



2013年8月30日
市场焦点
评级: 买入
目标价: 34.8 港元

股价 (港元) 31.75
预测股价上升空间 9.51%
预测股息率 0.80%
预测总投资回报 10.31%

最近评级&目标价 买入; 32.0 港元
日期 2013年6月19日

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

主要数据

52 周高低价(港元)	33.70/19.98
发行股数 (百万)	1,831.9
市值 (百万港元)	58,162.7
3 个月日均成交额(百万港元)	22.3
主要股东 (%):	
中粮集团	27.8
Arla Foods	5.9

来源: 公司, 彭博, 农银国际证券

2013 年上半年收入组成 (%)

液态奶产品	88.4
冰淇淋产品	9.5
其他乳制品	2.2

来源: 公司, 农银国际证券

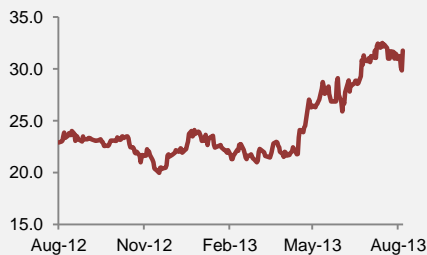
股价表现(%)

	绝对	相对*
1 个月	0.0	1.1
3 个月	17.4	21.1
6 个月	46.7	55.5

*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

蒙牛乳业(2319 HK)

雄心勃勃的中国乳制品皇后; 维持“买入”评级

- 2013 年上半年, 蒙牛的净利润同比增加 16.2% 至 7.49 亿, 符合市场预期。
- 拓展酸奶和高端配方奶粉业务将帮助集团克服原料奶成本的上升压力, 并且提升毛利率。
- 一系列的兼并收购后, 蒙牛的资产负债表从净现金变成净负债。我们估计, 2013 年蒙牛净负债率为 26.9%。
- 兼并收购的利润贡献将在 2014 年充分体现。基于 2014 年预测市盈率 25.0 倍, 我们将目标价从 32.0 港元提高至 34.8 港元。

业绩符合预期。 受益于产品结构变化和平均售价上升, 蒙牛 2013 年上半年收入同比增加 13.3%, 至 206.68 亿元(人民币, 下同)。期内, 占蒙牛收入 88.4% 的液态奶板块收入同比增长 14.4%, 至 182.625 亿。在液态奶领域, 蒙牛仍然是中国最大的生产商, 上半年的市场粉额为 25.5% (2012 年下半年为 25.4%), 第二大生产商伊利同期的市场粉额为 22.8%。上半年, 集团努力开发更多的高毛利产品, 导致期内毛利率上升至 26.7% (2012 年上半年为 25.5%, 2012 年下半年为 24.7%)。今年上半年集团的净利润同比增加 16.2% 至 7.49 亿, 同市场预期一致(市场预期 7.53 亿)。

扩大产品线, 以实现更高的盈利能力。 除了液体奶业务, 蒙牛的雄心勃勃还包括与达能集团组建合资公司、促成和与 Arla Foods 和雅士利 (1230 HK) 的合作, 这些举措显示为了保持其市场龙头地位蒙牛将更全面地拓展产品线的决心, 尤其是酸奶和高端配方奶粉业务。我们相信这些新产品将提升集团的毛利率, 帮助克服原料奶成本的上升压力。我们估计集团的毛利率将从 2012 年的 25.1% 上升, 在 2013 年达到 27.6%, 2014 年达到 29.6%。

资产负债表从净现金到净负债。 在收购中国现代乳业 (1117 HK) 26.9% 的股权之后, 6 月 13 日蒙牛的净现金下降至 34.124 亿 (2012 年 12 月底为 51.783 亿)。2013 年 8 月收购雅士利的总现金代价约 81 亿人民币将通过贷款解决。因此, 收购之后蒙牛将转向从净现金变成净负债。我们估计, 2013 年蒙牛净负债率(净负债对权益比)为 26.9% (上半年, 伊利净负债率为 7.72%)。

维持“买入”评级。 蒙牛分别于今年 5 月和 8 月收购了现代乳业及雅士利, 后两家公司的利润贡献将在 2014 年充分体现。我们采用市盈率相对估值法, 并将我们的目标价推至 2014 年。按照 2014 年预测市盈率 25.0 倍, 我们将目标价从 32.0 港元提高至 34.8 港元。现价较目标价有 9.2% 的上升空间, 因此, 重申“买入”评级。

