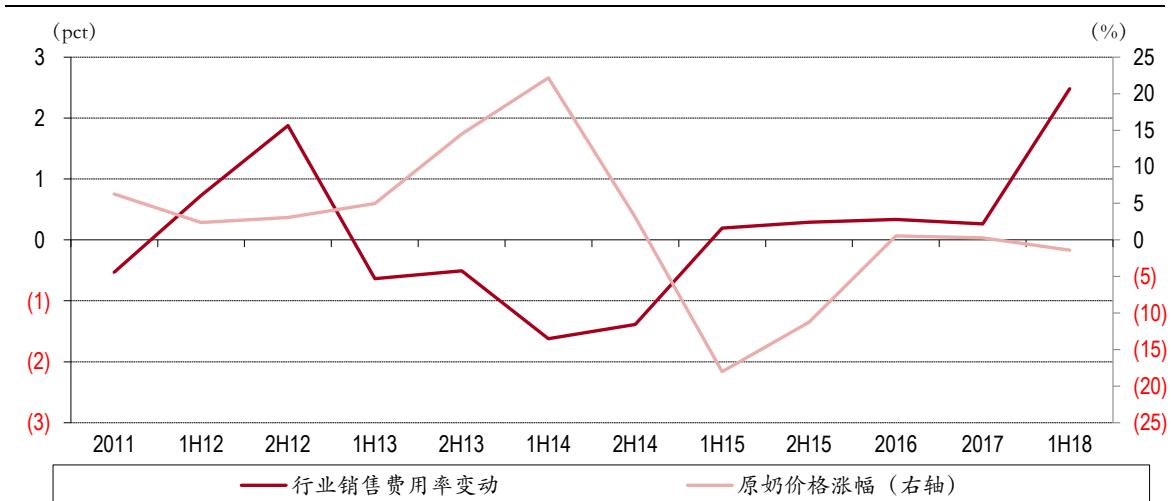
资料来源：草根调研，中银国际证券

若原奶价格温涨，龙头盈利能力增强，伊利表现更为突出

**行业：原奶价格上涨，行业销售费用率下降，竞争趋缓**

乳品行业销售费用率与原奶价格基本呈反向变动。根据农村农业部与国家统计局可得的历史数据进行分析，规模以上乳品行业销售费用率与原奶价格基本呈方向波动，仅2012年出现例外。我们认为，原奶价格上涨时，小型杂牌乳企受制成本压力不得不收缩战线直至退出市场，中大型乳企在以往奶价低迷时保护奶农利益过度收奶的情况减少、相应调整营销策略，因而行业销售费用率下降，竞争趋缓。2012年原奶价格上涨，但行业销售费用率却出现上升，我们认为可能与2012年乳品行业增长放缓有关（收入增速从以往20%降至15%），乳企尚未适应新的变化，希望通过逆势促销维持原有收入增长。此外，2016-2017年原奶价格低位波动，行业销售费用率因此有所上升。

**图表 10. 乳品行业销售费用率与原奶价格涨幅基本呈反向变动**



资料来源：农村农业部，国家统计局，中银国际证券

**图表 11. 乳品行业销售费用率与原奶价格涨幅基本呈反向变动**

时间	行业销售费用率变动 (pct)	原奶价格涨幅 (%)
2011	(0.53)	6.29
1H12	0.73	2.40
2H12	1.88	3.07
1H13	(0.63)	4.98
2H13	(0.51)	14.47
1H14	(1.62)	22.17
2H14	(1.39)	3.10
1H15	0.20	(18.03)
2H15	0.29	(11.24)
2016	0.33	0.56
2017	0.26	0.27
1H18	2.48	(1.42)

资料来源：农村农业部，国家统计局，中银国际证券



### 龙头：原奶价格温涨环境中，龙头盈利能力增强，伊利表现更加突出

**原奶价格温和上涨的界定。**根据农村农业部，1H10-1H18 各半年度中，原奶价格同比涨跌幅在-18%至25%间变动，我们认为原奶价格涨幅大于1%且小于10%的情形可以称为温和上涨，则原奶价格温和上涨的半年度包括2H11、1H12、2H12、1H13、2H14、1H16。

我们从毛销差变动角度切入，以此反映乳企包括买赠在内的费用投放强度和盈利能力变化。（1）毛销差变动可以将计算在毛利率的同品买赠纳入考虑范畴；（2）毛销差变动主要受原料成本、产品结构升级、买赠促销力度、广告推广费用等变动的影响。

