



**买入**

**14%↑**

目标价格: 港币44.20

原目标价格: 港币40.00

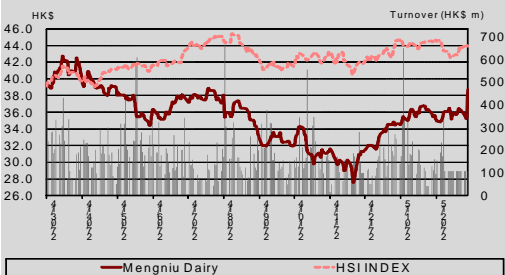
2319.HK

价格: 港币 38.70

目标价格基础: 24倍2015年市盈率

板块评级: 增持

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	20.9	9.3	23.6	0.3
相对恒生中国企业指数	17.2	11.0	18.7	(11.7)

发行股数(百万)	1,926
流通股(%)	68
流通股市值(人民币 百万)	74,536
3个月日均交易额(人民币 百万)	175
净负债比率(%) (2015E)	12
主要股东(%)	
中粮集团	32

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2015年3月26日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

消费品: 食品及饮料

刘志成, CFA

(852) 3988 6418

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120019

\*冯丹丹、陆远为本报告重要贡献者

# 蒙牛乳业

## 业绩强劲, 前景光明

蒙牛2014年业绩比我们的预测高8%(排除盈利不及预期的雅士利和现代牧业后, 有机业务领域业绩高出18%), 主要因为公司的其他营业费用少于预期。管理层计划持续改善产品组合, 提升运营效率, 延续利润扩张势头。我们将2015-2016年预期盈利上调12-13%, 维持买入评级, 将目标价从40.00港币调高到44.20港币, 对应24倍2015年预期市盈率不变。

### 支撑评级的要点

- **息税前利润率好于预期。**收入增长15%至500亿人民币, 符合预期。核心息税前利润率上升1.1个百分点至5.0%, 比我们的预测高0.3个百分点, 主要是因为公司的其他营业费用低于预期。核心息税前利润增长48%至25亿人民币, 比预测高6%, 主要是因为息税折旧前利润率较高。由于息税折旧前利润较高, 核心净利润增长54%至23.5亿人民币, 比预测高8%。**雅士利(1230.HK/港币2.82, 未有评级)和现代牧业(1117.HK/2.50港币, 买入)**的净利润均不及预期, 如果不包括这两家公司的数据, 蒙牛有机业务净利润增长41%至19亿人民币, 比我们的预测值高18%。
- **分析师简报要点。**(1)产品战略: 持续关注明星品牌和机遇品牌, 提高盈利能力。在原奶供应充裕的情况下, 推出更多物美价廉的大众市场产品, 稳定市场份额, 提高规模经济; 超高温处理产品的市场份额从27.2%下降到27.0%, 2014年不及伊利, 但在2015年重回首位。(2)2015年指导目标: 收入增长10%, 产量增加5%, 在产品组合带动下平均售价提高5%; 改善产品组合、降低生奶成本(个数下降), 从而推动毛利率继续上升, 抵消产品推广费用; 继续提高息税前利润率, 但幅度小于2014年; 在2015年消化原料奶粉库存。(3)雅士利新管理层计划实现正增长, 打入2万家婴儿用品商店。
- **盈利增长。**我们将2015-2016年预期收入略微调高2-4%, 将净利润上调12-13%, 以反映其他营业费用和少数股东权益的下滑。鉴于公司计划通过改善产品组合和提高效率来持续提升利润率, 我们目前预计2015-2016年收入增长率分别增长10%和9%, 在此带动下预期净利润分别增长19%和16%。

