



2019-09-08

公司点评报告

买入/维持

伊利股份(600887)

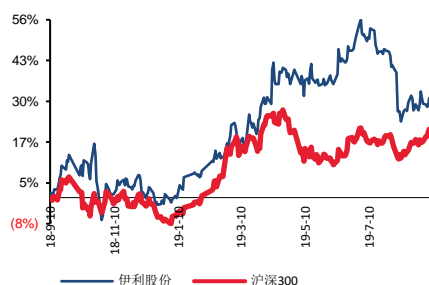
目标价: 35.00

昨收盘: 29.13

日常消费 食品、饮料与烟草

伊利股份：股票激励方案优化，有望迎来补涨行情

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股) 6,097/6,059
 总市值/流通(百万元) 177,609/176,493
 12 个月最高/最低(元) 34.47/21.04

相关研究报告：

伊利股份(600887)《伊利股份中报点评：收入继续增长，渗透率持续提升》
 --2019/08/29

伊利股份(600887)《伊利股份：股票激励计划迅速落地，业绩考核要求较宽松》
 --2019/08/06

伊利股份(600887)《伊利股份一季报点评：收入快速增长，盈利能力改善》
 --2019/04/28

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：郑汉镇

电话：13028853033

E-MAIL: zhenghz@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518010003

点评事件：伊利股份9月6日召开第九届董事会临时会议，并公告了《关于变更回购股份用途的议案》以及《2019年限制性股票激励计划草案（修订稿）》等决议。

一、股票激励草案优化，激励约束效果有望提升

草案（修订稿）分别从股票授予方案和解锁业绩考核这两个层面进行优化。对比调整前后的草案可以看到，主要调整包括 1、授予股票数缩减约 1/6；2、新增激励对象 5 人；3、解锁考核对净资产收益率的要求从 15%提高至 20%；4、新增高现金分红的要求。

图表 1：股票授予和解锁在草案调整前后的对比

项目	草案优化前	草案优化后	主要变化
股票授予方案	拟授予价格	15.46元/股	不变
	拟授予数量	182,920,025	152,428,000
	占总股本	3.00%	2.50%
	激励对象	475人	480人
解锁业绩考核	扣非净利润绝对增幅（以2018年为基年）	2019-2023年增长率分别不低于8%、18%、28%、38%、48%	2019-2023年增长率分别不低于8%、18%、28%、38%、48%
	净资产收益率	限售期当年净资产收益率不低于15%	限售期当年净资产收益率不低于20%
	现金分红比例	-	限售期当年现金分红比例不低于70%

数据来源：公司公告、太平洋证券研究院

股票授予层面，适当缩减股票授予总数，且从草案披露的信息来看，董监高和其他激励对象应该是等比例缩减的情况。授予数量的调整，一方面缩减了高管层参与股票激励的总金额，有助于消除市场的部分疑虑；另一方面也减少了其他核心人员特别是年轻骨干的负担，使得更多的核心员工参与到激励计划中。另外，因为市场对调整前的激励草案存在分歧，导致公司的股价近期出现明显调整，从合法、合规的层面，此次调整具备下调价格的空间，但草案（修订稿）关于拟授予的价格不作出调整，彰显公司的信心。

解锁考核层面，扣非净利润增速的考核要求不变，但净资产收益率的考核要求提升至过去几年平均水平的 90%以上，并新增现金分红比例不低于 70%的要求。结合公司的历史业绩和当前所面对的行业状况、经营环境以及公司未来的发展规划等来看，上述指标充分考虑了公司的持续成长能力和盈利能力，对经营收益成果也提出了更高的要求，同时还加大了对股东回报的重视和保障。

我们认为：调整后的股票激励方案明显优化，市场顾虑的多方面问题都得到正面的处理。当然，关于股票授予价格以及净利润增速的考核没有作出调整，相信市场能够逐渐正面地进行解读，也会更加充分地理解其合理性。本次股票激励的考核周期较长，不确定性较高，且从公司 2019 年中报以及三季度的销售情况来看，目前的宏观经济、经营环境和行业发展确实存在不小压力。未来 5 年净利润的年均复合增速设定为 8.2%，可以视为风险中性的合理要求，如果经济和市场转暖，未来存在超额达标的可能性。草案（修订稿）兼顾了激励对象、公司和股东三方的利益，重视市场的反馈，正面、合理地解决问题，有望恢复市场的信心。如果方案最终落地实施，激励约束的效果有望提升，对公司未来的经营发展将起到积极的促进作用。

二、股本注销和激励费用缩减将增厚 EPS，公司有望迎来补涨

拟授予股票缩减为原来的 5/6，余下 1/6 约占公司当前总股本的 0.50%，将用于注销以减少注册资本，注销后公司的总股本将由 6097125108 股变更为 6066633083 股。同时，因为激励方案的调整，激励费用缩减为原来的 2/3 左右，减少约 7.4 亿元，未来几年的激励费用摊销减少，相比调整前，2019-2024 年分别减少 1.12、2.89、1.65、0.99、0.54、0.20 亿元。目前，草案（修订稿）还有待 9 月 27 日召开的临时股东大会表决通过，我们判断调整之后的方案获得通过的概率增加。如果方案最终得以实施，将上调未来几年的盈利预测和 EPS。

前期因为市场对激励方案的理解存在分歧，公司的股价发生明显回调，后来外资扩容的背景下，公司的股价表现仍然一般，相对收益较差。随着草案（修订稿）出台，也随着市场信心的恢复和对公司长期投资价值的认可，我们认为公司有望迎来补涨的机会。

盈利预测与评级：

在激励方案通过股东大会表决之前，我们暂时不调整盈利预测和 EPS。测算 2019-2021 年收入增速分别为 14%、11%、10%；利润增速分别为 11%、9%、17%；对应的 EPS 分别为 1.17、1.28、1.50。

结合公司基本面并考虑短期的市场情绪，按照 2019 年的业绩，给予 30 倍 PE，对应阶段的目标价 35.00 元，“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动；销售环境恶化；食品安全问题等。

■ 主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	79553	90789	100776	110854
净利润(百万元)	6440	7116	7757	9106
摊薄每股收益(元)	1.06	1.17	1.28	1.50

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。