

蒙牛乳业 (02319.HK)

推荐

行业：乳制品

与国际巨头合作深化创新不断

作者

署名：邱阳

0755-82023465

qiuyang@china-invs.cn

2014年，蒙牛实现营业额500.5亿人民币，同比增长15.4%；净利润23.51亿人民币，同比大幅增长44.1%；每股收益1.21元。毛利率提升3.86个百分点至30.8%。每股拟派股息0.28元，派息比率23%。

投资要点：

◆ **2015扩大酸奶市占，雅士利新总裁新气象，创新品类不断** 核心业务液奶收入同比增长13.5%至430.36亿，其中，常温奶占比55.1%，收入237亿同比增长7.5%，乳饮料占比27.7%，收入119.2亿同比增长14.3%，酸奶大幅增长36.7%占比提升2.9个百分点。由于酸奶合资工厂于去年8月投产，今年三大品类蒙牛、优益C和碧悠齐发力，并开发了儿童酸奶等新产品，酸奶的增长幅度将大于去年。达能带来先进的冷链技术让成本控制更加高效，未来三年，预期低温收入占比将加大，效率提升带来单位成本下降，公司目标EBITDA利润率每年增长1个百分点。发展业务婴幼儿奶粉合并雅士利后收入提升至39.61亿，占总收入比7.9%。达能委任卢敏放先生为雅士利新CEO，新总裁成功运营多美滋品牌且擅长于线上营销，产品升级和渠道多元化正是雅士利面临的转型难题，我们看好新总裁将为雅士利带来的变革。雅士利两款全新进口产品正全线上线，预计全年销售额将取得高单位数回升，接下来将以少数股权形式入股多美滋，贡献奶粉业务利润。植朴磨坊作为萌芽业务今年全国铺货发展空间较大。公司针对小众市场将推出更多个性化产品。

◆ **聚焦明星产品，加大基础白奶推广：**14年明星产品占比34.5%，机会产品提升2个百分点至5.1%，基础产品占比进一步下降。今年继续把资源集中在三大核心产品：特仑苏、纯甄和低温酸奶。纯甄通过赞助热门综艺节目销量发展强劲，目前市占率22%；特仑苏引入新口味扩大系列梯队。今年奶源供应充裕，基础白奶产量增加，在牧场纷纷转型做常温奶竞争激烈的背景下，基础白奶将投入更多的促销以抢占市场，预期单价将承受小幅下降的压力。

◆ **原奶供应充裕成本利好，强化渠道终端掌控，抓住跨界营销机会：**原奶作为大宗商品在供给和需求上具备周期性，今年规模牧场供应放量外加欧盟放开牛奶配额制度，预期奶价走势将继续下行。渠道改革继续推进，一线城市建立销售分公司，直接掌握销售终端，分公司销售额占比13%；其余省会和区域中心城市采用CBU模式，雇佣业务员拿订单，经销商退变为配送商，今年目标扩展到50个城市。强化传统渠道，便利店网点开发，助推餐饮等特殊渠道，开拓互联网新兴渠道。

◆ **维持“推荐”评级，目标价上调至45港元：**公司目标15年销售收入增长在10%，一半来自销量增长，一半来自结构升级，低端奶的促销扩大将部分抵消结构升级和原奶成本下降的利好，盈利能力较14年小幅提升。集团成立战略采购中心，未来蒙牛、雅士利的原料采购将携手阿拉、达能实现全球化布局。预测蒙牛14—16年销售收入年均复合增长8.6%，归母公司净利润年均复合增长12%。给予公司2015年预测利润26倍的估值，围绕其历史估值中枢，目标价上调至45港元，维持“推荐”评级。

