



2319.HK

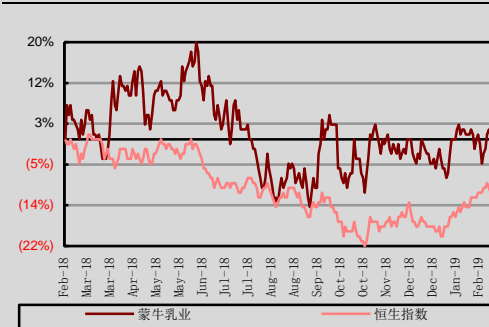
增持

原评级: 未有评级

市场价格: 港币 24.25

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	1.7	(3.2)	0.2	(6.2)
相对香港恒生指数	(12.3)	(7.0)	(7.1)	1.0

发行股数(百万)	3,928
流通股(%)	100
流通股市值(港币 百万)	95,250
3个月日均交易额(港币 百万)	231
净负债比率(%) (2019E)	n.a.
主要股东(%)	24
中粮乳业投资有限公司	

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2019年2月28日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料

汤玮亮

86755-82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

*王兴伟为本报告重要贡献者

蒙牛乳业

龙头乳企行稳致远, 静待竞争格局改善

蒙牛是乳品行业龙头, 激励体系完备, 组织架构调整激发活力。蒙牛常温大单品规模可以继续向上, 低温酸奶有望受益于渠道下沉。2019年竞争格局存在改善可能性, 蒙牛有望从中受益。营销注重品牌力提升, 推进渠道深耕, 全面布局新兴渠道。国际对比雀巢、达能乳制品, 国内对比伊利, 长期看, 蒙牛利润率有较大提升空间。

支撑评级的要点

- **乳品行业龙头, 激励体系完备, 组织架构调整激发活力。**蒙牛是国内乳品行业龙头。液态奶贡献大部分收入, 其中常温白奶收入占比最高, 液态奶亦是利润的核心来源。蒙牛背靠中粮集团, 采用职业经理人管理体制, 激励体系完备, 包括购股权和限制性股票激励。2016年下半年开始, 蒙牛从职能制转化为新事业部制, 激发活力, 奠定业绩快速增长基础。
- **蒙牛常温大单品规模可以继续向上, 低温酸奶有望受益于渠道下沉。**我们认为公司常温液态奶大单品仍有向上空间, 主要源于: (1) 低线城市乳品消费升级趋势不断深化; (2) 大单品结构升级与细化拓展。随着冷链行业快速发展, 蒙牛低温酸奶具备领先优势, 有望受益于渠道下沉。蒙牛奶粉业务以及持有的现代牧业权益可以锦上添花。
- **2019年竞争格局存在改善可能性, 蒙牛有望从中受益。**我们认为2019年竞争格局存在改善的可能性主要源于: (1) 2018年较高强度费用投放并未改变龙头间竞争格局, 2019年强度可能边际趋缓; (2) 2019年蒙牛提升经营利润率与维持净利较快增长的难度边际上升; (3) 2019年原奶价格预计温和上涨, 面临成本压力, 乳企可能降低费用投放强度, 蒙牛奶源把控能力强, 有望继续巩固龙头优势。
- **营销注重品牌力提升, 推进渠道深耕, 全面布局新兴渠道。**1H18由于世界杯相关营销费用一次性确认, 蒙牛广告及宣传费用率高达12.8%, 我们认为2H18、2019年乃至后续, 蒙牛将继续注重品牌营销, 提升品牌力。目前, 推进渠道深耕成效显现, 根据凯度, 蒙牛的品牌渗透率在2017年降至86.8%后, 2018年实现回升, 至87.2%。此外, 除电商, 蒙牛已经开始全面布局包括B2B平台、新零售、无人便利店等新兴渠道, 行业领先。
- **国际对比雀巢、达能乳制品, 国内对比伊利, 长期看, 蒙牛利润率有较大提升空间。**雀巢、达能近5年经营利润率(指operating profit margin, 下同)分别为17.8%和9.9%, 伊利2018年为7.8%, 1H18蒙牛整体经营利润率为5.7%(历史高点5.7%), 液态奶经营利润率为5.4%(历史高点7.2%), 国际对比雀巢、达能, 国内对比伊利都有较大提升空间。我们认为, 长期看, 内部挖潜、产品结构升级、竞争格局改善都有望带动利润率提升。

评级面临的主要风险

- 行业需求增长大幅放缓, 行业竞争大幅加剧, 原料成本大幅上涨。

估值

- 蒙牛行业龙头强者更强, 收入可以实现稳健增长, 长期看利润率有较大提升空间。19年竞争格局存在改善可能性, 蒙牛有望从中受益。预计18-20年EPS为0.78\1.00\1.20元, 同比增50%\27%\20%, 对应PE为26x\21x\17x, 首次覆盖给予**增持**评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	53,779	60,156	69,314	78,241	87,507
变动(%)	10	12	15	13	12
净利润(人民币 百万)	(751)	2,048	3,072	3,909	4,700
全面摊薄每股收益(人民币)	(0.191)	0.521	0.782	0.995	1.197
变动(%)	(131.7)	(372.6)	50.0	27.2	20.2
全面摊薄市盈率(倍)	(108.2)	39.7	26.4	20.8	17.3
价格/每股现金流量(倍)	18.0	14.8	20.9	19.7	14.2
每股现金流量(人民币)	1.15	1.40	0.99	1.05	1.46
企业价值/息税折旧前利润(倍)	0.6	1.7	1.5	1.2	1.1
每股股息(人民币)	0.141	0.088	0.124	0.186	0.236
股息率(%)	0.7	0.4	0.6	0.9	1.1

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

目录

乳品行业龙头，激励体系完备，组织架构调整激发活力 ...5	
乳品龙头，液态奶是收入与利润的核心来源.....5	
背靠中粮集团，职业经理人管理，激励体系完备6	
从职能制转化为新事业部制，再度激发蒙牛活力，奠定业绩较快增长基础9	
蒙牛常温大单品规模继续向上，低温酸奶最为受益渠道下沉 10	
乳品行业景气度较高，人均液态奶消费量低，渠道下沉空间足.....10	
蒙牛常温液态奶大单品仍有向上空间，低温酸奶具备领先优势，最为受益渠道下沉 11	
蒙牛奶粉业务以及持有的现代牧业权益可以锦上添花14	
2019 年竞争格局存在改善可能性，蒙牛有望从中受益...17	
2018 年较高强度费用投放并未改变龙头间竞争格局，2019 年强度可能边际趋缓17	
2019 年蒙牛提升经营利润率与维持净利较快增长的难度边际上升17	
2019 年原奶价格温和上涨，但蒙牛奶源把控能力强，有望继续巩固龙头优势 18	
营销注重品牌力提升，推进渠道深耕，全面布局新兴渠道21	
国际+国内对比，蒙牛利润率有较大提升空间.....23	
盈利预测与投资评级.....24	
风险提示.....25	

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 2017 年线下液态奶市占率.....	5
图表 2. 1H18 线下液态奶市占率.....	5
图表 3. 蒙牛乳业营业收入（2006-1H18）.....	5
图表 4. 蒙牛乳业归母净利（2006-1H18）.....	5
图表 5. 蒙牛乳业分业务收入占比（2017）.....	6
图表 6. 蒙牛乳业液态奶细分业务收入占比（2017）.....	6
图表 7. 蒙牛乳业分业务经营利润占比（2017）.....	6
图表 8. 蒙牛发展历程.....	7
图表 9. 蒙牛乳业股权结构图.....	7
图表 10. 蒙牛乳业董事会非独立董事名单.....	8
图表 11. 蒙牛乳业已授出购股权情况.....	9
图表 12. 蒙牛 2016 年下半年开始打造的新事业部制.....	9
图表 13. 2003-2018 年规模以上乳企主营业务收入及同比增速...10	10
图表 14. 2018 年不同地区液态奶人均消费量对比.....	10
图表 15. 2005-1H18 蒙牛乳业液态奶业务收入及同比增速.....	11
图表 16. 特仑苏收入（2005-2018E）.....	11
图表 17. 常温酸奶收入（2014-2018E）.....	11
图表 18. 2015-2017 年含乳饮料市场份额变化.....	12
图表 19. 2017 年含乳饮料销售额同比增速.....	12
图表 20. 特仑苏白奶系列的结构升级.....	12
图表 21. 蒙牛常温酸奶产品.....	13
图表 22. 2017 年线下低温酸奶市占率.....	13
图表 23. 1H18 线下低温酸奶市占率.....	13
图表 24. 680 万家夫妻店不同层级区域分布.....	14
图表 25. 2018 年不同层级区域线下快消品销售额份额.....	14
图表 26. 2013-2018 年国内冷库总量变化.....	14
图表 27. 2013-2018 年国内冷藏车总量变化.....	14
图表 28. 2014-1H18 蒙牛整体奶粉业务收入与同比增速.....	15
图表 29. 2014-1H18 雅士利奶粉业务收入与同比增速.....	15
图表 30. 2014-2017 年君乐宝奶粉业务收入与同比增速.....	15



