

买入

2014年10月21日

乳业龙头企业股价下跌带来买入机会

- **公司14年上半年业绩回顾:** 14年H1公司收入同比增加25.0%至258.4亿元,其中雅士利贡献收入15.5亿元,公司自有业务则同比增加17.5%至242.9亿元。而于增加的自有业务收入中,约3%来自销量增长,3%来自产品组合升级,剩余约11%则来自价格调整。由于公司去年多次调价抵消原奶价格同比上升带来的负面影响,加上公司产品结构升级,14年H1公司整体毛利率同比提升5.7个百分点至32.4%,其中自有业务毛利率为31.1%,达到历史高点。然而由于消费需求减弱导致上半年渠道流转缓慢及高额库存,公司为加快流转大幅提高销售费用,加上大包粉价格大幅下跌导致公司计提巨额存货跌价损失2.6亿元,使得公司14年H1费用率同比增加5.7个百分点至28.7%。综上所述,公司拥有者应占溢利同比上升39.9%至10.49亿元,拥有者应占溢利率达到4.1%。
- **原奶价格和大包粉价格持续下降:** 原奶供不应求的状况今年已经大幅改善,主产区原奶价格从2月份达到顶点4.27元/公斤之后一直回落到目前的3.91元/公斤。而新西兰奶粉的均价从2月份的5042美元/吨大幅下降至目前的2640美元/吨。由于原奶成本占公司变动成本的45-50%,而大包粉成本则占8-10%,故我们认为原料奶及奶粉价格的回落有利于公司毛利率的持续改善。此外上半年H1的高额库存也正在逐渐清理,预计H2不需要再计提任何存货跌价损失。
- **市场端的竞争和促销依然持续:** 鉴于原奶供应较以前充足,市场端的竞争依然激烈,根据我们的调研,公司基础白奶的价格有所下调而其他品类也通过买赠等形式进行变相促销,故尽管14年H2原奶成本较H1为低,我们预计其毛利率仍将环比下降。从中长期看,公司明星和机会产品的占比将持续提升(预计从目前的40%提升至3-5年后的45-50%),预计公司产品结构升级将带来盈利能力的持续改善。
- **维持买入评级,目标价37.57港元:** 公司为乳制品龙头企业,我们给予公司2015年食品行业平均市盈率22倍对其进行估值,得出新目标价为37.57港元,较昨日收市价32.45港元仍有15.8%的上升空间,维持买入评级。

王柏俊

852-25321915

patrick.wong@firstshanghai.com.hk

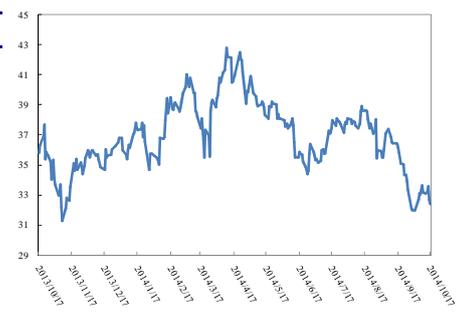
主要数据

行业	乳制品
股价	32.45 港元
目标价	37.57 港元 (+15.8%)
股票代码	2319
已发行股本	19.58 亿股
市值	634.5 亿港元
52 周高/低	43.8/30.45 港元
每股净现值	13.76 港元
主要股东	中粮集团、Danone 及 Arla Foods (31.54%)

盈利摘要

股价表现

截止12月31日财政年度	2012实际	2013实际	2014预测	2015预测	2016预测
收入(百万人民币)	36,000	43,357	51,863	59,048	66,798
变动(%)	(3.7)	20.4	19.6	13.9	13.1
净利润(百万人民币)	1,303	1,631	2,202	2,639	3,285
每股摊薄收益(人民币)	0.71	0.90	1.13	1.35	1.68
变动(%)	-21.4	26.0	26.0	19.7	24.3
市盈率@32.45港元(倍)	36.1	28.7	22.8	19.0	15.3
每股派息(人民币)	0.16	0.20	0.25	0.30	0.38
息率(%)	0.63	0.79	0.99	1.18	1.47



