

Company Report

China Merchants Securities (HK)
Hong Kong Equity Research

China Mengniu Dairy (2319 HK)

Margin improvement with low valuations, reiterate BUY

■ We expect 2014-16E revenues and profits CAGRs of 12% and 14% respectively

■ We estimate 2014-16E gross profit margin to grow to 30.5-30.6% from 27.0% in 2013

■ Trading at 20.2x 2015E P/E, 12% lower than five-year average; and maintain our BUY rating

Our Views

We expect Mengniu's 2014-16E CAGRs of revenues and profits to be 12% and 14%, respectively. Drivers include a focused strategy bringing revenue growth and gross margin improvement. The company will focus on Milk Deluxe, Just Yoghurt and chilled yogurt, introducing new flavours for Milk Deluxe, and expanding revenues from chilled products to 18% from 13%. Besides, the company's gross profit margin is expected to rise to above 30% in 2014-16, facilitated by product upgrades and low raw milk price.

Profit forecast

We slightly cut revenue forecast by 5-8% for 2014-16, reflecting fierce competition and weak growth of Yashili. While we lift gross margin to 30.5-30.6% for the sharp fall in raw milk price. However, the effect on net income from margin improvement is to be offset by increase in SG&A to 24.5-24.1% of revenue. After the adjustment, our 2015-16E profit forecast is slightly lower than consensus by 2-3%.

Valuation/ Key risks

We expect 2014-2016 EPS to be RMB1.16, RMB1.27 and RMB1.50. Averaging DCF and P/E valuation, we set 1-yr target price at HK\$37.8, implying 12% upside potential. The stock is currently trading at 20.1x 2015E P/E, 12% below historical average and in line with sector average. Taken into account 1) 2014-16E revenue CAGR 12% in line with 2009-13 average of 13%; and 2) estimated net profit margin of 4.4%, slighter better than historical average of 4%, we set our target price at 5 year historical average of 22.6x 2015E P/E. Risks: actions to re-take leading position might trigger price war with Yili; food safety incident.

Financials

RMB mn	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Revenue	36,000	43,357	50,568	55,987	63,540
Growth (%)	-3%	20%	17%	10%	13%
Net profit	1,303	1,632	2,249	2,473	2,913
Growth (%)	-18%	25%	38%	10%	18%
EPS (RMB)	0.74	0.90	1.16	1.27	1.50
DPS (RMB)	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
P/E (x)	34.9	28.7	22.2	20.2	17.1
P/B (x)	3.7	3.1	2.9	2.6	2.3
ROE (%)	10%	11%	13%	13%	13%

Source: Company data, CMS (HK) estimates

Ling HUA

755-83277471

hualing@cmschina.com.cn

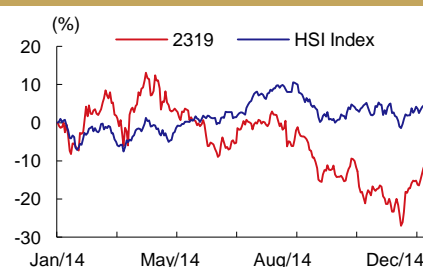
WHAT'S NEW

TP/estimate downgrade

BUY

Previous	BUY
Price	HK\$33.7
12-month Target Price (Potential upside)	HK\$37.8 (+12%)
Previous	HK\$47.0

Price Performance



Source: Bigdata

%	1m	6m	12m
2319 HK	16.5	(3.2)	(3.5)
HSI	4.2	4.2	5.8

Industry Food & Beverage

Hang Seng Index	24216
HSCEI	12063

Key Data

52-week range (HK\$)	27.0-43.8
Market cap (HK\$ mn)	65222
Avg. daily volume (mn)	5.99
BVPS (HK\$)	9.8

Shareholdings Structure

COFCO Dairy Inv.	31.52%
Danone Asia Pte. Ltd.	8.16%
Commonwealth Bank of	5.96%
No. of shares outstanding (mn)	1957
Free float	60.32%

Related Research

1. Recovery Story 2013/04/22
2. Increases Holding in China Modern Dairy 2013/05/08
3. Merging with Danone's China Yogurt Business 2013/05/24
4. Launching a wave of industry consolidation 2013/06/28
5. Ride the Tailwind: Maintain Buy 2014/04/25

公司报告

招商证券(香港)有限公司

蒙牛乳业 (2319 HK)

毛利提升且估值较历史平均低, 重申买入评级

- 2014-16年预期收入和利润复合增长率分别为12%和14%
- 毛利率呈阶梯上升趋势, 预期将从2013年的27.0%上升至30.5-30.6%
- 当前价格仅为20.2倍2015年预期市盈率, 低于历史平均12%, 维持买入评级

我们的观点:

蒙牛2014-16年预期收入和利润复合增长率分别为12%和14%。驱动力包括聚焦策略带来的收入增长以及毛利率的提升。一方面公司将资源聚焦于特伦苏, 纯甄和低温酸奶, 包括为特伦苏引入新口味, 并力图在未来三年扩大低温收入占比从13%提升到18%。另一方面蒙牛的毛利率呈阶梯上升趋势, 2014-16年预计将提升3.5个百分点至30%以上。这主要受益于产品结构的升级。公司聚焦五大高毛利明星产品, 我们预期到2017年高毛率产品的占比将提升至36%。此外2015年原奶价格维持低位也有利于毛利率上升。

盈利预测

我们将2014-2016年预期收入小幅下调5%-8%, 反映液态奶激烈的竞争和雅士利收入增长低于预期。同时毛利率上调至30.5-30.6%, 以反映原奶价格的大幅下跌。然而为去库存公司加大促销力度, 因此我们将销售费用率上调至24.5-24.1%, 从而抵消毛利率上调带来的利润增长。本次调整后, 我们2015-2016年预期略低于市场2-3%。

估值/风险提示

我们预期2014-2016年EPS分别是人民币1.16元, 1.27元和1.50元。对现金流折现法和市盈率估值法取平均, 给予公司一年目标价港币37.8, 较现价有12%的上涨空间。当前价格仅为20.1倍2015年预期市盈率, 低于历史平均12%, 与行业平均持平。考虑到: 1) 2014-16预期复合增速12%与2009-13年平均13%的增速持平; 且2) 预期净利润率4.4%好于历史平均的4%。公司估值有望回归历史平均的22.6倍。重申公司“买入”投资评级。风险: 为重夺第一的行动引发与伊利的价格战; 食品安全问题

