



2014.10.09

评级：**增持**

港股乳制品公司（II）：现代牧业、辉山乳业

——食品饮料“沪港通”专题系列之五

	胡春霞（分析师）	吕明（分析师）
	021-38676186	021-38675864
	huchunxia@gtjas.com	lvming@gtjas.com
证书编号	S0880511010015	S0880514080005

本报告导读：

本期沪港通专题主要介绍现代牧业、辉山乳业，两家公司均由上游奶牛养殖向下游乳品制造纵向扩张，2014年上半年，辉山乳业乳制品销售在东北市占率已达19.5%。

摘要：

- 继沪港通系列三对港股乳制品板块的蒙牛乳业和合生元介绍后，本文主要介绍由奶源型企业向下游乳品制造转型的现代牧业、辉山乳业。
- **现代牧业：中国最大的乳牛畜牧公司和原料奶生产商**
 - 现代牧业过去3年收入、净利润CAGR分别为77%、108%。按旧财年年度计算，2014财年公司收入、净利润分别为44.9亿、8.9亿，EBITDA利润率、净利率分别为35.2%、19.0%。
 - 下游产品具有走向全国潜力。高端UHT奶已经走进华东、华北的渠道以及电商渠道，随着公司渠道的不断铺设，品牌不断被消费者认知，下游产品逐步走向全国。
 - 预计2014年原奶价格难见底，触底回升或在2015年下半年。现代牧业原奶价格从2014年上半年的5.15元/千克下降至8月份的4.97元/千克，参照进口大包粉价格，未来仍有下降空间。
- **辉山乳业：全产业链模式的区域龙头乳企**
 - 辉山乳业过去3年收入、净利润CAGR分别达111.3%、63.0%。2014财年收入、净利润分别为35.3亿、12.5亿，生物资产公允价值调整前毛利率、净利率分别为62.4%、35.4%。
 - 以“安全”标签占领消费者心智。是业内唯一一家全产业链模式、原奶100%自给的乳品公司，62年食品安全零事故。
 - 具有管理现代分销渠道经验，渠道有望扩展到全国。辉山乳业已具备多年管理现代分销渠道的经验，并在东北市场取得19.5%的市占率，这种经验有助于辉山乳业将分销渠道扩展到全国。
 - 辉山乳业江苏建牧场，全产业链模式走出东北。辉山于2014年8月26日公告，将在江苏射阳建一条乳制品全产业链，定位“高端+低温”面向华东市场，再造东北市场。
- **看好奶源型企业向下游纵向扩张**
 - 奶源型企业奶牛养殖行业是重资产行业，向下游纵向扩张有利于提高资产周转率及ROA；另一方面，向下游扩张有利于平滑原奶价格下跌对公司业绩造成的影响。
- **风险提示：**食品安全问题、原奶价格大幅波动

交易数据（2014.10.7）

行业主要上市公司	市值（亿港元）
中国旺旺	1281.3
康师傅控股	1151.4
万洲国际	927.
蒙牛乳业	648.2
青岛啤酒股份	757.9
华润创业	463.4
统一企业中国	323.5
辉山乳业	244.9
合生元	151.8
现代牧业	168.0
中国圣牧	154.4
雅士利国际	77.9
雨润食品	64.3
市值合计	6414.5

相关报告

- 食品饮料“沪港通”专题系列之三：《港股乳制品（I）：蒙牛乳业、合生元》
2014.09.11
- 食品饮料“沪港通”专题系列之二：《港股肉制品公司：《万洲国际、雨润食品》》
2014.08.25
- 食品饮料“沪港通”专题系列之一：《港股食品饮料板块：大众品的盛宴》

目 录

1. 港股 A 股主要乳制品企业关键指标对比	4
2. 现代牧业：中国最大乳牛畜牧公司和原料奶生产商	4
2.1. 现代牧业收入、净利润仍保持快速增长	5
2.2. 现代牧业净利率大幅高于乳制品制造企业	5
2.3. 现代牧业主营业务：奶牛养殖+液态奶产品	7
2.3.1. 现代牧业奶牛养殖业务行业领先	7
2.3.2. 与蒙牛乳业的关系：逐步降低对蒙牛的依赖	8
2.3.3. 预计未来三年液态奶收入 CAGR 达 20%	9
2.4. 现代牧业股权结构	10
2.5. 现代牧业未来看点：原奶价格回升+自有品牌液态奶有望成为新增长点	11
3. 辉山乳业：全产业链模式的区域龙头乳企	11
3.1. 辉山乳业收入、利润快速增长，增速趋缓	11
3.2. 辉山乳业净利率领先行业	12
3.3. 辉山乳业主营业务：奶牛养殖起家转型为全产业链乳企	13
3.3.1. 原奶：主打高端，外销比例下降	13
3.3.2. 液态奶：东北市占率第一，定位“低温+高端”走向全国	14
3.3.3. 奶粉：将与菲仕兰合作，主要面向二线及以下市场	14
3.4. 辉山乳业公司股权结构	15
3.5. 辉山乳业未来看点：加大渠道投入，液态奶走向全国	15
4. 看好奶源型企业向下游纵向扩张	16
5. 风险提示	17
图 1：现代牧业收入及同比增速	5
图 2：现代牧业净利润及同比增速	5
图 3：现代牧业 EBITDA 利润率稳定在 30% 以上	6
图 4：现代牧业净利率稳定在 20% 左右	6
图 5：1H14 现代牧业销售费用率较低	7
图 6：1H14 现代牧业管理费用率较低	7
图 7：现代牧业牧场分布图	8
图 8：现代牧业存栏量（万头）	8
图 9：现代牧业奶牛年单产量高于全国平均（吨）	8
图 10：现代牧业原奶供给蒙牛乳业的比例下降到 79.3%	9
图 11：辉山乳业过去 3 年收入 CAGR 达 111%	12
图 12：辉山乳业过去 3 年净利润 CAGR 达 63%	12
图 13：辉山乳业销售费用率大幅上升	13
图 14：辉山乳业管理费用率较高	13
图 15：2014 辉山乳业液态奶收入占比 65%	13
图 16：辉山乳业液态奶收入增长迅速（亿元）	13
图 17：辉山乳业原奶产量及增速	14
图 18：辉山乳业原奶价格高于现代牧业（元/千克）	14
图 19：现代牧业 ROA 明显低于伊利股份	17
图 20：现代牧业总资产周转率明显低于伊利股份	17