### 评级面临的主要风险

- 食品安全问题和市场竞争。

### 估值

- 目前股价对应21倍2015年预期市盈率, 符合3年平均水平。根据较高的盈利预测, 我们将目标价从40.00港币上调至44.20港币, 对应24倍2015年预期市盈率不变。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	43,357	50,049	54,907	59,950	65,105
变动(%)	20	15	10	9	9
净利润(人民币 百万)	1,631	2,351	2,837	3,288	3,819
全面摊薄每股收益(人民币)	0.904	1.240	1.473	1.707	1.983
变动(%)	25.2	37.2	18.8	15.9	16.2
市场预期每股收益(人民币)	-	1.063	1.301	1.553	2.045
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.311	1.515	-
调整幅度(%)	-	-	12.4	12.7	N/A
全面摊薄市盈率(倍)	34.3	25.0	21.1	18.2	15.6
每股股息(人民币)	0.203	0.289	0.344	0.398	0.463
股息率(%)	0.7	0.9	1.1	1.3	1.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 业绩要点

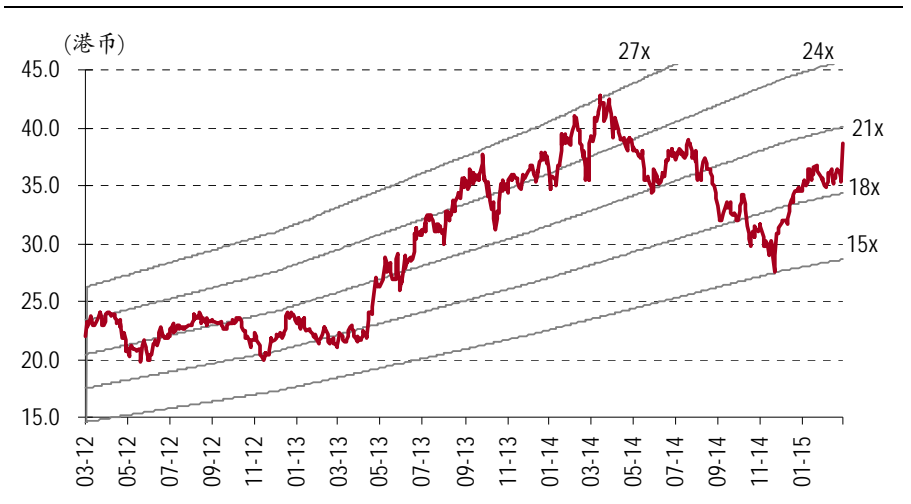
(人民币, 百万)	2013	2014	同比变动(% 百分点)	中银国际预测	差异(%)
<b>收入</b>	<b>43,357</b>	<b>50,049</b>	<b>15</b>	<b>50,306</b>	<b>(0.5)</b>
蒙牛	41,858	47,233	13	46,926	0.7
雅士利	1,499	2,816	88	3,380	(16.7)
<b>毛利率(%)</b>	<b>27.0</b>	<b>30.8</b>	<b>3.9</b>	<b>32.8</b>	<b>(2.0)</b>
蒙牛	26.1	29.6	3.5	31.2	(1.6)
雅士利	52.0	51.3	(0.6)	54.5	(3.2)
<b>销售和分销成本率%</b>	<b>18.8</b>	<b>21.1</b>	<b>2.3</b>	<b>22.8</b>	<b>(1.7)</b>
蒙牛	18.2	20.0	1.9	21.7	(1.6)
雅士利	37.6	39.3	1.7	37.9	1.4
<b>管理成本率%</b>	<b>3.7</b>	<b>3.9</b>	<b>0.2</b>	<b>3.9</b>	<b>(0.0)</b>
蒙牛	3.6	3.7	0.1	3.7	0.0
雅士利	6.5	6.9	0.4	7.0	(0.1)
<b>其他经营费用率%</b>	<b>0.8</b>	<b>1.4</b>	<b>0.6</b>	<b>1.7</b>	<b>(0.3)</b>
蒙牛	0.8	1.5	(0.1)	1.8	(0.3)
雅士利	0.6	0.6	(0.0)	0.6	(0.0)
<b>核心息税前利润</b>	<b>1,697</b>	<b>2,553</b>	<b>50.5</b>	<b>2,382</b>	<b>7.2</b>
蒙牛	1,588	2,416	52.1	2,174	11.1
雅士利	109	249	128.7	326	(23.7)
<b>主营业务息税前利润率(%)</b>	<b>3.9</b>	<b>5.1</b>	<b>1.2</b>	<b>4.7</b>	<b>0.4</b>
蒙牛	3.8	5.1	1.3	4.6	0.5
雅士利	7.3	8.8	1.6	9.6	(0.8)
其他收入和收益	289	449	56	263	70.9
净利息收入	199	208	4	171	21.7
关联公司利润分成	154	278	81	383	(27.5)
所得税	(367)	(459)	25	(506)	(9.2)
少数股东权益	(231)	(340)	47	(365)	(6.8)
<b>净利润</b>	<b>1,631</b>	<b>2,351</b>	<b>44</b>	<b>2,183</b>	<b>7.7</b>
蒙牛	1,494	1,968	32	1,687	16.7
雅士利	55	169	205	200	(15.6)
现代牧业	81	214	163	296	(27.8)
<b>核心净利润</b>	<b>1,452</b>	<b>2,240</b>	<b>54</b>	<b>2,065</b>	<b>8.4</b>
蒙牛	1,315	1,857	41	1,569	18.3
雅士利	55	169	205	200	(15.6)
现代牧业	81	214	163	296	(27.8)