盈利预测及估值

人民币百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业额	36,000	43,357	50,568	55,987	63,540
同比增长(%)	-3%	20%	17%	10%	13%
净利润	1,303	1,632	2,249	2,473	2,913
同比增长(%)	-18%	25%	38%	10%	18%
每股盈利(元)	0.74	0.90	1.16	1.27	1.50
每股股息(元)	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
市盈率(X)	34.9	28.7	22.2	20.2	17.1
市净率(X)	3.7	3.1	2.9	2.6	2.3
ROE(%)	10%	11%	13%	13%	13%

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

华玲

755-83277471

hualing@cmschina.com.cn

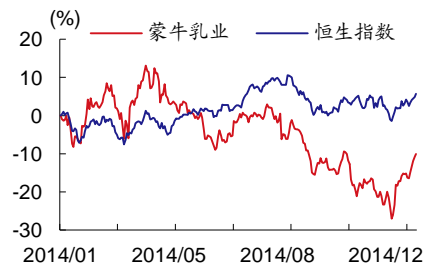
最新变动

目标价/EPS估值变动 下调

买入

前次评级	买入
股价	HK\$33.7
12个月目标价(上涨)	HK\$37.8 (+12%)
前次目标价:	HK\$47.0

股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
2319 HK	16.5	(3.2)	(3.5)
HSI	4.2	4.2	5.8

行业: 食品饮料

恒生指数	24216
国企指数	12063

重要数据

52周股价区间(港元)	27.0-43.8
港股市值(百万港元)	65222
日均成交量(百万股)	5.99
每股净资产(港元)	9.8

主要股东

COFCO Dairy Inv.	31.52%
Danone Asia Pte. Ltd.	8.16%
Commonwealth Bank of	5.96%
总股数(百万股)	1957
自由流通量	60.32%

相关报告

- 1、《复苏的故事》2013/04/22
- 2、《增持现代牧业股份》2013/05/08
- 3、《与达能中国酸奶业务合并》2013/05/24
- 4、《开启行业整合序幕》2013/6/28
- 5、《顺风疾行--外部环境宽松, 内部有增长动力》2014/4/25

投资主题

2014-16年预期收入和利润复合增长率分别为12%和14%

09年之后公司收入的增长率基本是平均的，体现了稳健性。同时蒙牛和主要竞争对手伊利的增长与行业的平均水平协调一致，这意味着两家公司已控制了市场份额。此外公司三年平均利润增速与销售收入协调一致，表明利润的增长主要是由收入的增长驱动，而非费用的削减。

2015年公司将资源聚焦于特伦苏，纯甄和低温酸奶，总收入增长目标10-14%。具体措施包括为特伦苏引入新口味，如新西兰和丹麦原装进口产品；低温业务与达能已完成磨合，2015年将引入新品牌，力图在未来三年扩大低温收入占比从13%提升到18%。我们预期2014-16年收入复合增长率12%，为公司目标的中位数。

蒙牛的毛利率呈阶梯上升趋势，预期将从2013年的27.0%上升至30.5-30.6%。这主要受益于产品结构的升级。公司聚焦五大高毛利明星产品，随着这些品类逐步成为50亿以上品类，我们预期2017年高毛率产品的占比将提升至36%。此外2015年我们预期原奶价格维持3.62元/公斤，低于2014年均价12%，有利于毛利率上升。国际原奶价格呈周期性上升走势，目前正处于周期底部。而国内部分估算市场库存奶粉约30万吨，生鲜奶供应充足，2015年春节后原奶价格仍然有下行压力。

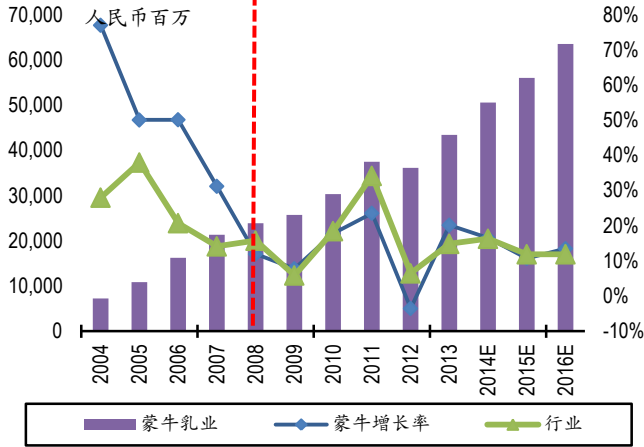
预期负债率下降并低于行业平均。自2009年起公司负债率一直处于较低水平，2013年公司收购雅士利才加大杠杆水平至行业平均，预期2015-2016年将进一步下降并低于行业平均。主要原因在于未来大规模并购和投资的几率低，同时达能入股雅士利也将带来44亿港币现金。（2014年10月31日，公司与达能签署关于雅士利25%股权认购协议，该协议尚待股东及政府通过）。

估值

我们预期2014-2016年EPS分别是人民币1.16元，1.27元和1.50元。对现金流折现法和市盈率估值法取平均，给予公司一年目标价港币37.8，较现价有12%的上涨空间，维持公司“买入”投资评级。

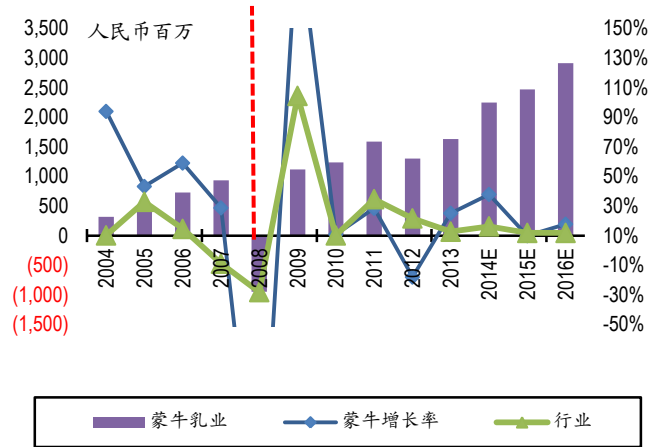
重点图表

图1: 收入进入稳健增长阶段未来三年复合增长率12%



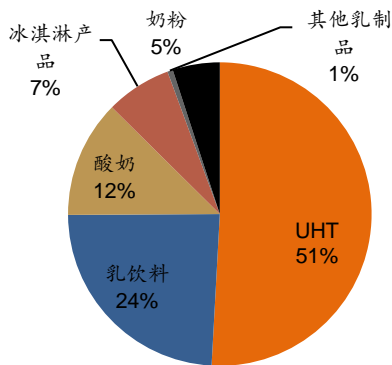
来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图2: 2014-2016年预期利润复合增长率为14%