表 1: 港股和 A 股主要乳制品企业市值、财务指标对比	4
表 2: 港股主要奶源型企业对比	4
表 3: 现代牧业与蒙牛签订供奶协议主要内容	9
表 4: 现代牧业主要产品	10
表 5: 现代牧业股权结构	10
表 6: 辉山乳业股权结构	15

1. 港股 A 股主要乳制品企业关键指标对比

我们在沪港通系列三中对港股乳制品中的蒙牛乳业和合生元进行介绍后，本文主要介绍现代牧业和辉山乳业，两家公司都从奶源型企业走向下游乳品制造。

截至2014年10月7日，现代牧业、辉山乳业的市值约分别为168.0亿、244.9亿，现代牧业和辉山乳业2014年一致预测的PE非常接近，辉山乳业毛利率、净利率均高于现代牧业。

表 1: 港股和 A 股主要乳制品企业市值、财务指标对比

公司	市值 亿元	2013-亿元		PE		PS 13A	2013 年盈利水平		
		收入	净利润	13A	14E		毛利率	净利率	ROE
三元股份	85.0	37.9	-2.9	-37.0	75.9	2.2	21.3%	-7.6%	-13.4%
伊利股份	793.7	477.8	32.0	24.7	19.3	1.6	28.7%	6.7%	23.2%
贝因美	171.7	61.2	7.2	23.8	26.9	2.8	61.4%	11.8%	19.7%
光明乳业	200.6	162.9	4.8	49.8	34.4	1.2	34.7%	2.9%	9.9%
皇氏乳业	38.0	9.9	0.4	107.2	44.9	3.9	29.5%	4.0%	4.6%
蒙牛乳业	648.2	434.0	16.3	31.4	31.5	1.2	27.0%	3.8%	11.7%
现代牧业	168.0	24.8	3.2	57.9	16.6	7.5	15.7%	14.6%	8.9%
辉山乳业	244.9	25.7	9.5	16.5	1.7	5.8	20.1%	35.4%	13.1%
合生元	151.8	45.7	8.2	14.8	18.8	2.7	65.2%	18.0%	33.9%
雅士利国际	77.9	39.0	4.4	13.9	21.9	1.6	53.5%	11.2%	12.2%
原生态牧业	48.9	8.9	2.2	19.1	10.4	4.7	42.6%	24.5%	9.7%
中国圣牧	154.4	11.5	3.3	36.9	22.1	10.6	42.9%	28.6%	24.6%

数据来源：Wind, Bloomberg, 国泰君安证券研究

注：数据截止日期为2014/10/7；A股公司盈利预料为Wind一致预期，港股公司盈利预测为Bloomberg一致预期

表 2: 港股主要奶源型企业对比

公司名称	奶牛头数、产量	原奶产量	与下游股权关系	主要下游客户
现代牧业	19 万头	预计 100 万吨	蒙牛乳业持股 28%	蒙牛
辉山乳业	14 万头	50 万吨	伊利股份持股 1%	伊利、蒙牛
原生态物业	4 万头	18 万吨	蒙牛乳业控股 4.4%	飞鹤、伊利、蒙牛
中国圣牧	有机奶牛 3 万头； 非有机奶牛 3 万头	有机奶 9 万吨； 非有机奶 11 万吨	蒙牛乳业控股 4.6%	蒙牛、伊利、中国旺旺

数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究，时间截至2014年上半年

2. 现代牧业：中国最大乳牛畜牧公司和原料奶生产商

现代牧业成立于2008年，其核心资产现代牧业集团成立于2005年，总

部位于安徽省马鞍山市，主要业务为奶牛养殖业务以及液态奶业务，是中国最大的乳牛畜牧公司以及最大的原料奶生产商，是蒙牛乳业高端产品的主要原奶供应商之一，公司所有牧场均是存栏超过1万头的规模化牧场。

2.1. 现代牧业收入、净利润仍保持快速增长

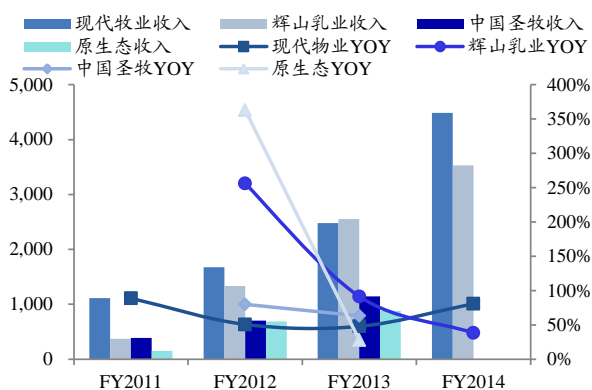
现代牧业主营业务分为奶牛养殖和液态奶产品销售，奶牛养殖业务包括原奶销售以及乳牛销售，其中原奶销售收入占比87%。

现代牧业过去3年快速增长，收入CAGR达77%，净利润CAGR达108%。2011-2014财年收入分别为11.1亿、16.8亿、24.8亿和44.9亿。分别同比增长88.8%、50.7%、47.9%和80.8%。（注：现代牧业于2013年11月，将公司财年截止日期由每年6月30日改为12月31日，本文2014财年是加总原2014财年半年报和更改财年制度后的2014年半年报得到的。）2011-2014财年净利润分别为2.2亿、4.0亿、3.2亿和8.5亿，分别同比增长322.8%、77.4%、-18.7%、162.7%。

公司的快速发展受惠于乳制品行业持续增长的需求，以及乳制品行业爆发多次食品安全问题后，对高品质原奶的强劲需求使价格不断上涨。公司采用大规模工业化散栏式养殖模式，通过全新的科学运营，可以产出优质原奶；另一方面，公司与蒙牛长期合作，使公司销售较为稳定，蒙牛的快速发展和一定程度上助推了公司的飞速发展。