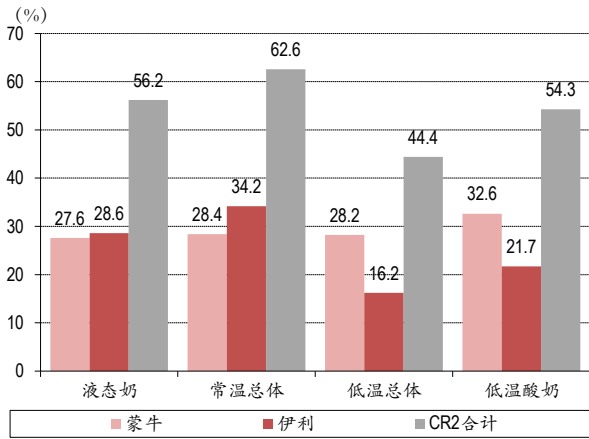
图表 31. 2014-1H18 蒙牛整体奶粉业务经营利润.....	15
图表 32. 现代牧业归母净利与其原料奶平均售价变动对比.....	16
图表 33. 线下 UHT 产品市占率.....	17
图表 34. 线下低温酸奶市占率.....	17
图表 35. 蒙牛乳业与伊利股份毛利率对比.....	18
图表 36. 中国圣牧液态奶经营分部净利（公告口径）.....	18
图表 37. 中国圣牧液态奶经营分部净利（剔除应收款减值）.....	18
图表 38. 国内奶牛存栏量.....	19
图表 39. 国内生鲜乳主产区平均价与黑龙江、山东、河北生鲜乳 交易参考价对比.....	19
图表 40. 国内生鲜乳主产区平均价与上海生鲜乳收购基础价对比.....	20
图表 41. 4 家牧场奶牛存栏量与生鲜乳产量.....	20
图表 42. 4 家牧场生鲜乳产量占国内总产量比例.....	20
图表 43. 2006-1H18 蒙牛广告及宣传费用率.....	21
图表 44. 18 年主要食品饮料公司国内全媒介广告花费增幅.....	21
图表 45. 2015-2018 年蒙牛品牌渗透率.....	22
图表 46. 蒙牛、伊利、雀巢、达能乳制品经营利润率对比.....	23
图表 47. 蒙牛乳业收入预测表.....	24
图表 48. 重点公司盈利预测与评级.....	24
损益表(人民币 百万).....	26
资产负债表(人民币 百万).....	26
现金流量表(人民币 百万).....	26
主要比率 (%).....	26

乳品行业龙头，激励体系完备，组织架构调整激发活力

乳品龙头，液态奶是收入与利润的核心来源

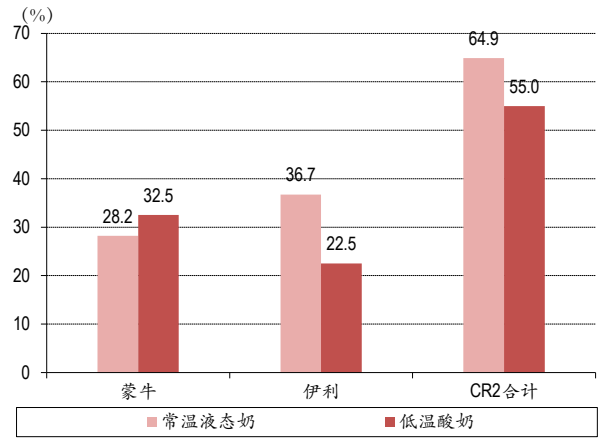
蒙牛是国内乳品行业龙头。根据尼尔森，蒙牛2017年线下液态奶市占率27.6%，位居行业第2；1H18线下常温液态奶市占率28.2%，位居行业第2，线下低温酸奶市占率36.7%，位居行业第1。蒙牛2017年实现营业收入\归母净利润分别为601.6\20.5亿元，近5年（2013-2017）营业收入\归母净利润CAGR为+10.8%\+10.3%，近10年（2008-2017）营业收入\归母净利润GAGR为+10.9%\+8.1%。1H18实现营业收入\归母净利润344.7\15.6亿元，同比+17.0%\+38.5%。

图表 1. 2017 年线下液态奶市占率



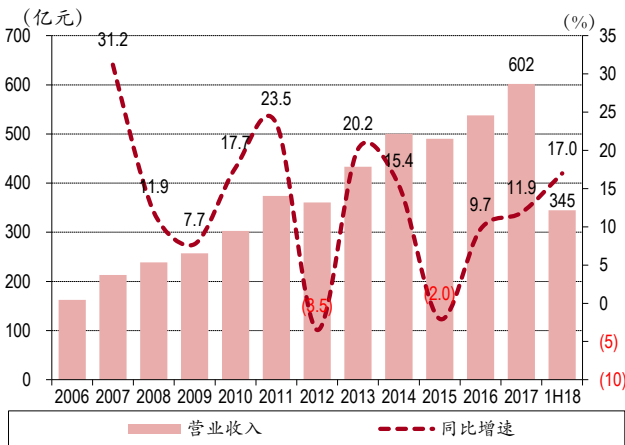
资料来源：尼尔森，中银国际证券

图表 2. 1H18 线下液态奶市占率



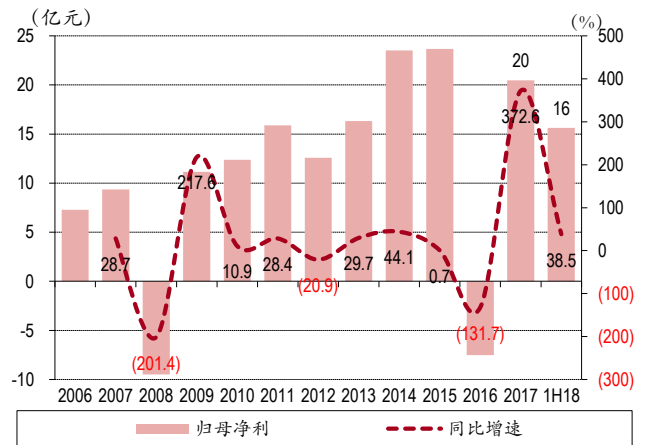
资料来源：尼尔森，中银国际证券

图表 3. 蒙牛乳业营业收入 (2006-1H18)



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

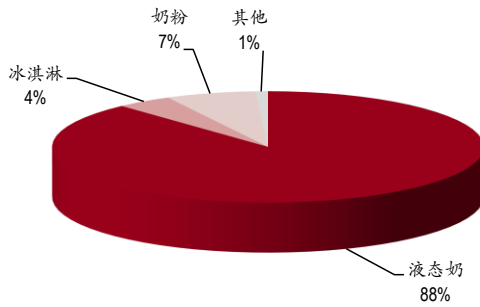
图表 4. 蒙牛乳业归母净利润 (2006-1H18)



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

液态奶贡献大部分收入，其中常温白奶收入占比最高。2017年，液态奶\奶粉\冰淇淋收入占比分别为88%\7%\4%；液态奶细分来看，常温白奶、酸奶、乳饮料收入占比分别为48%\33%\19%。

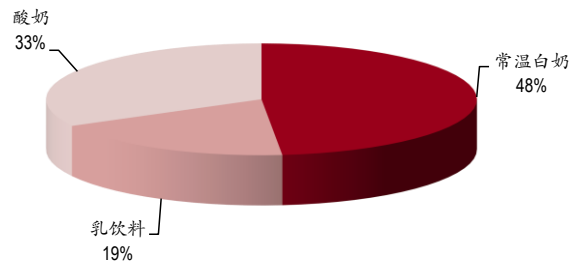
图表 5. 蒙牛乳业分业务收入占比 (2017)



资料来源: 公司公告, 万得, 中银国际证券

注: 其他主要包括奶酪、植物基营养品及贸易业务

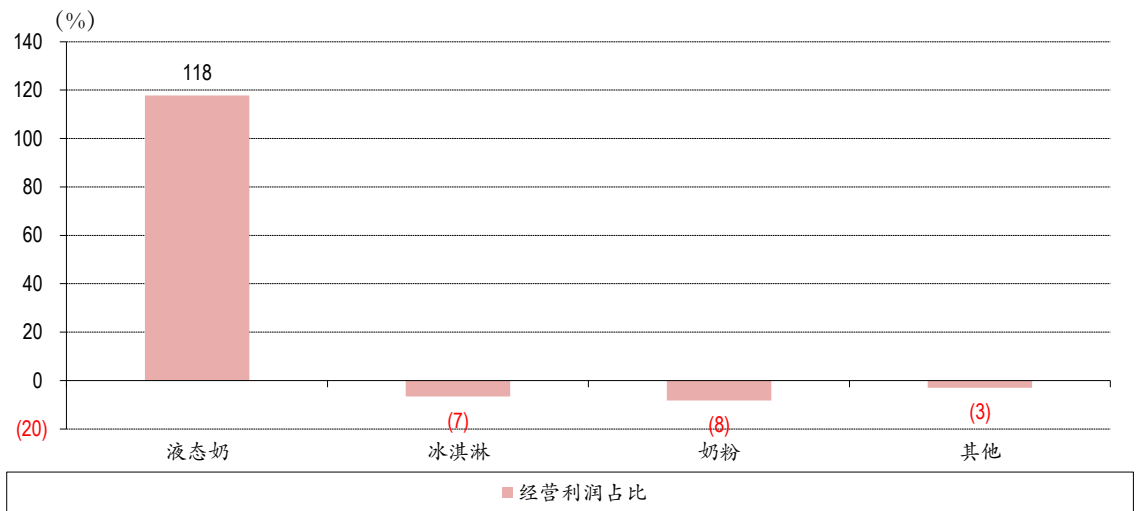
图表 6. 蒙牛乳业液态奶细分业务收入占比 (2017)



资料来源: 公司公告, 公司官网, 万吨, 中银国际证券

液态奶是利润的核心来源。2017年, 液态奶经营利润占比118%, 冰淇淋、奶粉略有亏损, 经营利润占比分别为-7%和-8%。根据2018年半年报情况判断, 2018年奶粉有望扭亏, 冰淇淋有望减亏或扭亏。

图表 7. 蒙牛乳业分业务经营利润占比 (2017)