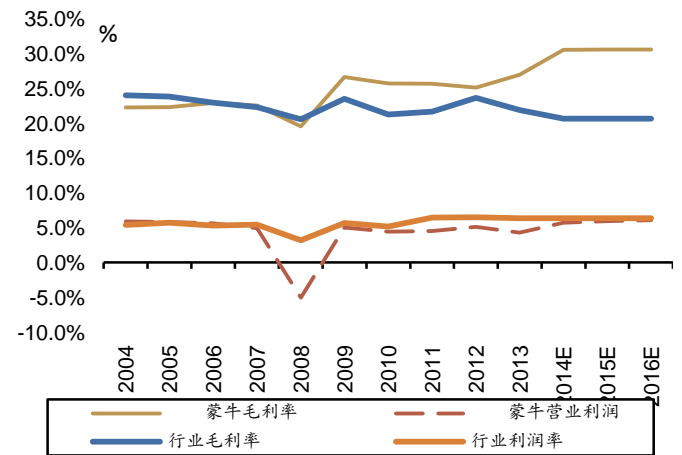
来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图3: 2013年公司产品结构



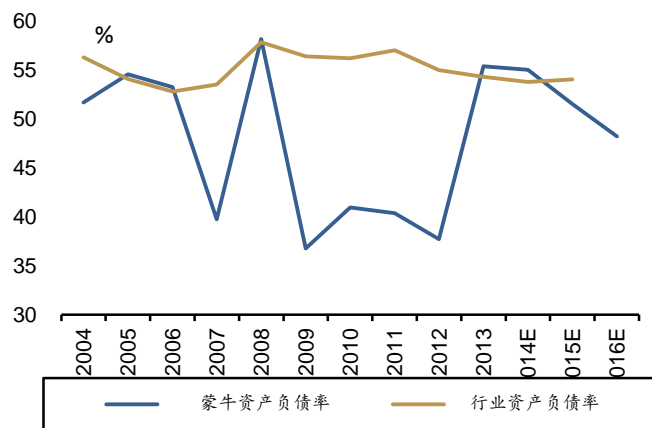
来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图4: 毛利率呈阶梯上升趋势, 2014-16年至30%以上



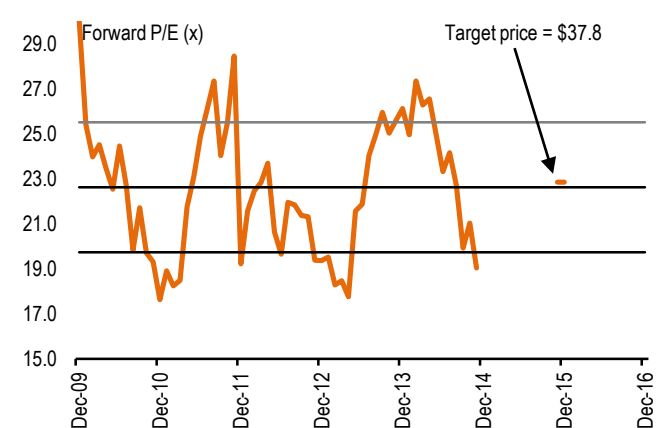
来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图5: 预期资产负债率下降并低于行业平均



来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图6: 目前估值处于低位



来源: 彭博, 招商证券(香港)预测

目录

投资主题.....	3
重点图表.....	4
图 1: 蒙牛进入稳健增长阶段未来三年复合增长率 12%.....	4
图 2: 2014-2016 年预期利润复合增长为 14%.....	4
图 3: 2013 年公司产品结构.....	4
图 4: 毛利率呈阶梯上升趋势, 2014-16 年至 30%以上.....	4
图 5: 预期负债率下降并低于行业平均.....	4
图 6: 目前估值处于低位.....	4
目录.....	5
盈利预测.....	6
成长性分析.....	7
盈利性分析.....	8
财务健康状况.....	9
估值.....	10
财务预测表.....	13

盈利预测

- 本次调整我们将2014-2016年预期收入微幅下调5%-8%，主要反映液态奶激烈的竞争和雅士利收入增长低于预期。
- 我们将预期毛利率由2014-2016年的28.8%-29.1%上调至30.5-30.6%，以反映原奶价格的大幅下跌，即毛利率较2013年提升3.5个百分点。
- 然而2014年经济下滑影响到终端的需求，公司采取加大促销的方式处理富余的库存。因此我们将销售费用率由22.5-22.0%上调至24.5-24.1%。
- 此外我们上调少数股东权益占比以反映蒙牛在雅士利的持股比例由68.5%下降至51%。
- 本次调整后，我们2014-2016年收入预测较市场预期差异为-1-0%，2014年我们的利润预测较市场乐观，净利润及每股收益分别高于市场预期11%及8%，主要差异在于我们的预期净利润率4.4%高于市场预期的4.0%。

表1：主要产品假设

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销量 (同比增长)					
牛奶		7%	8%	6%	7%
酸奶		12%	15%	10%	12%
乳饮料		14%	7%	6%	9%
出厂价格 (同比增长)					
牛奶		5%	2%	3%	3%
酸奶		6%	8%	6%	6%
乳饮料		14%	13%	5%	3%
分部收入 (人民币百万)					
UHT	19,706	22,053	24,258	26,369	29,191
乳饮料	8,039	10,426	12,584	14,031	15,772
酸奶	4,592	5,423	6,405	7,361	9,325
冰淇淋产品	3,171	3,023	2,881	3,149	3,442
其他乳制品	130	253	304	364	437
奶粉	442	2,177	4,134	4,713	5,372