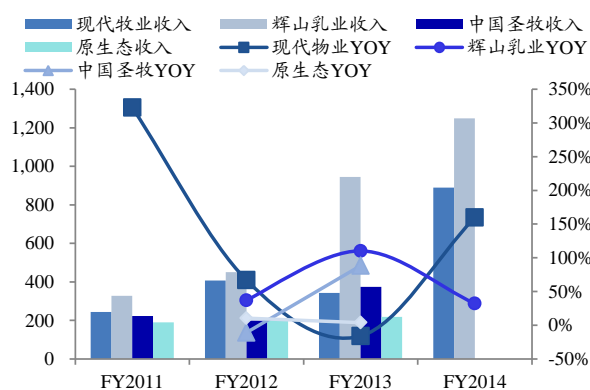
随着中国居民人均收入及消费水平的持续提升以及对健康的关注，对高端优质原奶的需求将会继续，我们预计公司未来两年收入仍能保持20%以上的增长。

图 1: 现代牧业收入及同比增速



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 2: 现代牧业净利润及同比增速



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

2.2. 现代牧业净利率大幅高于乳制品制造企业

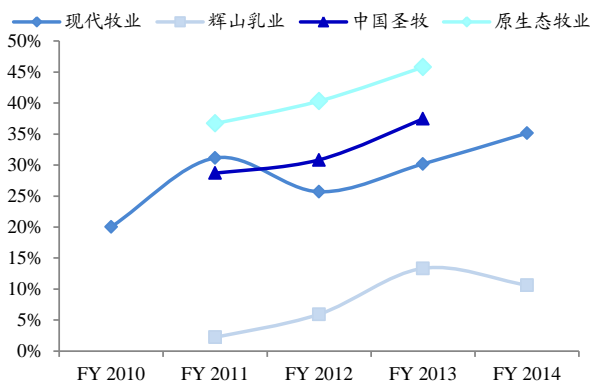
现代牧业 EBITDA 利润率稳定在 30% 以上，净利率稳定在 20% 左右。2014 财年公司 EBITDA 利润率、净利率分别为 35.2%、19.0%。

目前奶源型乳企的净利率普遍高于乳品制造企业。我们认为主要有两

点原因，第一，由于前几年乳制品制造企业经历了激烈的行业竞争，费用投入较多，盈利能力普通不强，但目前行业竞争有所缓解，毛利率、净利率已有大幅提升；第二，奶源型企业，特别是规模化牧场企业还处在行业发展初期，伴随过去几年中国乳制品行业的快速发展以及多次食品安全问题，对高品质奶源的需求强劲，使奶源型企业在乳制品产业链中能分配到较高利润。

我们预计奶源型企业净利率再提升的空间有限。首先，上游牧场供给在增加，奶源对乳品制造企业的掣肘驱使乳企自建牧场增加；其次，国外奶源质优价廉，对国内奶源替代效应明显；第三，奶源型企业纷纷向下游发展，需要投入较多销售费用，会拉低整体净利率。

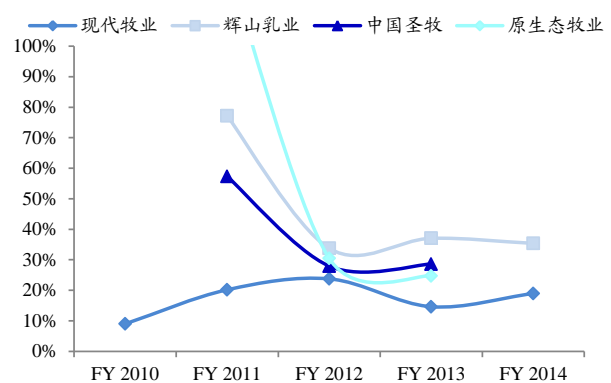
图 3：现代牧业 EBITDA 利润率稳定在 30% 以上



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

注：辉山 EBITDA 利润率为生物资产公允价值调整后的值

图 4：现代牧业净利率稳定在 20% 左右

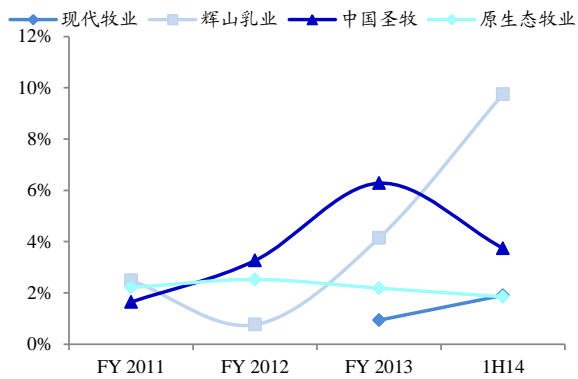


数据来源：Wind，国泰君安证券研究

现代牧业销售费用率、管理费用率处于行业较低水平。现代牧业 2014 年上半年销售费用率和管理费用率分别为 1.9%、4.1%，与原生态牧业、中国圣牧较为接近，大幅低于辉山乳业，我们认为主要是由于辉山乳业乳品制造业务占比更大，收入结构介于现代牧业与蒙牛乳业之间，而乳品制造企业的费用率一般较高。

我们预计现代牧业未来费用率会大幅上升。由于现代牧业开始大力向下游自有品牌乳制品发展，品牌、渠道、运输等都需要投入大量费用，在初期未形成规模效应前，预计费用率会大幅上升。

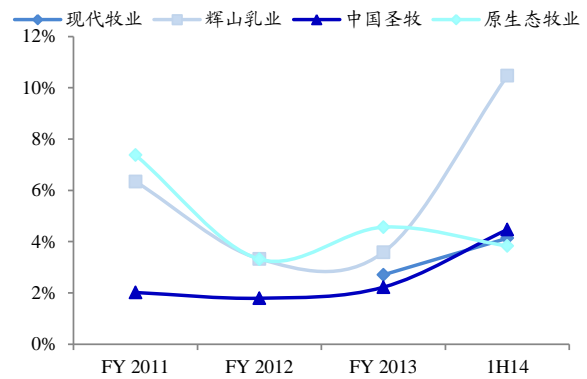
图 5: 1H14 现代牧业销售费用率较低



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

注: 辉山乳业 2014 财年截至 3 月 31 日, 图 5、6 中辉山乳业 1H14 数据为 2014 财年数据

图 6: 1H14 现代牧业管理费用率较低



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2.3. 现代牧业主营业务: 奶牛养殖+液态奶产品

现代牧业主营业务包括奶牛养殖以及液态奶产品销售, 其中奶牛养殖业务包括原奶销售和乳牛销售, 截至 2014 年上半年, 原奶销售收入占比 87%。

2.3.1. 现代牧业奶牛养殖业务行业领先

现代牧业是中国最大的乳牛畜牧公司以及最大的原奶生产商。2014 年上半年公司原奶销量 46.4 万吨, 预计全年原奶销量可达 100 万吨, 几乎相当于光明乳业一年的原奶需求量 (约 120 万吨)。公司牧场分布在全国八个省份, 共有自建万头牧场 22 个, 在建 4 个, 总存栏量为 19 万头乳牛, 日产原奶最高能达到 2800 吨, 公司牧场位于遍布中国的多个邻近下游乳品加工厂及饮料供应来源的优越位置。

