



食品饮料

2015.01.08

评级:

增持

乳制品行业基本面改善，掘金正当时

——乳制品行业深度研究报告

	柯海东 (分析师)	吕明 (分析师)	胡春霞 (分析师)
	0755-23976221	021-38675864	021-38676186
	kehaidong013145@gtjas.com	lvming@gtjas.com	huchunxia@gtjas.com
证书编号	S0880513050001	S0880514080005	S0880511010015

本报告导读:

我们预计 15 年原奶价格将处于低位，行业销量及毛利率有望改善，乳品行业基本面向好，目前行业龙头公司估值较低，部分公司存外延扩张及国企改革预期，建议增持。

摘要:

- **投资建议:** 我们预计 15 年乳制品行业基本面改善，原奶价格下跌利于乳品销量提升、降低成本提高盈利能力，**推荐低估值+外延式扩张预期的伊利股份，继续保持高增长+国企改革预期的光明乳业。**
- **我们预计 2015 年原奶价格处低位，行业销量及毛利率有望改善。** 预计 2015 年上半年开始原奶价格筑底，全年处于低位，有利于下游乳企降低成本，同时成本下跌会传递到终端产品价格，有利于提高销量。此外，2014 年一季度以后，原奶价格虽然大幅下跌，但大多数乳企于年初高价采购了较多大包粉，并没有完全享受到原奶价格下跌带来的好处，甚至多家企业计提了原材料减值损失，经过一年时间对大包粉的消化，2015 年大多数乳企可以享受到原奶价格下跌带来成本下降的好处，毛利率有望提升。
- **我们预计 2015 年高端产品+低温产品+新品类驱动乳企收入继续较快增长。** 1) 近几年高端产品占比不断提高，是乳企收入、利润快速增长的主要推动力。我们预计 2014 年伊利金典收入 50 亿，增速 50% 左右；蒙牛特仑苏收入 80 亿，增速 20% 左右；光明莫斯利安收入 60 亿，增速逾 90%。2) 低温产品增长迅速，是驱动乳企未来增长的新动力，2014 年中国酸奶销售额达 634 亿，增速达 19%。3) 伊利、蒙牛推出植物蛋白饮料，多品类扩张拉开序幕。功能性饮料、保健饮料、休闲食品是乳业龙头可能进行品类扩张的方向。品类扩张诉求或推动乳业龙头外延式扩张，乳业龙头公司具有渠道优势、资金优势。
- **乳企全球化进程加速，从容应对进口乳品冲击。** 越来越多的进口乳制品流入中国已经是不可避免的趋势，但并没有对国内乳企带来实质性冲击。相反，进口乳品的冲击加速推动了国内乳企的全球化进程。乳企全球化有利于整合全球资源获取优势奶源和先进生产管理技术，我们认为进口奶在未来 3 年仍将对国内高端奶源不足的补充，对国内乳企冲击有限。
- **乳业上市公司跟踪信息:** 伊利股份: 品类扩张支撑公司成长为中国版雀巢; 光明乳业: 国企改革可能加速，看好公司盈利能力提升; 蒙牛乳业: 盈利能力有提升空间，渠道转型仍待观察; 辉山乳业: 坚持全产业链，瞄准巴氏奶发展趋势; 现代牧业: 原奶业务将见底，下游产品发展迅速。
- **风险提示:** 原奶价格剧烈波动、下游乳品促销加剧、食品安全问题

细分行业评级

食品	增持
饮料	增持

重点覆盖公司列表

代码	公司名称	评级
600887.SH	伊利股份	增持
600597.SH	光明乳业	增持
2319.HK	蒙牛乳业	增持
6863.HK	辉山乳业	谨慎增持
1117.HK	现代牧业	谨慎增持



目 录

1. 我们的观点：看好乳业估值修复，增持龙头品种	4
2. 2015 年乳制品行业前瞻	5
2.1. 预计 2015 年乳制品销量增速及盈利能力好于 2014 年	5
2.2. 预计 2015 年上半年原奶价格筑底，全年处于低位	5
2.3. 高端产品+低温产品+新品类驱动乳企收入继续较快增长	7
2.3.1. 高端产品仍保持较快增速，产品结构升级明显	7
2.3.2. 低温产品是驱动乳企未来增长的新动力	8
2.3.3. 乳业龙头布局植物蛋白饮料，多品类扩张拉开序幕	9
2.4. 乳企全球化进程加速，从容应对进口乳品冲击。	10
2.4.1. 乳企全球化进程加速	10
2.4.2. 全球化利于公司获取质优质廉奶源，降低原奶成本	12
2.4.3. 全球化利于公司应对进口乳品冲击	13
3. 主要公司盈利预测及投资建议	15
4. 风险提示	16
5. 乳业上市公司跟踪信息	16
● 伊利股份：品类扩张支撑公司成长为中国版雀巢	17
● 光明乳业：国企改革可能加速，看好公司盈利能力提升	18
● 蒙牛乳业：盈利能力有提升空间，渠道转型仍待观察	19
● 辉山乳业：坚持全产业链，瞄准巴氏奶发展趋势	20
● 现代牧业：原奶业务将见底，下游产品快速发展	21
图 1: 14 年 1-11 月乳制品制造收入增长 19.4%	5
图 2: 14 年 1-11 月液体乳产量增加 0.2%	5
图 3: 09 年以后进口奶粉数量快速增长	7
图 4: 预计 14 年复原乳占原料奶需求的 25%	7
图 5: 14 年全球全脂奶粉拍卖价格已下跌 54.0%	7
图 6: 14 年国内生鲜乳价格下跌 9.1%	7
图 7: 13 年新西兰全脂奶粉出口量占全球 64.7%	7
图 8: 13 年中国进口全脂奶粉量占全球出口的 51%	7
图 9: 2014 年光明巴氏奶市占率第一	8
图 10: 2014 年蒙牛酸奶市占率第一	8
图 11: 中国酸奶收入保持较快增速	8
图 12: 伊利酸奶占收入比例约为 9%	8
图 13: 2013 年软饮料制造行业收入 5278 亿	9
图 14: 14 年 1-11 月含乳和植物蛋白饮料收入增 11%	9
图 15: 伊利股份经营现金流情况良好	10
图 16: 伊利股份资产负债情况支持兼并收购	10
图 17: 2013 年中国每头奶牛养 162 人	12
图 18: 2013 年中国规模化牧场占比仍然较低	12
图 19: 进口全脂奶粉产量增速大于中国自产（万吨）	12
图 20: 进口全脂奶粉占中国总需求比例不断攀升	12
图 21: 新西兰全脂奶粉出口量具有绝对优势（万吨）	13
图 22: 新西兰全脂奶粉出口量全球占比不断攀升	13



图 23: 中国进口奶粉来源国及增速 (万吨)	14
图 24: 新西兰为中国最大奶粉进口来源国	14
图 25: 中国进口液态奶来源国及增速 (万吨)	14
图 26: 德国为中国最大液态奶进口来源国	14
图 27: 欧盟和新西兰出口中国液态奶占比大 (亿)	14
图 28: 德国出口中国液态奶价格较低 (元/kg)	14
图 29: 新西兰出口中国奶粉占比大 (亿)	15
图 30: 新西兰、美国出口中国奶粉价格较低 (元/kg)	15
表 1: 伊利全球织网计划加速	11
表 2: 蒙牛全球化大事件	11
表 3: 2014 年伊利跻身全球乳企 10 强	15
表 4: 港股和 A 股主要乳制品企业市值、财务指标对比	15



1. 我们的观点：看好乳业估值修复，增持龙头品种

我们预计 2015 年乳制品行业基本面有所改善，存在国企改革、外延式扩张等亮点，继续看好乳制品估值修复，建议增持伊利股份、光明乳业。

我们预计 2015 年原奶价格处低位，行业销量及毛利率有望改善。我们预计 2015 年上半年开始原奶价格筑底，全年处于低位，有利于下游乳企降低成本；同时成本下跌会传递到终端产品价格，我们一般认为高端品需求价格弹性大于 1，当价格下降时，需求上涨的速度大于价格下降的速度，降价有利于产品收入的增加，高端乳制品是支持乳企收入、利润增长的主要动力，我们判断终端产品价格下降利于乳企收入增加。此外，2014 年一季度以后，原奶价格虽然大幅下跌，但由于大多数乳企于年初高价采购了较多大包粉，并没有完全享受到原奶价格下跌带来的好处，甚至多家企业计提了原材料减值损失（蒙牛乳业上半年计提了 2.5 亿、光明乳业 2014 年前三季度计提了 8650 万元），经过一年时间对大包粉的消化，2015 年大多数乳企可以享受到原奶价格下跌带来成本下降的好处，毛利率有望提升。

2014 年以来，乳业龙头公司大幅跑输大盘，有望迎来补涨行情。截至 2015 年 1 月 5 日，伊利 2014 年以来仅上涨 17%，跑输上证指数 41pct.；光明乳业 2014 年以来下跌 16%，跑输上证指数 74pct.。乳业公司由于 2013 年涨幅较多、估值较高、2014 年消费疲弱，股价消化高估值，全年看股价表现滞涨，我们认为 2015 年基本面改善、高估值也已经得到了消化，有望迎来补涨行情。

维持伊利股份增持评级。伊利股份估值低，存在外延式扩张的可能，看好估值修复行情。截至 2015 年 1 月 5 日，据我们的盈利预测（2015 年 EPS1.72 元），伊利 15 年 PE 为 17 倍，处于历史低位且低于蒙牛 2015 年 WIND 一致预测的 24 倍；公司机构持股占流通股比例从 2014 年一季度报的 33% 下降至三季报的 20%，已大幅回落；出台员工持股计划，增强公司市值管理动力；基本面上看，伊利高端产品继续高增长，2014 年 12 月推出植物蛋白饮料拉开品类扩张序幕，高端产品+新品类扩张支撑公司未来收入保持 10% 增长。目前时点我们认为伊利股份存在着明确的补涨行情，给予公司 2015 年 20 倍 PE，维持增持评级，维持目标价 34.4 元。