来源：招商证券(香港)预测

表2：盈利预测及调整

(百万元)	实际		调整后		调整前			差异		
	2013	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
收入	43,357	50,568	55,987	63,540	53,034	60,479	69,089	-5%	-7%	-8%
毛利	11,697	15,438	17,118	19,431	15,256	17,513	20,071	1%	-2%	-3%
销售及管理费	9,773	12,389	13,549	15,313	11,902	13,457	15,239	4%	1%	0%
少数股东损益	231	474	522	615	342	423	517	39%	23%	19%
净利润	1,632	2,249	2,473	2,913	2,409	2,980	3,639	-7%	-17%	-20%
EPS	0.90	1.16	1.27	1.50	1.24	1.54	1.88	-7%	-17%	-20%
收入增长率	20%	17%	10%	13%	22%	14%	14%	-5%	-4%	-1%
毛利率	27.0%	30.5%	30.6%	30.6%	28.80%	29.00%	29.10%	1.7%	1.6%	1.5%
净利率	3.74%	4.41%	4.41%	4.57%	4.50%	4.90%	5.30%	-0.1%	-0.5%	-0.7%

来源：公司资料，招商证券(香港)预测

表3: 招商预测 VS 市场预期

(百万元)	2014E			2015E			2016E		
	招商预测	市场预期	差异	招商预测	市场预期	差异	招商预测	市场预期	差异
营业收入	50,568	51,184	-1%	55,987	56,982	-2%	63,540	63,287	0%
归属母公司净利润	2,249	2032	11%	2,473	2514	-2%	2,913	3049	-4%
EPS (元)	1.16	1.07	8%	1.27	1.30	-2%	1.50	1.54	-3%

来源: 彭博, 招商证券(香港) 预测

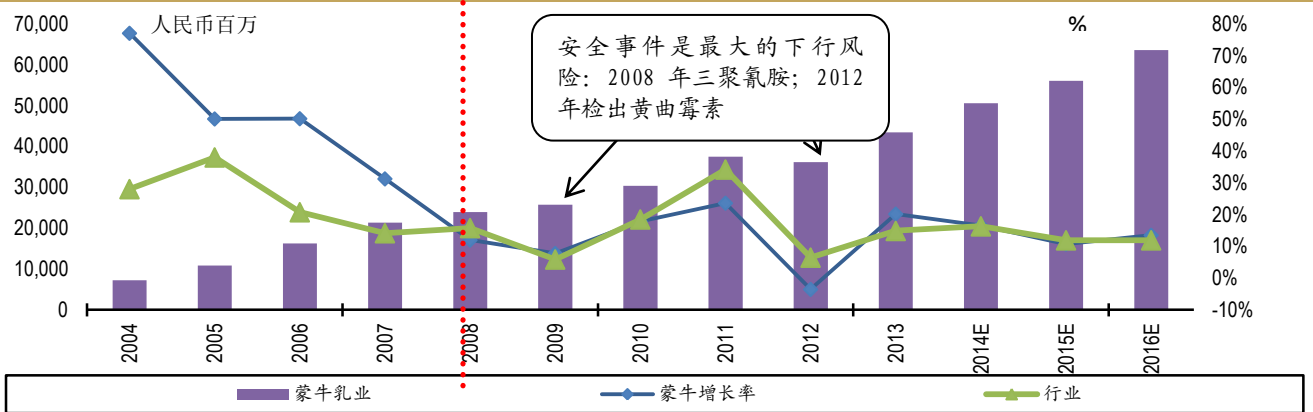
成长性分析

2014-16年预期收入复合增长率分别为12%和14%

从图7中我们可以明显看出蒙牛的增长分为二个阶段, 以08年三聚氰胺事件为分水岭, 分为08年前的牛根生时代和09年后的中粮时代。09年之后, 公司基本面发生重大变化, 控股权移交中粮集团, 由民营企业变为国有控股。09年之后公司收入增长的波动范围为8%-24% (除2011年受安全事困扰负增长4%), 但是在这五年间收入的增长率基本是平均的, 体现了稳健性。同时蒙牛的增长与行业的平均水平协调一致, 这意味着公司已控制了市场份额。

2014-16年预期收入复合增长率12% 2015年公司将资源聚焦于特伦苏, 纯甄和低温酸奶, 总收入增长目标10-14%。具体措施包括为特伦苏引入新口味, 如新西兰和丹麦原装进口产品; 低温业务与达能已完成磨合, 2015年将引入新品牌, 力图在未来三年扩大低温收入占比从13%提升到18%。我们预期2014-16年收入复合增长率12%, 为公司目标的中位数。

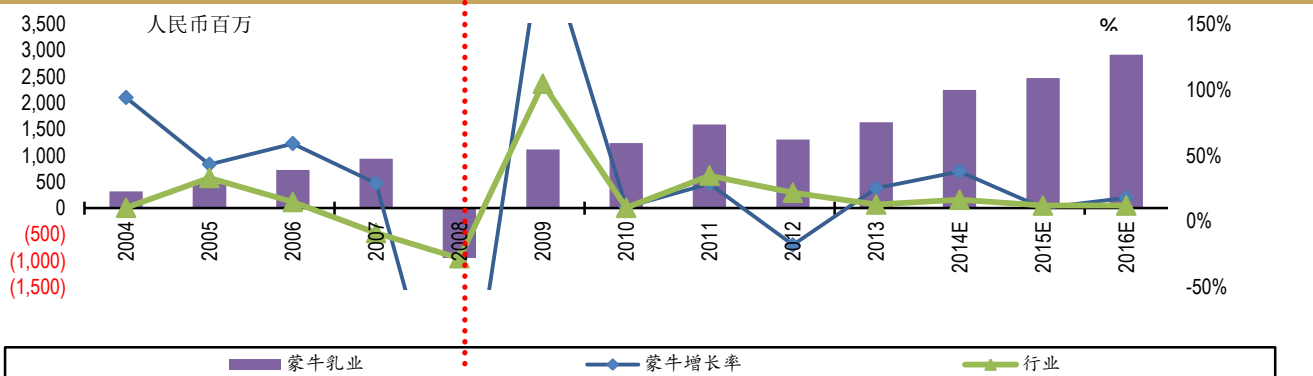
图7: 09年蒙牛进入稳健增长阶段, 未来三年复合增长率12%



来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

2014-16年预期利润复合增长率14%, 盈利增长由收入增长驱动 食品安全对盈利影响巨大, 如剔除2008年的三聚氰胺和2011年底的黄曲霉素事件, 蒙牛的利润增长范围在11%-28%, 三年平均为12%和销售收入的平均13%的增长率协调一致, 这意味着利润的增长主要驱动力是收入的增长。