资料来源: 公司公告, 中银国际证券

注: 其他主要包括奶酪、植物基营养品及贸易业务

背靠中粮集团, 职业经理人管理, 激励体系完备

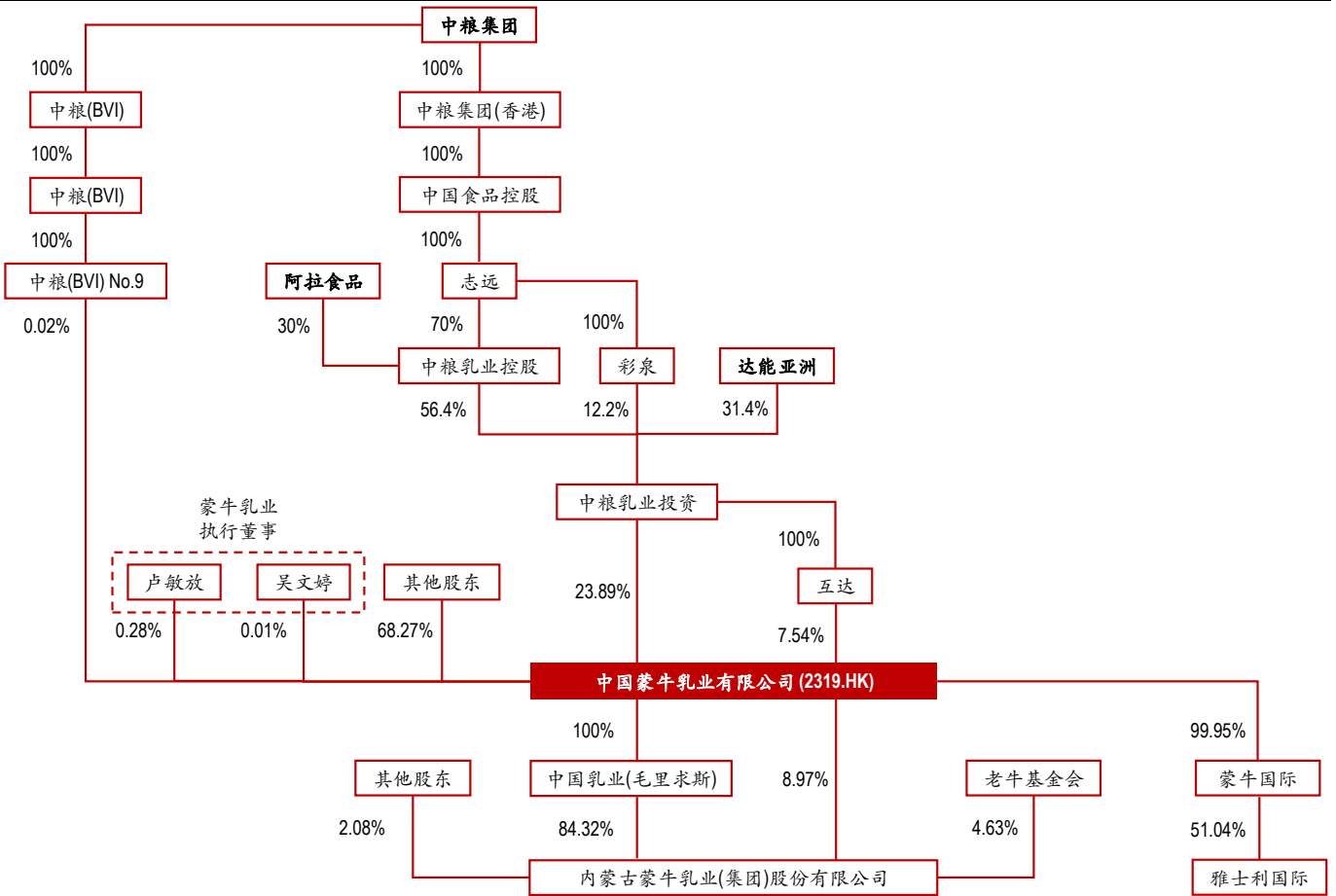
蒙牛乳业背靠中粮集团。蒙牛成立于1999年, 2004年于香港联交所主板上市。2009年中粮集团与厚朴投资共同入股蒙牛乳业, 2012年与Arla签署战略合作协议, 2014年达能集团成为第二大战略股东。截至2019年1月17日, 中粮集团、达能、Arla为一致行动人, 共同透过中粮乳业投资公司持有上市公司蒙牛乳业31.4%股权, 此外中粮集团还通过中粮(BVI)持有蒙牛乳业0.02%股权。

图表 8. 蒙牛发展历程

时间	内容
1999 年 7 月	蒙牛成立
2004 年 6 月	香港联交所主板上市
2006 年 10 月	特仑苏上市
2009 年 7 月	中粮集团与厚朴投资共同入股
2010 年 11 月	收购君乐宝
2012 年 4 月	孙伊萍女士获委任为蒙牛总裁
2012 年 6 月	与欧洲乳业巨头 Arla Foods 签署战略合作协议
2013 年 5 月	增持现代牧业
2013 年 6 月	控股雅士利
2014 年 3 月	入选恒生指数成分股
2014 年 3 月	达能集团成为蒙牛第二大战略股东
2016 年 5 月	旗下雅士利收购多美滋全部股权
2016 年 9 月	卢敏放先生获委任为蒙牛总裁
2017 年 1 月	增持现代牧业并成为其控股股东
2017 年 12 月	正式成为 2018 年 FIFA 世界杯全球官方赞助商

资料来源：公司公告，公司官网，中银国际证券

图表 9. 蒙牛乳业股权结构图



资料来源：公司公告，港交所，中银国际证券

注：1. 中粮集团、阿拉食品、达能亚洲为一致行动人；2. 股权结构图信息截至 2019 年 1 月 17 日

职业经理人管理。2016年9月15日卢敏放先生获委任蒙牛乳业执行董事、总裁，负责蒙牛乳业具体经营管理，其曾担任达能早期生命营养品公司大中华区副总裁一职，服务达能集团及多美滋婴儿食品有限公司超过10年。加入达能集团前，曾在琼森（中国）有限公司任职达9年并在美国通用电气（中国）服务近4年，在销售与市场领域拥有逾20年的经验，担任总经理或高层管理人员职务超过9年。2019年1月7日前，来自中粮集团的马建平先生为董事会主席、非执行董事，2019年1月7日同样来自中粮集团的于旭波先生接任董事会主席、且任非执行董事。

购股权+限制性股票，激励体系完备。（1）截至2019年1月17日，公司执行董事卢敏放先生与吴文婷女士分别持有蒙牛乳业0.28%和0.01%权益。公司通过购股权计划和限制性股票计划对员工进行激励，截至2018年6月30日，已授予购股权19,336,591份，相当于占股本比例0.41%；1H18期间授出限制性股票6,693,084股。（2）根据12月24日公告中的最新情况，为激励核心管理层，公司将授出37,248,880份购股权（可购37,248,880份普通股，占已发行普通股0.95%，行权价23.93港元/股），其中授予卢敏放先生9,312,210份购股权，占本次授出购股权的25%。购股权将根据2019-2021年三年业绩情况进行授予。

图表 10. 蒙牛乳业董事会非独立董事名单

姓名	任期始于	履历
执行董事		
卢敏放（总裁）	2016.09.15	49岁，现任蒙牛乳业附属公司雅士利主席及非执行董事。曾担任达能早期生命营养品公司大中华区副总裁一职，服务达能集团及多美滋婴儿食品有限公司超过10年。加入达能集团前，曾在琼森（中国）有限公司任职达9年并在美国通用电气（中国）服务近4年。在销售与市场领域拥有逾20年的经验，担任总经理或高层管理人员职务超过9年。
吴文婷	2016.09.15	54岁，曾任香港上市公司中国食品有限公司之执行董事、常务副总经理兼首席财务官。于1992年加入 中粮集团 ，于2006年至2014年3月期间担任中粮集团有限公司审计监察部总监。亦曾于中粮集团担任多个职位，包括于1994年至2000年期间担任中国良丰谷物进出口公司财务部副总经理及于2000年至2006年期间担任中粮粮油有限公司财务部总经理。
非执行董事		
于旭波（主席）	2019.01.07	52岁，于1988年加入 中粮集团 ，并从2007年4月起任中粮集团有限公司总裁。曾先后出任中粮集团多个职位，其中包括中粮期货有限公司总经理及中粮集团有限公司副总裁等。现任香港上市公司中国食品有限公司的非执行董事兼董事会主席，并曾担任中国食品有限公司的非执行董事直至2016年2月。亦曾任蒙牛乳业非执行董事直至2016年9月、香港上市公司现代牧业控股有限公司非执行董事兼董事会主席直至2017年3月、新加坡上市公司 Noble Group Limited 非执行董事直至2017年5月，以及香港上市公司中国粮油控股有限公司非执行董事兼董事会主席直至2018年1月。
牛根生	2011.06.10	55岁，1999年创立蒙牛集团并担任董事长兼总裁，2006年辞任蒙牛乳业总裁，2009年辞任内蒙古蒙牛董事长，2011年辞任蒙牛乳业董事会主席，留任非执行董事。
Tim Ørting Jørgensen	2016.04.01	53岁，曾在2012年七月至2013年9月期间担任蒙牛乳业非执行董事。于1991年加入 Arla ，曾任其国际业务部多个管理职位，包括3年在中东地区工作及3年在巴西工作。在2005年晋升为 Arla 丹麦分公司的业务集团董事，并在2007年获委任为 Arla 的执行副总裁，负责北欧和英国以外地区的国际业务。在2012年获委任负责领导 Arla 新设的德国/荷兰业务部。在 Arla 具备二十五年工作经验，积累了丰富的国际销售、品牌建立、供应链效益与综合管理经验。
Pascal De Petrini	2017.12.20	58岁，现任 达能 高级副总裁及亚洲非执行主席。在食品饮料行业出任高级管理层超过30年，其经验涵盖多个业务范畴，包括销售及采购、工厂管理、供应链等各个方面。