图表 12. 原奶价格变动描述

原奶价格涨幅 (%)	原奶价格变动描述
(-∞, -1)	下跌
[-1, 1]	持平
(1, 10]	温和上涨
(10, +∞)	大幅上涨

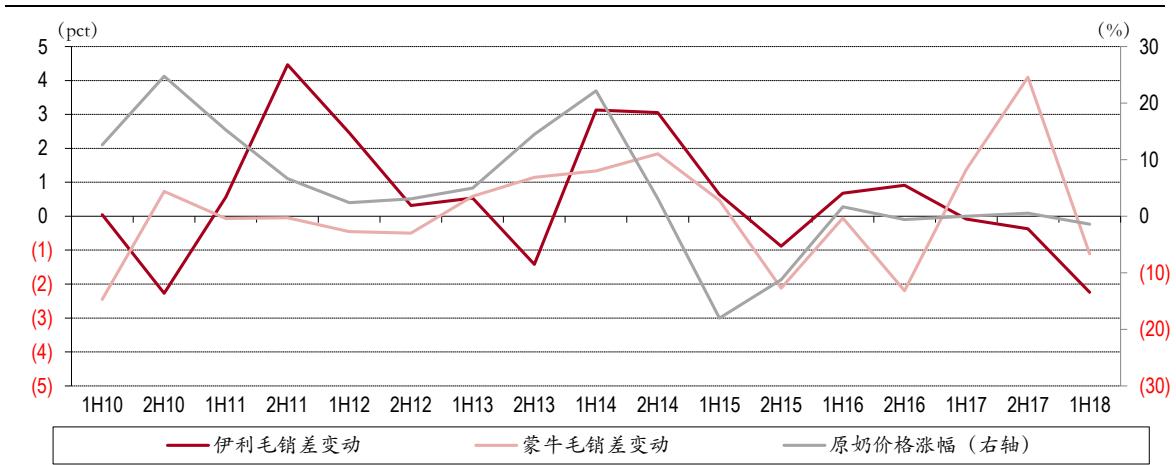
资料来源：中银国际证券

原奶价格温涨环境中，龙头费用投放趋缓、盈利能力增强，伊利表现更加突出。

（1）原奶价格温和上涨环境中，伊利毛销差皆为上升。2H11\1H12\2H12\1H13\2H14\1H16 原奶价格分别温和上涨 6.7%\2.4%\3.1%\5.0%\3.1%\1.7%，对应伊利毛销差分别提升 4.5%\2.5%\0.3%\0.5%\3.1%\0.7%pct，对应蒙牛毛销差变动为 0.0%\0.4%\0.5%\+0.6%\+1.8%\0.0%pct，其中仅 1H12\2H12 蒙牛毛销差例外、出现下降，我们认为可能与管理层调整、公司变动有关。

（2）伊利毛销差提升基本出现在原奶价格温和上涨的环境中。1H10-1H18 共计 17 个半年度中，其中 10 个半年度伊利毛销差提升，这其中 6 个是在原奶价格温涨的环境中实现，2 个是在价格大幅上涨中实现，2 个是在价格下跌中实现。

图表 13. 伊利与蒙牛毛销差变动与原奶价格涨幅的关系



资料来源：农村农业部，公司公告，中银国际证券



图表 14. 伊利与蒙牛毛销差变动与原奶价格涨幅的关系

时间	伊利毛销差变动 (pct)	蒙牛毛销差变动 (pct)	原奶价格涨幅 (%)
1H10	0.04	(2.46)	12.63
2H10	(2.27)	0.73	24.74
1H11	0.56	(0.07)	15.23
2H11	4.46	(0.04)	6.67
1H12	2.46	(0.45)	2.40
2H12	0.31	(0.50)	3.07
1H13	0.54	0.59	4.98
2H13	(1.42)	1.15	14.47
1H14	3.13	1.33	22.17
2H14	3.05	1.84	3.10
1H15	0.64	0.47	(18.03)
2H15	(0.88)	(2.12)	(11.24)
1H16	0.68	(0.06)	1.66
2H16	0.91	(2.19)	(0.60)
1H17	(0.08)	1.37	0.01
2H17	(0.37)	4.10	0.56
1H18	(2.25)	(1.11)	(1.42)

资料来源：农村农业部，公司公告，中银国际证券

### 盈利预测与投资评级

我们在 10 月 22 日发布的伊利深度报告中提及更为看好伊利的逻辑。对比蒙牛，伊利渠道下沉提前布局、产品培育更新能力强，费用投放效率更高，未来较高业绩弹性值得期待。我们维持此前盈利预测，预计 18-19 年 EPS 为 1.05\1.32 元，同比增 6%\26%。当前伊利 18 年 PE21 倍、19 年 PE 不到 20 倍，我们认为，19 年因龙头间竞争格局可能得到改善，伊利业绩存在上调的可能性，可以顺利完成估值切换，4 季度业绩增速有望回升，维持买入评级。