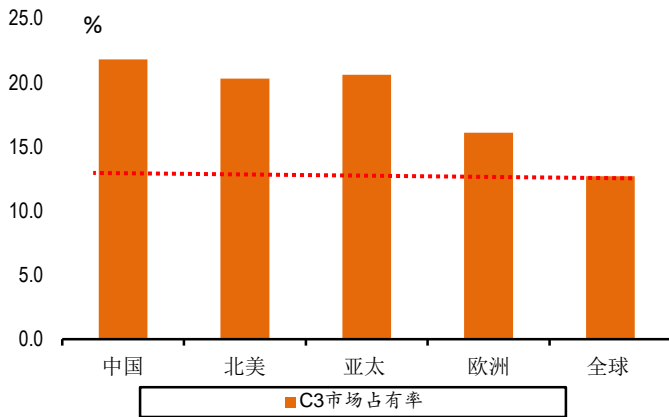
图8: 2014-2016年预期收入复合增长为14%



来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

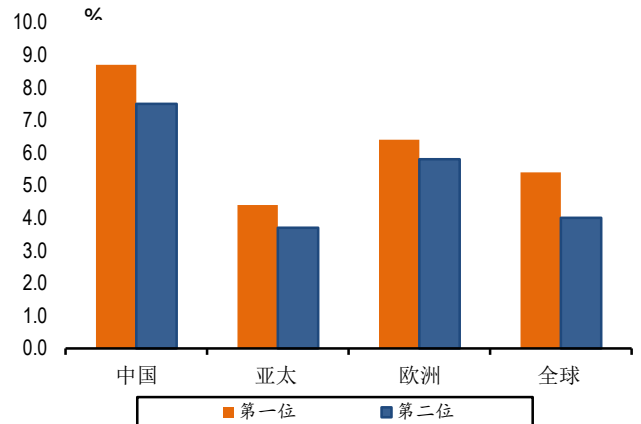
蒙牛和伊利的收入规模难以拉开差距 如图9所示2013年中国乳制品市场集中度已超过全球和发达国家水平,这意味着乳制品企业通过扩大市场占有率来提高收入的空间有限。同时我们预期蒙牛和伊利的收入的也很难形成数量级差距,这是我们和市场特别是A股市场观点的主要差距。通过分析全球,亚太和欧洲各区乳制品第一和第二位的市场占有率,我们发现双方很难在收入规模上拉开数量级的差异。而中国市场地区差异大,类似欧洲,较可能形成欧洲的竞争格局。

图9: 2013年中国乳制品市场集中度已超过全球和发达国家水平



来源: 欧睿, 招商证券(香港)整理
注: 分母为各大洲总市场份额

图10: 2013年亚太, 欧洲和全球地区第一位和第二位收入规模差距不大



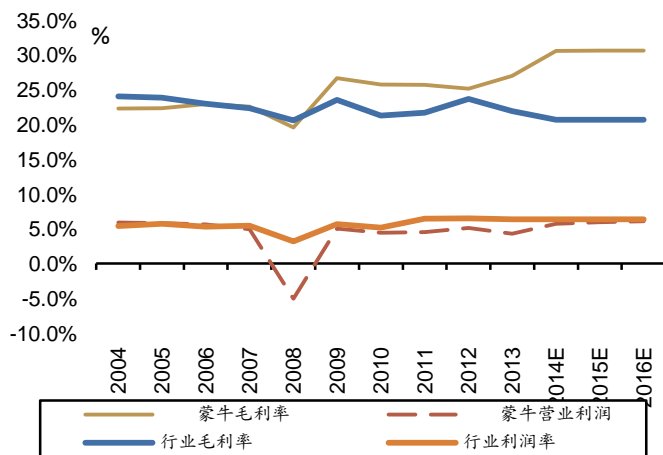
来源: 欧睿, 招商证券(香港)整理

盈利性分析

蒙牛乳业的毛利率呈阶梯上升趋势, 将从2013年的27.0%上升至30.5-30.6%, 但费用率仍将维持高位

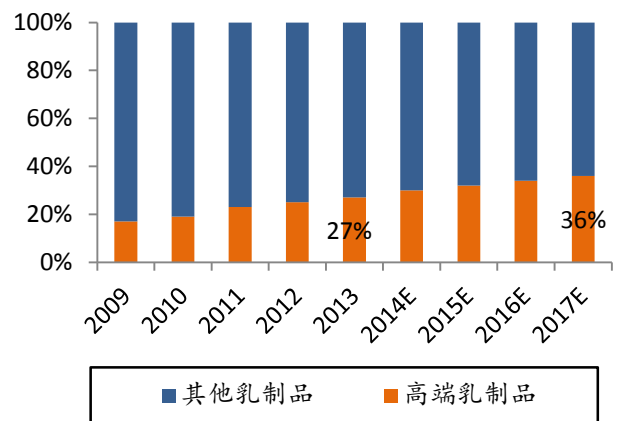
蒙牛乳业的毛利率呈阶梯上升趋势, 2014-16年将达30%以上。这主要受益于产品结构的升级。目前高毛利产品占比由2007年17%提升至2013年的27%。公司聚焦五大高毛利明星产品, 随着这些品类逐步成为50亿以上品类, 我们预期高毛率产品的占比将进一步提升至36%。