资料来源: 公司数据、中银国际研究预测

**图表 2. 盈利预测变动**

(人民币, 百万)	新预测		原预测		调整幅度(%)	
	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E
收入	54,907	59,950	53,986	57,715	2	4
毛利润	18,004	20,098	18,858	20,699	(5)	(3)
营业利润	3,153	3,615	2,831	3,213	11	12
关联公司利润	244	287	339	326	(28)	(12)
净财务收入	271	345	232	326	17	6
所得税	(544)	(628)	(569)	(656)	(4)	(4)
少数股东权益	287	331	421	483	(32)	(31)
净利润	2,837	3,288	2,524	2,918	12	13
(% )						
毛利润率	32.8	33.5	34.9	35.9	(2.1)	(2.3)
营业利润率	5.7	6.0	5.2	5.6	0.5	0.5
净利润率	5.2	5.5	4.7	5.1	0.5	0.4

资料来源: 中银国际研究预测

**图表 3. 预期市盈率趋势**


资料来源: 彭博、中银国际研究

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	43,357	50,049	54,907	59,950	65,105
销售成本	(31,660)	(34,616)	(36,903)	(39,852)	(43,057)
经营费用	(8,630)	(11,481)	(13,372)	(14,866)	(16,225)
息税折旧前利润	3,067	3,953	4,632	5,233	5,823
折旧及摊销	(1,216)	(1,288)	(1,479)	(1,618)	(1,692)
经营利润(息税前利润)	1,852	2,665	3,153	3,615	4,130
净利息收入/(费用)	199	208	271	345	460
其他收益/(损失)	178	278	244	287	339
税前利润	2,229	3,150	3,668	4,247	4,930
所得税	(367)	(459)	(544)	(628)	(728)
少数股东权益	(231)	(340)	(287)	(331)	(383)
净利润	1,631	2,351	2,837	3,288	3,819
核心净利润	1,452	2,240	2,837	3,288	3,819
每股收益(人民币)	0.904	1.24	1.473	1.707	1.983
核心每股收益(人民币)	0.804	1.181	1.473	1.707	1.983
每股股息(人民币)	0.203	0.289	0.344	0.398	0.463
收入增长(%)	20	15	10	9	9
息税前利润增长(%)	15	44	18	15	14
息税折旧前利润增长(%)	18	29	17	13	11
每股收益增长(%)	25	37	19	16	16
核心每股收益增长(%)	16	47	25	16	16

