蒙牛乳业（2319）

更新报告

买入

2015 年 4 月 2 日

业绩表现强劲，看好公司长期发展

- **公司14年收入和拥有人应占利润同比增15.4%及44.1%：**14年公司收入同比增加15.4%至500.5亿元，其中雅士利贡献收入28.2亿元，公司自有业务则同比增加12.8%至472.3亿元。由于公司去年多次提价以应对原奶成本上涨，加上产品结构升级，14年公司整体毛利率同比提升3.8个百分点至30.8%，其中自有业务毛利率为29.6%。然而年内公司加大市场投入以应对激烈竞争及需求减弱带来的负面影响，使得公司14年经营费用率同比增加3个百分点至26.4%。综上所述，公司拥有人应占溢利同比上升44.1%至23.51亿元，拥有人应占溢利率达到4.7%，较去年同期增长0.9%。
- **原奶价格下跌及产品结构上移利好公司毛利率：**原奶供不应求的局面出现大幅缓解，主产区原奶价格从14年2月份达到顶点4.27元/公斤之后回落近20%到目前的3.42元/公斤，由于下游乳企仍有部分大包粉库存仍待清理，预计15年上半年原奶价格仍将处于低位。再加上公司聚焦高毛利的明星产品使得产品结构保持上移趋势，故我们认为公司毛利率仍将持续获得改善，预计15年毛利率将提升至31.5%。
- **市场端的竞争依然激烈，预计短期内费用率将维持高位：**鉴于原奶供给较之前充足，市场端的竞争依然激烈，再加上公司14年库存仍然较高，预计公司15年仍有促销动力。尽管公司目前已经重新夺回14年下半年短暂失去的UHT奶龙头地位，但我们认为未来公司仍将维持较高的市场投入以争夺市场份额。
- **维持买入评级，目标价47.4港元：**得益于原奶供给的逐渐增多，公司在聚焦高端明星产品的同时将逐步加大力度拓展基础白奶市场，未来公司收入的增长将更多的获益于销量的提升，我们预计15-16年公司收入将同比增长9.3%及9.1%，我们看好公司多元化发展策略带来的长期增长潜力，给予公司目标价为47.4港元，相当于15年的27倍市盈率，较昨日收市价仍有16.8%的上升空间，维持买入评级。
- **风险：**我们认为以下是一些比较重要的风险：1)市场竞争加剧，及2)原奶价格出现较大波动。

王柏俊
85225321915
patrick.wong@firstshanghai.com.hk

主要数据

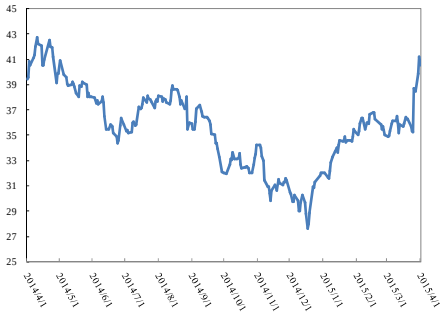
行业	乳制品
股价	40.55 港元
目标价	47.4 港元 (+16.8%)
股票代码	2319
已发行股本	19.58 亿股
市值	794.6 亿港元
52 周高/低	43.8/27.0 港元
每股净现值	15.32 港元
主要股东	中粮集团、Danone 及 Arla Foods (31.54%)

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2013实际	2014实际	2015预测	2016预测	2017预测
收入（百万人民币）	43,357	50,049	54,702	59,687	65,043
变动（%）	20.4	15.4	9.3	9.1	9.0
净利润（百万人民币）	1,631	2,351	2,728	3,332	3,855
每股收益（人民币）	0.90	1.20	1.40	1.71	1.98
变动（%）	26.0	34.3	16.7	22.0	15.6
市盈率@40.55港元（倍）	36.2	27.0	23.1	18.9	16.4
每股派息（人民币）	0.20	0.28	0.33	0.40	0.46
息率（%）	0.63	0.87	1.01	1.23	1.42