维持光明乳业增持评级。我们预计光明乳业国企改革有望进一步突破，存在集团资产注入预期。维持 2014-2015EPS 预测 0.43 元、0.60 元，维持目标价 22.50 元，对应 2015 年 PS 为 1.1 倍。光明乳业作为上海第一家股权激励试点企业，国企改革对公司经营改善起到了较大促进作用，近三年发展速度、质量效益提高明显。公司于 2014 年 12 月完成第二期股权激励，国企改革继续领跑上海国企，预计公司下一步国企改革可能是集团资产注入。据维基百科提供的信息，光明食品集团于 2014 年 5 月 22 日，以 25 亿美元收购了以色列食品公司 Tnuva 56% 股权。Tnuva 是以色列最大的乳制品公司，在以色列的市占率达 70%，业

务包括多种食品的生产、分销和销售，除了乳制品，还有冷冻蔬菜、禽蛋制品、肉制品、糕点等，在奶酪等产品上具备领先优势。Tnuva 2011 年收入为 76.4 亿谢克尔（约人民币 120 亿，净利润 4.28 亿谢克尔（约人民币 6.7 亿），净利率 5.6%，高于光明乳业。以色列是农业牧业技术非常发达的国家，如果能注入上市公司，有利于光明乳业引入以色列的技术以及产品，提高公司盈利能力。

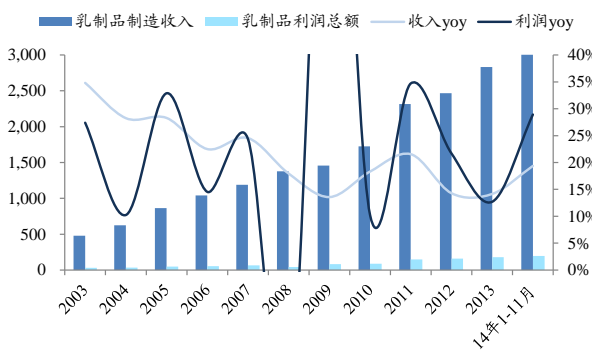
2. 2015 年乳制品行业前瞻

2.1. 预计 2015 年乳制品销量增速及盈利能力好于 2014 年

2014 年乳制品行业主要由于提价实现收入、利润快速增长。2014 年 1-11 月乳制品行业实现收入、净利润分别为 3002.4 亿、196.3 亿，同比增长 19.4%、28.9%；而同期中国液体乳销量为 2204.0 万吨，同比仅增长 0.2%，我们由此判断 2014 年乳制品行业收入增长主要来自于提价。2013 年原奶价格大幅上涨，乳品产成品价格随之多次上涨，但同时也对 2014 年乳品销量带来了一定负面影响。

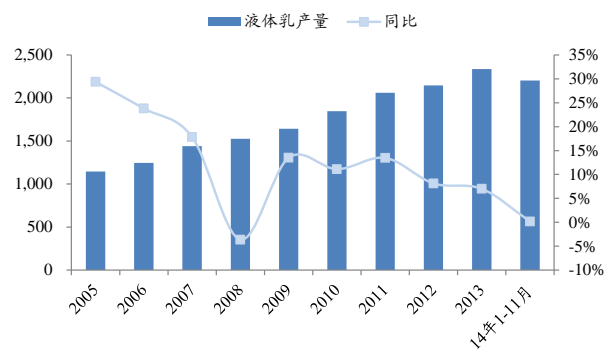
我们预计 2015 年乳制品销量增速及盈利能力好于 2014 年。预计 2015 年上半年开始原奶价格筑底，全年处于低位，有利于下游乳企降低成本；同时成本下跌会传递到终端产品价格，我们一般认为高端品需求价格弹性大于 1，当价格下降时，需求上涨的速度大于价格下降的速度，降价有利于产品收入的增加，高端乳制品是支持乳企收入、利润增长的主要动力，我们判断终端产品价格下降利于乳企收入增加。此外，2014 年一季度以后，原奶价格虽然大幅下跌，但由于大多数乳企于年初高价采购了较多大包粉，并没有完全享受到原奶价格下跌带来的好处，甚至多家企业计提了原材料减值损失（蒙牛乳业上半年计提了 2.5 亿、光明乳业 2014 年前三季度计提了 8650 万元），经过一年时间对大包粉的消化，2015 年大多数乳企可以享受到原奶价格下跌带来成本下降的好处，盈利能力有望提升。

图 1: 14 年 1-11 月乳制品制造收入增长 19.4%



数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

图 2: 14 年 1-11 月液体乳产量增加 0.2%



数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

2.2. 预计 2015 年上半年原奶价格筑底，全年处于低位

2014 年国内原奶及进口大包粉价格大幅下跌。全球全脂奶粉拍卖价格由 2014 年 1 月 7 日的 4934 美元/吨下降到 12 月 16 日的 2270 美元/吨，下跌了 54.0%。由于进口大包粉可通过复原乳生产乳饮料、酸奶、冰淇



淋等，对国内原奶具有明显的替代作用，价格相关性高，国内原奶价格也随之大幅下跌，国内主产区生鲜乳价格由 2014 年 1 月 1 日的 4.19 元/千克下降 9.1% 至 12 月 10 日的 3.81 元/千克。

我们预计 2015 年上半年原奶及进口大包粉价格筑底，全年处于低位，有利于行业销量及毛利率改善。

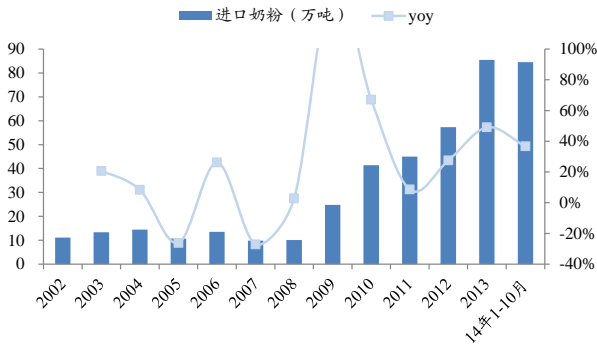
由于替代作用，进口大包粉价格是国内原奶价格的先行指标。2014 年 1-10 月中国进口奶粉约为 84.5 万吨，按照 1: 8 复原成液态奶（相当于生鲜乳）约为 676.4 万吨，同期国内液态奶产量为 1993.1 万吨，我们粗略推算目前进口大包粉复原成液态奶占国内原料奶需求的 25%，大包粉已成为国内原奶需求的重要补充。当大包粉价格大幅低于国内生鲜乳价格时，更多的乳制品会采用大包粉以降低成本，致使国内原奶价格调整到合理价格；而当大包粉价格大幅上涨失去价格优势时，国内生鲜乳需求提升，价格上涨，每当国内原奶价格大幅上涨时，大包粉占原奶需求比例就会上升。

2014 年国际大包粉供给增加+中国大包粉库存处于高位，使大包粉价格大幅下跌。中国大包粉库存下降+国内外部分奶农退出，预计 2015 上半年原奶价格见底。我们预计截止 2014 年 12 月大包粉经销商囤积的库存仍有 35 万吨，乳企大包粉库存也大约在 20 万吨左右，合理库存大约在 20 万吨，有近 35 万吨不良库存还没有被消化；据海关统计数据，1-11 月中国进口奶粉约为 99 万吨，每个月需求大约为 9 万吨，我们因此判断可能到 2015 年年中可消化掉 35 万吨不良库存到合理库存水平。此外，目前国内外原奶价格已经低于部分奶农的成本价，已经有河北、山东等多地奶农倒奶或退出，供给面临收缩，由此我们预计 2015 年上半年原奶价格见底。

欧盟取消牛奶配额+需求平稳，预计原奶价格处于低位。欧盟将于 2015 年取消牛奶配额，如果原奶价格大幅上涨，爱尔兰等国家将可能释放新的供给，另外一方面，中国是大包粉第一大消费国，2013 年中国进口全脂奶粉量占全球出口的 51%，而中国乳业逐渐进入发展成熟阶段，需求趋于平稳，由此预计原奶价格不会大幅反弹。

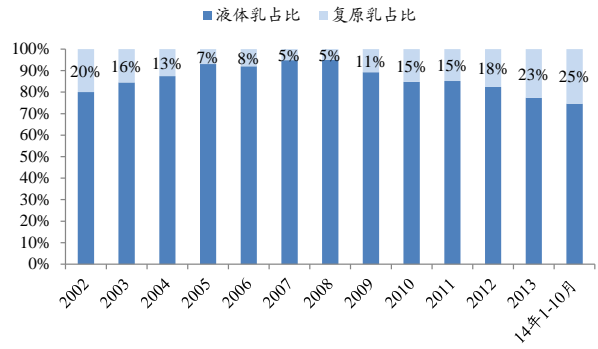
我们预测原奶价格下降可使乳企毛利率有 2-3pct. 的提升。目前辉山乳业为伊利、现代牧业为蒙牛供应原奶的价格约为 4.8 元/千克，全年平均供奶价格约为 4.95 元/千克，我们预计 2015 年平均供奶协议价为 4.6 元/千克，有大约 7% 的下降空间，伊利 2013 年年报披露直接材料占总成本比例为 89%，即使考虑到终端产品价格下降的影响，我们预测仍可使乳企毛利率有 2-3pct. 的提升。