图11: 毛利率呈阶梯上升趋势, 2014-16年至30%以上



来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

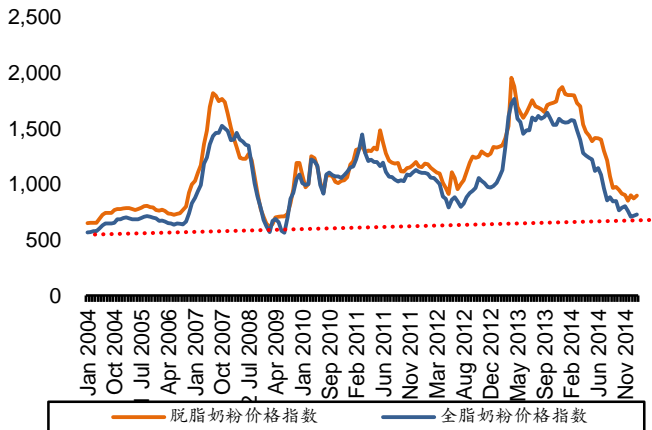
图12: 高端产品占比持续提升



来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

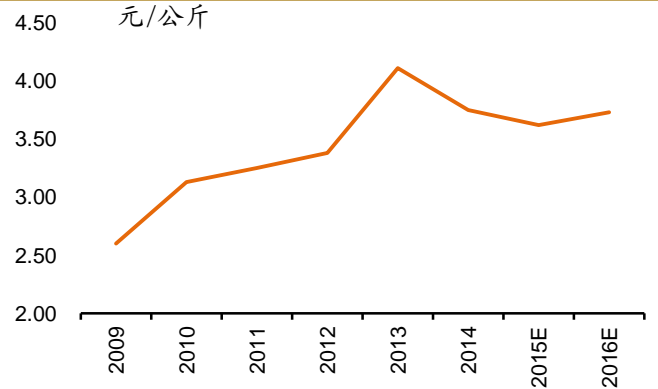
2015年原奶价格仍将维持低位有利于毛利率上升 根据图13,我们可以明显看出原奶价格呈周期性上升走势,目前正处于周期底部。根据农大教授李胜利估算,新西兰牛奶产量未来平均每年增长5%左右,预测2014/2015欧盟奶产量增长3%。而需求端受俄罗斯食品禁令的影响,目前全球有上千吨的乳制品不得不另找出路,因此2015年国际原奶价格仍将维持低位。而国内部分估算市场库存奶粉约30万吨,生鲜奶供应充足,2015年春节后原奶价格仍然有下行压力。

图13: 国际奶粉价格处于底部区域



来源: Global Dairy Trade, 招商证券(香港)

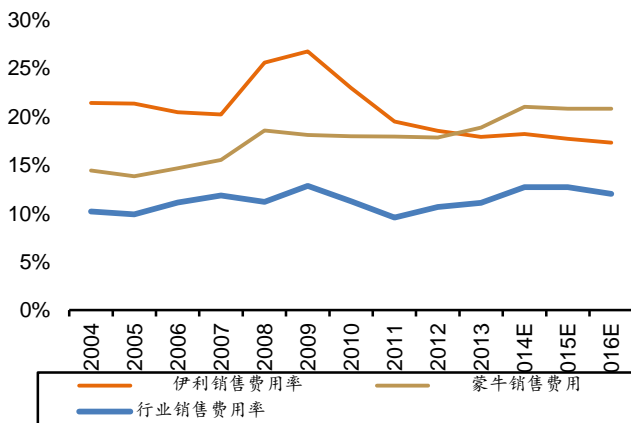
图14: 2015-2016年预期国内原奶价格在3.62-3.73



来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

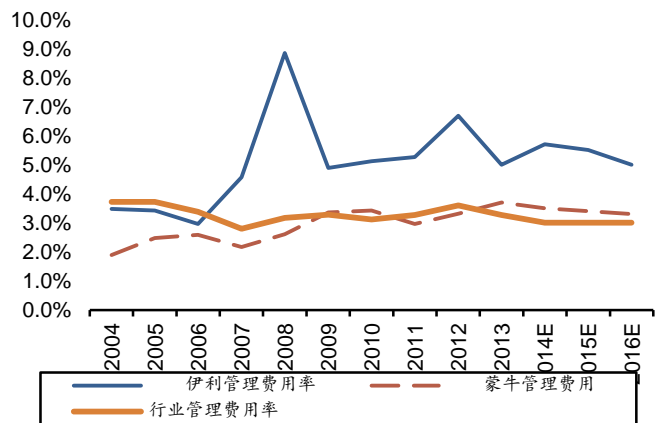
费用率维持历史高位 2014年高企的库存迫使公司采取更加激进的促销消化富裕的产品,我们预期2014年销售费用占收入的比重将由18.8%上升到21.1%,同时考虑到公司目标于2017年争取夺回行业第一的位置,因此我们预期费用率仍将维持高位。

图15: 为夺回行业第一,销售费用率将维持高位



来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图16: 管理费用低于竞争对手

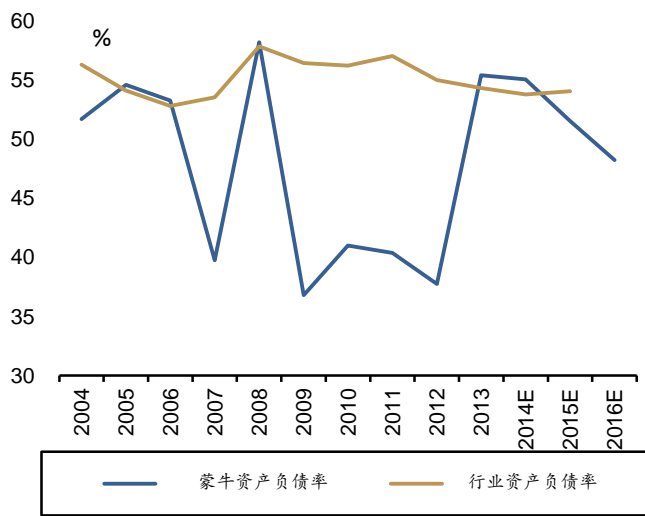


来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

财务健康状况

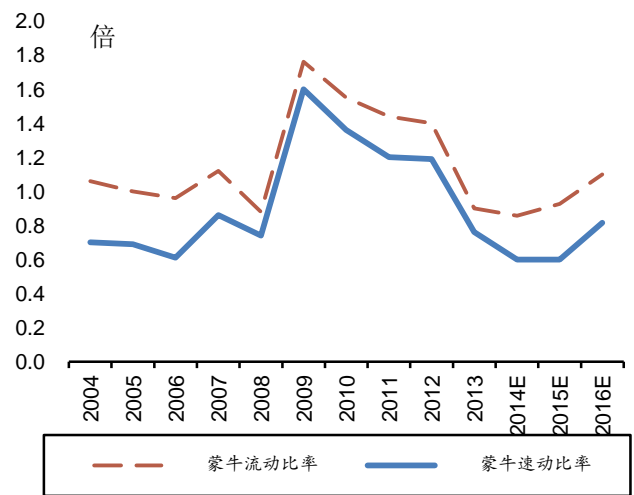
预期负债率下降并低于行业平均。 截止2014年6月30日,公司的总负债为231亿人民币,资产负债率为49.7%,低于行业平均水平。自2009年起公司负债率一直处于较低水平,2013年公司收购雅士利才加大杠杆水平至行业平均,预期2015-2016年将进一步下降并低于行业平均。主要原因在于未来大规模并购和投资的几率降低,同时达能入股雅士利也将带来44亿港币现金。(2014年10月31日,公司与达能签署关于雅士利25%股权认购协议,该协议尚待股东及政府通过)。

