



行业报告

中国乳制品行业

2013年5月23日

行业评级: 正面

主要数据

FY12 平均市盈率 (倍)	21.0
FY12 平均市账率(倍)	3.75

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 个月	11.8	7.8
3 个月	16.0	16.7
6 个月	52.0	48.6

*: 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

前景正面

我们首次覆盖中国乳制品行业, 并对其前景持正面态度。受益于产品组合的持续升级, 蒙牛(2319 HK)在 2013 年蓄势待发。我们也看好现代牧业(1117 HK)。经过 2010 年上市后庞大的初期资本投资, 我们预计 2013-14 年是现代牧业的收成期。对于今年年初以来已经上涨了超过 60%的雅士利(1230 HK)及合生元(1112 HK), 我们给予持有评级。

上游: 经过一系列食品安全问题的相继爆发, 中国政府正在推动标准化的大规模奶牛养殖场的现代化和规模化扩张, 同时促进乳制品上游行业的整合。政府设定 2013 年的原料奶生产目标为 48 百万吨, 即 2011-2013 年期间的复合年增长率为 15%。鉴于饲料成本增速缓慢, 我们预计原奶价格上涨速度温和。我们看好大规模的上游原料奶生产商, 这些企业不仅受益于政策支持, 同时日益上升的购买力和食品安全意识的觉醒将催生对优质原料奶强劲需求。

下游 (液体奶): 自 2008 年三聚氰胺丑闻之后, 政府已经通过提高生产标准、初始投资规模和对产品质量严格的控制水平来提高行业的准入门槛。国内的生产商数量已经从 2010 年的 828 个下降到 2012 年的 649 个。中国的液态奶市场由国内产商主导。我们相信, 拥有强大的品牌、规模效益和较高的生产标准的市场领导者将继续受益于行业更严格的生产标准, 我们认为蒙牛和伊利的领导地位在未来几年是无法被替代的。

下游 (婴幼儿配方奶粉): 市场由国际产商主导, 但是使用进口奶源定位在高端的内地产商具有竞争优势。

风险因素: 食品安全问题, 市场竞争, 管理风险。

估值

名称	代码	评级	价格 (HK\$)	上行空间 (%)	2013F 市盈率 (倍)	2013F 市账率 (倍)	2013F 股息率 (%)
蒙牛乳业	2319 HK	买入	26.30	7.0	20.6	2.6	1.1
现代牧业	1117 HK	买入	2.51	16.7	21.8	1.7	0.0
合生元	1112 HK	持有	42.00	4.3	23.4	7.6	3.0
雅士利国际	1230 HK	持有	3.57	1.1	18.1	3.1	3.9

来源: 彭博, 农银国际



蒙牛乳业 (2319 HK) – 买入

2013年5月23日

公司评级: 买入 目标价: HK\$28.1

主要数据

股价 (HK\$)	26.3
上行空间 (%)	7.0
52 周高/低(HK\$)	27.3 / 19.5
发行股数 (百万)	1,768.2
市值 (HK\$百万)	46,504
30- 天平均成交额 (HK\$百万)	134.9
审计师	安永
大股东(%)	
中粮集团有限公司	28.0
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	22.1	17.3
3 个月	18.5	18.9
6 个月	21.0	15.8

*对于恒指

来源: 彭博

1 年股价表现



来源: 彭博

分析员

报告日期: 2013年5月23日

李凯怡

电话: (852) 2147 8809

电邮: lisalee@abci.com.hk

2013 年蓄势待发

凭借强大的股东结构和资产负债表,我们预期蒙牛在 2013 年将出现复苏,同时利润率可能扩张,这两个因素将成为 2013 年其股价突破的催化剂。我们认为近期收购现代牧业的交易对蒙牛来说是具有价值的,其将帮助集团确保上游优质奶源的稳定供应。基于 22.0 倍 2013 年市盈率(这仍比历史平均水平低 15%)我们将其目标价上调 6.8%至 28.1 港元,维持买入评级。