来源: 公司资料, 第一上海预测

来源: 彭博

图表 1: 估值对比

香港上市食品公司

名称	代码	股价 (港元)	市值 (亿港元)	14EPS	15EPS	16EPS	14PE	15PE	16PE	14-16年 EPS CAGR	PEG(倍)
蒙牛	2319 HK Equity	32.45	635	1.43	1.71	2.12	22.8	19.0	15.3	22.0%	0.86
合生元	1112 HK Equity	20.65	125	1.57	1.83	2.20	13.2	11.3	9.4	18.4%	0.61
雅士利	1230 HK Equity	2.76	98	0.13	0.15	0.18	20.9	18.4	15.3	16.8%	1.10
现代牧业	1117 HK Equity	3.10	150	0.27	0.33	0.40	11.5	9.5	7.8	21.2%	0.45
旺旺	151 HK Equity	9.50	1,254	0.42	0.48	0.53	22.8	19.8	17.9	13.0%	1.53
康师傅	322 HK Equity	19.88	1,114	0.70	0.86	0.98	28.2	23.0	20.3	17.9%	1.29
青岛啤酒	168 HK Equity	55.70	365	1.92	2.23	2.51	29.0	25.0	22.2	14.3%	1.75
华润创业	291 HK Equity	18.62	449	0.55	0.68	0.87	34.1	27.5	21.5	26.1%	1.05
统一	220 HK Equity	6.90	298	0.20	0.24	0.28	34.7	29.2	25.1	17.6%	1.67
中国食品	506 HK Equity	2.97	83	-0.05	0.09	0.14		32.3	22.0		
味千(中国)	538 HK Equity	5.79	63	0.27	0.32	0.39	21.4	17.9	14.7	20.6%	0.87
平均							23.9	21.2	17.4	18.8%	1.1

内地上市乳品公司

名称	代码	股价 (元)	市值 (亿港元)	14EPS	15EPS	16EPS	14PE	15PE	16PE	14-16年 EPS CAGR	PEG(倍)
伊利	600887 CH Equity	23.96	930	1.35	1.65	1.91	17.8	14.5	12.6	18.9%	0.77
光明	600597 CH Equity	16.33	253	0.51	0.73	0.94	31.8	22.5	17.4	35.2%	0.64
贝因美	002570.CH Equity	16.45		0.53	0.69	0.84	31.1	23.8	19.6	25.9%	0.92
平均							26.9	20.3	16.5	26.7%	0.78

海外上市公司

名称	代码	股价	市值 (亿港元)	14EPS	15EPS	16EPS	14PE	15PE	16PE	14-16年 EPS CAGR	PEG(倍)
雀巢	NSRGY US Equity	70.07	17,529	3.85	4.03	4.25	18.2	17.4	16.5	5.1%	3.40
达能	BN FP Equity	50.15	3,189	2.68	2.98	3.32	18.7	16.9	15.1	11.3%	1.49
美赞臣	MJN US Equity	100.23	1,572	3.72	4.16	4.66	27.0	24.1	21.5	12.0%	2.00
恒天然	FCG NZ Equity	6.20	611	0.12	0.38		51.7	16.3			
明治	2269 JT Equity	8,380.00	463	286.93	332.55	383.98	29.2	25.2	21.8	15.7%	1.61
平均							29.0	20.0	18.7	11.0%	2.13