图 3: 09 年以后进口奶粉数量快速增长



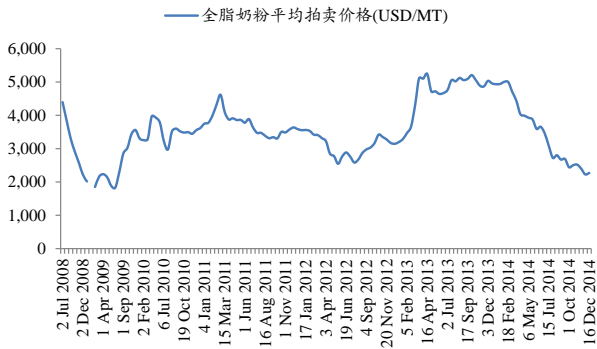
数据来源: 商务部, 中国奶业协会, 国泰君安证券研究

图 4: 预计 14 年复原乳占原料奶需求的 25%



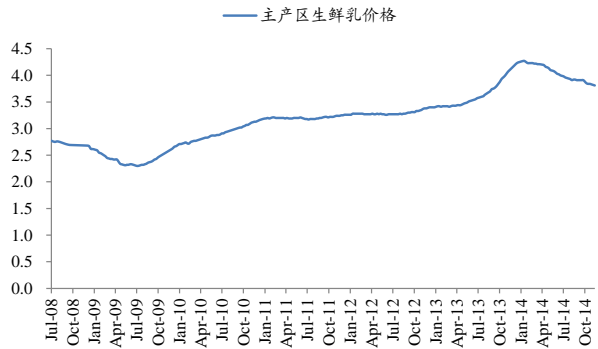
数据来源: 商务部, 中国奶业协会, 国泰君安证券研究

图 5: 14 年全球全脂奶粉拍卖价格已下跌 54.0%



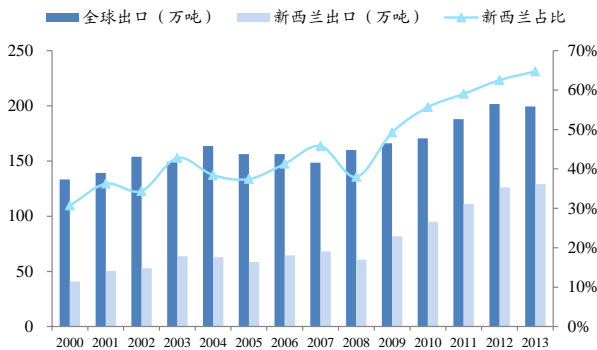
数据来源: GDT, 国泰君安证券研究

图 6: 14 年国内生鲜乳价格下跌 9.1%



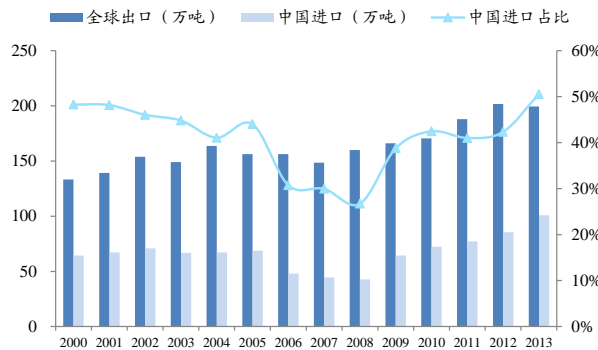
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 7: 13 年新西兰全脂奶粉出口量占全球 64.7%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 8: 13 年中国进口全脂奶粉量占全球出口的 51%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2.3. 高端产品+低温产品+新品类驱动乳企收入继续较快增长

2.3.1. 高端产品仍保持较快增速, 产品结构升级明显

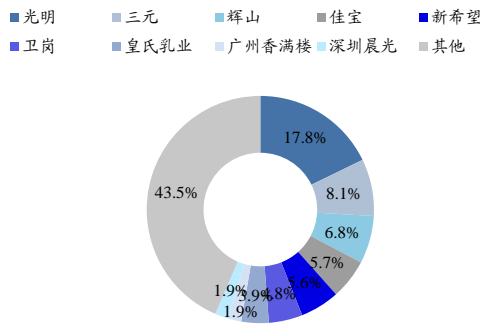
近几年, 乳制品行业产品结构升级明显, 高端产品占比不断提高, 是乳企收入、利润快速增长的主要推动力。我们预计 2014 年伊利金典收入 50 亿, 增速 50% 左右; 蒙牛特仑苏收入 80 亿, 增速 20% 左右; 光明莫斯利安收入 60 亿, 增速逾 90%。目前伊利普通液奶收入占比仍然达 54%, 随着消费升级, 普通液奶的高端化趋势将继续, 产品结构升级仍有空间。

2.3.2. 低温产品是驱动乳企未来增长的新动力

低温产品增长迅速，是驱动乳企未来增长的新动力。过去 15 年中，伊利、蒙牛通过 UHT 奶解决了中国人可以喝到牛奶的问题，迅速做大做强走向全国，目前伊利、蒙牛渠道已经下沉到县乡一级，在普通白奶增速趋缓情况下，低温产品尤其是酸奶保持较快增速。据 Euromonitor 预测，2014 年中国酸奶销售额达 634 亿，增速达 19%；巴氏奶销售额为 221 亿，增长 10%。由于低温产品需要冷链运输，有 500 公里左右的运输半径，所以目前销售主要集中在一二线城市，随着城市化率的提高以及农村零售系统的发展，低温产品具有较大市场空间，将是驱动乳企增长的新动力。

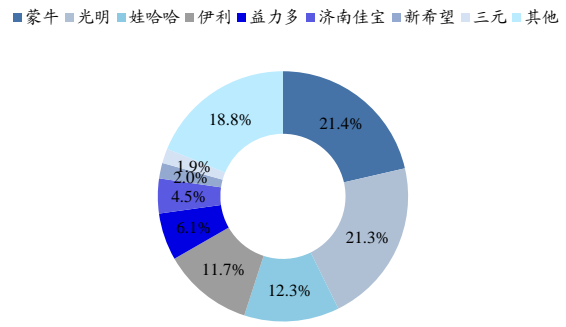
目前酸奶市场中蒙牛、光明、娃哈哈和伊利市占率靠前，乳企纷纷加大对低温产品布局。据 Euromonitor 预测，2014 年蒙牛、光明、娃哈哈、伊利的酸奶市占率分别为 21.4%、21.3%、12.3%、11.7%；光明乳业、辉山乳业、三元占巴氏奶市占率分别为 17.8%、8.1%、6.8%。乳企纷纷加大对低温产品的布局：蒙牛 2014 年 2 月与达能成立合资公司共同开发中国酸奶市场；现代牧业于 2014 年底将巴氏奶、酸奶铺向商超渠道；辉山乳业在江苏新建牧场进军华东巴氏奶和酸奶市场，伊利低温业务占比也已经达到了 9%，低温市场已成为各家乳企竞相争夺的市场。

图 9：2014 年光明巴氏奶市占率第一



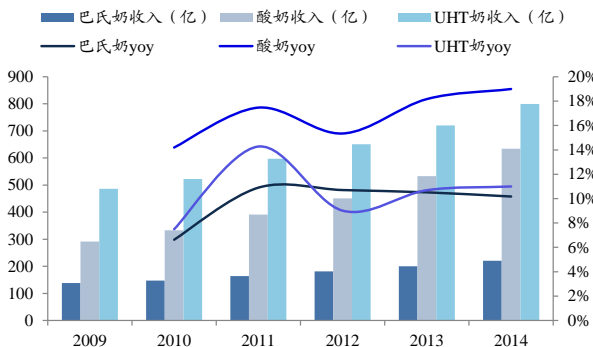
数据来源：Euromonitor，国泰君安证券研究

图 10：2014 年蒙牛酸奶市占率第一



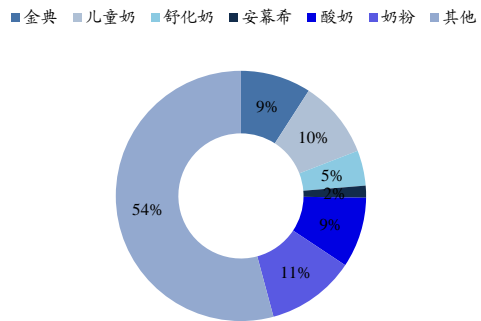
数据来源：Euromonitor，国泰君安证券研究

图 11：中国酸奶收入保持较快增速



数据来源：Euromonitor，国泰君安证券研究

图 12：伊利酸奶占收入比例约为 9%



数据来源：市场调研，国泰君安证券研究

2.3.3. 乳业龙头布局植物蛋白饮料，多品类扩张拉开序幕

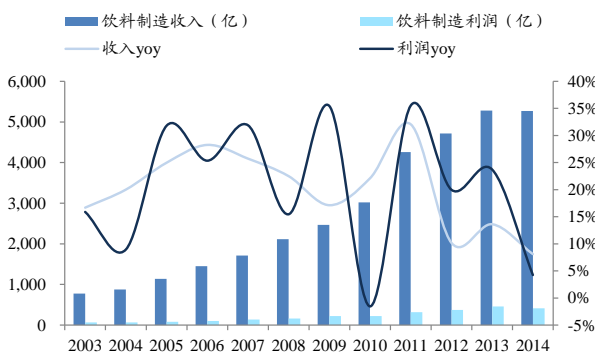
乳制品行业增速逐渐趋缓，乳业龙头寻求多品类扩张。乳业在经历了黄金十年后，销量增速趋缓，提价和产品结构升级成为推动乳业收入、净利润增长的主要因素。随着乳业逐渐步入成熟期，新品类扩张将成为未来乳业龙头公司维持收入稳定增长的重要手段。