2013 年蓄势待发: 2011 年年底的黄曲霉素 M1 事件拖累了集团 2012 年的销量,而 2012 年年中重组业务的举措,包括产品优化和强化产品质量控制,又在短期内对利润造成了负面冲击。但是我们相信上述举措将在 2013 年开始给集团带来正面影响。我们认为产品组合的改善将在长远上令集团受益,而取缔缺乏盈利能力的 SKU 产品,尤其是在该产品规模仍比较小的情况下,给集团带来的负面影响将是暂时的。2012 年,集团高端产品的比例从 2011 年的 25%上升到 27%,核心品牌如特仑苏,冠益乳和未来星均取得了双位数的增长。我们预测 2013 年集团的销售将同比增长 12.9%至 40,731 百万元。同时,鉴于和去年 6 月成为集团第二大股东的 Arla Foods 的合作,如果集团引进使用进口奶源制造的奶粉和芝士等其他高端产品,集团的利润有进一步上升的空间。此外,2012 年,优质的奶源已经占到了集团总采购额的 93%,我们预计在 2013 年原奶成本上涨的增速放缓,因此,我们预计毛利率会在 2013 年扩大 1.6 个百分点至 26.7%。

优质奶源的稳定供应:蒙牛向 KKR 和鼎晖私募以每股 2.45 港元收购了 12.9 亿股现代牧业(1117 HK),将现代牧业的持股比例从 1%增加至 28%。收购价格 2.45 港元对应的 2013 年市盈率为 19.2 倍,比 2010 年 11 月上市以来的平均水平低 23%。因此,我们认为这个交易价格对蒙牛来说是划算的。而且,该收购和蒙牛确保上游奶源供应和锁定高质量奶源的策略是一致的。

估值:我们估计蒙牛对现代牧业的收购将提高其 2013/14 年每股盈利 5.3%/5.4%。因此,基于 22.0 倍 2013 年市盈率(这仍比历史平均水平低 15%)我们将其目标价上调 6.8%至 28.1 港元,维持买入评级。

风险因素: 食品安全风险,市场竞争,管理风险

业绩和估值

(财年截至 31/12)	FY10A	FY11A	FY12 A	FY13E	FY14E
收入 (百万元)(人民币,下同)	30,265	37,388	36,080	40,731	45,765
同比变化 (%)	17.7%	23.5%	-3.5%	12.9%	12.4%
净利润 (百万元)	1,237	1,589	1,257	1,889	2,191
同比变化 (%)	10.9%	28.4%	-20.9%	50.3%	16.0%
每股盈利(元)	0.71	0.91	0.71	1.02	1.19
同比变化 (%)	4.4%	27.3%	-21.4%	43.9%	15.9%
每股资产净值 (元/股)	5.61	6.49	7.04	7.95	8.95
市盈率 (倍)	-	-	29.6	20.6	17.7
市账率 (倍)	-	-	3.0	2.6	2.4
平均资产回报率 (%)	7.9%	8.5%	6.1%	8.7%	8.7%
平均股本回报率 (%)	13.5%	15.0%	10.5%	14.2%	14.7%
净负债率	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司, 彭博, 农银国际证券



现代牧业 (1117 HK) – 买入

2013年5月23日

公司评级: 买入

目标价: HK\$2.93

主要数据

股价 (HK\$)	2.51
上行空间 (%)	16.7
52 周高/低(HK\$)	2.9 / 1.7
发行股数 (百万)	4,812
市值 (HK\$百万)	12,079
30-天平均成交额 (HK\$百万)	27.7
审计师	德勤
大股东(%)	
中国蒙牛	27.99
Yimu Holdings	15.41
Xinmu Holding	14.81
China Diamond	7.99
高丽娜	5.22

来源: 公司, 彭博

2012 年收入组成 (%)

原奶	100
----	-----

来源: 公司

股价表现(%)