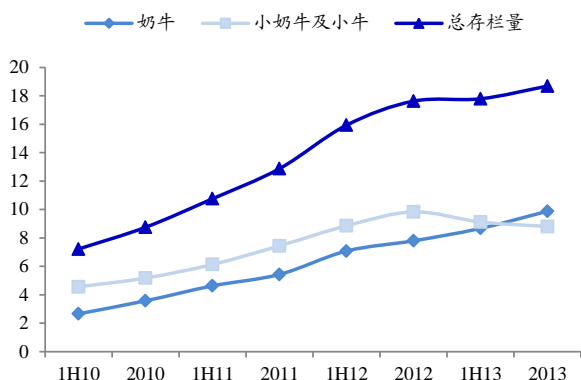
现代牧业奶牛年单产量位于中国乳企前列。2011-2013 年以及 2014 年上半年, 公司奶牛年单产量为 7.7、8.1、8.4、9.0 万吨, 而中国平均奶牛年单产量为 4.8、5.4、5.5、5.5 万吨, 奶牛年单产量影响原奶企业毛利率, 对于散养的奶农来说, 奶牛单产是影响盈亏平衡的重要因素, 在奶价处于低位时, 单产过低会造成奶农亏损, 随着规模化牧场奶牛年单产量的提高, 必将提高奶农的盈亏平衡点, 单产过低的将面临淘汰。

图 7：现代牧业牧场分布图



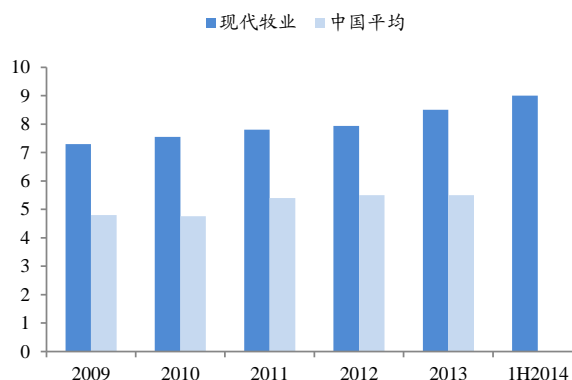
数据来源：公司年报

图 8：现代牧业存栏量（万头）



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 9：现代牧业奶牛年单产量高于全国平均（吨）

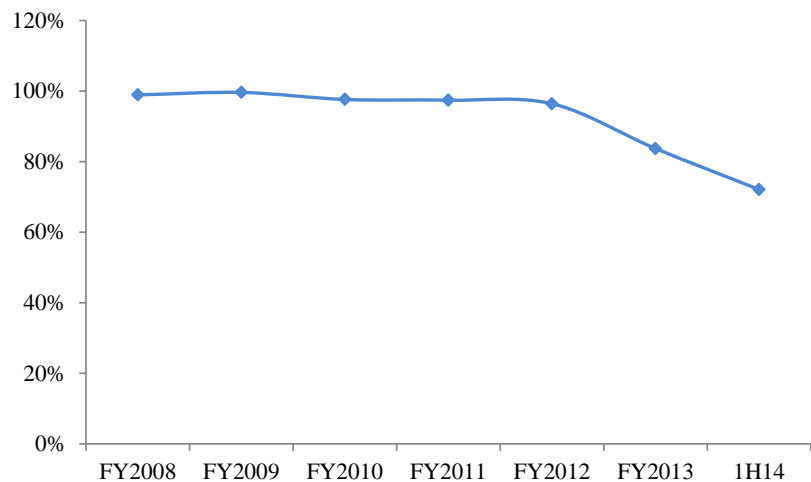


数据来源：Wind，国泰君安证券研究

2.3.2. 与蒙牛乳业的关系：逐步降低对蒙牛的依赖

现代牧业与蒙牛乳业渊源较深。截至目前，蒙牛乳业持有现代牧业 28% 的股权，是现代牧业第一大股东，现代牧业核心管理层大多出身蒙牛，蒙牛是公司最大的单一客户，公司从所产原奶供给蒙牛的比例从 2008 财年的 99.7% 下降到 2014 年上半年的 72.1%，接近最低供给比例 70% 的承购协议限制。

图 10: 现代牧业原奶供给蒙牛乳业的比例下降到 79.3%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

现代牧业于 2008 年 10 月与蒙牛乳业签订了长达 10 年《承购原料奶供应协议》，蒙牛乳业快速增长的原奶需求既促进了现代牧业快速发展，另一方面，也使现代牧业客户较为单一，公司近年也开始不断开拓新的客户，并涉足乳制品加工，推出自有品牌产品。

表 3: 现代牧业与蒙牛签订供奶协议主要内容

条款项目	项目内容
承诺采购	双方须于每个历年开始前三个月开始磋商每年估计供应额。倘双方无法协定数额，则协议规定蒙牛（内蒙古）须在下一个历年采购现代牧业所有原料奶产量，惟须受若干上限所规限。
向其他公司出售的权利	给予现代牧业最多 30% 的原料奶每日产量提供予第三方的灵活性，除两名竞争对手外。不包括对向第三方销售原料奶或开发自有乳制品的其他限制。
定价	定价按参照底价计算公式，在符合若干质量标准情况下可予上调；邻近蒙牛乳品加工厂的协定范围内，亦可上调。底价参考蒙牛集团于相关时间向其他大中型乳制畜牧场提供的价格厘定。倘相关地区并无大中型乳牛畜牧场，则参考蒙牛集团向附近地区的其他相当乳牛畜牧场提供的价格，并就反映不同地区的价格作出调整。蒙牛集团支付的底价及上调幅度不会低于向同地区其他大中型乳牛场支付的底价。 蒙牛（内蒙古）亦决定给予现代牧业选择权，可按其给予任何第三方供应商的相同条款及价格及价格向蒙牛（内蒙古）出售相同数量的原料奶。有关优惠待遇及补贴亦须向我们提供。
付款曲	按月付款，但新开设的牧场，于其首两个营运年度内，有关付款应融周支付。
终止及续期	倘于任何既定财年，蒙牛集团不再为中国十大乳品加工商之一，现代牧业有权终止随止随风协议。若一方严重违反承购协议且未在一定期限内作出补救，则另一方有权终止承购协议。在无出现不可抗力或违约事件的情况下，承购协议将于到期后自动续期十年。