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

图表 1：估值对比

名称	代码	股价（港元）	市值（亿港元）	15EPS	16EPS	17EPS	15PE	16PE	17PE	15-17年EPS CAGR	PEG(倍)
蒙牛	2319 HK Equity	40.55	795	1.75	2.14	2.5	23.1	18.9	16.4	18.7%	1.01
合生元	1112 HK Equity	32.00	194	1.74	1.86	2.2	18.4	17.2	14.5	12.5%	1.37
雅士利	1230 HK Equity	2.83	134	0.10	0.13	0.1	27.5	22.3	21.9	11.9%	1.87
现代牧业	1117 HK Equity	2.60	126	0.25	0.29	0.4	10.6	8.9	7.0	23.1%	0.39
旺旺	151 HK Equity	8.52	1,124	0.43	0.46	0.5	20.0	18.4	17.3	7.5%	2.46
康师傅	322 HK Equity	16.34	916	0.70	0.80	0.9	23.4	20.4	18.3	13.1%	1.56
青岛啤酒	168 HK Equity	51.35	336	2.04	2.26	2.4	25.1	22.7	21.0	9.3%	2.44
华润创业	291 HK Equity	15.22	369	0.21	0.46	0.7	73.5	33.2	20.5	89.2%	0.37
统一	220 HK Equity	5.34	231	0.18	0.22	0.3	29.0	24.4	19.3	22.7%	1.07
中国食品	506 HK Equity	3.46	97	0.06	0.10	0.2	62.9	33.3	23.1	65.1%	0.51
味千(中国)	538 HK Equity	4.70	51	0.28	0.33	0.3	16.5	14.3	13.5	10.5%	1.36
平均							30.0	21.3	17.5	25.8%	1.3
内地上市乳品公司											
名称	**代码**	**股价（元）**	**市值（亿港元）**	**15EPS**	**16EPS**	**17EPS**	**15PE**	**16PE**	**17PE**	**15-17年EPS CAGR**	**PEG(倍)**
伊利	600887 CH Equity	31.44	1,205	1.79	2.12		17.6	14.9			
光明	600597 CH Equity	19.84	305	0.66	0.86	1.1	30.0	23.2	18.3	28.1%	0.82
贝因美	002570.CH Equity	20.87	213	0.53	0.66		39.1	31.6			
平均							28.9	23.2			
海外上市公司											
名称	**代码**	**股价**	**市值（亿港元）**	**15EPS**	**16EPS**	**17EPS**	**15PE**	**16PE**	**17PE**	**15-17年EPS CAGR**	**PEG(倍)**
雀巢	NSRGY US Equity	75.22	18,809	3.70	3.48	4.0	20.3	21.6	19.0	3.5%	6.26
达能	BN FP Equity	62.91	3,372	2.89	3.18	3.5	21.7	19.8	18.2	9.4%	2.12
美赞臣	MJN US Equity	100.53	1,579	4.00	4.42	4.9	25.1	22.7	20.6	10.4%	2.19
恒天然	FCG NZ Equity	5.56	510	0.33	0.39	0.5	16.8		11.3	21.9%	0.00
明治	2269 JT Equity	14,780.00	728	396.08	468.45	522.3	37.3	31.6	28.3	14.8%	2.13
平均							24.3	23.9	19.5	12.0%	2.54

资料来源：彭博、第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

附录 1：主要财务报表

损益表

〈人民币百万〉，财务年度截至〈十二月〉

	2013年 实际	2014年 实际	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测
收入	43,357	50,049	54,702	59,687	65,043
毛利	11,697	15,434	17,206	18,856	20,332
其他业务收入	0	0	0	0	0
销售及管理费用	-10,134	-13,218	-14,383	-15,563	-16,497
其他收入	289	449	492	507	553
营运收入	1,852	2,665	3,316	3,800	4,388
财务开支	199	208	82	358	434
联营公司	154	278	304	379	423
税前盈利	2,205	3,150	3,702	4,538	5,245
所得税	-367	-459	-575	-715	-817
少数股东应占利润	-231	-340	-398	-490	-573
净利润	1,631	2,351	2,728	3,332	3,855
折旧及摊销	1,216	1,337	1,475	1,542	1,651
EBITDA	3,067	4,002	4,790	5,342	6,038
增长					
总收入 (%)	20.4%	15.4%	9.3%	9.1%	9.0%
EBITDA (%)	28.0%	30.5%	19.7%	11.5%	13.0%