图17: 预期资产负债率下降并低于行业平均



来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图18: 预期流动比率回升



来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

估值

我们预期2014-2016年EPS分别是人民币1.16元, 1.27元和1.50元。对现金流折现法和市盈率估值法取平均, 给予公司一年目标价港币37.8, 较现价有12%的上涨空间, 维持公司“买入”投资评级。

表 4: 估值表

估值方法	权重	目标价 (HK\$)
DCF 估值	50%	39.5
P/E 估值(过往三年历史平均市盈率)	50%	36.0
一年目标价	100%	37.8
现价		33.7
上涨空间		12%

资料来源: 招商证券(香港)预测

DCF估值

基于我们的假设, 通过DCF方法得出蒙牛乳业的估值为39.5港元。主要假设如下:

表 5: DCF 主要假设

项目	数值	备注
Beta	0.87	一年日交易价格相对恒生指数的波动
无风险利率	3.65%	中国无风险利率
风险溢价	10.18%	香港市场风险溢价
所得税率	17.68%	
公司债务成本	2.88%	
公司权益成本 (Ke)	12.46%	
永续成长率	2.00%	
WACC	10.54%	

资料来源: 招商证券(香港)预测

表 6: DCF 自由现金流预测

港币百万	2014E	2015 E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
FCF	4,507	4,891	5,645	6,435	7,249	8,134	8,026	8,965	9,932	10,928
FCF 折现和 (2014E-2023E)	32,326									
终值价值	40,687									
企业价值	16,879									
现金及其他非核心资本	89,891									
-净负债	14,735									
股价	39.47									

资料来源: 招商证券(香港)预测

表 7: 股价敏感性分析(HK\$)

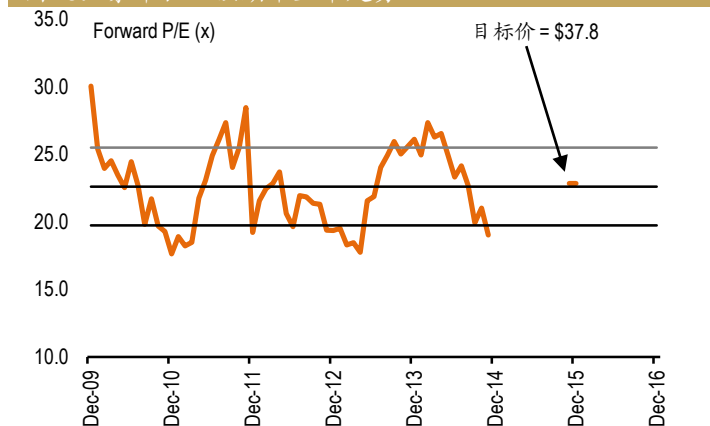
		WACC				
		9.6%	10.1%	10.57%	11.1%	11.6%
Growth (%)	1.0%	42.4	39.5	37.0	34.7	32.6
	1.5%	44.0	40.9	38.2	35.7	33.5
	2.0%	45.9	42.5	39.5	36.9	34.5
	2.5%	48.0	44.3	41.0	38.2	35.6
	3.0%	50.4	46.3	42.7	39.6	36.9

资料来源: 招商证券(香港)预测

P/E 估值法

我们选取22.6x 作为蒙牛乳业的合理估值水平, 这是基于预期平均市盈率所得。我们认为估值会回到五年平均, 主要依据是: 1) 2014-16预期复合增速12%与2009-13年平均13%的增速基本一致; 且2) 2014-2016年预期净利润率4.4%好于2009-13年的4%。基于22.6x P/E得出蒙牛乳业的估值为36.0港元。

图19: 蒙牛乳业预期市盈率走势



资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

表 8: 同业估值比较表

名称	代码	市值 (HKD)	2014E P/E	2015E P/E	2016E P/E	2014E 股息率%	P/S	P/B
平均值		52,894	23.9	20.0	17.9	1.9	2.3	3.9
蒙牛乳业	2319 HK	66,494	22.2	20.2	17.1	1.1	1.1	2.6
中国旺旺	151 HK	131,828	24.8	21.1	18.9	3.0	4.3	9.0
现代牧业	1117 HK	12,358	9.4	8.8	7.4	1.1	2.2	1.6

名称	代码	市值 (HKD)	2014E P/E	2015E P/E	2016E P/E	2014E 股息率%	P/S	P/B
康师傅控股	322 HK	98,066	27.5	22.6	19.8	2.2	1.2	4.2
维他奶	345 HK	11,392	29.6	26.1	26.1	2.7	2.3	6.3
统一企业	220 HK	30,149	42.6	31.7	26.7	0.7	0.9	2.2
辉山乳业	6863 HK	19,970	11.2	9.4	9.4	2.5	4.1	1.2
平均值		75,562	21.5	19.0	17.3	1.9	0.8	2.3
伊利股份	600887 CH	108,233	19.4	15.9	13.5	2.5	1.6	4.8
明治	2269 JP	57,891	30.9	26.9	26.9	0.8	0.7	2.6
EZAKI GLICO CO LTD	2206 JP	20,316	16.9	26.7	26.7	0.7	0.9	1.9
森永乳业	2264 JP	6,651	24.4	20.4	20.4	1.7	0.2	0.8
迪安食品	DF US	13,109		19.4	15.4	1.6	0.2	2.6
EMMI AG-REG	EMMN SW	15,465	21.5	17.2	16.3	1.1	0.6	1.9
BRF SA	BRFS3 BZ	158,283	28.0	20.4	17.4	1.9	1.7	3.5
BON GRAIN SA	BH FP	6,660	12.4	10.0	7.9	2.4	0.2	0.7
达能	BN FP	320,120	20.6	18.6	16.7	2.9	1.5	2.9
CHAROEN	CPF TB	48,893	19.7	14.1	11.5	3.7	0.5	1.7

来源: 彭博, 招商证券(香港)