资料来源：公司公告，公司官网，中银国际证券

注：截至2019年1月7日

图表 11. 蒙牛乳业已授出购股权情况

对象	数目	授予日期	行权期	行权价格 (港元)	占总股本比例 (%)
卢敏放	865,000	2017.07.13	2018.07.13-2022.07.12	14.81	0.02
	690,199	2018.05.07	2019.05.07-2023.05.06	26.05	0.02
吴文婷	238,300	2017.07.13	2018.07.13-2022.07.12	14.81	0.01
	220,084	2018.05.07	2019.05.07-2023.05.06	26.05	0.01
其他总计	8,660,552	2017.07.13	2018.07.13-2022.07.12	14.81	0.22
	8,662,456	2018.05.07	2019.05.07-2023.05.06	26.05	0.22
合计	19,336,591				0.49

资料来源：公司公告，中银国际证券

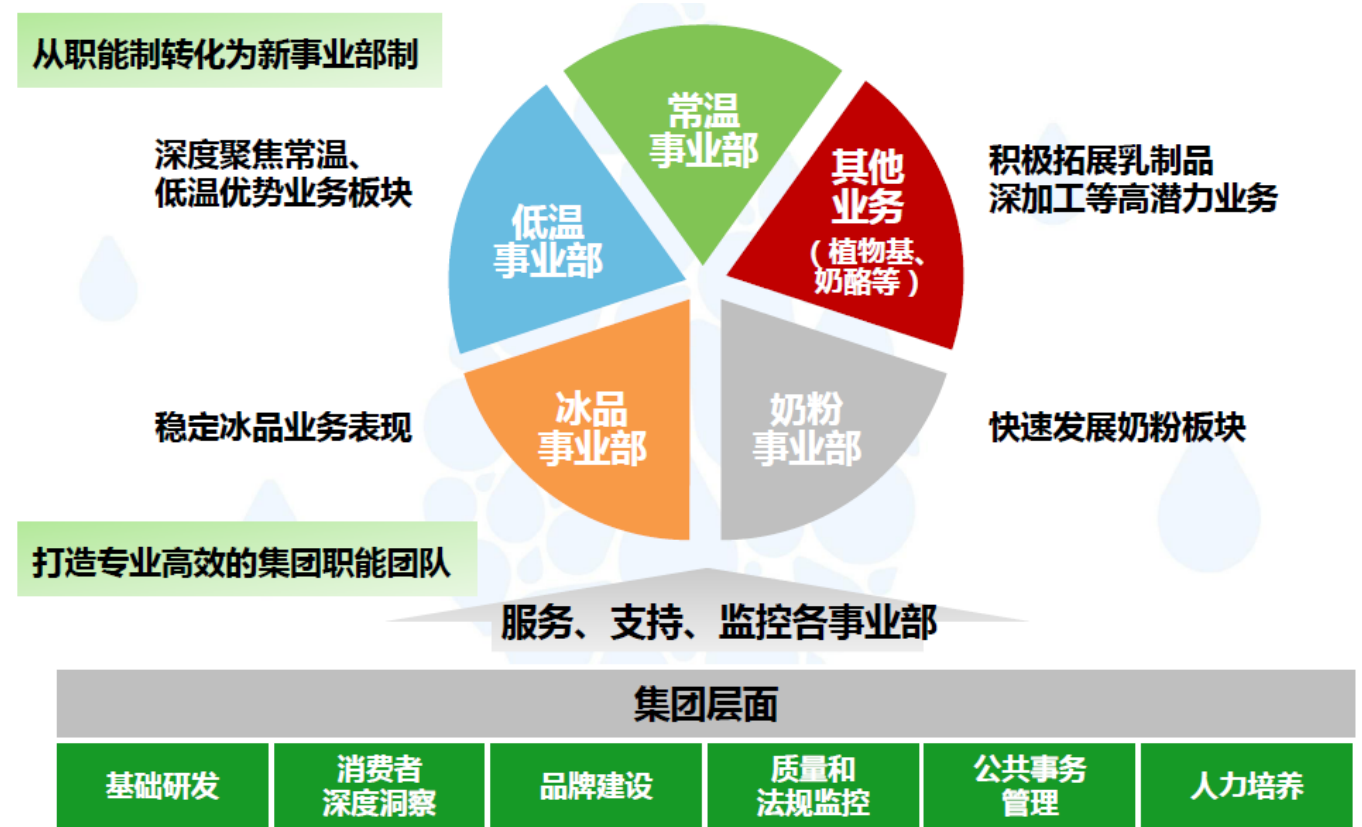
注：截至 2018 年 6 月 30 日

从职能制转化为新事业部制，再度激发蒙牛活力，奠定业绩较快增长基础

2016 年 9 月卢敏放先生获委任蒙牛总裁后，开始着手组织架构改革，将此前职能制转化为新事业部制，我们认为这一举措再度激发蒙牛活力，为此后蒙牛业绩实现较快增长奠定基础。

从职能制向新事业部制转化主要指通过组织架构改革，对蒙牛原有按照原奶、生产、物流、营销等职能进行划分的组织架构进行调整，将核心业务板块重新划分为常温、低温、冰品、奶粉等独立事业部。我们认为常温、低温、冰品、奶粉等品类因产品保质期、运输储存要求、渠道推进方式、消费受众等差异，运营模式往往存在不同，向事业部制转化这一举措有助于蒙牛各个事业部聚焦各自品类，进行专业化运营，促进形成以消费者及市场为导向的组织模式，从而提高运营效率，再度激发活力。

图表 12. 蒙牛 2016 年下半年开始打造的新事业部制



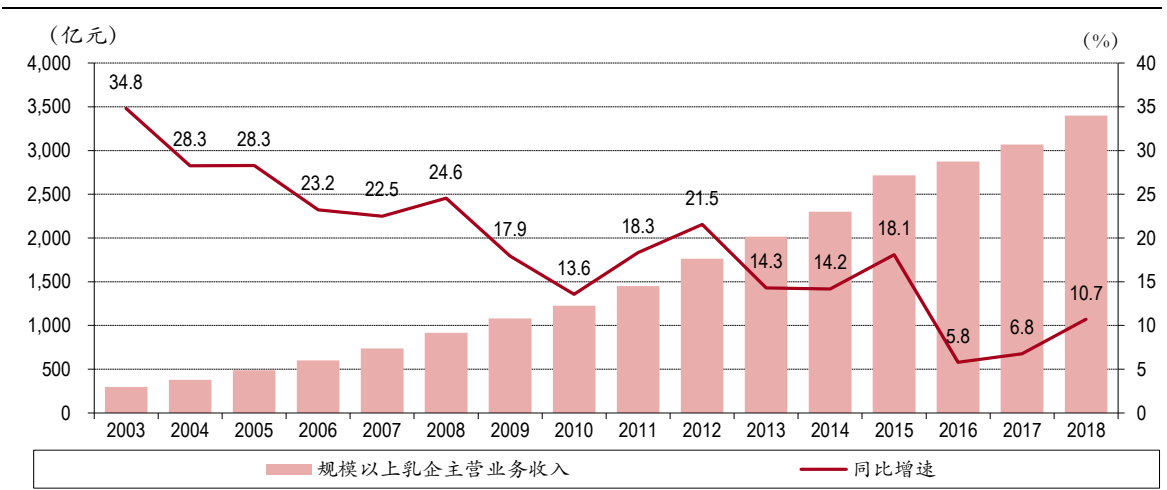
资料来源：公司业绩演示文稿，中银国际证券

蒙牛常温大单品规模继续向上，低温酸奶最为受益渠道下沉

乳品行业景气度较高，人均液态奶消费量低，渠道下沉空间足

2018年乳品行业景气度较高。根据国家统计局，乳品行业收入近5年（2013-2018年）CAGR +11.0%，其中2016-2017年仅5-7%中个位数增长，但2018年景气度回升，收入同比增10.7%，增速重回双位数。

图表 13. 2003-2018 年规模以上乳企主营业务收入及同比增速



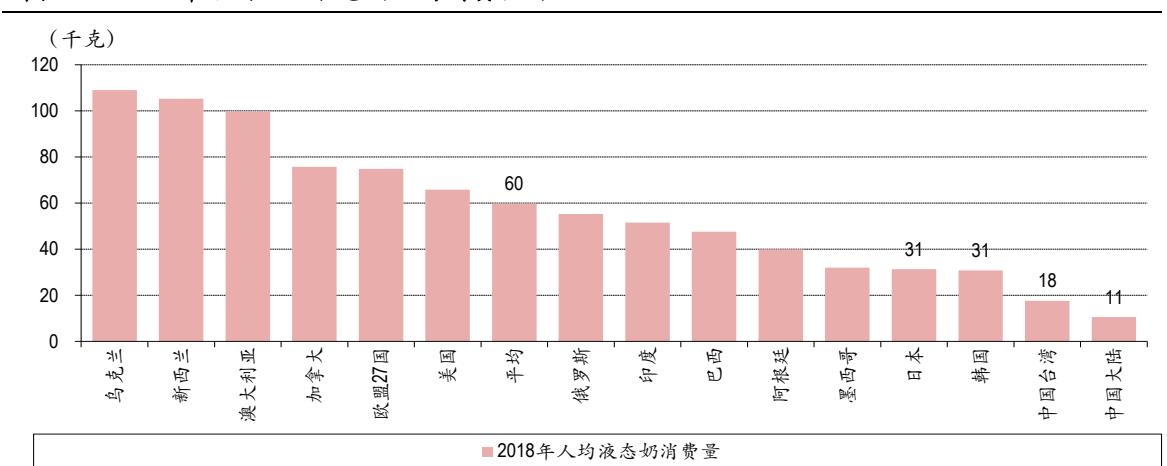
资料来源：国家统计局，中银国际证券

注：同比增速为国家统计局公布数据，主营业务收入根据可比口径从2018年逐一倒推

2018年中国大陆人均液态奶消费量仅约为日韩1/3，中国台湾一半。我们根据最新USDA和联合国数据进行测算，2018年中国大陆液态奶人均消费量仅为11千克。纳入统计的地区2018年人均液态奶消费量为60千克，当然，与中国大陆文化与消费习惯相近的地区人均消费量普遍低于平均水平，日本和韩国皆为31千克，中国台湾为18千克。如果对比其中消费量最低的中国台湾，中国大陆人均消费量也有足够空间。