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	2,229	3,150	3,668	4,247	4,930
折旧与摊销	1,216	1,288	1,479	1,618	1,692
净利息费用	(199)	(208)	(271)	(345)	(460)
运营资本变动	517	(380)	296	206	238
税金	(281)	(459)	(544)	(628)	(728)
其他经营现金流	(198)	(70)	(380)	58	121
经营活动产生的现金流	3,284	3,322	4,248	5,155	5,793
购买固定资产净值	(2,851)	(2,850)	(1,650)	(1,630)	(1,330)
投资减少/增加	(7,543)	0	0	0	0
其他投资现金流	(4,875)	(5,725)	8	0	0
投资活动产生的现金流	(15,269)	(8,575)	(1,642)	(1,630)	(1,330)
净增权益	835	3,811	0	0	0
净增债务	10,711	(1,879)	0	0	0
支付股息	(385)	(548)	(662)	(767)	(891)
其他融资现金流	1,170	1,780	0	0	0
融资活动产生的现金流	12,331	3,163	(662)	(767)	(891)
现金变动	346	(2,090)	1,944	2,758	3,573
期初现金	6,665	6,740	4,650	6,593	9,351
公司自由现金流	(11,985)	(5,254)	2,606	3,525	4,463
权益自由现金流	(1,274)	(7,133)	2,606	3,525	4,463

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	7,102	4,650	6,593	9,351	12,924
应收帐款	754	1,148	997	1,087	1,180
库存	2,577	4,342	3,670	4,014	4,357
其他流动资产	5,888	10,193	10,544	10,746	10,951
流动资产总计	16,321	20,333	21,804	25,198	29,412
固定资产	10,638	11,801	12,402	12,436	12,096
无形资产	7,307	7,458	7,458	7,458	7,458
其他长期资产	6,073	7,489	7,711	7,976	8,293
长期资产总计	24,018	26,748	27,571	27,871	27,847
总资产	40,339	47,081	49,376	53,069	57,259
应付帐款	9,136	9,570	9,611	10,444	11,315
短期债务	8,462	4,361	4,361	4,361	4,361
其他流动负债	466	420	212	220	229
流动负债总计	18,063	14,351	14,183	15,024	15,904
长期借款	3,236	5,464	5,464	5,464	5,464
其他长期负债	1,029	2,773	2,773	2,773	2,773
股本	186	196	196	196	196
储备	15,174	21,293	23,468	25,989	28,917
股东权益	15,361	21,489	23,665	26,185	29,113
少数股东权益	2,650	3,003	3,291	3,622	4,005
总负债及权益	40,339	47,080	49,376	53,069	57,259
每股帐面价值(人民币)	8.51	11.34	12.29	13.60	15.12
每股有形资产(人民币)	4.46	7.40	8.41	9.72	11.24
每股净负债/(现金)(人民币)	2.55	2.73	1.68	0.25	(1.61)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	7.1	7.9	8.4	8.7	8.9
息税前利润率(%)	4.3	5.3	5.7	6.0	6.3
税前利润率(%)	5.1	6.3	6.7	7.1	7.6
净利率(%)	3.8	4.7	5.2	5.5	5.9
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.9	1.4	1.5	1.7	1.8
利息覆盖率(倍)	11.5	7.8	8.7	10.0	11.5
净权益负债率(%)	25.5	21.1	12.0	1.6	Net cash
速动比率(倍)	0.8	1.1	1.3	1.4	1.6
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	34.3	25.0	21.1	18.2	15.6
核心业务市盈率(倍)	38.6	26.3	21.1	18.2	15.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	44.0	30.0	24.0	20.8	17.9
盈率(倍)					
市净率(倍)	3.6	2.7	2.5	2.3	2.1
价格/现金流(倍)	17.0	17.7	14.1	11.6	10.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19.7	16.0	13.4	11.4	9.6
<b>周转率</b>					
存货周转天数	22.7	36.5	39.6	35.2	35.5
应收帐款周转天数	6.8	6.9	7.1	6.3	6.4
应付帐款周转天数	64.5	68.2	63.8	61.0	61.0
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	22.5	23.3	23.3	23.3	23.3
净资产收益率(%)	11.7	12.8	12.6	13.2	13.8
资产收益率(%)	5.1	5.2	5.6	6.0	6.4
已运用资本收益率(%)	10.2	10.0	10.6	11.3	12.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 7 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371