伊利、蒙牛推出植物蛋白饮料，抢夺千亿蛋糕。据糖烟酒周刊报道，2014年12月12日，蒙牛新品发布会上推出植朴磨坊植物蛋白营养饮品，伊利在2014年12月17日液态奶事业部2015年客户大会上，宣布由动物蛋白延伸至植物蛋白，推出伊利核桃乳。伊利、蒙牛在乳制品行业外的品类扩张都首先选择了植物蛋白饮料，主要是由于软饮料市场空间大。2014年1-11月软饮料收入达5270亿，同比增长8.1%，而植物蛋白饮料是软饮料市场中表现较好的子行业，2003-2013年复合增速达30%，截至2014年11月，含乳及植物蛋白饮料收入933亿，同比增长11%。

功能性饮料、保健饮料、休闲食品是乳业龙头未来进行品类扩张的方向。乳业龙头的核心优势是遍布全国的销售网络以及快消品运作经验，随着乳制品行业发展成熟，选择有市场潜力的其他品类，放入现有的销售渠道中，是乳业龙头保持业绩持续稳定增长的重要手段之一。

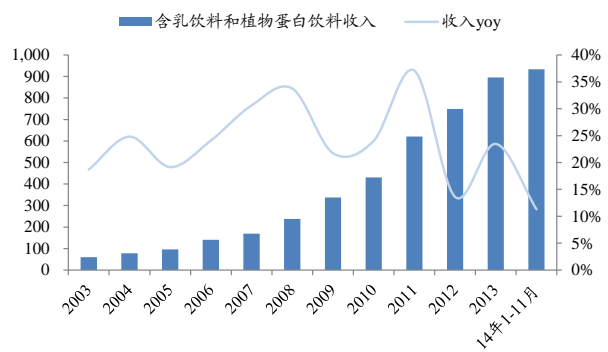
品类扩张诉求将可能推动乳业龙头外延式扩张。乳业龙头公司具有渠道优势、资金优势，饮料、休闲食品公司都可能成为乳业龙头公司并购的标的。以伊利为例，已经开始寻求新品类的扩张，公司现金、资产负债情况均支持兼并收购，截至2014Q3，伊利持有货币资金143亿，前三季度经营现金净流入净额23亿，资产负债率为53.3%，流动比率、速动比率分别为1.1、0.9，食品饮料行业的大多数品类都能与伊利遍布全国的销售网络产生协同效应。

图 13: 2013 年软饮料制造行业收入 5278 亿



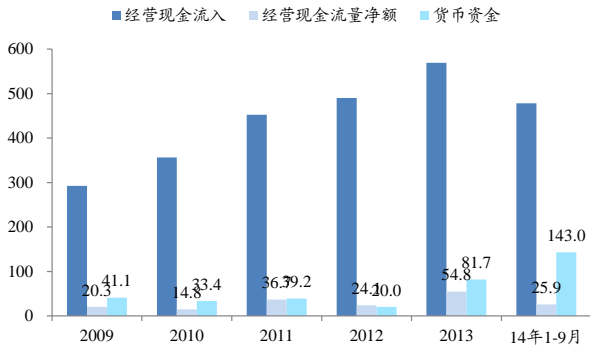
数据来源: Euromonitor, 国泰君安证券研究

图 14: 14 年 1-11 月含乳和植物蛋白饮料收入增 11%



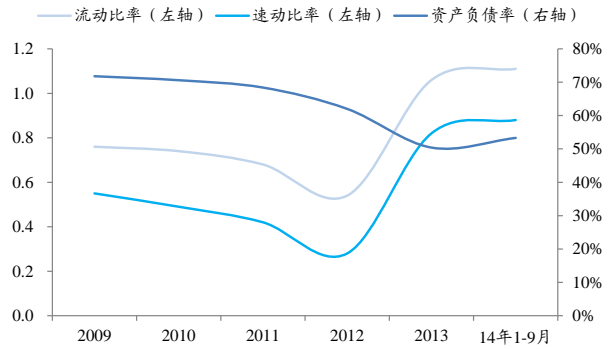
数据来源: Euromonitor, 国泰君安证券研究

图 15: 伊利股份经营现金流情况良好



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 16: 伊利股份资产负债情况支持兼并收购



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2.4. 乳企全球化进程加速，从容应对进口乳品冲击。

越来越多的进口乳制品流入中国已经是不可避免的趋势，但并没有对国内乳企带来冲击。相反，进口商品的冲击加速推动了国内乳业的全球化进程。我们认为进口奶在未来3年仍将对国内高端奶源不足的补充，对国内乳企冲击有限。乳企全球化，有利于整合全球资源获取优势奶源和先进生产管理技术，积极应对进口冲击。

2.4.1. 乳企全球化进程加速

伊利于 2013 年提出“全球织网计划”的全球战略，实质就是全球产业链的一体化。全球产业链一体化包括全球战略资源的一体化、全球食品安全的一体化和全球消费市场的一体化。伊利在两年时间内，已经在世界乳业格局中成功进军美洲、大洋洲、欧洲三大板块，并涉及奶源、技术、食品安全，全球织网计划步伐迅猛。

蒙牛乳业 “整合进来” 与 “布局出去” 结合推进国际化。蒙牛乳业是目前国内与国外乳业巨头合作最紧密的公司，全球乳企排名第2的达能和第7的 Arla Food 纷纷入股蒙牛，达能入股了蒙牛旗下所有的子公司并成立了专注低温产品的合资公司；蒙牛还与美国 White Wave 成立合资公司推出植物蛋白饮料。一系列“整合进来”举措有利于蒙牛引入国家公司先进的管理、技术以及产品，帮助蒙牛快速走向国际化。此外，蒙牛也积极“布局出去”，2014年11月，与新西兰合作伙伴鹏欣和 Miraka 合作，计划在奶源和乳制品加工领域开展合作，雅士利国际与奥克兰大学研发机构 UniServices 达成战略合作协议，共同推进婴幼儿、孕妇营养方面，婴幼儿成长等领域的研究开发工作。同时，雅士利位于 Waikato 的海外生产基地，投资 2.2 亿纽币，将于 2015 年初全面量产，预计年产婴幼儿奶粉 5 万吨，亦为蒙牛国际化进程添上重彩。

除了伊利、蒙牛，光明乳业、辉山乳业也积极国际化。光明乳业继 2011 年成功收购新莱特后，2014 年 4 月，光明乳业与澳洲 PACTUM 乳业集团(PDG)签订产品代加工协议生产进口优+；2014 年 10 月，辉山乳业牵手菲仕兰共同开发婴幼儿奶粉，菲仕兰将支付 7 亿元人民币以获得辉山乳业秀水工厂 50% 的股份，并将投资 3000 万美元在香港证券交易所购买辉山乳业的股票。



表 1: 伊利全球织网计划加速

时间	合作对象/地点	事件
2013 年 3 月	新西兰	在新西兰总投资 11.03 亿元建设年产 4.7 万吨奶粉生产线项目，是伊利集团首次海外投资，目前已投产
2013 年 7 月	美国 DFA	与 DFA 签署了谅解备忘录，拟在战略采购、牧场服务等方面建立长期战略合作关系，并就未来乳品相关项目建立了战略性优先权关系
2013 年 9 月	辉山乳业	5000 万美元投资港股上市公司辉山乳业股权
2013 年 10 月	意大利斯嘉达	与意大利最大的乳品企业斯嘉达达成战略合作，2014 年 11 月，伊利与斯嘉达合作推出原装进口 UHT 奶培兰
2014 年 2 月	荷兰赫宁根大学	在荷兰瓦赫宁根大学合作成立欧洲研发中心，3 月推出托菲尔奶粉
2014 年 8 月	SGS、劳氏、天祥	与 SGS(瑞士通用公证行)、LRQA(英国劳氏质量认证有限公司)和 Intertek(英国天祥集团)达成战略合作，升级伊利全球质量安全管理保障体系
2014 年 11 月	美国 DFA	与美国头号乳企 DFA 合建全美最大奶粉工厂，预计产能 8 万吨，该合资奶粉工厂注册资本 1 亿美元，其中伊利投资 3000 万美元，持股 30%
2014 年 11 月	新西兰	拟在新西兰新建年产 5.6 万吨奶粉项目（10.05 亿元）、婴幼儿配方乳粉包装项目（3.32 亿元）、超高温灭菌奶项目（4.62 亿元）和生牛乳深加工项目（2.01 亿元），合计投资 20 亿元

数据来源：公司官网，Wind，国泰君安证券研究

表 2: 蒙牛全球化大事件

时间	合作对象/地点	事件
2012 年 6 月	Arla Foods	Arla Foods（爱氏晨曦）以 22 亿港元入股蒙牛，持股约 5.9%，成为第二大战略股东，2013 年，蒙牛代理 ARLA 的原装进口 UHT 奶
2013 年 11 月		首次海外发行五年期 5 亿美元债券的簿记工作
2014 年 2 月	达能	达能出资 51 亿港元与中粮集团成立合资企业，持有蒙牛约 9.9% 股份，成为蒙牛的战略股东，主要合作酸奶业务
2014 年 7 月	达能	达能（上海）投资有限公司以 2.85 亿元人民币的增资款，持有蒙牛包括通辽、清远、眉山等六家低温子公司 20% 的股权，加上 2014 年 4 月达能以 9.68 亿元人民币增资并持有内蒙古蒙牛达能乳制品有限公司 20% 股权，至此，蒙牛旗下七家子公司现已完成从内资企业向中外合资企业的变更
2014 年 10 月	达能	达能将以 25% 的股份成为雅士利第二大股东，另外，蒙牛、达能及雅士利也在洽谈，雅士利将入股达能旗下多美滋中国公司，实现双向持股
2014 年 11 月	鹏欣、Miraka	与新西兰合作伙伴鹏欣和 Miraka 合作，计划在奶源和乳制品加工领域开展合作
2014 年 11 月	新西兰	雅士利国际与奥克兰大学研发机构 UniServices 达成战略合作协议，共同推进婴幼儿、孕妇营养方面，婴幼儿成长等领域的研究开发工作。同时，雅士利位于 Waikato 的海外生产基地，投资 2.2 亿纽币，将于 2015 年初全面量产，预计年产婴幼儿奶粉 5 万吨
2014 年 12 月	White Wave	与美国 White Wave 公司成立合资公司，推出植物蛋白饮料植朴磨坊

