



公司报告

蒙牛乳业 (2319 HK) – 买入

乳制品行业

2013年3月28日

公司评级: 买入

目标价: HK\$26.3

主要数据

股价 (港元)	22.0
上行空间 (%)	24.4 / 19.5
52 周高/低(港元)	1,768
发行股数 (百万)	41,199
市值 (百万港元)	146.5
30-天平均成交额 (百万港元)	22.0
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	(4.5)	(2.5)
3 个月	(2.5)	(1.5)
6 个月	(9.4)	(16.0)

*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

2013 年, 取得突破

2012 年, 集团净利润同比下降 20.9% 至 1,257 百万元(人民币, 下同), 低于市场预期 8.3%。利润逊预期主要由于销售数据未能达到市场预期。集团的收入同比下降 3.5% 至 36,080 百万元。其中, 由于集团产品优化的策略拖累销量, 下半年销售比上半年下跌了 3.5% 至 17,719 百万元。此外, 集团通过提高从规模农场采购奶源而强化产品质量控制的措施增加了成本近而拖低了利润率。2012 年, 集团毛利率从 2011 年的 25.7% 下降到 25.1%。我们相信, 产品优化和强化产品质量控制的措施将在 2013 年开始给集团带来正面影响。基于对此更强大的信心, 我们将 PER 估值从 20.0 倍提高到 22.0 倍, 目标价因而从 25.8 港元上升至 26.3 港元, 维持买入评级。

现金流充沛: 强劲的资产负债表仍然是集团最大的亮点。营运现金净流入达到 2,006.9 百万元, 而年底净现金余额达到 5,204.6 百万。资产负债表的稳健是支持集团持续发展的关键因素。集团的资本开支预计为 2,600 百万(vs 2011 年为 2,163 百万)。

2013 年取得突破: 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, 如果集团引进包括使用进口奶源和芝士制造的奶粉等其他高端品牌, 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 年原料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% 到 26.7%。

估值: 鉴于 2012 年增长低于预期, 我们调低 2013 年每股盈利预测 8.9% 至 0.955 元。但基于我们对集团产品控制措施即将带来的成效的更强大信心, 我们将 PER 估值从 20.0 倍提高到 22.0 倍(仍然低于历史均值 15%), 目标价因而从 25.8 港元上升至 26.3 港元, 我们维持买入评级。

业绩和估值

(财年截至 31/12)	FY10A	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E
收入 (Rmb 百万元)	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 (Rmb 百万元)	1,237	1,589	1,257	1,763	2,047
同比变化 (%)	10.9%	28.4%	-20.9%	40.2%	16.1%
每股盈利(元)	0.71	0.91	0.71	0.95	1.11
同比变化 (%)	4.4%	27.3%	-21.4%	34.3%	16.1%
每股资产净值(元)	5.61	6.49	7.04	7.87	8.81
市盈率 (倍)	-	19.4	24.8	18.4	15.9
市帐率 (倍)	-	2.7	2.5	2.2	2.0
平均股本回报率(%)	7.9%	8.5%	6.1%	8.2%	8.2%
平均资产回报率(%)	13.5%	15.0%	10.5%	13.3%	13.9%
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