资料来源: 彭博、第一上海预测

附录 1: 主要财务报表

损益表						财务分析					
<人民币百万>, 财务年度截至<十二月>						<人民币百万>, 财务年度截至<十二月>					
	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测		2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
收入	36,000	43,357	51,863	59,048	66,798	盈利能力					
毛利	8,950	11,697	15,804	17,275	19,784	毛利率 (%)	24.9%	27.0%	30.5%	29.3%	29.6%
其他业务收入	0	0	0	0	0	EBITDA 利率 (%)	6.7%	7.1%	7.9%	8.0%	8.4%
销售及管理费用	-7,817	-10,134	-13,564	-14,601	-16,259	净利率 (%)	3.6%	3.8%	4.2%	4.5%	4.9%
其他收入	257	289	441	502	502	营运表现					
营运收入	1,390	1,852	2,680	3,176	4,027	SG&A/收入 (%)	21.7%	23.4%	26.2%	24.7%	24.3%
财务开支	177	199	107	194	238	实际税率 (%)	15.5%	16.6%	17.5%	18.0%	18.2%
联营公司	14	154	352	433	501	股息支付率 (%)	21.7%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%
税前盈利	1,580	2,205	3,140	3,802	4,766	库存周转	19	30	34	27	20
所得税	-245	-367	-551	-683	-869	应付账款天数	50	55	48	45	40
少数股东应占利润	-182	-231	-394	-487	-620	应收账款天数	8	6	6	6	6
净利润	1,303	1,631	2,202	2,639	3,285	财务状况					
折旧及摊销	1,007	1,216	1,410	1,523	1,579	净负债/股本	0.05	0.76	0.32	0.16	0.12
EBITDA	2,397	3,067	4,091	4,699	5,606	收入/总资产	1.72	1.07	1.21	1.36	1.42
增长						总资产/股本	1.69	2.63	2.02	1.86	1.80
总收入 (%)	-3.7%	20.4%	19.6%	13.9%	13.1%	盈利对利息倍数	(8)	(9)	(25)	(16)	(17)
EBITDA (%)	-13.1%	28.0%	33.4%	14.9%	19.3%						
资产负债表						现金流量表					
<人民币百万>, 财务年度截至<十二月>						<人民币百万>, 财务年度截至<十二月>					
	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测		2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
现金	5,778	7,102	7,404	7,605	10,666	EBITDA	2,397	3,067	4,091	4,699	5,606
应收账款	801	754	894	950	1,063	融资成本	42	160	296	183	110
存货	1,420	2,577	3,350	3,059	2,609	营运资金变化	-6	517	-341	1,002	586
其他流动资产	1,761	5,888	6,097	6,345	6,591	所得税	-290	-281	-143	-683	-869
总流动资产	9,761	16,321	17,746	17,959	20,928	其他营运活动	-262	-180	3,532	4,325	5,380
固定资产	9,296	11,571	12,702	13,114	13,471	营运现金流	1,881	3,284	3,343	4,827	5,207
无形资产	708	7,307	7,303	7,306	7,309	资本开支	-2,139	-746	-2,410	-1,810	-1,810
长期投资	1,225	5,140	5,179	5,179	5,179	其他投资活动	-1,086	-14,523	1,111	680	719
总资产	20,991	40,339	42,931	43,559	46,887	投资活动现金流	-3,225	-15,269	-1,299	-1,130	-1,091
应付帐款	3,679	4,761	4,723	5,120	5,184	负债变化	-58	7,880	-5,296	-3,000	-462
短期银行贷款	574	8,462	3,462	462	0	股本变化	0	0	0	0	0
其他短期负债	2,728	4,841	5,285	5,903	6,333	股息	-397	-367	-385	-469	-496
总短期负债	6,981	18,063	13,469	11,484	11,518	其他融资活动	397	4,818	3,939	-26	-98
长期银行贷款	0	3,236	3,236	3,236	3,236	融资活动现金流	-59	12,331	-1,742	-3,496	-1,056
其他负债	938	1,029	2,049	2,049	2,049	现金变化	-1,402	346	303	201	3,061
总负债	7,919	22,328	18,754	16,769	16,802	期初持有现金	4,322	2,917	3,355	3,657	3,858
少数股东权益	629	2,650	2,942	3,429	4,048	汇兑变化	-2	91	0	0	0
股东权益	12,443	15,361	21,235	23,362	26,037	期末持有现金	2,917	3,355	3,657	3,858	6,919
每股账面值	7.0	8.5	10.9	12.0	13.3						
净流动资产	2,781	-1,742	4,276	6,475	9,411						

资料来源: 公司资料、第一上海

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。