



行业评级： 正面

主要数据

FY12 平均市盈率(倍)	20.0
FY12 平均市账率(倍)	3.58

来源: 彭博, 农银国际证券

2012 年业绩表现

	ROAA(%)	ROAE(%)	D/E(%)
蒙牛乳业	8.7	14.2	净现金
现代牧业	4.8	8.5	54.0
合生元	22.6	34.8	净现金
雅士利国际	9.8	13.5	净现金

ROAA: 平均资产回报率

ROAE: 平均股本回报率

D/E: 负债率

来源: 公司

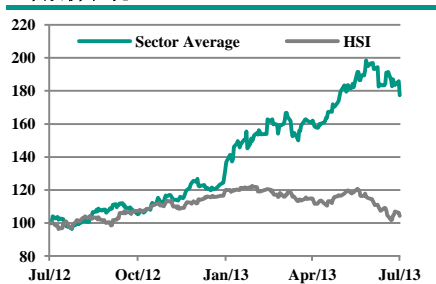
平均股价表现(%)

	绝对	相对 ¹
1个月	(9.9)	(1.0)
3个月	9.4	18.5
6个月	29.6	42.8

1: 相对于恒指

来源: 彭博

1 年股价表现



来源: 彭博

研究员

李凯怡

电话: (852) 2147 8809

电邮: lisalee@abci.com.hk

中国乳制品行业

婴幼儿配方奶粉厂商：可能违反垄断法

合生元(1112 HK)股价暴跌，因其广州业务与五家外国婴幼儿配方奶粉公司，雀巢、雅培、美赞臣、达能多美滋和惠氏涉嫌违反中国反垄断法第 14 条，正受到国家发改委调查。政府的行动旨在打击这些称霸内地市场的国外品牌配方奶粉厂商控制价格的行为。在可能触犯垄断法的案例曝光后，贝因美(002570 CH) 7 月 2 日宣布将降低其出厂价但何时降以及调整幅度的细节尚未公布，惠氏 7 月 3 日宣布将降低平均售价 11%，并在未来 12 个月内不会提高产品价格。

背后的原因：我们认为，政府是针对价格较高的高端进口配方奶粉产品展开的调查，这些进口配方奶粉最近几年价格上升过快(自 2008 年以来上升约 30%)，政府希望通过此举打击厂商对零售价格的非法操纵。外资品牌配方奶粉的平均售价约为人民币 300 元/公斤，而国内品牌仅为人民币 153 元/公斤。

对合生元的影响：合生元的调查发生在今年 2 月贵州茅台(600519)和宜宾五粮液(000858)因设置最低零售价被罚款之后。茅台和五粮液分别被罚款人民币 2.47 亿和 2.02 亿，分别占 2012 年收入的 0.7-1%。参照上述例子，合生元也可能会因为触犯垄断法而被罚款。如果合生元被判罚金为 2012 收入的 1%，即人民币 33.8 百万，我们估计 2013 年其每股盈利将下降 3.8%至人民币 1.32 元。违反反垄断法的最高罚款也可以达到收入的 10%，如果这样则我们估计 2013 年其每股盈利将下降 39%至人民币 0.84 元。但是我们相信高端进口配方奶粉产品的消费者对价格并不敏感，惩罚成本可能会通过提高给分销商的批发价而最终转移到消费者身上。

最坏的情况：我们主要担心的不是合生元可能面对的一次性罚款，而是可能引发的价格战。如果调查的结果最终并没有压低进口配方奶粉的零售价格，即消费者并没有从中受惠，则随后政府就会受到指责。而长期而言，如果此举成功地压低了进口配方奶粉的零售价格，这会本土的奶粉制造商带来负面冲击，因为他们同国际品牌的价格差距减少，他们产品的吸引力也就降低了。合生元配方奶粉收入的 60%来自高端市场(人民币 200-300 元每罐)，进口配方奶粉产品零售价格下调，替代效应会令消费者将转去购买价格变得相对便宜的国外品牌。

另一个忧虑就是这次行动是否仅是发改委针对进口配方奶粉产品的一系列政府干预行为的一个开始。

建议：在乳制品行业中，我们的首选股份是蒙牛(2319 HK)，目标价定为港币 32.0 元(但不包括任何可能收购雅士利的影响，该交易能否顺利进行将取决于 7 月 16 日股东大会的批准)。从交易流动性角度考虑，尽管我们给中国现代牧业买入评级，目标价 2.93 港元，但是它并不是我们的首选。我们维持雅士利(1230 HK)的持有评级，如果超过 90%的股东选择接受蒙牛的现金收购要约，则该股将会被除牌。拥有 17%的上升空间，但因为短期内面临政策风险，我们维持合生元的持有评级。合生元的买入位置将受到反垄断调查进展的影响，我们将继续跟进。



估值

名称	代码	评级	价格 (HK\$)	目标价 (HK\$)	上行空间 (%)	2013F 市盈率 (倍)	2013F 市账率 (倍)	2013F 股息率 (%)
蒙牛乳业	2319	买入	27.80	32.0	15.0%	21.7	2.8	1.1
现代牧业	1117	买入	2.25	2.93	30.2%	19.5	1.6	0.0
合生元	1112	持有	37.45	43.8	17.0%	20.8	6.8	3.4
雅士利	1230	持有	3.45	3.61	4.6%	17.5	3.0	4.0

来源: 公司, 彭博, 农银国际

图表 1: 中国《反垄断法》第 14 条规定

禁止经营者与交易相对人达成下列垄断协议:

- (1) 固定向第三人转售商品的价格;
- (2) 限定向第三人转售商品的最低价格; 或
- (3) 国务院反垄断执法机构认定的其他垄断协议。

来源: china.org.cn

图表 2: 美赞臣 (MJN US) 股价 vs 合生元股价



来源: 彭博(2012年7月-2013年7月)



权益披露

分析员，李凯怡，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

农银国际证券有限公司及/或与其有联系的公司，可能向本报告提及的某些公司收取任何补偿或委托。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报
持有	市场回报 - 6% \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是 2007-2011 年市场平均回报率

股价风险的定义

评级	定义
很高	2.6 \leq 180 天波动率/180 天基准指数波动率
高	1.5 \leq 180 天波动率/180 天基准指数波动率 $<$ 2.6
中等	1.0 \leq 180 天波动率/180 天基准指数波动率 $<$ 1.5
低	180 天波动率/180 天基准指数波动率 $<$ 1.0

我们用股票价格波动率相对基准指数波动率来衡量股票价格风险；基准指数指恒生指数

波动率是由每日价格和历史日价格变化对数的标准偏差计算所得。180 天的价格波动率等于最近的 180 个交易日收盘价的相对价格变化的年化标准差。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员（们）负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者（不包括投资银行）决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入（包括投行和销售部）有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2013 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址：香港中环，红棉路 8 号，东昌大厦 13 楼，农银国际证券有限公司
电话：(852) 2868 2183