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

2.3.3. 预计未来三年液态奶收入 CAGR 达 20%

公司 2011 年开始推出自有品牌盒装超高温奶，公司液态奶产品主要包括高端 UHT 奶、巴氏杀菌鲜牛奶以及鲜奶，以高端 UHT 奶为主。

表 4: 现代牧业主要产品

高端 UHT 奶	巴氏杀菌鲜牛奶
	
木糖醇酸奶	凝固型风味酸奶
	

数据来源：公司官网

液态奶产品定位高端，预计未来三年收入 CAGR 达 20%。自有品牌液态奶公司产品以“纯、真、新、鲜”为卖点，打造高端液奶新品牌。2014 上半年公司自有品牌液态奶销售收入 2.8 亿元，收入占比从 2012 年的 2% 提高到 11%，产品销量由 2013 年上半年 1 万吨增长至 2014 年上半年的 2.6 万吨，平均吨价为 10.8 元/KG，公司 UHT 奶在一号店上的终端价格约为 21.6 元/KG，渠道价差约有 100%，可保证经销商较高利润率。公司管理层预计 2015 年高端 UHT 奶收入可达 12 亿，2015-2018 年收入 CAGR 达到 20%。

销售渠道逐步扩展到全国。2011 年公司推出液态奶产品后，销售区域主要集中在华东、内蒙和北京，根据公司最新的销售计划，2014 年下半年计划把销售区域逐步扩展至全国大部分地区。公司也将成立负责运用巴氏杀菌加工技术的低温品牌奶的销售公司，以拓展低温品牌奶的网络销售。

2.4. 现代牧业股权结构

现代牧业现在由蒙牛控股，蒙牛共持有现代牧业 28% 的股权，现代牧业核心管理层持有公司股权，其中行政总裁高丽娜持股 5.19%。

表 5: 现代牧业股权结构

持股人姓名	对应高管职务	薪酬(万元)	持股比例%	参考持股市值(万元)
高丽娜	行政总裁、执行董事	86.6	5.19	82697.68
韩春林	执行董事	66.8	0.49	7778.11
孙玉刚	财务总监、执行董事	56.5	0.23	3653.84

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

2.5. 现代牧业未来看点：原奶价格回升+自有品牌液态奶有望成为新增长点

(1) 我们预计 2014 年原奶价格难见底，触底回升或在 2015 年下半年。现代牧业原奶价格从 2014 年上半年的 5.15 元/千克下降至 8 月份的 4.97 元/千克，未来仍有下降空间，预计 2015 年下半年触底回升。

进口大包粉是影响国内原奶价格最主要的因素之一，短期价格难上涨。最新一次全球乳制品拍卖在 9 月 16 日，竞得均价为 2692 美元/吨，按此价格折算中国港口到岸价为 22000 元/吨，较去年同期跌约 50%，我们预计进口大包粉价格短期难以上涨：(1) 受 2013 年奶荒影响，2014 年上半年中国进口奶粉量大增，据《荷斯坦》杂志的数据，2014 年 1-7 月份进口奶粉 74 万吨，同比增长 67%，目前库存处于高位，预计 8-12 月份进口奶粉增幅下降；俄国针对乳制品施行进口禁令，这都减少了对新西兰等国进口大包粉的需求；(2) 2014 年 3 月份开始，国际供给回暖，价格逐渐下降，国内市场奶荒也有所缓解，内外供给同时增加。

2014 年 9 月，全球最大乳制品出口商恒天然宣布 2014/15 季奶场支付预估价下调 12%，至每公斤乳固体 5.3 纽元；2014 年 9 月 17 日，国内主产区生鲜乳价格为 3.92 元/千克，大幅高于进口奶源。由于除了高端乳制品，大多数乳饮料、酸奶均可用复原乳，大包粉是国内生鲜乳的可替代产品，因此，我们预计至 2014 年底，原奶价格仍有下跌空间，见底时间或在 2015 年下半年。

(2) 液态奶产品继续走向全国。现代牧业的高端 UHT 奶已经走进华东、华北的渠道以及电商渠道，随着公司渠道的不断铺设，品牌不断被消费者认知，下游产品具有走向全国的潜力。2014 年上半年液态奶收入增长 143% 至 2.8 亿元，预计 2014 年可达 6 亿，公司管理层预计 2015 年高端 UHT 奶收入可达 12 亿，2015-2018 年 CAGR 达到 20%。

3. 辉山乳业：全产业链模式的区域龙头乳企

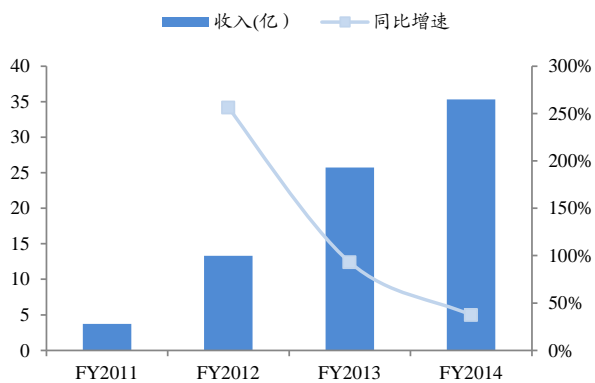
辉山乳业成立于 2011 年，辉山品牌历史可以追溯到 1951 年，是中国东北地区最大的乳制品生产企业。辉山乳业产品涵盖婴幼儿配方奶粉、常温奶、巴氏奶、酸奶和乳饮料等多个品类，2013 年在香港联交所上市。