表 9: 2013年同业比较

名称	代码	收入 - 5 年复合增 长	净资产 收益率	总资产 回报率	毛利率	净利润 率	负债/企业 价值
平均值		16.7	16.7	8.1	34.0	12.9	0.2
蒙牛乳业	2319 HK	12.7	10.6	5.2	30.5	4.4	0.2
中国旺旺	151 HK	19.7	39.0	18.4	41.1	17.8	0.1
现代牧业	1117 HK		14.6	7.0		19.0	0.2
康师傅控股	322 HK	20.7	14.2	4.6	30.6	3.9	0.1
维他奶	345 HK	9.9	20.2	10.3	49.2	7.1	0.0
统一企业	220 HK	20.3	5.5	3.5	32.6	3.0	0.2
辉山乳业	6863 HK		13.1	7.9	20.1	35.4	0.3
平均值		7.9	7.0	3.6	30.5	3.1	0.3
伊利股份	600887 CH	17.2	22.6	12.0	31.4	8.0	0.1
明治	2269 JP		7.3	2.8	34.3	1.9	0.3
EZAKI GLICO CO LTD	2206 JP	1.8	7.5	7.4	43.5	6.0	0.2
森永乳业	2264 JP	0.5	2.8	0.9	29.3	0.6	0.6
迪安食品	DF US	-6.3	-2.2	-2.2	17.8	-0.7	0.4
EMMI AG-REG	EMMN SW	4.3	7.2	3.1		2.2	0.3
BRF SA	BRFS3 BZ	21.8	9.4	4.3	26.8	4.5	0.2
BON GRAIN SA	BH FP	4.4	4.1	1.4		1.0	0.7
达能	BN FP	7.0	9.5	3.4	47.2	5.1	0.3
CHAROEN POKPHAND	CPF TB	20.0	1.5	3.1	13.3	2.7	0.4

来源: 彭博, 招商证券(香港)

财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	9,847	16,321	15,022	16,230	18,517
现金及现金等价物	5,752	7,102	4,012	4,400	5,982
交易性金融资产	441	1,745	3,327	3,327	3,327
其他短期投资	-	-	-	-	-
应收账款及票据	856	754	1,214	1,344	1,525
其它应收款	1,384	2,485	1,871	2,072	2,351
存货	1,363	2,577	4,497	4,975	5,205
其他流动资产	52	1,658	102	112	127
非流动资产	11,069	24,018	28,176	29,307	30,316
长期投资	641	4,659	6,320	6,320	6,320
固定资产	8,548	10,559	11,923	12,871	13,729
无形资产	1,508	8,356	8,913	8,994	8,994
其他	372	445	1,020	1,122	1,273
资产总计	20,916	40,339	43,198	45,536	48,833
流动负债	6,857	17,860	16,916	17,482	17,450
应付账款	3,630	4,761	5,199	5,753	6,528
应交税金	58	171	578	578	578
短期借款	599	8,554	5,939	5,399	3,816
其他	2,570	4,374	5,199	5,753	6,528
长期负债	938	4,469	6,863	5,958	6,109
长期借款	-	3,236	4,836	4,836	4,836
其他	938	1,233	2,027	1,122	1,273
负债合计	7,795	22,329	23,779	23,441	23,559
股本	181	187	196	196	196
留存收益	3,795	4,940	6,962	9,116	11,680
其它储备	9,005	10,628	10,628	10,628	10,628
少数股东权益	629	2,650	3,124	3,646	4,261
归属于母公司所有者权益	12,492	15,361	17,392	19,547	22,110
负债及权益合计	20,916	40,340	44,295	46,633	49,930

现金流量表

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	2,007	1,582	3,848	4,272	5,349
净利润	1,257	1,631	2,249	2,473	2,913
折旧与摊销	998	846	1,124	1,240	1,330
营运资本变动	-68	-773	366	287	845
其他非现金调整	-180	-122	109	273	261
投资活动现金流	-3,239	-12,796	-6,141	-1,782	-1,677
资本性支出	-2,303	-2,869	-2,500	-2,200	-2,200
出售固定资产收到的现金	15	12	12	12	12
投资增减	6,701	-10,379	3,801	80	-
其它	58	440	148	486	511
筹资活动现金流	-181	11,432	-797	-2,102	-2,089
债务增减	146	3,236	-1,015	-540	-1,583
股本增减	12	-	10	-	-
股利支付	350	-	228	318	350
其它筹资	10	8,196	436	-1,244	-156
其它调整	-699	-	-455	-636	-699
现金净增加额	-1,416	-2,725	-3,090	388	1,582

利润表

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	36,000	43,357	50,568	55,987	63,540
营业成本	27,050	31,660	35,130	38,870	44,108
毛利	8,950	11,697	15,438	17,118	19,431
其他收入	249	289	453	134	134
销售、行政及一般费用	7,398	9,773	12,389	13,549	15,313
研发费用	-	-	-	-	-
其他营业费用合计	194	360	619	378	397
营业利润	1,607	1,853	2,883	3,325	3,855
利息支出	39	160	359	339	307
利息收入	218	359	445	294	311
权益性投资损益	14	154	279	294	350
其他非经营性损益	-66	-	-	-	-
非经常项目损益	0	24	1	1	1
除税前利润	1,734	2,230	3,248	3,574	4,210
所得税	245	367	525	580	682
少数股东损益	186	231	474	522	615
归属普通股股东净利润	1,303	1,632	2,249	2,473	2,913
EPS (元)	0.74	0.90	1.16	1.27	1.50

主要财务比率

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
年成长率					
营业收入	-3%	20%	17%	10%	13%
营业利润	-3%	15%	56%	15%	16%
净利润	-18%	25%	38%	10%	18%
获利能力					
毛利率	24.9%	27.0%	30.5%	30.6%	30.6%
净利率	3.6%	3.7%	4.4%	4.4%	4.6%
ROE	10.4%	10.6%	12.9%	12.6%	13.2%
ROIC	11.1%	6.5%	9.5%	9.6%	10.6%
偿债能力					
资产负债率	37.3%	55.4%	55.0%	51.5%	48.2%
流动比率	1.4	0.9	0.9	0.9	1.1
速动比率	1.2	0.8	0.6	0.6	0.8
营运能力					
资产周转率	1.7	1.1	1.2	1.2	1.3
应收账款周转率	17.8	15.9	16.1	17.3	17.5
应付账款周转率	7.4	7.5	7.1	7.1	7.2
估值比率					
PE	34.9	28.7	22.2	20.2	17.1
PB	3.7	3.1	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	18.8	16.2	11.0	10.1	8.9

资料来源: 公司报表, 招商证券(香港)预测

投资评级定义

投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月较市场指数下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页<http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外,招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期48楼
电话: +852 3189 6888
传真: +852 3101 0828