数据来源：公司官网，Wind，国泰君安证券研究

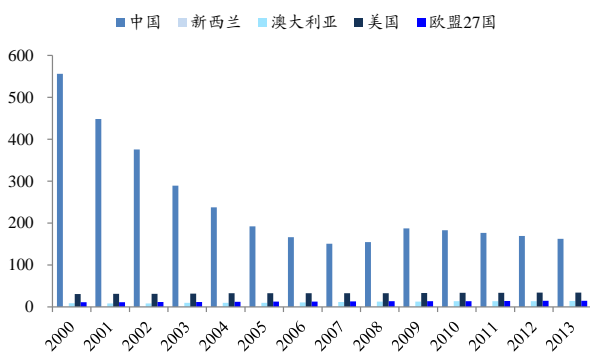
2.4.2. 全球化利于公司获取优质廉价奶源，降低原奶成本

新西兰、澳大利亚具有明显乳业资源禀赋。2013 年，中国、美国、欧盟、澳大利亚、新西兰平均每头牛要供养人数分别为 162、34、15、14、0.9 人，相差悬殊；另外，中国奶牛养殖规模较小，现代化程度低、规模化牧场较少、头牛产奶量较低，据中国奶业协会数据统计，2012 年中国牧场养殖规模大于 100 头的仅占全国奶牛存栏量的 0.6%，2012 年平均存栏量仅为 7.3 头。

国内原奶特别是高端原奶已经远不能满足国内的消费需求，进口原料奶及乳品补充多于替代。以全脂奶粉为例，中国进口全脂奶粉总需求占比不断提高，从 2000 年的 9% 上升到 2014 年的 33%。

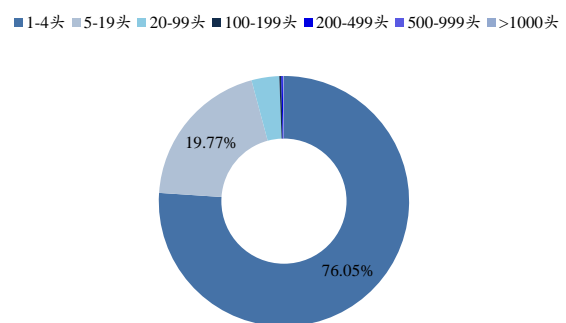
乳企全球化有利于获取优质廉价奶源。一方面，可以直接在海外设立乳品生产工厂，利当地原奶生产成乳品后再出口到中国，例如，伊利于 2013 年、2014 年先后投资 11 亿、20 亿在新西兰投资，投资项目包括奶粉、UHT 奶工厂、生牛乳深加工项目等，正是看中新西兰安全、高质、低廉的性价比超高的奶源优势。另一方面，虽然海外生鲜乳不能直接进口到中国，但可以通过大包装替代国内原奶，除了部分高端乳品，大部分乳饮料、酸奶、奶粉都可使用进口大包粉替代国内原奶作为原料。

图 17: 2013 年中国每头奶牛养 162 人



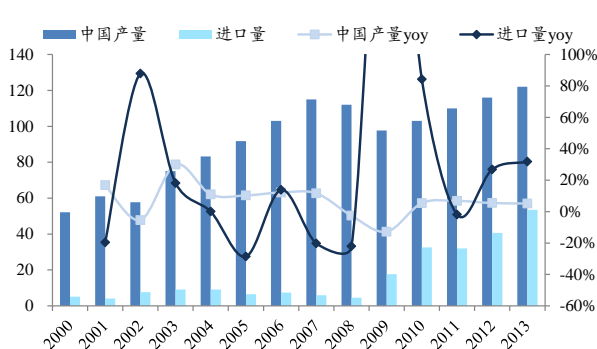
数据来源：中国奶业统计资料，Wind，国泰君安证券研究

图 18: 2013 年中国规模化牧场占比仍然较低



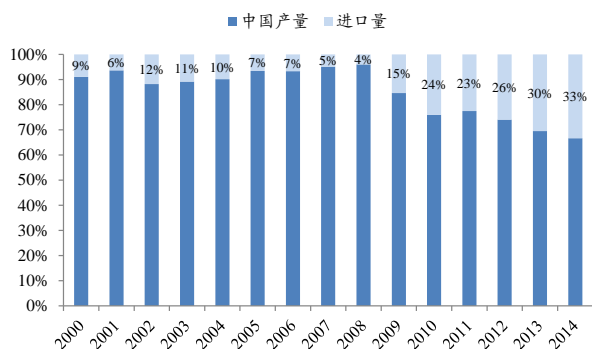
数据来源：中国奶业统计资料，Wind，国泰君安证券研究

图 19: 进口全脂奶粉产量增速大于中国自产 (万吨)



数据来源：USDA，国泰君安证券研究

图 20: 进口全脂奶粉占中国总需求比例不断攀升



数据来源：USDA，国泰君安证券研究

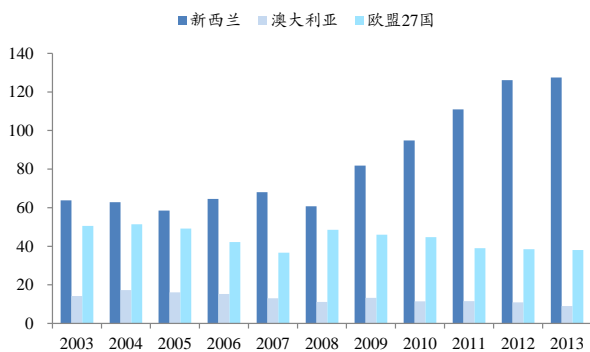
2.4.3. 全球化利于公司应对进口乳品冲击

市场有所担忧中澳自贸协定签订、2015 年欧盟牛奶配额取消，会加大进口乳品对中国乳企的冲击，我们认为进口乳品冲击影响有限。近年来，国内乳企在奶源、工厂、生产技术、食品安全检测等方面实现全球化，已经推出了原装进口液态奶、原装进口奶粉，同时加大海外产能，预计会有越来越多在国外直接生产的乳品通过出口打入国内市场，以应对进口乳品的冲击。

据海关数据监测，进口乳品增速趋缓。1-11 月进口乳品 188 万吨，增长 17.9%，进口金额 493.0 亿，增长 27.6%，其中 11 月进口乳品 12 万吨，同比下降 32.9%，进口金额 28.2 亿，同比降 48.1%；1-11 月进口奶粉 99 万吨（含全脂、脱脂），增长 35.2%，金额 349.2 亿，增长 88.0%，11 月进口奶粉 5 万吨，降 57.8%，金额 16.8 亿，降 52.8%。我们认为前几年进口乳品的高速增长一方面是由于低基数，另一方面，源于行业快速增长，进口奶高速增长情况下国内高端乳品同样高速增长，进口奶对国内高端液奶的补充大于替代。

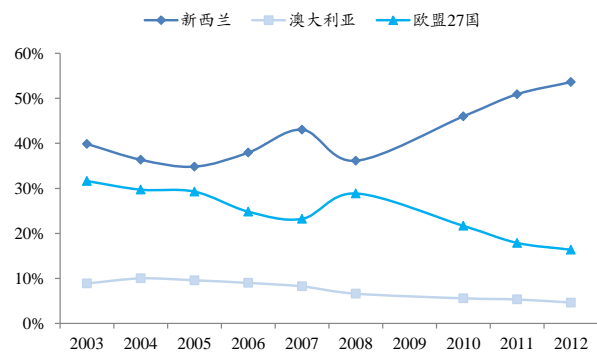
中国进口乳品以新西兰和德国为主，中澳自贸协定以及欧盟牛奶配额取消对中国进口乳品的边际影响较小。中国进口奶粉主要来源国是新西兰，中国进口液态奶主要来源于国是德国。2013 年中国自新西兰、澳大利亚、美国进口奶粉分别为 68.7、2.8、5.5 万吨，占比分别为 80.4%、3.3%、6.5%；2013 年中国自德国、澳大利亚、新西兰、法国进口液态奶分别为 7.8、2.2、4.0、2.7 万吨，占比分别为 40.1%、11.3%、20.4%、13.8%。而 2008 年中国就与新西兰签定了自贸协定，欧盟主要产奶国德国已经是中国最大的液态奶进口来源国，中澳自贸协定以及欧盟牛奶配额取消对中国进口乳品的边际影响较小。

图 21: 新西兰全脂奶粉出口量具有绝对优势 (万吨)



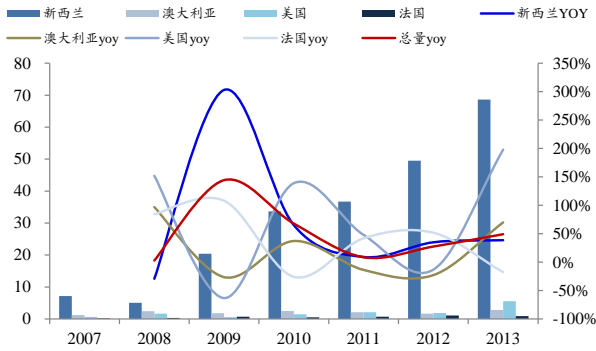
数据来源: USDA, Wind, 国泰君安证券研究

图 22: 新西兰全脂奶粉出口量全球占比不断攀升



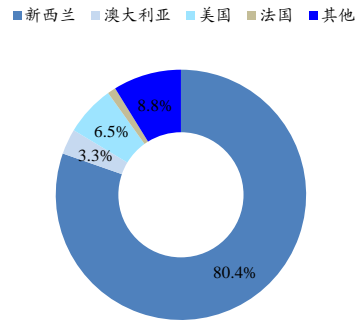
数据来源: USDA, Wind, 国泰君安证券研究

图 23: 中国进口奶粉来源国及增速 (万吨)