辉山乳业是中国垂直整合度最高的乳品公司，拥有中国最大的上游资源及第二大奶牛群。公司业务模式覆盖整个乳品产业链，包括苜蓿草和辅助饲料种植、奶牛养殖以及“辉山”品牌乳制品的生产及销售。目前，公司是中国唯一一家能 100% 以自营牧场生产原奶的方式满足自有品牌液态奶及奶粉生产所需原料的乳品公司。

3.1. 辉山乳业收入、利润快速增长，增速趋缓

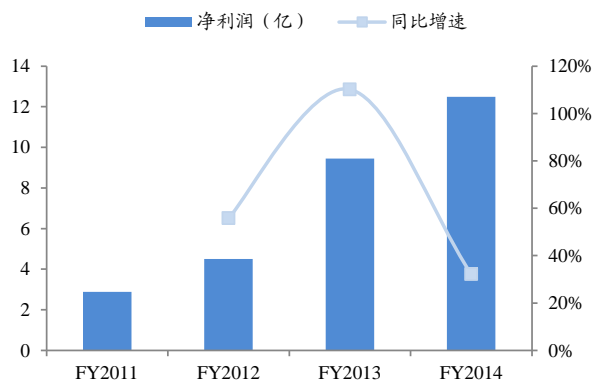
辉山乳业过去三年收入、利润快速增长。2011-2014 财年收入分别为 3.7 亿、13.3 亿、25.5 亿和 35.3 亿，CAGR 达 111.3%，2012-2014 财年同比增速分别为 256.3%、91.4%、38.3%；2011-2014 财年净利润分别为 2.9 亿、4.5 亿、9.5 亿和 12.5 亿，CAGR 达 63.0%，2012-2014 财年同比增速分别为 55.8%、110.2%和 32.1%。

图 11: 辉山乳业过去 3 年收入 CAGR 达 111%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 12: 辉山乳业过去 3 年净利润 CAGR 达 63%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

3.2. 辉山乳业净利率领先行业

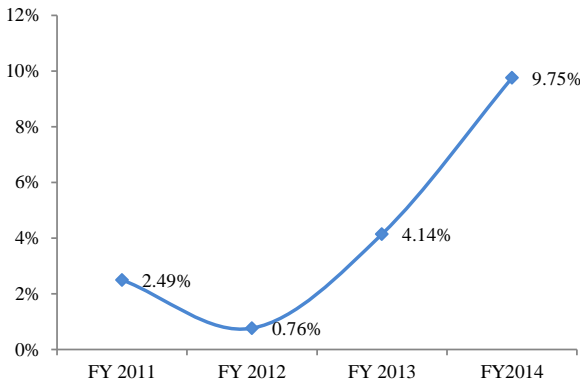
辉山乳业 2014 财年毛利率（生物资产公允价值调整后）、EBITDA 利润率、净利率分别为 20.1%、10.6%和 35.4%。

生物资产对辉山乳业的毛利、净利会计数值影响较大。2014 财年公司共有生物资产 43.0 亿，生物资产的公允价值调整变动影响公司毛利率会计指标，2014 财年公司在生物资产公允价值调整前、后的毛利率分别为 62.4%、20.1%；2014 财年公司净利润里包含了苜蓿草公允价值减销售成本初始确认产生的损益以及奶牛按公允价值减估计销售点成本初步确认生物资产之损益和共 15.0 亿元。

不考虑生物资产公允价值调整，辉山毛利率高于现代牧业、原生态牧业和中国圣牧，主要是这由要是由于公司全产业链的模式具有成本优势，以及公司原奶售价较高。公司的原奶成本约为 2 元/千克，而行业平均成本则为 3 元/千克；公司 2014 年 9 月原奶销售价格为 5 元/千克，而中国主产区生鲜乳价格仅为 4 元/千克。

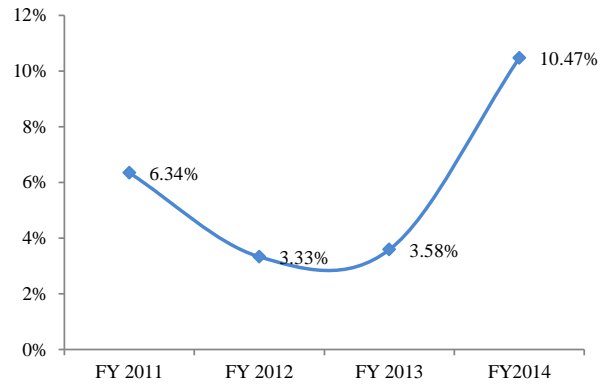
辉山乳业净利率有所下降。2011-2014 财年公司净利率分别为 77.2%、33.7%、37.0%、35.4%，主要是由于辉山乳业销售费用率、管理费用率有较大幅度上升，其中销售费用率从 2011 财年的 2.5% 上升到 2014 财年的 9.8%，管理费用率从 2011 财年的 6.3% 上升到 2014 财年的 10.5%。我们认为费用率的上升主要由于公司由奶牛养殖业务逐步向下游发展，液态奶销售业务提高了公司费用率。

图 13: 辉山乳业销售费用率大幅上升



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 14: 辉山乳业管理费用率较高

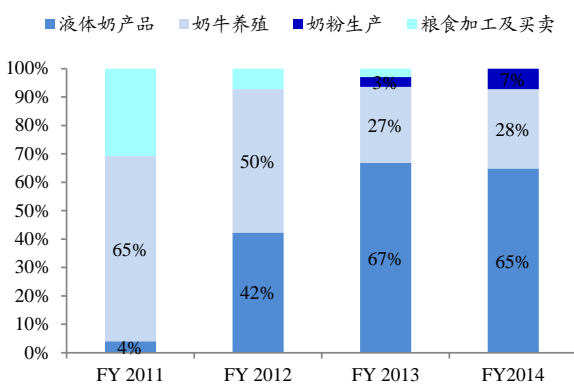


数据来源：Wind，国泰君安证券研究

3.3. 辉山乳业主营业务：奶牛养殖起家转型为全产业链乳企

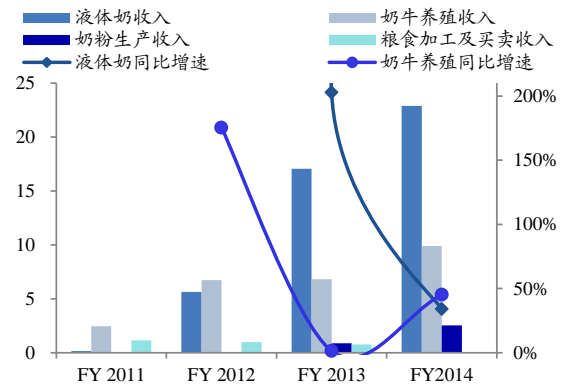
辉山乳业已由奶牛养殖企业转型为全产业链乳企。公司主营业务包括液态奶产品、奶牛养殖（原奶销售+奶牛销售）和奶粉生产，奶牛养殖收入占比从2011财年的65%下降到2014财年的28%，液态奶产品占比由4%提高到65%，奶粉由未涉及到收入占比7%，已经转型为全产业链乳品制造企业。