财务分析

〈人民币百万〉，财务年度截至〈十二月〉

	2013年 实际	2014年 实际	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	27.0%	30.8%	31.5%	31.6%	31.3%
EBITDA 利率 (%)	7.1%	8.0%	8.8%	8.9%	9.3%
净利率 (%)	3.8%	4.7%	5.0%	5.6%	5.9%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	23.4%	26.4%	26.3%	26.1%	25.4%
实际税率 (%)	16.6%	14.6%	15.5%	15.8%	15.6%
股息支付率 (%)	22.5%	23.3%	23.3%	23.3%	23.3%
库存周转	30	46	22	26	20
应付账款天数	55	53	47	48	46
应收账款天数	6	8	6	7	6
财务状况					
净负债/股本	0.76	0.46	0.35	0.28	0.22
收入/总资产	1.07	1.06	1.09	1.12	1.15
总资产/股本	2.63	2.19	1.98	1.90	1.81
盈利对利息倍数	(9)	(13)	(40)	(11)	(10)

资产负债表

〈人民币百万〉，财务年度截至〈十二月〉

	2013年 实际	2014年 实际	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测
现金	7,102	4,650	8,709	10,198	13,438
应收账款	754	1,148	950	1,176	1,141
存货	2,577	4,342	2,232	2,914	2,476
其他流动资产	5,888	10,193	10,235	10,325	10,480
总流动资产	16,321	20,333	22,126	24,612	27,535
固定资产	11,571	12,748	14,286	14,777	15,009
无形资产	7,307	7,458	7,448	7,453	7,459
长期投资	5,140	6,542	6,542	6,542	6,542
总资产	40,339	47,081	50,402	53,385	56,545
应付帐款	4,761	4,992	4,870	5,422	5,603
短期银行贷款	8,462	4,361	3,361	2,361	1,361
其他短期负债	4,841	4,999	5,206	5,466	5,809
总短期负债	18,063	14,351	13,436	13,248	12,773
长期银行贷款	3,236	5,464	5,464	5,464	5,464
其他负债	1,029	2,773	2,773	2,773	2,773
总负债	22,328	22,588	21,673	21,485	21,009
少数股东权益	2,650	3,003	3,300	3,790	4,363
股东权益	15,361	21,489	25,429	28,110	31,173
每股账面值	8.5	11.1	13.1	14.4	16.0
净流动资产	-1,742	5,981	8,689	11,364	14,762

现金流量表

〈人民币百万〉，财务年度截至〈十二月〉

	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测
EBITDA	3,067	4,002	4,790	5,342	6,038
融资成本	160	340	310	314	298
营运资金变化	517	-705	2,326	-185	841
所得税	-281	-332	-575	-715	-817
其他营运活动	-180	3,777	4,155	4,700	5,431
营运现金流	3,284	3,079	6,216	4,114	5,753
资本开支	-746	-3,060	-2,210	-1,910	-1,760
其他投资活动	-14,523	-4,387	575	922	1,025
投资活动现金流	-15,269	-7,447	-1,635	-988	-735
负债变化	7,880	-2,049	-1,001	-1,000	-1,000
股本变化	0	10	0	0	0
股息	-367	-385	-455	-548	-637
其他融资活动	4,818	5,367	-93	-88	-141
融资活动现金流	12,331	2,943	-1,549	-1,637	-1,777
现金变化	346	-1,425	3,032	1,489	3,240
期初持有现金	2,917	3,355	1,930	4,962	6,451
汇兑变化	91	0	0	0	0
期末持有现金	3,355	1,930	4,962	6,451	9,691

资料来源：公司资料、第一上海

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

第一上海证券有限公司
香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准，不得复印、节录，也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、数据、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得，但第一上海不能保证其准确、正确或完整，而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或数据而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改，第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目，或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2015 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。