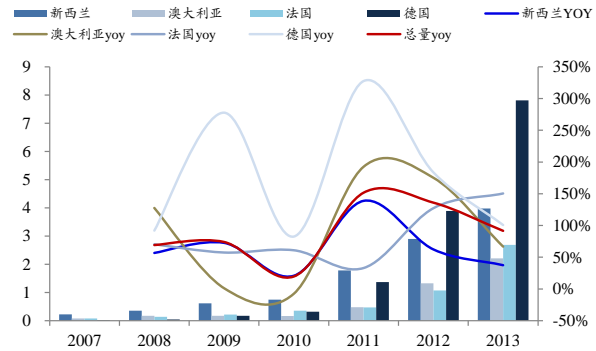
数据来源: USDA, Wind, 国泰君安证券研究

图 24: 新西兰为中国最大奶粉进口来源国



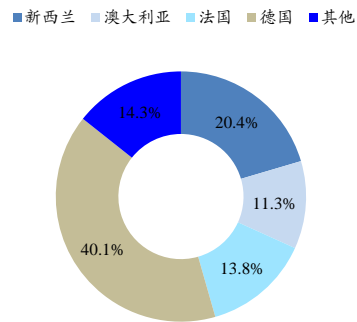
数据来源: USDA, Wind, 国泰君安证券研究

图 25: 中国进口液态奶来源国及增速 (万吨)



数据来源: USDA, Wind, 国泰君安证券研究

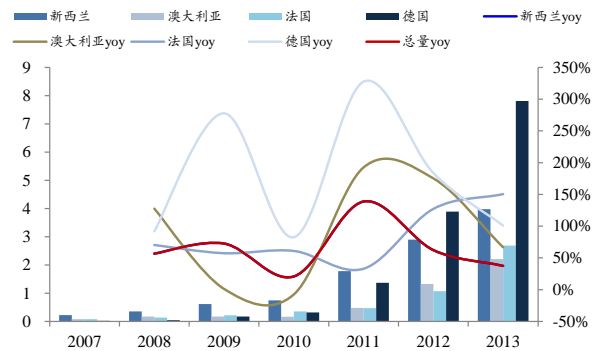
图 26: 德国为中国最大液态奶进口来源国



数据来源: USDA, Wind, 国泰君安证券研究

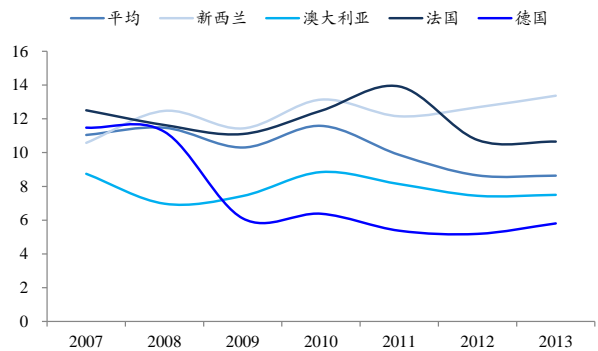
我们预计中澳达成自贸协定、欧盟取消牛奶配额后，乳品价格不会大幅下跌。首先，澳大利亚出口中国乳品量有限，市场话语权有限。中国进口自德国、法国、新西兰三国液态奶金额占总液态奶进口额的76%，澳大利亚仅为10%，另外，澳大利亚、德国出口中国液态奶价格已经很低，预计未来不会大幅下滑。

图 27: 欧盟和新西兰出口中国液态奶占比大 (亿)



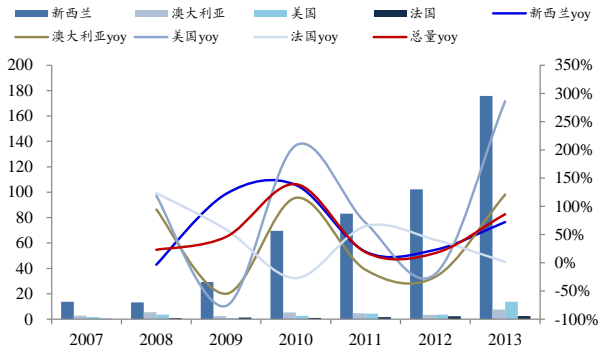
数据来源: USDA, Wind, 国泰君安证券研究

图 28: 德国出口中国液态奶价格较低 (元/kg)



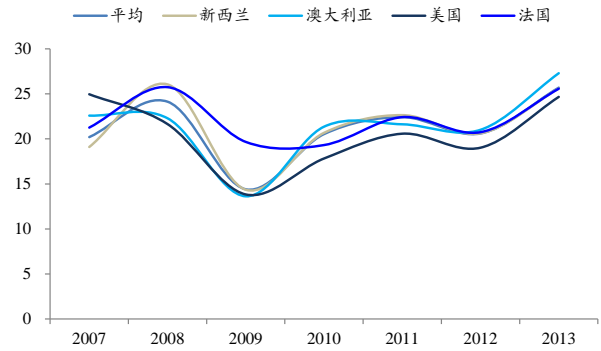
数据来源: USDA, Wind, 国泰君安证券研究

图 29: 新西兰出口中国奶粉占比大 (亿)



数据来源: USDA, Wind, 国泰君安证券研究

图 30: 新西兰、美国出口中国奶粉价格较低 (元/kg)



数据来源: USDA, Wind, 国泰君安证券研究

全球化利于用全球资源服务中国市场, 使中国乳企成为全球性公司。2014 年 7 月, 荷兰合作银行发布最新的《2014 年全球乳业 20 强报告》, 伊利位列第 10, 蒙牛位列 14, 已经在全球乳企巨头中有一席之地。

表 3: 2014 年伊利跻身全球乳企 10 强

排名	公司	国家	2013 年收入(10 亿美元)
1	雀巢	瑞士	28.3
2	达能	法国	20.2
3	拉克塔利斯	法国	19.4
4	恒天然	新西兰	15.3
5	菲仕兰	荷兰	14.9
6	美国奶农协会	美国	14.8
7	Arla Foods	丹麦/瑞典	12.5
8	Saputo	加拿大	8.8
9	Dean Foods	美国	8.6
10	伊利	中国	7.6
11	联合利华	荷兰/英国	7.5
12	明治	日本	7.4
13	DMK	德国	7.1
14	蒙牛	中国	7.0
15	Sodiaal	法国	6.6

数据来源: 荷兰合作银行、国泰君安证券研究

3. 主要公司盈利预测及投资建议

综上所述, 我们认为当前乳制品行业有望迎来估值修复, 我们维持对伊利股份、光明乳业“增持”评级。

表 4: 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	1H2014 盈利水平		
		收入	净利润	13A	14E		毛利率	净利率	ROE
三元股份	78.5	37.9	-2.9	-34.7	74.9	2.1	24.0%	7.8%	11.0%
伊利股份	912.0	477.8	32.0	28.6	20.9	1.9	33.1%	8.5%	13.3%
贝因美	164.1	61.2	7.2	22.8	42.7	2.7	58.0%	4.5%	2.8%
光明乳业	222.6	162.9	4.8	54.8	42	1.4	34.7%	2.4%	4.8%

请务必阅读正文之后的免责条款部分



皇氏乳业	74.2	9.9	0.4	204.1	76.6	7.5	28.9%	5.8%	3.1%
蒙牛乳业	619.84	434.0	16.3	29.9	23.5	1.1	32.4%	4.0%	5.9%
现代牧业	110.06	24.8	3.2	34.4	8.8	4.4	38.9%	20.2%	8.7%
辉山乳业	191.08	25.7	9.5	12.1	10.3	4.3	22.2%	39.6%	5.9%
合生元	103.77	45.7	8.2	9.9	11.5	1.8	61.5%	14.2%	12.4%
雅士利国际	82.93	39.0	4.4	14.9	15.8	1.7	53.0%	13.5%	6.6%
原生态牧业	31.27	8.9	2.2	11.3	6.8	2.8	46.9%	44.3%	6.2%
中国圣牧	154.41	11.5	3.3	37.1	18.1	10.6	49.0%	30.8%	14.1%
中位数				25.7	19.5	2.4			
平均数				35.4	29.3	3.5			

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

注: 1、数据截取日期为 2015/1/5;

2、港股上市公司市值单位为港币, 其他指标为人民币;

3、伊利股份、光明乳业 14 年盈利预测为国泰君安证券研究预测, 其余公司 14 年盈利预料为 Wind 一致预测

4. 风险提示

原奶价格剧烈波动。原奶价格剧烈波动不利于上游原奶企业, 也不利于下游乳品制造企业, 价格过高会提高下游乳品制造企业的成本, 价格过低会损害上游原奶企业利益, 不利于下游获得稳定奶源。

促销加剧损害乳企盈利能力。乳制品行业上下游均面临激烈竞争, 2014 年下半年下游乳品展开了促销大战, 如果促销继续加剧, 将可能损害乳企盈利能力。

食品安全问题。由于乳品产业链较长, 饲料、原奶、加工均可能出现食品安全问题, 如果食品安全监控失误, 会对乳企品牌带来重大负面影响。

5. 乳业上市公司跟踪信息

- 伊利股份: 品类扩张支撑公司成长为中国版雀巢
- 光明乳业: 国企改革可能加速, 看好公司盈利能力提升
- 蒙牛乳业: 盈利能力有提升空间, 渠道转型或有阵痛
- 辉山乳业: 坚持全产业链, 瞄准巴氏奶发展趋势
- 现代牧业: 原奶业务将见底, 下游产品发展迅速

伊利股份 (600887)