渠道下沉空间足。根据国家卫计委，2015年中国大陆城市人均液态奶年购买量为18.9升。通过这一数据，我们判断目前一二线城市液态奶消费量可能已经接近或超过中国台湾水平，这意味着可能至少翻倍的行业空间主要源自于三四线城乡，渠道下沉空间足。

图表 14. 2018 年不同地区液态奶人均消费量对比

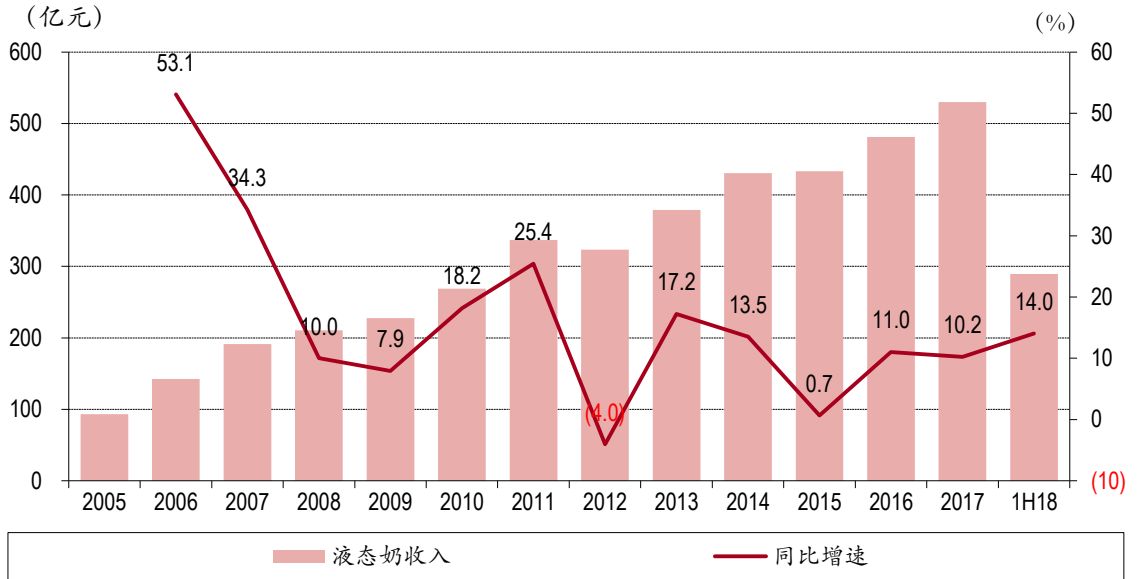


资料来源：USDA，联合国，中银国际证券

蒙牛常温液态奶大单品仍有向上空间，低温酸奶具备领先优势，最为受益渠道下沉

蒙牛 2017 年液态奶收入为 530 亿，同比增 10.2%，1H18 收入为 289 亿，同比增 14.0%，近 5 年(2013-2017) CAGR 为 10.4%。

图表 15. 2005-1H18 蒙牛乳业液态奶业务收入及同比增速



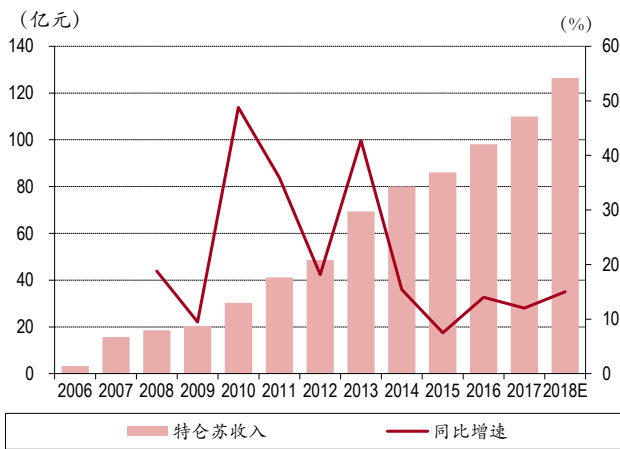
资料来源：国家统计局，中银国际证券

我们认为公司常温液态奶大单品仍有向上空间，主要源于：（1）低线城市乳品消费升级趋势不断深化；（2）大单品结构升级与细化拓展。

特仑苏：根据食悟报道蒙牛年会信息推测，2018 年收入有望达到约 125 亿，同比增约 15%。

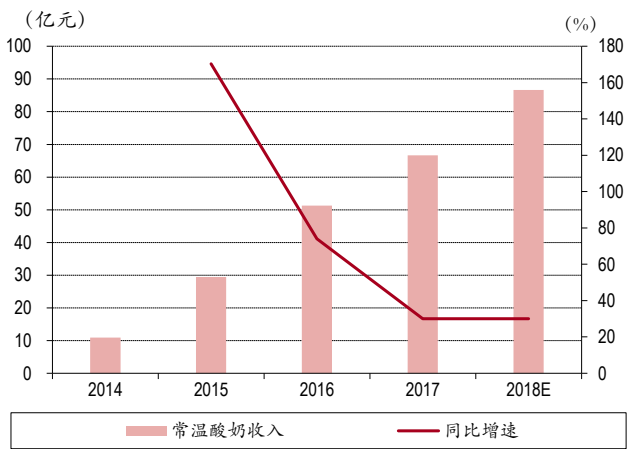
常温酸奶：常温酸奶目前包括三大品类，纯甄、ZUO 酸奶和果粒酸，其中纯甄占绝大部分。根据食悟报道蒙牛年会信息推算，2018 年收入有望达到 85-90 亿，同比增约 30%。

图表 16. 特仑苏收入 (2005-2018E)



资料来源：草根调研，食悟，中银国际证券

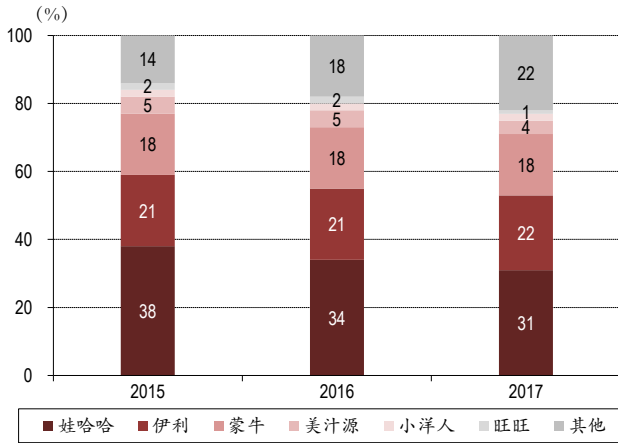
图表 17. 常温酸奶收入 (2014-2018E)



资料来源：草根调研，食悟，中银国际证券

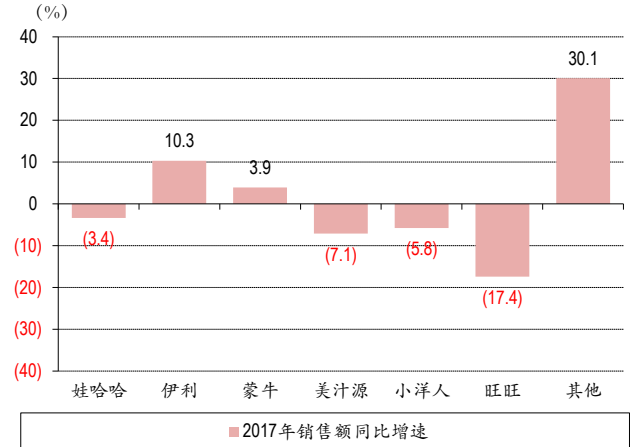
(1) **低线城乡乳品消费升级趋势不断深化。**根据尼尔森数据,2015-2017年含乳饮料行业中,以配置型含乳饮料为主的品牌(娃哈哈、美汁源、小洋人、旺旺)市场份额持续下降,而以发酵型含乳饮料为主的品牌(伊利、蒙牛)市场份额不断提升,展现乳品消费升级趋势。我们判断,配置型含乳饮料除了向发酵型逐步升级,亦可能不断向普通白奶、甚至高端白奶所升级,相比一二线城市,三四线城乡拥有更大消费升级空间,随着升级趋势不断深化,将持续为高端乳品提供增长空间。

图表 18. 2015-2017 年含乳饮料市场份额变化



资料来源: 尼尔森, FBIF, 中银国际证券

图表 19. 2017 年含乳饮料销售额同比增速



资料来源: 尼尔森, FBIF, 中银国际证券

(2) **大单品结构升级与细化拓展。**特仑苏纯牛奶通过向有机领域和更高蛋白领域升级,我们认为蒙牛拟收购中国圣牧下游乳制品业务链,将助力蒙牛有机奶业务发展。常温酸奶由过去单一纯甄,演变为纯甄、ZUO 酸奶、果粒酸三大品类,细化拓展,挖潜产品潜在市场空间。

图表 20. 特仑苏白奶系列的结构升级

65元/(250ml*12包)

80元/(250ml*12包)