风险提示：激烈竞争导致销售增长低于预期，雅士利与达能奶粉业务整合磨合期延长。

主要财务指标

单位：百万人民币	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
主营收入	36,000.0	43,356.9	50,049.2	54,631.5	58,985.8
(+/-%)	-3.7	20.4	15.4	9.2	8.0
归母公司净利润	1,257.1	1,630.9	2,350.8	2,710.9	2,967.8
(+/-%)	-20.9	29.7	44.1	15.3	9.5
毛利率(%)	25.1	27.0	30.8	31.0	31.0
ROE(%)	10.1	10.6	9.6	10.0	9.9
EPS(元)	0.71	0.90	1.20	1.38	1.51
P/E(倍)	45.0	35.4	26.7	23.1	21.1
P/B(倍)	4.8	3.5	2.6	2.3	2.1

资料来源：中投证券(香港)

请务必阅读正文之后的免责条款部分

6-12个月目标价： HKD 45 (+11%)

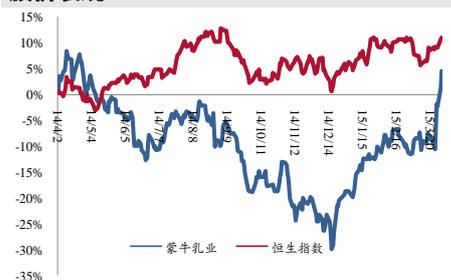
当前股价： HKD40.55

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	1,960
流通股本(百万股)	1,333
总市值(亿元)	795
流通市值(亿元)	541
52周股价幅	27.0-43.8
主要股东	中粮集团有限公司 (31.54%)

股价表现



相关报告

《蒙牛乳业—开启整合的元年 打造多元化乳制品龙头》2014-11-27

《蒙牛乳业—从更好的自己出发》
2014-12-29

附：财务预测表

损益表 (百万人民币)						现金流量表 (百万人民币)					
截止至12月31日	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	截止至12月31日	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
销售收入	36,000.0	43,356.9	50,049.2	54,631.5	58,985.8	税前利润	1,685.0	2,204.5	3,150.0	3,645.7	3,991.2
销售成本	(26,945.4)	(31,659.7)	(34,615.6)	(37,695.7)	(40,700.2)	折旧摊销	993.9	1,178.9	1,295.4	1,438.2	1,552.8
毛利	9,054.6	11,697.2	15,433.6	16,935.8	18,285.6	存货(增加)/减少	252.1	(337.6)	(1,765.2)	(519.9)	(387.5)
销售费用	(6,425.8)	(8,168.2)	(10,563.7)	(11,581.9)	(12,446.0)	应收帐款及其他应收款(增加)/减少	(369.1)	(862.1)	518.3	(283.5)	(239.5)
行政开支	(1,195.4)	(1,605.8)	(1,941.2)	(2,130.6)	(2,300.4)	应付款项及其他应付款增加/(减少)	1,072.6	1,644.4	430.1	287.4	193.9
经营溢利	1,494.3	1,851.7	2,664.5	3,103.3	3,419.1	经营性现金流	2,006.9	3,283.7	3,131.0	4,052.8	4,542.2
融资收入净额	176.9	198.9	207.7	200.0	200.0	购置物业	(770.7)	(746.2)	(421.2)	(985.8)	(849.1)
应占联营公司溢利及亏损	13.9	153.9	277.7	342.4	372.0	在建工程增加	(1,189.5)	(1,735.3)	(754.2)	(155.2)	120.8
税前盈利	1,685.0	2,204.5	3,150.0	3,645.7	3,991.2	支付及预付土地使用权款项	(195.1)	(6.6)	(1.8)	(96.7)	(91.4)
所得税	(245.5)	(366.7)	(459.3)	(565.1)	(618.6)	原到期日为三个月以上的定期存款出售/(增加)	(671.3)	(803.0)	306.1	(17.6)	(21.8)
少数股东权益	182.4	182.4	182.4	182.4	182.4	收取利息	175.5	321.3	547.6	200.0	200.0
净利润	1,257.1	1,630.9	2,350.8	2,710.9	2,967.8	投资性现金流	(3,239.2)	(15,268.8)	(323.5)	(1,055.3)	(641.6)
每股收益 (RMB)						贷款	549.9	25,031.7	(1,000.0)	500.7	587.0
—基本及摊薄	0.71	0.90	1.20	1.38	1.51	偿还贷款	(421.9)	(17,192.1)	0.0	(1,000.0)	(3,000.0)
成长能力						股利分配	(421.4)	(384.7)	(548.2)	(596.4)	(652.9)
销售收入	-3.7%	20.4%	15.4%	9.2%	8.0%	融资性现金流	(181.5)	12,330.8	(1,548.2)	(1,095.7)	(3,065.9)
毛利	-5.6%	29.2%	31.9%	9.7%	8.0%	现金变化	(1,413.8)	345.7	1,259.3	1,901.9	834.8
营业利润	-21.2%	23.9%	43.9%	16.5%	10.2%	于综合财务状况表中列账的现金及银行结存	5,258.2	7,101.6	4,649.6	6,551.4	7,386.2
净利润	-20.9%	29.7%	44.1%	15.3%	9.5%	于综合现金流量表中列账的现金及现金等价物	2,943.9	3,354.6	4,649.6	2,851.4	3,686.2