图表 15. 伊利股份收入预测表

(百万元)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>液体乳</b>						
营业收入	47,151	49,522	55,766	65,959	75,777	86,358
同比增速 (%)	11.2	5.0	12.6	18.3	14.9	14.0
毛利率 (%)	34.1	36.0	35.2	36.0	36.9	37.4
<b>奶粉及奶制品</b>						
营业收入	6,447	5,456	6,428	7,213	7,798	8,432
同比增速 (%)	7.2	(15.4)	17.8	12.2	8.1	8.1
毛利率 (%)	56.0	56.2	54.0	54.0	54.5	55.0
<b>冷饮</b>						
营业收入	4,098	4,194	4,606	5,067	5,371	5,639
同比增速 (%)	(4.3)	2.4	9.8	10.0	6.0	5.0
毛利率 (%)	36.3	43.1	43.1	43.1	43.7	44.0
<b>其他</b>						
营业收入	2,167	1,140	747	763	771	780
同比增速 (%)	72.6	(47.4)	(34.5)	2.1	1.1	1.1
毛利率 (%)	14.9	18.1	16.0	16.3	16.6	16.8
<b>合计</b>						
营业收入	59,863	60,312	67,547	79,002	89,718	101,209
同比增速 (%)	10.9	0.7	12.0	17.0	13.6	12.8
毛利率 (%)	35.9	37.9	37.3	37.9	38.6	39.1

资料来源：万得，中银国际证券

### 风险提示

**低线城乡乳品需求增长不及预期。**经济增长放缓，2019年低线城乡乳品需求增长低于我们的预期。

**行业整体竞争加剧。**行业整体竞争加剧，竞争格局恶化。

**成本大幅上涨。**若贸易摩擦或行业性因素导致原料价格大幅上涨，乳品成本压力将大幅上升。

**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	60,609	68,058	79,512	90,254	101,772
销售成本	(37,427)	(42,362)	(49,075)	(55,055)	(61,643)
经营费用	(16,425)	(17,957)	(21,916)	(24,456)	(27,085)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>6,757</b>	<b>7,738</b>	<b>8,521</b>	<b>10,743</b>	<b>13,045</b>
折旧及摊销	1,612	1,444	1,810	2,123	2,375
<b>经营利润(息税前利润)</b>	<b>5,145</b>	<b>6,295</b>	<b>6,711</b>	<b>8,621</b>	<b>10,669</b>
净利润收入/(费用)	28	(12)	38	111	180
其他收益/(损失)	1,511	869	881	881	881
<b>税前利润</b>	<b>6,632</b>	<b>7,074</b>	<b>7,502</b>	<b>9,472</b>	<b>11,521</b>
所得税	(963)	(1,071)	(1,125)	(1,421)	(1,728)
少数股东权益	(7)	(2)	(11)	(14)	(18)
<b>净利润</b>	<b>5,662</b>	<b>6,001</b>	<b>6,365</b>	<b>8,037</b>	<b>9,775</b>
<b>核心净利润</b>	<b>5,662</b>	<b>6,001</b>	<b>6,365</b>	<b>8,037</b>	<b>9,775</b>
每股收益(人民币)	0.931	0.987	1.047	1.322	1.608
核心每股收益(人民币)	0.931	0.987	1.047	1.322	1.608
每股股息(人民币)	0.449	0.600	0.700	0.743	0.938
收入增长(%)	0	12	17	14	13
息税前利润增长(%)	3	22	7	28	24
息税折旧前利润增长(%)	(0)	15	10	26	21
每股收益增长(%)	22	6	6	26	22
核心每股收益增长(%)	22	6	6	26	22

资料来源：公司数据及中银国际证券预测

**现金流量表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	6,632	7,074	7,502	9,472	11,521
折旧与摊销	1,612	1,444	1,810	2,123	2,375
净利息费用	24	113	90	29	(16)
运营资本变动	6,181	(1,894)	2,261	(389)	2,299
税金	(963)	(1,071)	(1,125)	(1,421)	(1,728)
其他经营现金流	(669)	1,340	(150)	(150)	(105)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>12,817</b>	<b>7,006</b>	<b>10,388</b>	<b>9,665</b>	<b>14,346</b>
购买固定资产净值	2,107	(625)	(3,573)	(2,291)	(1,805)
投资减少/增加	(737)	(39)	135	135	135
其他投资现金流	(4,613)	(2,452)	(3)	(3)	(3)
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(3,243)</b>	<b>(3,117)</b>	<b>(3,441)</b>	<b>(2,159)</b>	<b>(1,673)</b>
净增权益	0	14	0	0	0
净增债务	(6,040)	7,710	(1,233)	(21)	(1,667)
支付股息	(2,729)	(3,647)	(4,255)	(4,513)	(5,699)
其他融资现金流	(45)	(23)	(91)	(33)	(36)
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>(8,815)</b>	<b>4,053</b>	<b>(5,579)</b>	<b>(4,568)</b>	<b>(7,402)</b>
现金变动	760	7,942	1,368	2,938	5,272
期初现金	13,084	13,824	21,823	23,191	26,128
公司自由现金流	9,626	3,991	7,075	7,646	12,838
权益自由现金流	3,544	11,491	5,661	7,460	11,027