图 15: 2014 辉山乳业液态奶收入占比 65%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 16: 辉山乳业液态奶收入增长迅速（亿元）

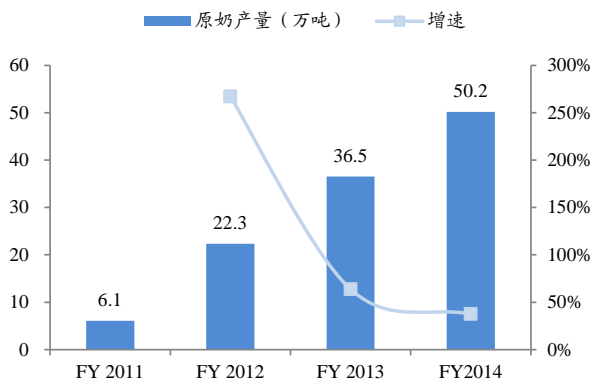


数据来源：Wind，国泰君安证券研究

3.3.1. 原奶:主打高端，外销比例下降

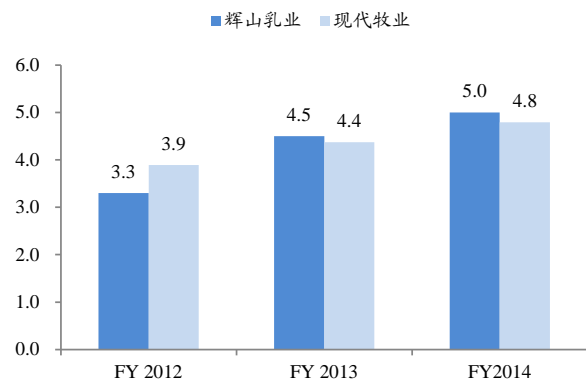
截至2014财年，辉山乳业共有养殖场59座、14.4万头奶牛、原奶产量50.2万吨，如果计算对内消费的量，销售金额达24.2亿。由于原奶的高品质，辉山乳业原奶价格在行业领先，且高过现代牧业。

图 17: 辉山乳业原奶产量及增速



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 18: 辉山乳业原奶价格高于现代牧业 (元/千克)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

辉山乳业外销原奶占比持续下降。辉山乳业主要销售给伊利、蒙牛等乳品制造企业，2011-2014 财年外销给其他乳品制造企业的原奶比例分别为 99.0%、70.5%、42.8%和 42.7%。辉山乳业上市时，伊利认购 1% 股权，意在通过股权合作，与辉山建立合作关系，获取优势奶源，但辉山对伊利、蒙牛等乳品制造企业的依赖并不强。

3.3.2. 液态奶: 东北市占率第一，定位“低温+高端”走向全国

辉山乳业 2013 年在东北市占率 19.5%，分销网络主要在东三省。辉山乳业已建立多渠道分销网络，包括第三方分销商、KA 渠道及专门渠道（如鲜奶配送上门及电商平台），公司分销商网络主要覆盖东北三省内的主要城市，以及省外部分华北、华东省市，截至 2014 年 3 月 31 日，辉山乳业共有 394 名分销商，404 个 KA 终端。

截至 2014 年 3 月 31 日，公司液态奶产品中，低温液奶（鲜奶、巴氏奶）占 22%，酸奶占 37%，常温奶占 41%，公司在东北市场重视低温液奶发展，巩固在公司当地的奶源优势。

定位“低温+高端”，向华北、华东拓展。公司东北以外市场扩张主打高端产品，目前已完成了山东、河北、四川的初步布局。辉山省外扩张采用差异化战略参与竞争。2014 年 6 月，“杰茜牧场发现之旅”启动仪式在北京举行，辉山高端 UHT 奶开始走向全国市场，“杰茜牧场”采用娟姗牛原奶，其 3.6 克天然优质乳蛋白含量区别于其他高端 UHT 奶，定价高于特仑苏和金典，意在满足高端 UHT 奶消费者注重品质和健康的诉求。公司未来省外市场仍会重点发展低温产品，辉山目前在东北市场，低温产品毛利率最高、增速最快，辉山希望把在东北的成功经验复制到全国。

3.3.3. 奶粉: 将与菲仕兰合作，主要面向二线及以下市场

辉山乳业于 2013 年 1 月开始涉足奶粉业务，奶粉分为 B2C 业务和 B2B 业务。B2C 主要针对大众消费者，主要产品为婴幼儿奶粉，B2B 主要针对企业客户，收入占比较小，主要产品是大包粉。

奶粉 B2C 业务，目前共有辉山金皇后、辉山红装、辉山、星恩四大奶粉品牌，2014 年 5 月，辉山与荷兰菲仕兰成立合资公司，计划共同推出新品牌。

辉山奶粉业务未来的看点在于与菲仕兰合作，主攻二线及以下市场。 2014 年 5 月 8 日，辉山乳业发布公告称，辉山与已经进入排他性谈判，拟在中国境内设立合资企业从事婴幼儿配方奶粉的生产和销售。合资公司生产的奶粉将采用辉山自有奶源，推出新品牌，这个新品牌的产品与菲仕兰旗下的“美素佳儿”以及辉山自有品牌奶粉三者将各自独立运营，美素佳儿将继续采用荷兰的奶源原装原罐进口，主攻一线城市，合资公司生产的奶粉将主要瞄准二线城市及其以下的市场。

菲仕兰为全球五大乳品公司之一，2013 年收入达 114 亿欧元，旗下的婴幼儿配方奶粉品牌“美素佳儿”(Friso)是深受中国人喜爱的明星品牌，我们认为菲仕兰在婴幼儿奶粉领域的经验，有助于辉山做大奶粉业务，成为新的利润增长点。