168元/(330ml*12包)相当于
127元/(250ml*12包)



资料来源: 特仑苏天猫旗舰店, 中银国际证券

注: 价格来自特仑苏天猫旗舰店标价

图表 21. 蒙牛常温酸奶产品

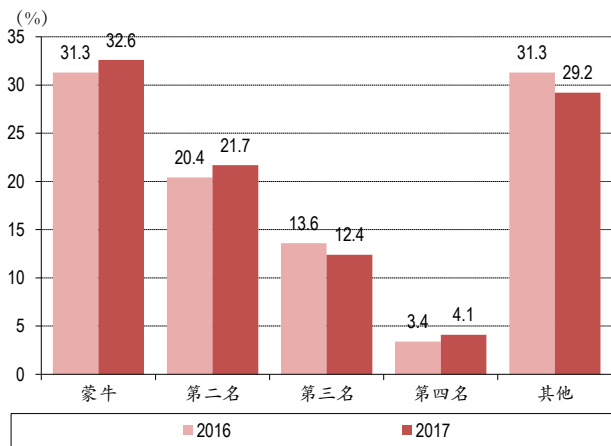


资料来源：天猫，中银国际证券

随着冷链行业快速发展，蒙牛低温酸奶具备领先优势，最为受益渠道下沉。

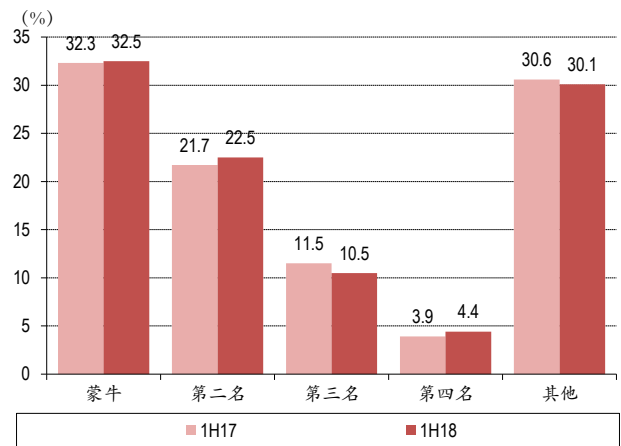
(1) 蒙牛低温酸奶具备领先优势。根据尼尔森，蒙牛 2016-1H18 线下低温酸奶市占率排名第 1，1H18 市占率为 32.5%，领先第 2 名 10.0pct，低温酸奶领域具备领先优势。

图表 22. 2017 年线下低温酸奶市占率



资料来源：尼尔森，中银国际证券

图表 23. 1H18 线下低温酸奶市占率



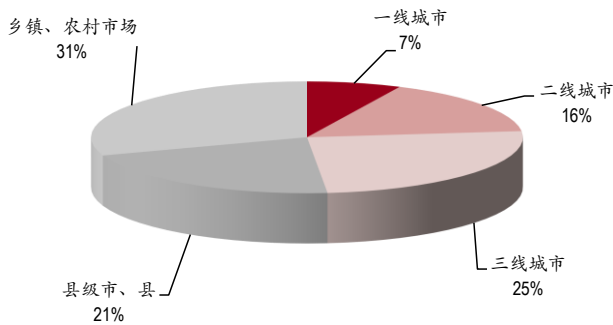
资料来源：尼尔森，中银国际证券

(2) 低温酸奶渠道下沉空间广阔，随着冷链行业快速发展，蒙牛低温酸奶有望最为受益。

与常温液态奶渗透率相对较高相比，低温酸奶因受到冷链等限制，低线城市渗透率仍然相对较低。根据凯度和尼尔森数据，680 万家夫妻店中，三线城市、县级市、县、乡镇、农村合计占比 76%，2018 年地级市与县乡镇线下快消品销售额占比达 69%，我们认为低温酸奶品类下沉空间广阔。

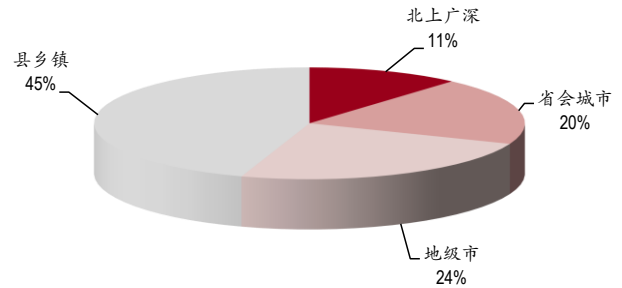
根据中物联冷链委，2015-2018 年国内冷库总量持续实现 10%+增长，冷藏车总量保持 20%+增长。随着冷链行业快速发展，低温酸奶有望不断突破冷链限制，渠道下沉助力增长，蒙牛在低温酸奶行业具备领先优势，我们认为将最为受益。

图表 24. 680 万家夫妻店不同层级区域分布



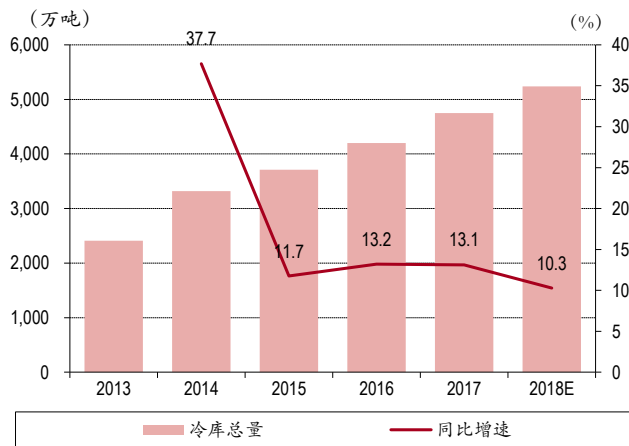
资料来源：凯度，中银国际证券

图表 25. 2018 年不同层级区域线下快消品销售额份额



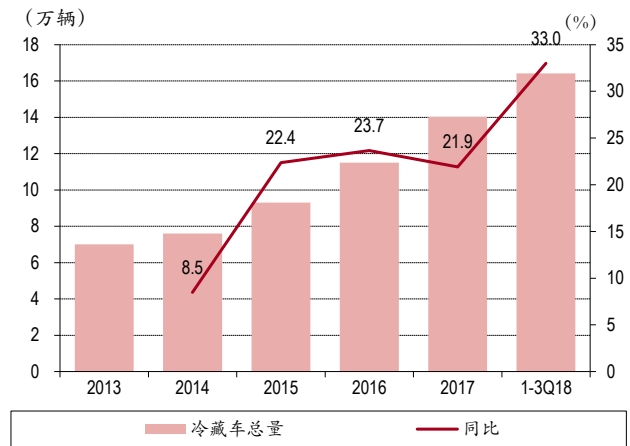
资料来源：尼尔森，中银国际证券

图表 26. 2013-2018 年国内冷库总量变化



资料来源：中物联冷链委，中银国际证券

图表 27. 2013-2018 年国内冷藏车总量变化



资料来源：中物联冷链委，中银国际证券

蒙牛奶粉业务以及持有的现代牧业权益可以锦上添花

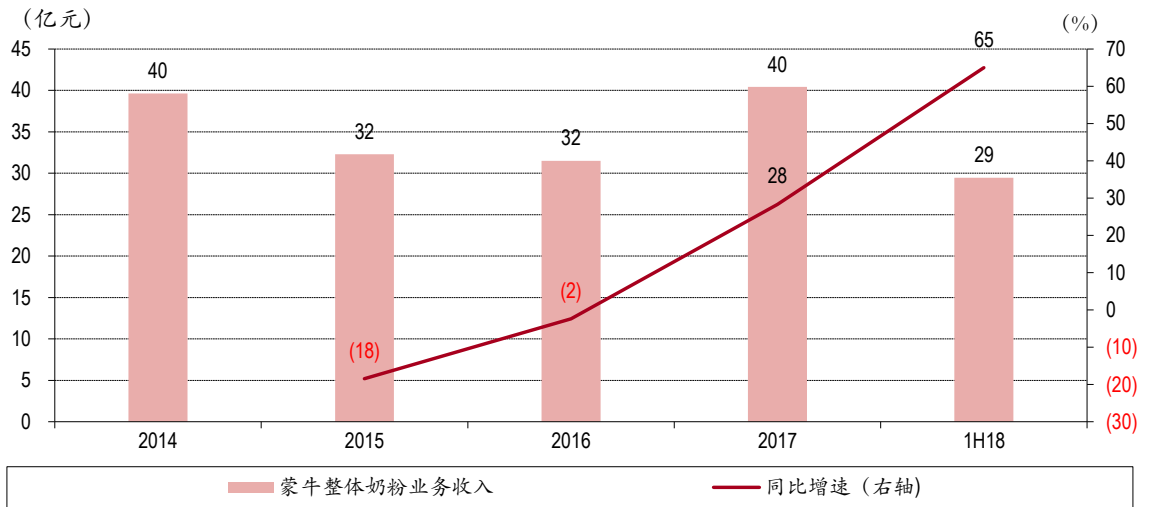
雅士利扭亏，君乐宝高速增长，贡献奶粉收入与利润增量。

蒙牛奶粉业务主要分为两大块，雅士利奶粉和君乐宝奶粉，蒙牛分别持有雅士利和君乐宝 51% 股权，2017 年蒙牛奶粉收入达到 40 亿元，同比增 28%，1H18 达到 29 亿元，同比增 65%。

雅士利奶粉业务收入经历 2015-16 年下滑以后，2017 年趋稳，1H18 实现 39% 高速增长，君乐宝奶粉 2014 年以来持续实现高速增长，两者未来有望不断为蒙牛贡献收入增量。

