



## 公司评级:

## 买入

目标价: HK\$32.0

### 主要数据

股价 (HK\$)	27.50
上行空间 (%)	16.3
52 周高/低(HK\$)	29.3 / 19.8
发行股数 (百万)	1,768
市值 (HK\$百万)	49,869
30- 天平均成交额 (HK\$百万)	168.5
审计师	安永
大股东 (%)	
中粮集团有限公司	27.8
Arla Foods	5.9

来源: 公司, 彭博

### 2012 年收入组成 (%)

液态奶产品	89.6
冰淇淋产品	8.8
其他乳制品	1.6

来源: 公司

### 股价表现(%)

	绝对	相对*
1 个月	4.6	20.0
3 个月	29.1	40.9
6 个月	27.6	41.7

\*相对于恒指

来源: 彭博

### 1 年股价表现



来源: 彭博

### 分析员

李凯怡

电话: (852) 2147 8809

电邮: [lisalee@abci.com.hk](mailto:lisalee@abci.com.hk)

## 蒙牛乳业 (2319 HK)

中国乳制品行业

### 蒙牛收购雅士利

我们参加了蒙牛和雅士利联合举行的电话会议。蒙牛公布向雅士利发出全面收购的要约, 对于接受股份要约的股东将可选择收取 i) 每股股份 3.5 港元的现金 ii) 每股股份 2.82 港元的现金和 0.681 股的蒙牛为持有雅士利股票而成立的 SPV 公司的股票。雅士利的控股股东张氏国际和 CA Dairy(联合持有雅士利 75.3%的股权)已做出不可撤回承诺, 分别接受现金及股份要约和现金要约。SPV 的股东将有 3 年的禁售期。

**收购资金由外部融资解决。**取决于股东选择现金还是现金加股票方案, 此次交易的总作价约 107.52-113.98 亿港元。收购资金由外部融资解决, 但是管理层对此尚未透漏任何细节。我们认为, 蒙牛将更可能使用债务融资而不是股本 i) 作为单一大股东, 我们相信中粮集团(持有蒙牛 27.8%的股份)短期内并不想冲淡自己的股权, 其刚刚在 5 月份转移 8.3% 的蒙牛股权和达能建立一间酸奶合资公司。ii) 有中粮集团作为大股东, 我们相信蒙牛能够拿到更优惠的贷款利率。比如, 中粮集团子公司中粮包装的贷款成本大约是年息 1-3%。在目前的低息环境, 我们相信蒙牛会倾向于使用债务融资。但是在蒙牛刚刚使用了 31 亿港元收购现代牧业之后, 如果此次交易又全部使用债务融资, 则蒙牛会从净现金变成净负债。我们预测, 收购之后蒙牛的净负债将达到 64.35 亿人民币, 净负债率将上升至 40%(伊利为 7.7%)。

**收购对蒙牛的影响。**AC 尼尔森指, 据 2012 年销售额和销售量, 雅士利分别占中国配方奶粉市场 6.3% 和 7.7%的份额。蒙牛的主要竞争对手伊利, 奶粉业务占其销售额的 10.7%, 奶粉业务的强劲增长是 2010 年以来伊利收入增长超过蒙牛的主要原因。我们相信, 蒙牛的收购行为可以拓展其产品线和加强其在乳产品市场的龙头地位。但对于此次收购, 我们有以下忧虑: 蒙牛收购和 Arla 的合作会否发生冲突(蒙牛将使用 Arla 的品牌出售自己的配方奶粉); 此外, 雅士利毕竟是个本土品牌, 而且主要在国外品牌还没进入的二、三线城市销售, 未来可能面临更激烈的竞争。

**估值。**假设除张氏国际之外的所有的股东都选择现金方案(在这种情况下, 蒙牛将持有雅士利 90%的股权), 并且假设 114 亿元人民币债务的融资成本为年息 3%, 我们估计 2013 年雅士利将为蒙牛贡献人民币 0.054 元的每股盈利(假设从 9 月开始入账), 2014 年为人民币 0.228 元的每股盈利。因此, 我们预测收购后蒙牛的每股盈利将在 2013 和 2014 年分别上升 5.4%和 19.2%至人民币 1.078 元和 1.414 元。基于 2013 年预测市盈率 20 倍的雅士利的业务估值和 25 倍的蒙牛业务估值, 并购之后的蒙牛价值将为每股 33.2 港元(我们的目标价为每股 32.0 港元)。在交易的细则公布之后, 我们将对目标价做出调整。



## 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，可能会向本报告提及的任何公司收取任何财务权益。

### 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