3.4. 辉山乳业公司股权结构

公司董事会主席和首席执行官杨凯及一致行业人葛坤女士通过 Champ Harvest、Talent Pool 间接持有公司 51.3%，公司控制权被管理层牢牢掌握。

表 6: 辉山乳业股权结构

股东名称	占已发行 普通股比例(%)
Champ Harvest Limited	46.08
Well Ease Limited	8.98
Talent Pool Holdings Limited	5.19
JPMorgan Chase & Co.	5.05
Norges Bank	5.00
其他	29.7

3.5. 辉山乳业未来看点：加大渠道投入，液态奶走向全国

(1) 以“安全”标签占领消费者心智。辉山乳业液态奶产品以全产业链模式形成的高品质区隔竞品，近年来乳业食品安全问题频发，作为业内唯一一家全产业链模式、原奶 100%自给、62 年食品安全零事故的乳企，对消费者具有很强的说服力。

(2) 具有管理现代分销渠道的经验，有助于渠道扩展到全国。相比于现代牧业等由原奶企业向下游制造业转型的公司，辉山乳业本身已具备多年管理现代分销渠道的经验，并在东北市场取得 19.5%的市占率。

目前，辉山乳业已建立多渠道分销网络，包括第三方分销商、KA 渠道及专门渠道（如鲜奶配送上门及电商平台），公司分销商网络主要覆盖

东北三省内的主要城市，省外部分华北、华东省市，截至 2014 财年，辉山乳业共有 394 名分销商，404 个 KA 终端。东北地区每位经销商皆专营辉山产品且开设一家辉山专卖店，专卖店收入占比达到 70% 以上，是辉山在东北市场控制渠道的关键。东北以外经销商不走经销商专卖店模式，采用与具有资源的当地经销商合作的模式，我们认为这种模式更有利于辉山迅速打入当地市场。

(3) 辉山乳业江苏建牧场，全产业链模式走出东北。辉山于 2014 年 8 月 26 日公告，将于江苏建一条乳制品全产业链，包括饲料种植以及加工、奶牛养殖、乳品加工、销售及营销，以分销消费乳制品至华东市场。

据 Frost & Sullivan 数据，2008-2013 年，华东地区（苏浙沪皖鲁）液态奶零售额从 286 亿增至 485 亿，CAGR 达 11.1%，预计 2018 年可达到 800 亿元。

华东地区是乳制品消费成熟的市场，市场空间大，区域强势品牌主要有光明乳业、现代牧业、卫岗乳业以及全国性乳企伊利、蒙牛，其中光明乳业、卫岗乳业低温产品较有竞争力，其他几家以常温奶为主。我们认为辉山乳业进入的是一个乳制品消费基础好、市场空间大同时竞争也异常激烈的市场，辉山定位“高端+低温”构成差异化竞争策略，主推 3.6 克乳蛋白高端 UHT 奶以及低温奶。由于辉山在东北的低温奶市场取得成功，我们认为辉山有可能在华东再造东北市场。

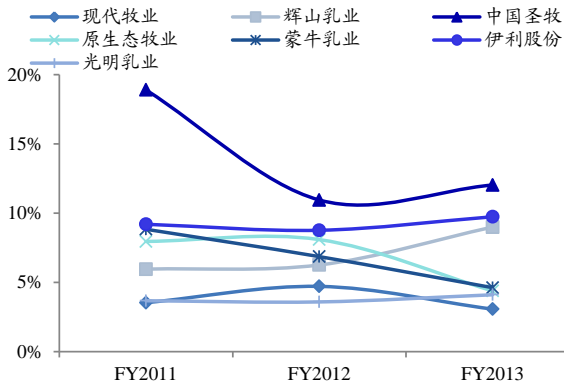
(4) 品牌营销投入已开始，区域品牌有望走向全国。2014 年，公司请二岸三地当红主持人蔡康永、华少、朱丹和陈鲁豫为公司代言，冠名由当红 00 后组合 TF Boys 作为推广大使的《中国少年强》（央视播出、光线传媒出品）、冠名《中国梦工厂》，宣传辉山乳业“安全新力量”的品牌诉求，有利于辉山品牌逐步走向全国。

4. 看好奶源型企业向下游纵向扩张

奶源型企业利用奶源优势向下游纵向扩张趋势明显。2014 上半年现代牧业公司自有品牌液态奶销售收入 2.8 亿元，收入占比从 2012 年的 2% 提高到 11%；2014 财年辉山乳业液态奶销售收入 22.9 亿，收入占比从 2011 财年的 4% 提高到 2014 财年的 65%。

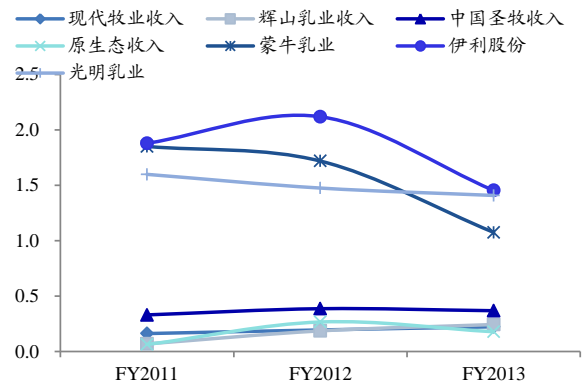
看好奶源型企业向下游纵向扩张。首先，奶源型企业的上游奶牛养殖业务是重资产行业，净利率虽高但资产周转慢、ROA 偏低，向下游纵向扩张有利于提高资产周转率及 ROA；另一方面，向下游扩张有利于平滑原奶价格下跌对公司业绩造成的影响。

图 19: 现代牧业 ROA 明显低于伊利股份



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 20: 现代牧业总资产周转率明显低于伊利股份



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

5. 风险提示

近年来乳制品行业食品安全问题频发，食品安全问题对乳制品企业具有重大负面影响。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数涨跌幅为基准。	增持	相对香港恒生指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对香港恒生指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对香港恒生指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对香港恒生指数下跌 5%以上
2. 投资建议的比较标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数的涨跌幅。	增持	明显强于香港恒生指数
	中性	基本与香港恒生指数持平
	减持	明显弱于香港恒生指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		