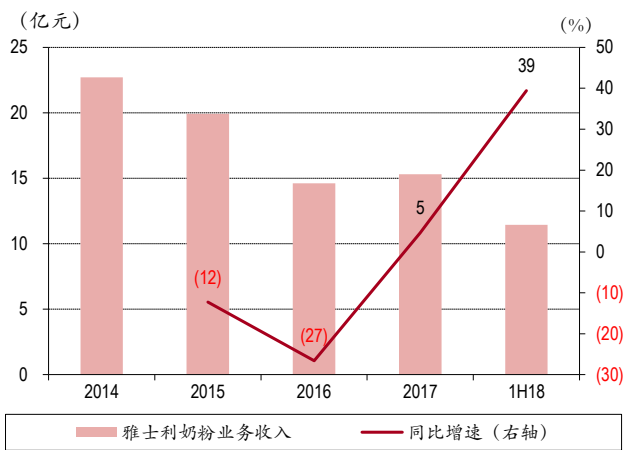
随着雅士利扭亏，君乐宝奶粉业务规模不断扩大，1H18 蒙牛奶粉业务经营利润亏损已经收窄至 500 万元，预计 2018 年实现扭亏。

图表 28. 2014-1H18 蒙牛整体奶粉业务收入与同比增速



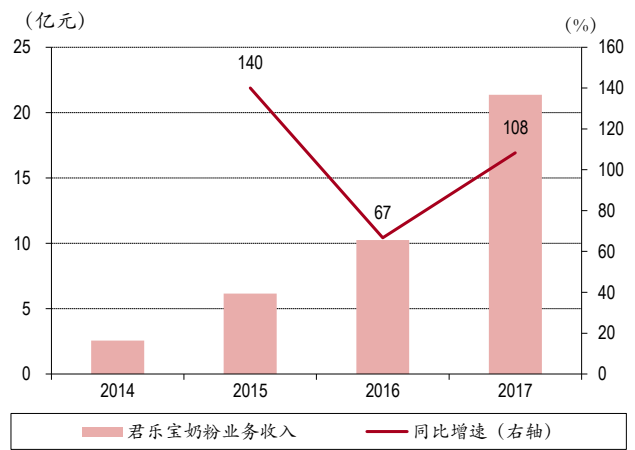
资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 29. 2014-1H18 雅士利奶粉业务收入与同比增速



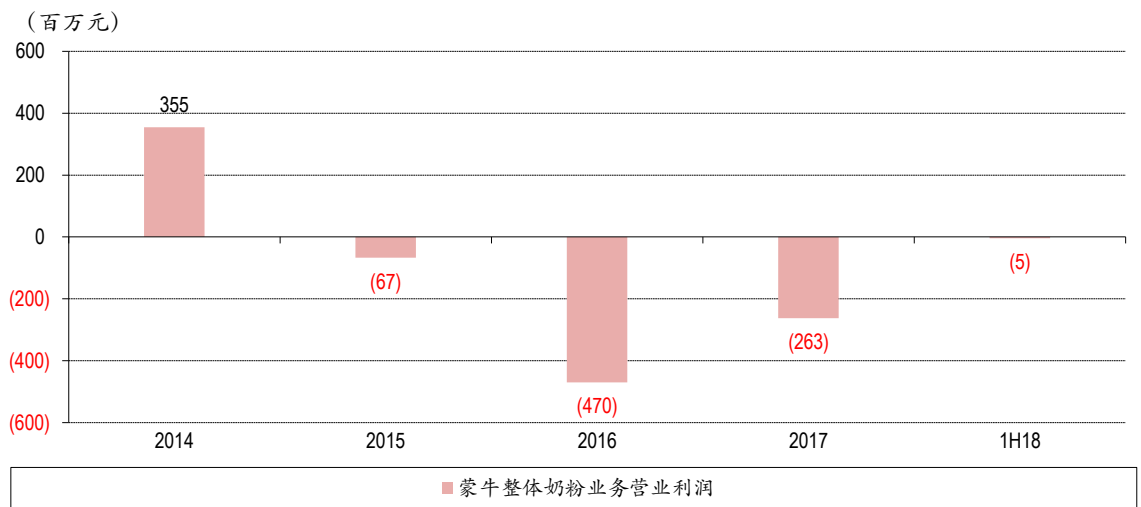
资料来源：雅士利公司公告，中银国际证券

图表 30. 2014-2017 年君乐宝奶粉业务收入与同比增速



资料来源：君乐宝官方网站，食悟，中银国际证券

图表 31. 2014-1H18 蒙牛整体奶粉业务经营利润



资料来源：公司公告，中银国际证券

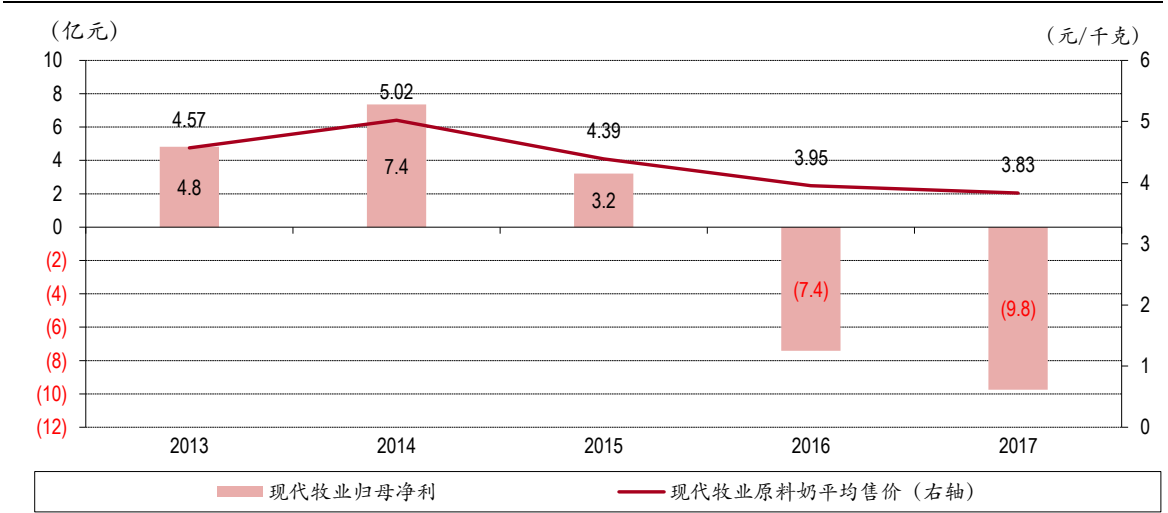
注：2016 年剔除雅士利商誉减值

原奶价格温和上涨，现代牧业有望不断减亏，甚至扭亏。

蒙牛持有现代牧业 61% 股权，但因蒙牛于 2017 年 6 月发行 1.95 亿美元 2022 年到期零息可交换债券，可转换为现代牧业约 11% 股权，因此蒙牛在现代牧业投票权低于 50%，蒙牛对现代牧业采用权益法并表。

从历史数据来看，现代牧业归母净利变动与其原料奶平均售价具有一定正向关联，1H18 现代牧业归母净利同比减亏 5.4 亿元，随着 2018 年下半年原奶价格温和上涨，以及我们预计 2019 年原奶价格继续温和上涨，我们判断现代牧业有望不断减亏，甚至扭亏。

图表 32. 现代牧业归母净利与其原料奶平均售价变动对比



资料来源：现代牧业公司公告，中银国际证券

2019 年竞争格局存在改善可能性，蒙牛有望从中受益

2019 年竞争格局存在改善的可能性主要源于：

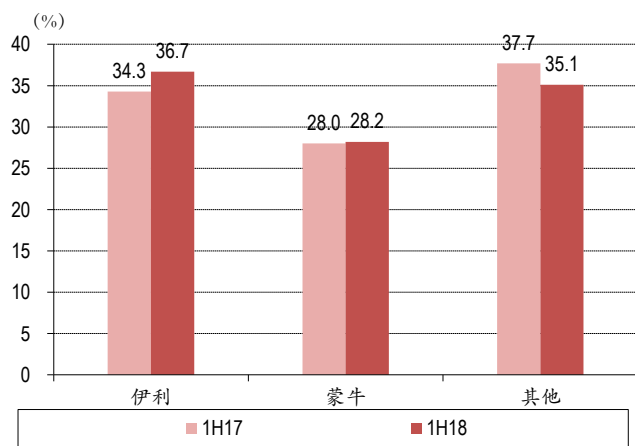
- (1) 2018 年较高强度费用投放并未改变蒙牛伊利间竞争格局，19 年强度可能边际趋缓；
- (2) 2019 年蒙牛提升经营利润率与维持净利较快增长的难度边际上升；
- (3) 2019 年原奶价格预计温和上涨，面临成本压力，乳企可能降低费用投放强度，蒙牛奶源把控能力强，有望继续巩固龙头优势。

2018 年较高强度费用投放并未改变龙头间竞争格局，2019 年强度可能边际趋缓

根据尼尔森，1H18 线下 UHT 产品市占率蒙牛\伊利分别提升 0.2\2.4pct，线下低温酸奶市占率蒙牛\伊利分别提升 0.2\0.8pct。从数据上看，伊利提升幅度高于蒙牛，但尼尔森数据采样方式或存在一定偏差，我们认为实际上伊利蒙牛两者市占率相对变化不大，即较高强度费用投放并未改变两者之间的竞争格局。