资产负债表 (百万人民币)						获利能力					
截止至12月31日	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	截止至12月31日	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
现金及银行结余	5,778.4	7,101.6	4,649.6	6,551.4	7,386.2	毛利率	25.1%	27.0%	30.8%	31.0%	31.0%
应收帐款	625.1	754.3	1,148.2	1,365.8	1,474.6	净利率	3.5%	3.8%	4.7%	5.0%	5.0%
预付款项及按金	950.0	2,485.3	1,573.1	1,638.9	1,769.6	ROE	10.1%	10.6%	9.6%	10.0%	9.9%
存货	1,419.9	2,577.1	4,342.3	4,862.2	5,249.7	ROA	6.9%	4.6%	5.7%	6.1%	6.3%
流动资产小计	9,761.2	16,321.1	20,324.2	23,432.6	25,023.0	实际税率	14.6%	16.6%	14.6%	15.5%	15.5%
在建工程	596.8	1,275.9	2,030.1	2,185.3	2,064.5	偿还能力					
土地使用权	807.4	1,048.8	1,050.6	1,147.3	1,238.7	资产负债率	37.7%	55.4%	48.0%	46.1%	44.1%
物业、厂房及设备	7,891.9	9,246.1	9,667.3	10,653.1	11,502.2	流动比率	1.4	0.9	1.4	1.6	1.6
于联营公司之权益	77.9	2,843.2	3,840.6	4,370.5	4,718.9	营运能力					
非流动资产小计	11,229.5	24,018.3	26,748.2	26,878.7	28,726.1	存货周转天数	20.7	22.7	36.0	44.0	44.7
资产总计	20,990.7	40,339.4	47,072.4	50,311.2	53,749.1	应收账款天数	6.0	5.7	6.8	8.3	8.7
应付款项及票据	3,678.9	4,761.3	4,991.8	4,916.8	4,718.9	每股指标 (元)					
其他应付款及预提费用	573.7	8,461.5	4,360.6	4,752.9	5,131.8	每股收益	0.71	0.90	1.20	1.38	1.51
银行贷款	573.7	8,461.5	4,360.6	4,752.9	5,131.8	派息比率	0.0%	22.1%	23.3%	22.0%	22.0%
流动负债小计	6,980.6	18,063.3	14,350.6	14,859.8	15,395.3	每股净资产	6.68	9.20	12.51	13.82	15.32
长期借款	144.6	3,235.5	5,464.0	5,572.4	5,780.6	估值比率 (倍)					
非流动负债小计	938.2	4,264.9	8,236.8	8,358.6	8,317.0	PE	45.0	35.4	26.7	23.1	21.1
股本	181.1	186.5	196.2	196.2	196.2	PB	4.8	3.5	2.6	2.3	2.1
保留利润、其他储备	12,262.1	15,568.0	21,293.2	26,896.6	29,840.5						
股东权益	12,443.2	15,360.9	24,492.9	27,092.9	30,036.8						

资料来源：中投证券(香港)，公司报表，单位：百万人民币

免责声明

投资评级定义:

公司评级:

强烈推荐: 预期未来 6-12 个月内, 股价相对恒生指数涨幅 20%以上

推荐: 预期未来 6-12 个月内, 股价相对恒生指数涨幅介于 10%-20%之间

中性: 预期未来 6-12 个月内, 股价相对恒生指数变动介于±10%之间

回避: 预期未来 6-12 个月内, 股价相对恒生指数跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6-12 个月内, 行业指数表现优于恒生指数 5%以上

中性: 预期未来 6-12 个月内, 行业指数表现相对恒生指数持平

看淡: 预期未来 6-12 个月内, 行业指数表现弱于恒生指数 5%以上

本报告所载信息、工具及数据仅作参考数据用途, 并不用作或视作为销售、提示或招揽购买或认购本报告所述证券、投资产品或其他金融工具之邀请或要约, 也不构成对有关证券、投资产品或其他金融工具的任何意见或建议。编制本研究报告仅作一般发送。并不考虑接获本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况及特别需求。阁下须就个别投资作出独立评估, 于作出任何投资或订立任何交易前, 阁下须就本报告所述任何证券咨询独立财务顾问。

本报告所载信息、工具及数据并非用作或拟作分派予在分派、刊发、提供或使用有关信息、工具及数据抵触适用法例或规例之司法权区或导致中投证券(香港)金融控股有限公司的子公司包括中投证券国际经纪有限公司及中投证券国际期货有限公司(统称「中投证券(香港)」)须遵守该司法权区之任何注册或申领牌照规定的有关司法权区的公民或居民。

本报告所载资料及意见均获自或源于中投证券(香港)可信之数据源, 但中投证券(香港)并不就其准确性或完整性作出任何声明, 于法律及/或法规准许情况下, 中投证券(香港)概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。中投证券(香港)可能已刊发与本报告不一致及与本报告所载资料达致不同结论之其他报告。该等报告反映不同假设、观点及编制报告之分析员之分析方法。

主要负责编制本报告之研究分析员确认: (a) 本报告所载所有观点准确反映其有关任何及所有所述证券或发行人之个人观点; 及 (b) 其于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来, 不论直接或间接概与其薪酬无关。

过往表现并不可视作未来表现之指标或保证, 亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

中投证券(香港)之董事或雇员, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决定, 可能与这报告所述的观点并不一致。

一般披露事项

中投证券(香港)及其高级职员、董事及雇员(包括编制或刊发本报告之相关人士)可以在法律准许下不时参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 为有关发行人提供服务或招揽业务, 及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。此外, 其可能为本报告所呈列资料所述之证券担任市场庄家。中投证券(香港)可以在法律准许下, 在本报告所呈列的数据刊发前利用或使用有关数据行事或进行研究或分析。中投证券(香港)一名或以上之董事、高级职员及/或雇员可担任本报告所载证券发行人之董事。

本研究报告的编制仅供一般刊发。本报告所并无考虑收取本报告的任何个别人士之特定投资目标、财务状况及个别需。本报告所载数据相信为可信, 然而其完整性及准确性并无保证。本报告所发表之意见可予更改而毋须通知, 本报告任何部分不得解释为提示或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券或金融工具。中投证券(香港)毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任。

根据香港证券及期货事务监察委员会规定之监管披露事项

中投证券(香港)之政策:

- 刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督, 并不直接向其报告。
- 研究分析员之薪酬或酬金不应与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。
- 禁止研究分析员或其联系人从事其研究/分析/涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。
- 禁止研究分析员或其联系人担任其研究/分析/涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

中投证券(香港)并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

中投证券(香港)与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

中投证券(香港)及其编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

中投证券国际经纪有限公司 / 中投证券国际期货有限公司

63/F, Bank of China Tower, 1 Garden Road, Central, Hong Kong

香港中环花园道 1 号中银大厦 63 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

Fax 传真: (852) 3983 0899(公司) (852) 3983 0855 (客户服务)

<http://www.china-invs.hk/>