



2013年9月25日

市场焦点
行业评级: 正面

分析员: 李凯怡
电话: (852) 2147 8809
电邮: lisalee@abci.com.hk

主要数据

| | |
|------------------|-------|
| 2013年预测市盈率平均值(倍) | 31.64 |
| 2013年预测市账率平均值(倍) | 5.41 |
| 2013年预测股息率(%) | 0.95 |

来源: 公司, 彭博, 农银国际证券

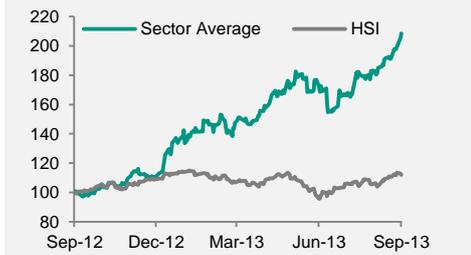
行业股价表现(%)

| | 绝对 | 相对* |
|-----|------|------|
| 1个月 | 13.8 | 7.9 |
| 3个月 | 21.0 | 4.1 |
| 6个月 | 39.4 | 35.3 |

*相对于恒指

来源: 彭博, 农银国际证券

1年股价表现(港元)



来源: 彭博

乳制品行业

售价上升和并购利好, 青睐蒙牛和现代乳业

- 乳制品行业目前的估值较市场(由恒指衡量)出现溢价, 2013年行业预测市盈率为31.3倍,而恒指为11.1倍,部分原因是由于资金从非必需消费品行业向必需消费品转移。
- 考虑进最新的价格上涨因素,我们分别将蒙牛和现代乳业的目标价提升11.8%和9.6%至38.9港元和3.32港元,均维持“买入”评级。
- 我们相信当前价格已反映有可能被收购的因素,因此降级合生元至“沽售”。

资金持续流入乳制品行业: 非必需消费品行业,包括服装和鞋类(如女士鞋和运动服)一直饱受零售额增长放缓的困扰,刺激资金向必需消费品类转移。来自政府的支持不断上升加上原奶和终端产品价格被上调,令乳业公司受到投资者青睐。目前,行业估值较市场出现溢价,2013年预测市盈率为31.3倍,而恒指为11.1倍。

不断扩大的乳品版图和转移成本的能力令我们看好蒙牛,维持“买入”评级。9月,蒙牛将低端UHT奶产品的平均售价提高11%,这是集团在今年的第三轮涨价,也是在8月份高端液态奶产品平均售价上调5%后的另一次加价。今年上半年,由于产品结构升级和提价,蒙牛产品的平均售价上升了7%/2%。一系列的并购令蒙牛能够充分利用闲置资金,并能带给其外延性增长,使得其股价今年年初以来持续跑赢大市。中国政府加大了巩固乳制品行业的努力,鼓励大型企业收购小公司。鉴于雄厚的财务实力,我们相信政府的上述意向将最终给蒙牛带来进一步的上升空间。蒙牛的有机增长将主要由产品结构升级带动,近期一系列的涨价行为也说明了集团转移原料奶成本上涨的能力,进而减轻市场对其毛利率收窄的担忧。考虑进最新的价格上涨因素,我们将2013年和2014年预测的每股盈利分别上调2.2%和11.6%。因此,基于2014年预测市盈率25倍的目标估值,我们将目标价提升11.8%至38.9港元,维持“买入”评级。

4季度高于预期的提价和联营公司的成立令我们维持对现代乳业的“买入”评级。蒙牛能够将成本转嫁予客户,这对现代乳业来说是正面的,因为蒙牛的持续盈利或令现代乳业的订单有所增加。9月份,现代乳业将4季度出售给蒙牛的原奶价格同比提高11%至人民币4.75元/升。另一方面,9月24日现代乳业宣布出资5.4百万美元或持股18%与Success Dairy组建联营公司。联营公司将用合理价格向现代乳业购买6,600头奶牛(相当于2013年6月30日现代乳业奶牛总数的3.7%),因此,此举将最终提高现代乳业的营运资金。基于4季度略高于预期的提价(同比上升11%,而我们预期为9.5%)和联营公司的成立,我们提高2014年每股盈利的预测8.0%。使用7.9%的加权平均资本成本,我们的现金流折现模型评估公司股价为3.32港元(比先前的目标价3.03港元高9.6%)。高于3.32港元代表2014年预测市盈率26.5倍,或2014年预测市账率2.17倍。维持“买入”评级。

合生元:当前价格已反映有可能被收购的因素;降级至“沽售”。政府希望降低配方奶粉生产商的数量,将其从127家减少到45家,受此目标刺激,今年7月初以来合生元上涨了35.7%,因为市场预期其可能是一个潜在的被并购目标。当前股价对应的2014年的预测市盈率估值为30倍,而我们目标估值为25倍。我们认为当前价格已反映有可能被收购的因素,因此,我们下调评级至“沽售”,目标价为49.2港元。

风险因素: 1) 非必需消费品行业出现转机,估值溢价下跌;2) 食品安全风险;3) 原奶成本增加;4) 业务并购后的运作;5) 基金可能部分被新股票,如辉山乳业(6863 HK)分流。

行业估值摘要(股价更新于2013年9月24日)

| 名称 | 代码 | 评级 | 价格(HK\$) | 目标价(HK\$) | FY13E P/E(x) | FY14E P/E(x) | FY13E P/B(x) | FY14E P/B(x) | FY13E 股息率(%) | FY14E 股息率(%) |
|-------|---------|----|----------|-----------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 蒙牛乳业 | 2319 HK | 买入 | 35.45 | 38.9 | 30.14 | 22.78 | 3.11 | 2.76 | 0.73 | 0.97 |
| 现代乳业* | 1117 HK | 买入 | 3.02 | 3.32 | 23.70 | 16.51 | 1.95 | 1.75 | 0.34 | 0.50 |
| 合生元 | 1112 HK | 沽售 | 59.05 | 49.20 | 41.07 | 29.98 | 11.18 | 9.40 | 1.78 | 2.44 |
| HSI | | | | | 11.10 | 10.31 | 1.38 | 1.28 | 3.49 | - |

*财年截至30/6;表中数据为FY14E/15预测值

来源: 公司, 农银国际证券预测, 彭博



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寻求投资银行服务并收取财务费用。

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