品类扩张支撑公司成长为中国版雀巢

	柯海东 (分析师)	吕明 (分析师)	胡春霞 (分析师)
	0755-23976221	021-38675864	021-38676186
	kehaidong013145@gtjas.co	lvming@gtjas.com	huchunxia@gtjas.com
证书编号	S0880513050001	S0880514080005	S0880511010015

本报告导读:

高端产品+新产品+新品类推动公司未来几年保持 10%左右的收入增长, 考虑到公司估值低, 存在外延扩张可能性, 目前时点存在明确补涨行情, 建议增持。

投资要点:

- **维持增持评级。**伊利股份估值低, 存在外延式扩张的可能性, 我们认为目前时点存在明确的补涨行情, 维持 2014-2015 年 EPS 预测为 1.44 元、1.72 元, 给予公司 2015 年 20 倍 PE, 维持目标价 34.4 元。
- **高端产品保持较快增长。**我们预计 2014 年金典收入 50 亿左右 (+50%); 2014 安慕希在产能受限情况下收入 8-9 亿, 2015 生产线由 5 条扩建到 20 条后, 产能可达到 40 亿, 收入可能超过 20 亿; 预计 2014 年儿童奶收入 50-60 亿 (+10%); 预计 2014 年舒化奶 20-30 亿 (+10%); 预计 2014 年酸奶 (含乳酸菌饮料) 收入约为 50 亿。
- **新产品+新品类为公司提供持续增长动力, 存外延式扩张可能性。**1) 伊利于 2014 年推出植物蛋白饮料, 未来功能型、休闲食品都可能成为伊利进入的新品类。2) 品类扩张诉求使伊利具有外延扩张可能性, 饮料、休闲食品行业公司可能成为潜在并购标的。伊利现金、资产负债情况均支持兼并收购, 截至 2014Q3, 伊利持有货币资金 143 亿, 前三季度经营现金净流入净额 23 亿, 资产负债率为 53.3%。
- **国际化步伐继续加快, 公司积极寻找国际合作伙伴。**伊利于 2013 年提出“全球织网计划”, 在两年时间内已经在世界乳业格局中成功进军美洲、大洋洲、欧洲三大板块。与此同时, 国际乳业巨头也在寻找中国合作伙伴, 达能、DFA、Arla Foods 选择了与蒙牛合作, 菲仕兰选择了与辉山乳业合作、恒天然选择了与贝因美合作, 而雀巢等乳业巨头尚未开始与中国乳企的深度合作, 伊利作为国内乳业龙头公司, 未来有可能会与国外乳业巨头合作, 开发新的市场和品类。
- **风险提示:** 食品安全问题、原奶价格大幅上涨、进口冲击加剧

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	41,991	47,779	54,909	62,579	71,156
(+/-)%	12%	14%	15%	14%	14%
经营利润 (EBIT)	1,649	2,524	5,226	6,375	7,539
(+/-)%	12%	53%	107%	22%	18%
净利润	1,717	3,187	4,409	5,262	6,221
(+/-)%	-5%	86%	38%	19%	18%
每股净收益 (元)	0.56	1.04	1.44	1.72	2.03
每股股利 (元)	0.25	0.80	0.80	0.80	0.80
利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	3.9%	5.3%	9.5%	10.2%	10.6%
净资产收益率 (%)	23.4%	19.8%	24.4%	25.2%	25.2%
投入资本回报率 (%)	18.2%	23.3%	44.8%	49.6%	47.4%
EV/EBITDA	17.5	14.3	7.4	5.8	4.8
市盈率	49.4	26.6	19.2	16.1	13.6
股息率 (%)	0.9%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **34.40**

上次预测: 34.40

当前价格: 29.76

2015.01.08

交易数据

52 周内股价区间 (元)	21.34-40.98
总市值 (百万元)	91,196
总股本/流通 A 股 (百万股)	3,064/3,008
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	98%
日均成交量 (百万股)	76.03
日均成交值 (百万元)	1949.57

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	17,923
每股净资产	5.85
市净率	5.1
净负债率	-36.62%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.16	0.35
Q2	0.41	0.39
Q3	0.25	0.41
Q4	0.22	0.28
全年	1.04	1.44

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	17%	15%	24%
相对指数	3%	-27%	-40%

相关报告

- 《乳业龙头有望迎来估值修复投资机会》2014.12.10
- 《乳业航母, 不惧风浪济沧海》2014.10.28
- 《盈利能力再提升, 看好公司外延式扩张优势——》2014.08.31
- 《伊利股份管理层增持彰显信心》2014.07.30
- 《客观看待进口奶冲击, 公司长期价值被低估》2014.06.13

光明乳业 (600597)

国企改革可能加速, 看好公司盈利能力提升

	柯海东 (分析师)	吕明 (分析师)	胡春霞 (分析师)
	0755-23976221	021-38675864	021-38676186
	kehaidong013145@gtjas.co	lvming@gtjas.com	huchunxia@gtjas.com
证书编号	S0880513050001	S0880514080005	S0880511010015

本报告导读:

2014“渠道年”使公司莫斯利安保持了90%的增长达到60亿, 2015年“效益年”有望迎来盈利能力提升, 此外, 国企改革有望进一步突破, 可能迎来集团资产注入。

投资要点:

- **维持增持评级。**我们预计光明乳业国企改革有望进一步突破, 存在集团资产注入预期。维持2014-2015EPS预测0.43元、0.60元, 维持目标价22.50元, 对应2015年PS为1.1倍。
- **市场对2015年莫斯利安收入预期已经不高, 我们预计收入可达90亿。**我们认为莫斯利安仍然可以通过增加新的销售网点来实现销量快速增长, 公司对经销商的考核包括网点数考核。未来两年公司仍会将精力放在通过做大莫斯利安铺开在全国的销售网络, 同时将现有常温产品放到渠道中, 2015年优+收入有望超过10亿。
- **我们预计光明乳业2015年盈利能力会提升。**1) 2014年是渠道年, 公司销售网点由20万个增加到了70万个, 费用投入较大, 我们预计2015年渠道下沉速度会放缓, 费用减少利于公司盈利能力提升。2) 公司年初高价进口了10多亿大包粉, 2014年原奶价格下跌并没有给公司带来正面影响, 反倒是前三季度计提了8650万的资产减值损失, 随着高价大包粉的消化, 15年原奶价格下跌利于公司毛利率提升。
- **我们预计光明乳业国企改革有望进一步突破, 存在集团资产注入预期。**公司于2014年12月完成第二期股权激励, 国企改革继续领跑上海国企, 预计公司下一步国企改革可能是集团资产注入。光明食品集团于2014年5月以25亿美元收购了以色列食品公司Tnuva 56%股权。Tnuva是以色列最大的乳制品公司, 2011年收入约人民币120亿, 净利润约人民币6.7亿, 净利率5.6%, 高于光明乳业。如果能注入上市公司, 有利于光明引入以色列的技术以及产品, 提高公司盈利能力。
- **风险提示:** 食品安全问题、莫斯利安低于预期、国企改革低于预期

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	13,775	16,291	21,373	24,894	28,852
(+/-)%	17%	18%	31%	16%	16%
经营利润 (EBIT)	503	683	801	1,083	1,313
(+/-)%	80%	36%	17%	35%	21%
净利润	311	406	528	732	915
(+/-)%	31%	30%	30%	39%	25%
每股净收益 (元)	0.25	0.33	0.43	0.60	0.75
每股股利 (元)	0.15	0.18	0.24	0.33	0.41
利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	3.7%	4.2%	3.7%	4.4%	4.6%
净资产收益率 (%)	7.8%	9.5%	11.7%	15.1%	17.4%
投入资本回报率 (%)	10.8%	11.3%	13.0%	22.4%	23.3%
EV/EBITDA	23.5	18.9	16.8	12.1	10.2
市盈率	64.7	49.6	38.1	27.5	22.0
股息率 (%)	0.9%	1.1%	1.4%	2.0%	2.5%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **22.50**

上次预测: 22.50

当前价格: 18.09

2015.01.08

交易数据

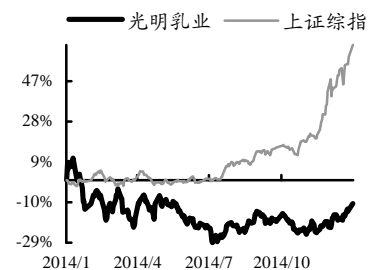
52周内股价区间 (元)	14.25-23.03
总市值 (百万元)	22,262
总股本/流通A股 (百万股)	1,231/1,224
流通B股/H股 (百万股)	0/0
流通股比例	99%
日均成交量 (百万股)	23.69
日均成交值 (百万元)	385.36

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	4,357
每股净资产	3.54
市净率	5.1
净负债率	11.64%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.04	0.05
Q2	0.08	0.10
Q3	0.13	0.16
Q4	0.08	0.12
全年	0.33	0.43

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	14%	10%	-10%
相对指数	0%	-31%	-73%

相关报告

- 《业绩略低于预期, 费用率有所下降》
2014.10.31
- 《聚焦莫斯利安大单品, 构建强势销售网络 -》
2014.08.27
- 《业绩低于预期, 预收款项大幅增加》
2014.04.01
- 《高端产品拉动收入增速逐季提升》
2013.10.29
- 《高端产品放量 助推公司收入、业绩增长》
2013.08.29



蒙牛乳业 (2319.HK)

盈利能力有提升空间，渠道转型仍待观察

评级: 增持

当前价格 (港元): 32.15

2015.01.07

	柯海东 (分析师)	吕明 (分析师)	胡春霞 (分析师)
	0755-23976221	021-38675864	021-38676186
	kehaidong013145@gtjas.com	lvming@gtjas.com	huchunxia@gtjas.com
证书编号	S0880513050001	S0880514080005	S0880511010015

交易数据

52 周内股价区间 (港元)	27.00-43.80
当前股本 (亿股)	19.59
当前市值 (亿港元)	630

本报告导读:

我们预计 2015 年蒙牛乳业收入可实现逾 10% 增长，常温产品聚集纯甄、特仑苏；低温产品借力达能盈利能力将继续提升；基础产品将通过促销抢占更多市场份额。

投资要点:

- 我们预计蒙牛 2015 年收入可实现逾 10% 增长。预计常温产品增长 10%、低温产品增长 30%，冰淇淋增长 9%。1) 2015 年常温产品聚集纯甄、特仑苏。纯甄会加大广告宣传力度，特仑苏在品牌诉求上创新，提出从更好的自己出发。此外，特仑苏推出了两款新产品：谷粒特仑苏、环球精选特仑苏（分为新西兰版、丹麦版），进口特仑苏即可以宣传高端品牌形象，也是应对进口冲击的产品。2) 预计 2015 低温产品继续保持高增长，盈利能力提升。蒙牛在低温市场频频发力：① 公司 2014 年与达能成立合资公司，主攻酸奶等低温市场，达能帮助蒙牛酸奶业务提升了效率、盈利能力得到提升。② 2014 年底，与大众点评合作，通过“吃火锅送优益 C”开始将优益 C 打入餐饮市场。③ 我们预计 2015 年低温产品继续保持高增长，收入占比达到 18%-20%。3) 基础产品加大促销力度，提升市占率。2014 年白奶和酸酸乳表现欠佳，2015 年，公司计划加大基础产品的促销力度，提升公司在乳品行业中的市占率。4) 盈利能力有望继续提升。蒙牛近两年一直致力于产品结构提升，公司运作效率、生产效率、配送效率及供产销效率不断提升，有望带动盈利能力持续提升。
- 逐步推行 CBU 模式，渠道转型仍待观察。蒙牛一直以经销商模式为主，优点是成本低、发展快，弊端是终端管理差。公司目前正在一二线城市推行 CBU 模式，即由公司直接掌控终端，经销商职能转变为配送商。这种模式有利于增强公司对终端的掌握力度，但我们认为，由于经销商转变职能后，利润空间被压缩，会影响经销商的积极性，有些经销商可能转去做竞品。目前 CBU 模式主要在冰淇淋业务中试行，液态奶还没有大规模推广，渠道转型是否带来阵痛还需进一步观察。
- 我们预计蒙牛大包粉库存消化仍需半年以上，原材料减值不会再增加。我们认为由于 2014 年下半年销售情况低于预期，收购国内原奶有剩余，大包粉库存没有明显下降。公司半年报存货计提了 2.5 亿减值损失，预计 2014 年末不会再增加。
- 风险提示：食品安全问题，原奶价格大幅上涨、进口奶冲击加剧



辉山乳业 (6863.HK)

坚持全产业链，瞄准巴氏奶发展趋势

评级: 谨慎增持

当前价格 (港元): 1.35

2015.01.07

	柯海东 (分析师)	吕明 (分析师)	胡春霞 (分析师)
	0755-23976221	021-38675864	021-38676186
	kehaidong013145@gtjas.com	lvming@gtjas.com	huchunxia@gtjas.com
证书编号	S0880513050001	S0880514080005	S0880511010015

交易数据

52周内股价区间 (港元)	1.15-2.87
当前股本 (亿股)	144
当前市值 (亿港元)	194

本报告导读:

公司与其他乳企的比较优势在于全产业链模式带来的低成本及高品质奶源。公司以低温产品为特色，巴氏奶+酸奶占公司收入的67%，公司计划以低温产品走向全国。

摘要:

- **饲料种植业务，成就辉山乳业低成本。**公司锁定48万亩土地租金成本至2027年，平均成本为800元左右/亩，租用的土地足够供应8.5万头泌乳牛对苜蓿草及60-70%玉米青贮的需要。公司苜蓿草成本约为108美元/吨，而进口苜蓿草成本约为440美元/吨，我们估算饲料成本占原奶成本约80%，因此饲料种植成就了公司业内原奶最低成本，奶牛养殖业务由此维持较高毛利率，2014/15财年上半年（2014.4.1-2014.9.30）毛利率达56%。
- **预计2015年原奶产量增长25%-30%。**公司目前奶牛数量16.24万头，预计2015年增加3万头，考虑牛群自然增长率10%，预计2015年奶牛数量可达20逾万头。辉山乳业2014/15财年上半年头牛单产9.1吨/年，同比增长5.8%，考虑到头牛单产以及最近几年奶牛数量每年增长约3万头，预计2015年原奶产量增长25%-30%。
- **液态奶以东北为基地市场，侧重巴氏奶等低温产品。**1) 辉山乳业液态奶在东北市场市占率达19.5%，巴氏奶、UHT奶、酸奶收入占比分别为33%、33%和34%，按原奶价格5000元/吨计算，公司2014财年的液态奶毛利率为29%。2) 产品侧重低温产品，公司巴氏奶在东北市占率达31%，2015财年上半年巴氏奶增速达90%。
- **婴幼儿奶粉是辉山乳业未来3-5年增长点。**与菲仕兰合作后，公司奶粉分为自有品牌和合资品牌。自有品牌主打3-6线市场；合资品牌使用菲仕兰“Dutch Lady”品牌，采用辉山奶源，主打二三线市场；美素佳儿依然原装进口，针对高端市场。公司预计合资品牌婴幼儿奶粉2015年下半年可投入市场，未来1-2年没有利润贡献，未来3-5年可贡献收益。合资品牌共用美素佳儿渠道、销售人员，而美素佳儿在所覆盖的区域，电商和母婴店渠道占有率都排在前两名。
- **江苏建牧场迈出走向全国第一步。**公司江苏射阳项目依然选择建全产业链，未来产品以巴氏奶等低温产品为主。投资初期前两年投资10亿（公司持股合资公司65%股权），目前已经租到一万多亩土地，播种了燕麦和青贮。我们假设2015年年中进第一批牛，考虑项目建设及审批时间，预计两年后可以投产。辉山乳业省外扩张选择华东，主要看重华东市场低温产品的消费氛围和消费能力，虽然目前国内UHT奶占乳制品消费的80%，但华东地区低温产品占比逾50%。
- **风险提示：**食品安全问题、原奶价格大幅下跌、新市场扩张低于预期

现代牧业 (1117.HK)

原奶业务将见底，下游产品发展迅速

评级: **谨慎增持**

当前价格 (港元): 2.41

2015.01.07

	柯海东 (分析师)	吕明 (分析师)	胡春霞 (分析师)
	0755-23976221	021-38675864	021-38676186
	kehaidong013145@gtjas.com	lvming@gtjas.com	huchunxia@gtjas.com
证书编号	S0880513050001	S0880514080005	S0880511010015

交易数据

52周内股价区间 (港元)	1.88-4.28
当前股本 (亿股)	48.27
当前市值 (亿港元)	116

本报告导读:

现代牧业受原奶价格下跌+污染问题等负面影响 2014 年股价大幅调整，安全边际渐显；下游产品发展迅速，未来增长来自于空白市场开发及成熟市场的渠道下沉和精耕。

投资要点:

- **股价已充分反映原奶价格下跌+污染问题等负面影响，截至 2015 年 1 月 5 日股价下跌 46%安全边际已渐显。**2014 年公司股价表现不佳，除了原奶价格大幅下跌之外，湖北通山牧场的污染事件以及宝鸡牧场病牛事件对公司声誉带来了负面影响。
- **可用于沼渣、沼液还田的土地不足是污染的根源，通过与政府、当地居民的协商合作可以解决。**据我们调查，1 万头奶牛产生的沼渣、沼液要对应约 2 万亩地，方可合理还田，如果土地不足，则可能存在无处倾倒或者烧地的事件发生。公司每一个万头牧场每年环保投入达 4000 万，已经与大多数牧场所在地的政府、附近居民协商饲料种植与沼渣、沼液还田，我们认为污染问题可以得到控制。
- **预计 2015 年上半年原奶价格见底，现代牧业 2015 年原奶均价在 4.6 元/千克左右。**2014 年 12 月，公司向蒙牛供奶价约为 4.8 元/千克，我们预计仍有 4% 左右的下跌空间，再大幅下跌的可能性不大。目前国内部分奶农原奶售价已经接近或低于 3.5 元/千克的盈亏平衡点，已经有大量奶农倒奶或退出，供给面临收缩；国际上看，中国进口大包装库存逐步消化以后，大包粉价格也有望止跌，2014 年 12 月 16 日，全球全脂奶粉拍卖价格 2270 美元/吨，环比回升了 1.4%。
- **下游产品发展迅速，预计 2015 年收入可达 12-16 亿元。**1) 现代牧业于 2012 年推出 UHT 奶，2012、2013 年收入分别为 6700 万、3.2 亿，预计 2014 年全年收入 9 亿，2015 年可达 12-16 亿。2) **销售渠道逐步完善，预计未来收入增长来自空白市场开发及成熟市场渠道下沉。**京沪苏豫鲁五省市收入占比达 60-70%，空白市场发展空间巨大。在华东成熟市场（沪苏浙赣闽），目前 KA 渠道覆盖率接近 100%，流通渠道覆盖率 50%，KA 单店销量已经接近或超过蒙牛特仑苏，预计增速趋于缓和，成熟市场增长主要来源于提高流通渠道覆盖率。
- **向巴氏奶、酸奶等多品类扩张。**公司推出自有品牌产品并没有过于激进，精力主要放在了市场庞大、容易铺货的常温产品，低温产品主要在华北销售。积累了下游经验之后，公司于 2014 年底将巴氏奶、酸奶推向了商超，由于低温产品对原奶质量及稳定性要求最高，公司低温产品具有奶源优势，看好低温产品成为公司新的业绩增长点。
- **风险提示：**食品安全问题，原奶价格大幅下跌，下游产品低于预期

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

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沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

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沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 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		