	绝对	相对*
1 个月	2.9	(1.2)
3 个月	(3.8)	(3.5)
6 个月	30.2	24.7

*相对于恒指

来源: 彭博

1 年股价表现



来源: 彭博

分析员

报告日期: 2013年5月23日

李凯怡

电话: (852) 2147 8809

电邮: lisalee@abci.com.hk

收获时节

经历前期上市大量的初始资金投入之后, 我们认为集团正迈入丰厚的回报期。由于饲料成本上升幅度小于销售价格上升, 我们相信利润率将出现改善。与蒙牛的战略合作伙伴关系, 尤其是近期蒙牛收购其 27% 的股权将为集团上升的产能锁定买家。因而我们首次覆盖, 给予买入评级。根据我们的现金流折现模型和 7.6% 的平均加权资金成本, 我们评估股票价值为 2.93 港元。

经过前期投入, 业务进入收成熟期: 自从上市后(11/2010), 集团拥有的农场数目已经翻了一番至 22 个, 而奶牛数量增加了 144% 至 176,264 头。集团未来并无计划增加任何农场, 但会提高农场的利用率和和奶牛的产奶率。预计 2015 财年的奶牛数量达到 240,000 头, 而 2015 财年每头牛的产奶量将从 2012 财年 8.09 吨上升到 9.0 吨。我们预计销量将同比增加 40.8% 至 607,608 吨。从农场建成到商业化生产需要 9-15 个月, 因此, 我们相信在 2011-12 财年大量的初始资金投入之后, 2013-14 财年将是集团的收成熟期。此外, 在其停止买入奶牛进而减少了资本开支后, 2014 财年的净现金流应转为正数。

未来利润率好转: 原奶价格在 2013 年初已经与蒙牛签订, 管理层暗示销售均价在于人民币 4,200-4,250 元/吨, 较去年同期增长 8.0-9.3%, 该增幅应该超过了预期 5% 的饲料成本上升。

与蒙牛的战略合作伙伴关系: 在 2008 年与蒙牛签署的 10 年承购协议使集团可以将每天产出的所有原奶向蒙牛销售, 因此长期的锁定了一个高品质客户的需求。我们相信蒙牛有能力消耗掉集团所有的产量上升, 因为集团的供应占蒙牛全部原奶供应的比例不足 5%, 暗示集团有广阔的空间利用蒙牛这一优质客户拓展业务。

估值: 根据我们的现金流折现模型和 7.6% 的平均加权资金成本, 我们评估股票价值为 2.93 港元, 代表 2013 财年预测市盈率 25.4 倍和预测市账率 2.03 倍。我们评估的股票价值较目前股价高 16.7%, 因而我们首次覆盖, 给予买入评级。

风险因素: 牛患疾病, 客户集中性风险, 关联交易, 税收政策。

业绩和估值

(财年截至 30/6)	FY10A	FY11A	FY12 A	FY13E	FY14E
收入 (百万元)(人民币,下同)	590	1,113	1,678	2,599	3,454
同比变化 (%)	76.6	88.8	50.7	54.9	32.9
净利润 (百万元)	53	225	398	452	612
同比变化 (%)	24.5	322.7	77.4	13.4	35.4
每股盈利(元)	0.025	0.052	0.082	0.092	0.124
同比变化 (%)	-	102.8	59.6	11.6	35.4
每股资产净值 (元/股)	0.299	0.973	1.056	1.147	1.274
市盈率 (倍)	-	-	24.3	21.8	16.1
市账率 (倍)	-	-	1.9	1.7	1.6
平均资产回报率 (%)	1.49	4.04	5.12	4.78	5.50
平均股本回报率 (%)	2.96	7.36	8.19	8.54	10.51
净负债率	37.9	10.6	40.4	54.0	47.6

来源: 公司, 彭博, 农银国际证券



合生元 (1112 HK)

2013年5月23日

公司评级: 持有 目标价: HK\$43.8

主要数据

股价 (HK\$)	42.0
上行空间 (%)	4.3
52 周高/低(HK\$)	45.6 / 15.1
发行股数 (百万)	602.3
市值 (HK\$ 百万)	25,296
30- 天 平 均 成 交 额 (HK\$ 百万)	27.7
审计师	安永
大股东 (%)	
合生元制药	74.7

来源: 公司, 彭博

2012 年收入组成 (%)