资料来源：公司数据及中银国际证券预测

**资产负债表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	13,824	21,823	23,191	26,128	31,400
应收帐款	725	994	1,030	1,268	1,323
库存	4,326	4,640	5,746	5,906	7,141
其他流动资产	1,318	2,388	2,032	2,722	2,551
<b>流动资产总计</b>	<b>20,193</b>	<b>29,846</b>	<b>31,999</b>	<b>36,024</b>	<b>42,416</b>
固定资产	14,533	15,158	16,948	17,143	16,598
无形资产	1,111	594	571	548	524
其他长期资产	3,425	3,702	3,702	3,819	3,838
<b>长期资产总计</b>	<b>19,070</b>	<b>19,455</b>	<b>21,221</b>	<b>21,509</b>	<b>20,960</b>
<b>总资产</b>	<b>39,262</b>	<b>49,300</b>	<b>53,220</b>	<b>57,533</b>	<b>63,376</b>
应付帐款	611	831	866	1,060	1,112
短期债务	150	7,860	6,651	6,651	5,000
其他流动负债	14,296	23,019	24,806	25,434	27,194
<b>流动负债总计</b>	<b>14,907</b>	<b>23,850</b>	<b>25,673</b>	<b>26,494</b>	<b>28,307</b>
长期借款	0	0	(24)	(45)	(61)
其他长期负债	1,119	210	210	186	141
股本	6,065	6,078	6,078	6,078	6,078
储备	16,655	19,298	21,408	24,932	29,009
<b>股东权益</b>	<b>23,082</b>	<b>25,103</b>	<b>27,214</b>	<b>30,737</b>	<b>34,814</b>
少数股东权益	154	136	147	160	176
<b>总负债及权益</b>	<b>39,262</b>	<b>49,300</b>	<b>53,220</b>	<b>57,533</b>	<b>63,376</b>
每股帐面价值(人民币)	3.80	4.13	4.48	5.06	5.73
每股有形资产(人民币)	3.61	4.03	4.38	4.97	5.64
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.25)	(2.30)	(2.72)	(3.21)	(4.35)

资料来源：公司数据及中银国际证券预测

**主要比率 (%)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	11.1	11.4	10.7	11.9	12.8
息税前利润率(%)	8.5	9.2	8.4	9.6	10.5
税前利润率(%)	10.9	10.4	9.4	10.5	11.3
净利率(%)	9.3	8.8	8.0	8.9	9.6
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.4	1.3	1.2	1.4	1.5
利息覆盖率(倍)	125.1	30.0	37.1	52.4	74.6
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.1	1.1	1.0	1.1	1.2
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	23.7	22.4	21.1	16.7	13.8
核心业务市盈率(倍)	23.7	22.4	21.1	16.7	13.8
市净率(倍)	5.8	5.4	4.9	4.4	3.9
价格/现金流(倍)	10.5	19.2	12.9	13.9	9.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.9	15.6	13.8	10.7	8.3
<b>周转率</b>					
存货周转天数	27.1	24.0	23.8	23.6	23.4
应收帐款周转天数	4.5	4.6	4.6	4.6	4.6
应付帐款周转天数	3.7	3.9	3.9	3.9	3.9
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	48.2	60.8	66.8	56.2	58.3
净资产收益率(%)	26.3	24.9	24.3	27.7	29.8
资产收益率(%)	11.1	12.1	11.1	13.2	15.0
已运用资本收益率(%)	20.9	22.6	20.4	24.5	28.0

资料来源：公司数据及中银国际证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

### 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

#### **公司投资评级：**

- 买 入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增 持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中 性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减 持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

#### **行业投资评级：**

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中 性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## **中银国际证券股份有限公司**

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## **相关关联机构：**

### **中银国际研究有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### **中银国际证券有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### **中银国际控股有限公司北京代表处**

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### **中银国际(英国)有限公司**

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### **中银国际(美国)有限公司**

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### **中银国际(新加坡)有限公司**

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371