风险因素: 1) 食品安全风险; 2) 原奶成本上升; 3) 市场竞争; 4) 管理风险。

业绩和估值

财年截至31/12	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
收入 (百万元人民币)	30,265	37,388	36,080	42,176	50,846
同比变化(%)	17.7	23.5	-3.5	16.9	20.6
净利润 (百万元)	1,237	1,589	1,257	1,674	2,019
每股盈利 (元)	0.71	0.91	0.71	0.91	1.10
同比变化(%)	4.4	27.3	-21.4	28.0	20.6
每股净资产 (元)	5.61	6.49	7.04	8.97	9.99
同比变化(%)	13.74	15.60	8.43	27.42	11.42
市盈率 (倍)	-	-	35.2	27.5	22.8
市账率 (倍)	-	-	3.6	2.8	2.5
资产回报率 (%)	13.5%	15.0%	10.5%	11.6%	11.6%
股本回报率 (%)	7.9%	8.5%	6.1%	6.8%	6.6%
每股股息(元)	0.160	0.198	0.160	0.187	0.201
股息收益率 (%)	0.92	1.34	0.90	0.80	0.97

来源: 彭博, 农银国际证券预测



图表 1: 蒙牛乳业 2013 年上半年业绩

利润表	1H13	2H12	1H12	环比变化	同比变化	评论
	人民币百万	人民币百万	人民币百万	(%)	(%)	
收入	20,668	17,837	18,244	15.9	13.3	受益于产品结构变化和平均售价上升
销售成本	(15,149)	(13,426)	(13,600)	12.8	11.4	
毛利	5,519	4,411	4,644	25.1	18.9	
毛利率 (%)	26.7	24.7	25.5	+2.0ppt	+1.3ppt	
其他收入及收益	130	148	109	(12.6)	19.2	
乳牛公允价值变动减销售成本产生的收益	13					
销售及分销成本	(3,807)	(3,234)	(3,192)	17.7	19.3	由于销售渠道的投资增加和员工成本上升, 2013 年上半年销售及分销成本/收入从去年同期的 17.5% 上升至 18.4%。预计下半年将保持在目前水平。
管理费用	(810)	(632)	(563)	28.1	43.7	
其他经营开支	(138)	(71)	(125)	93.4	10.3	
应占联营公司溢利及亏损	30	74	(60)	(60.1)	(149.0)	
EBIT	937	696	812	34.6	15.5	
EBIT Margin (%)	4.5	3.9	4.4	+0.6ppt	+0.1ppt	
利息收入	132	117	102	13.3	30.1	
财务成本	(34)	(31)	(11)	8.2	218.6	
税前利润	1,036	782	903	32.5	14.7	
税费	(186)	(91)	(155)	104.5	20.0	
税后利润	850	691	748	23.0	13.6	
归属少数股东利润	(101)	(79)	(103)	27.4	(2.3)	
归属公司股东利润	749	612	645	22.4	16.2	
净利润率	3.6	3.4	3.5	+0.2ppt	+0.1ppt	
收入组成						
液体奶产品	18,263	16,374	15,963	11.5	14.4	
UHT 奶	10,941	10,064	9,642	8.7	13.5	
乳饮料	4,732	4,048	3,991	16.9	18.6	
酸奶	2,590	2,261	2,331	14.5	11.1	
冰淇淋产品	1,954	1,013	2,158	92.9	(9.4)	管理层强调将精简冰淇淋产品线, 如剔除利润率低的商品, 正如他们目前对液态奶业务进行的操作。
其他乳制品	451	450	122	0.3	268.8	
总计	20,668	17,837	18,244	15.9	13.3	
收入组成(%)				(In ppt)	(In ppt)	
液体奶产品	88.4	91.8	87.5	(3.4)	+0.9	
UHT 奶	52.9	56.4	52.8	(3.5)	+0.1	
乳饮料	22.9	22.7	21.9	+0.2	+1.0	
酸奶	12.5	12.7	12.8	(0.1)	(0.2)	
冰淇淋产品	9.5	5.7	11.8	+3.8	(2.4)	
其他乳制品	2.2	2.5	0.7	(0.3)	+1.5	
总计	100.0	100.0	100.0	0.0	0.0	

资产负债表	30/6/13	31/12/12	30/6/12	环比变化	同比变化	评论
	人民币百万	人民币百万	人民币百万	(%)	(%)	
债务总额	3,977	574	574	593.1	593.1	
现金	7,389	5,778	5,752	27.9	28.5	
债务净额	(3,412)	(5,205)	(5,178)	(34.4)	(34.1)	收购雅士利之后蒙牛将转向从净现金变成净负债
主要指标						
流动比率	1.06	1.40	1.44			
存货周转天数	18.4	21.0	20.1			
应收账款周转天数	10.1	8.3	8.3			
应付账款周转日	54.4	49.7	51.2			

来源: 公司, 农银国际证券预测



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