益生菌	11.2
婴幼儿配方奶粉	80.3
干制婴幼儿食品	4.0
婴幼儿护理用品	3.1
营养补充剂	1.4

来源: 公司

股价表现 (%)

	绝对	相对*
1 个月	(5.6)	(9.4)
3 个月	25.7	26.1
6 个月	82.8	75.0

*相对于恒指

来源: 彭博

1 年股价表现



来源: 彭博

分析员

报告日期: 2013年5月23日

李凯怡

电话: (852) 2147 8809

电邮: lisalee@abci.com.hk

婴幼儿配方奶粉市场的利基型企业

合生元在合适的时机进入了高端配方奶粉市场, 2008-12 年间收入的复合增长达到了 82.2%。通过产妇渠道销售而非大众市场的策略成功帮助集团避开了与国外知名品牌的直接竞争。但是从超高端市场向高端市场转移的策略会令毛利率受压。我们首次覆盖该股, 给予持有评级, 目标价 43.8 港元。

高端市场的利基型企业: 2008 年初以来, 合生元将自身定位为一个高端的进口婴儿配方品牌, 这一定位帮助其成功地捕捉市场对高端婴幼儿配方奶粉或国外品牌产品需求的快速增长, 尤其是在三聚氰胺事件后。超高端和高端配方奶粉分别占集团收入的 60% 和 40%。管理层表示由于市场空间更大, 其预期高端产品的增长将继续超越超高端产品, 但是我们预期这样的产品组合改善会令毛利率轻微受压。

婴儿专卖店助其抢占市场份额: 集团计划今年年底前将销售点, 增加至 13,000 (同比增长 25%) 家 VIP 婴童专卖店, 5,000 (20%) 家超市和 1,500 (增长 101%) 家有妈妈 100 会员专区的药店。2012 年, 产妇渠道和大众市场贡献的收入分别占集团总收入的 70% 和 30%, 而海外品牌这两个渠道的贡献率分别为 35% 和 60%。我们认为, 把更多的精力用在拓展产妇渠道而不是大众市场 (如超市) 是一个明智的举动, 因为它不仅有助于避免与国外知名品牌的直接竞争, 而且还能够提供个性化的服务, 进而与竞争对手区别开来, 是获得市场份额的关键举措。

妈妈 100 会员平台带来交叉销售: 综合性数据库平台方便集团加强交叉销售, 提高消费者忠诚度, 并支持一系列的数据库营销活动, 以达到更高的销售额和推广效率。到 2012 年年底, 该平台已吸引 1.4 百万个成员 (同比增长 69.7%), 贡献集团总销售额的 85%。

估值: 根据我们的现金流折现模型和 11.8% 的平均加权资金成本, 我们评估股票价值为 43.8 港元, 代表 2013 年预测市盈率 24.4 倍和预测市账率 7.9 倍。我们首次覆盖该股, 给予持有评级。

风险因素: 严重依赖进口因此带来供应和外汇风险; 来自国内外同业竞争。

业绩和估值

(财年截至 31/12)	FY10A	FY11A	FY12 A	FY13E	FY14E
收入 (百万元)(人民币,下同)	1,234	2,189	3,382	4,419	5,423
同比变化 (%)	120.7	77.5	54.5	30.7	22.7
净利润 (百万元)	266	527	743	866	1,045
同比变化 (%)	145.3	98.5	40.9	16.6	20.7
每股盈利(元)	0.58	0.88	1.24	1.44	1.74
同比变化 (%)	-	51.7	40.9	16.0	20.7
每股资产净值 (元/股)	2.77	3.28	3.86	4.42	5.15
市盈率 (倍)	-	-	27.1	23.4	19.4
市账率 (倍)	-	-	8.7	7.6	6.5
平均资产回报率 (%)	24.31	24.30	24.89	22.60	23.61
平均股本回报率 (%)	29.03	29.00	34.56	34.76	36.27
净负债率	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司, 彭博, 农银国际证券



雅士利国际 (1230 HK)

2013年5月23日

公司评级: 持有 目标价: HK\$3.61

主要数据

股价 (HK\$)	3.57
上行空间 (%)	1.1
52 周高/低(HK\$)	3.36 / 1.14
发行股数 (百万)	3,539
市值 (HK\$百万)	12,635
30-天平均成交额 (HK\$百万)	26.1
审计师	毕马威
大股东(%)	
张氏国际	52.2
Carlyle Asia Partners III	24.4

来源: 公司, 彭博

2012 年收入组成 (%)

雅士利婴幼儿配方奶粉	67.8
施恩婴幼儿配方奶粉	17.9
营养产品	13.4
其他	0.9

来源: 公司

股价表现(%)

	绝对	相对*
1 个月	26.3	21.3
3 个月	20.3	20.7
6 个月	75.7	68.3

*相对于恒指

来源: 彭博

1 年股价表现



来源: 彭博

分析员

报告日期: 2013年5月23日

李凯怡

电话: (852) 2147 8809

电邮: lisal@abci.com.hk

新产品带动下的增长

我们预计产品升级和新西兰的产能扩张将在2013年和2014年为集团注入新增长动力。短期内, 13.9%的高股息收益率(每股0.396元人民币股息; 除息日6月11日)将为股价提供支持。我们首次覆盖该股, 给予持有评级, 目标价3.61港元。

产品升级带来新增长: 专注于中高端客户, 集团将自身定位为优质奶粉生产商, 其100%采购来自海外(主要是新西兰)的进口原奶粉。集团2013年的战略是继续完善其产品组合。2012年11月, 集团推出一个新进口的高端奶粉产品, “超α-金装系列”, 这款产品将在2013年有望贡献分部收入的10%。为了确保原料的稳定供应和加快产品结构升级, 管理层表示新西兰项目的资本开支在2013年和2014年将达到11亿元人民币, 届时产能将超过5万吨, 即增长60%。该厂预计在2014年投产。

毛利率扩张: 由于在今年上半年管理层已经锁定了原奶粉的成本, 我们认为集团的毛利率不太可能受到今年初新西兰干旱的影响。2012年7月至2013年3月之间, 整体的奶粉和脱脂奶粉的平均采购价格为每吨3,286美元和3,373美元。下半年是新西兰传统的雨季, 我们预计奶粉现货价格有望下降。随着新产品的推出和稳定的成本增长, 我们估计毛利率将从53.7%轻微上升到54.0%。

广泛的分销网络: 集团通过1500个区域分销商和105,000家零售店, 包括20,000家孕妇店销售其产品。2013年, 集团将集中更多的精力, 通过促销活动和配备更多的员工在主力店来增加同店销售。

估值: 根据我们的现金流折现模型和7.8%的加权平均资金成本, 我们评估股票价值为3.61港元, 代表2013财年预测市盈率18.3倍和预测市账率3.16倍。我们评估的股票价值较目前股价高1.1%, 因而我们首次覆盖, 给予持有评级。

风险因素: 严重依赖进口因此带来供应和外汇风险; 来自国内外同业竞争; 依靠供应商; 靠信贷来支持营运资金。

业绩和估值

(财年截至 31/12)	FY10A	FY11A	FY12 A	FY13E	FY14E
收入 (百万元)(人民币,下同)	2,954	2,958	3,655	4,335	5,081
同比变化 (%)	14.2	0.1	23.6	18.6	17.2
净利润 (百万元)	502	306	468	560	674
同比变化 (%)	24.1	-39.0	53.0	19.5	20.5
每股盈利(元)	0.144	0.087	0.133	0.158	0.191
同比变化 (%)	-	-39.2	52.4	18.9	20.5
每股资产净值 (元/股)	1.066	1.084	1.158	0.915	0.994
市盈率 (倍)	-	-	21.5	18.1	15.0
市账率 (倍)	-	-	2.5	3.1	2.9
平均资产回报率 (%)	14.99	6.71	9.17	10.74	12.97
平均股本回报率 (%)	20.06	8.13	11.89	15.30	19.96
净负债率	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司, 彭博, 农银国际证券



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