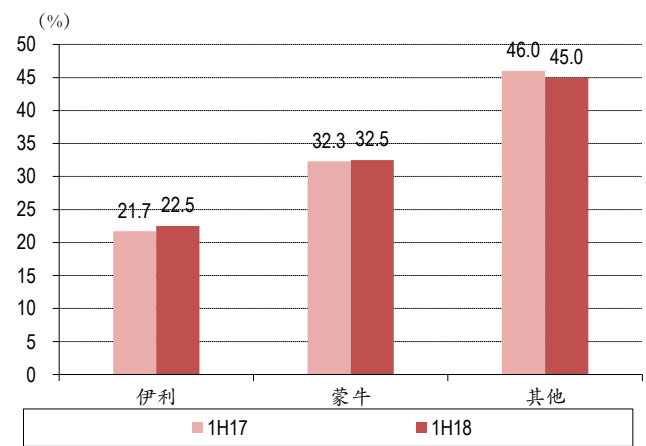
行业内，龙头乳企蒙牛和伊利领先优势明显，18 年较高强度费用投放并未改变两者相对竞争格局的情况下，我们认为 19 年费用投放强度可能边际趋缓。

图表 33. 线下 UHT 产品市占率



资料来源：尼尔森，中银国际证券

图表 34. 线下低温酸奶市占率



资料来源：尼尔森，中银国际证券

2019 年蒙牛提升经营利润率与维持净利较快增长的难度边际上升

2019 年蒙牛提升经营利润率提升的难度边际上升：

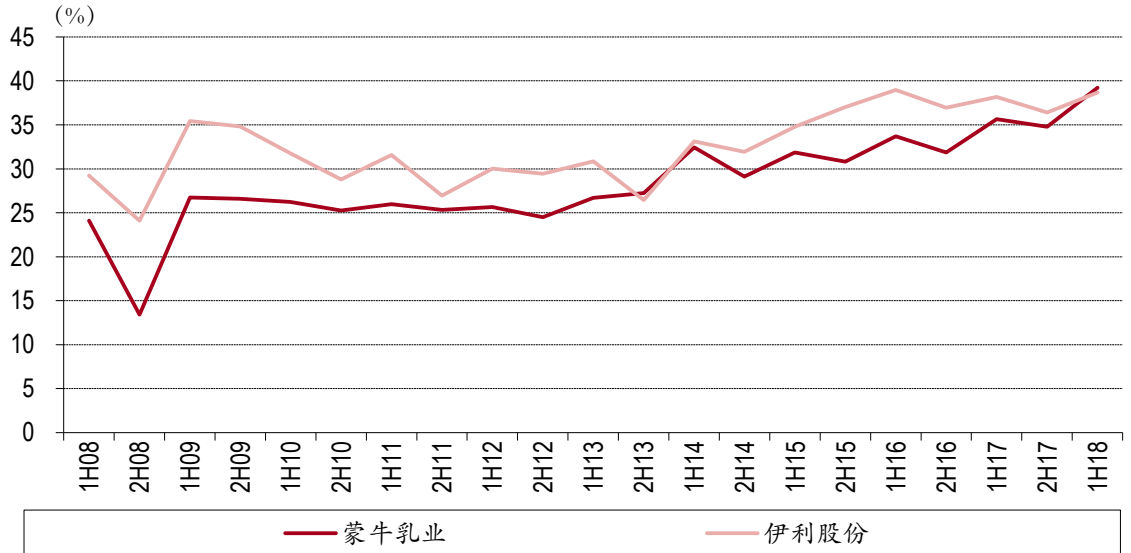
1H18 蒙牛经营利润率同比降 0.5pct，EBITDA 率同比升 0.2pct，费用率大幅上升的情况下 (+4.7pct)，主要通过毛利率提升 (+3.6pct) 维持利润率基本稳定，但 1H18 蒙牛毛利率达 39.2%，创蒙牛历史最高水平，且高于伊利历史最高水平。

蒙牛拟作价 3 亿收购中国圣牧下游乳制品业务链 51% 股权，中国圣牧已于 12 月 21 日公告，对圣牧高科奶业和呼和浩特乳品两家公司一次性计提 10.6 亿元应收款减值拨备。结合公司公告表述，我们判断中国圣牧应收款减值主要来自液态奶经营分部，加回剔除税盾后的应收款减值，圣牧液态奶经营分部 2017 年和 1H18 分别亏损 5.6 亿和 2.1 亿。我们认为，圣牧液态奶业务重新梳理需要一定时间，蒙牛收购圣牧下游乳制品业务 51% 股权，短期内利润率可能略受影响。

2019 年蒙牛维持净利较快增长的难度也将边际上升：

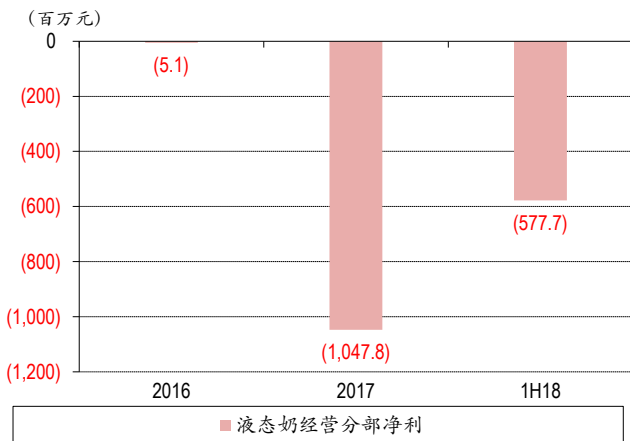
此外，若剔除雅士利扭亏和现代牧业减亏，1H18 蒙牛归母净利同比增 1.2%，2019 年随着利润基数抬升，维持净利较快增长的难度也将边际提升。

图表 35. 蒙牛乳业与伊利股份毛利率对比



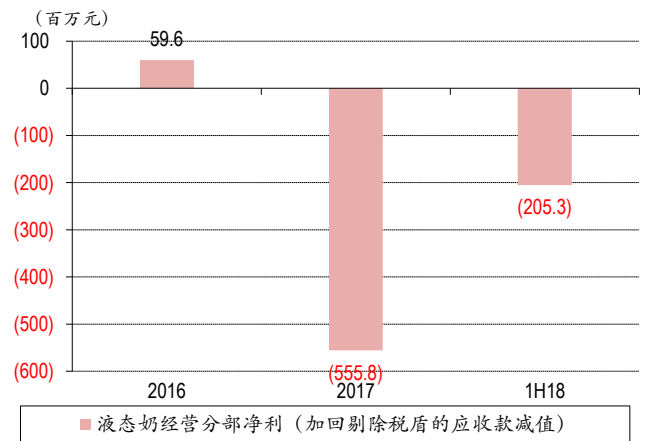
资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

图表 36. 中国圣牧液态奶经营分部净利（公告口径）



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 37. 中国圣牧液态奶经营分部净利（剔除应收款减值）



资料来源：公司公告，中银国际证券

注：根据中国圣牧公告，我们判断应收款减值主要来自液态奶经营分部

2019 年原奶价格温和上涨，但蒙牛奶源把控能力强，有望继续巩固龙头优势

我们判断 2019 年原奶价格温和上涨，主要基于：

(1) 2015 年以来国内奶牛存栏量持续下滑。根据 USDA 统计，2018 年国内奶牛存栏量 720 万头，同比降 5%，相比 2015 年下降 14%。2015 年至 2018 年上半年奶价持续低迷，牧业效益较差，资金实力较弱的小型牧场不断退出，2018 年环保整治力度趋严，进一步加速退出进程；

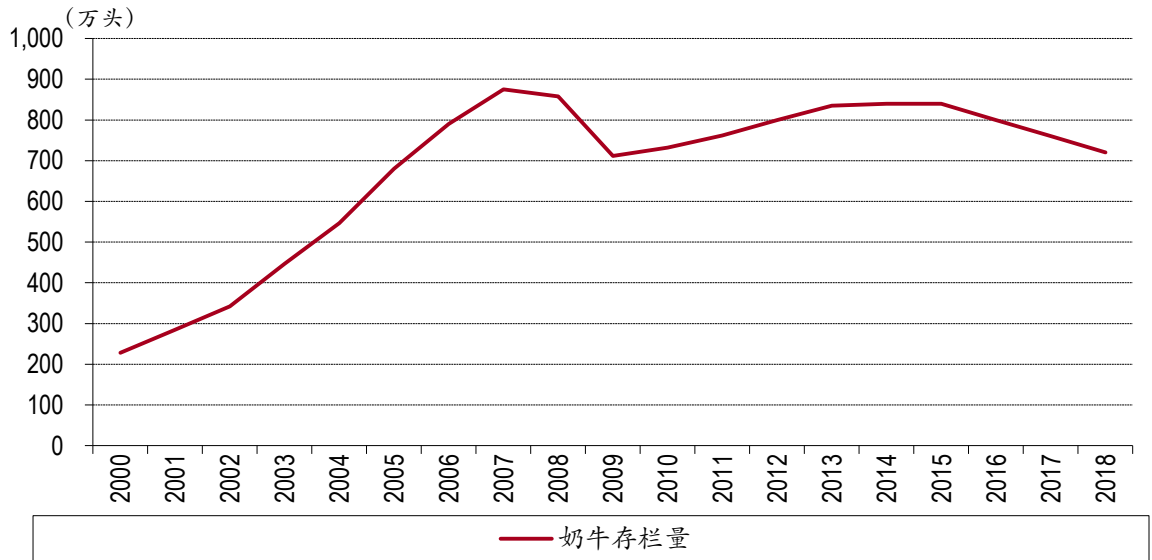
(2) 根据 USDA，中国对美国进口大豆与苜蓿草加征额外 25% 关税，预计导致国内牧业养殖成本上涨约 6%；



(3) 河北、山东、黑龙江、上海 1Q19 或 1H19 生鲜乳交易参考价同比上涨已经预示着 2019 年奶价的上行趋势，1Q19 河北生鲜乳交易参考价同比涨 4.9%，山东同比涨 4.5%，黑龙江同比涨 2.9%，1H19 上海同比涨 2.7%。

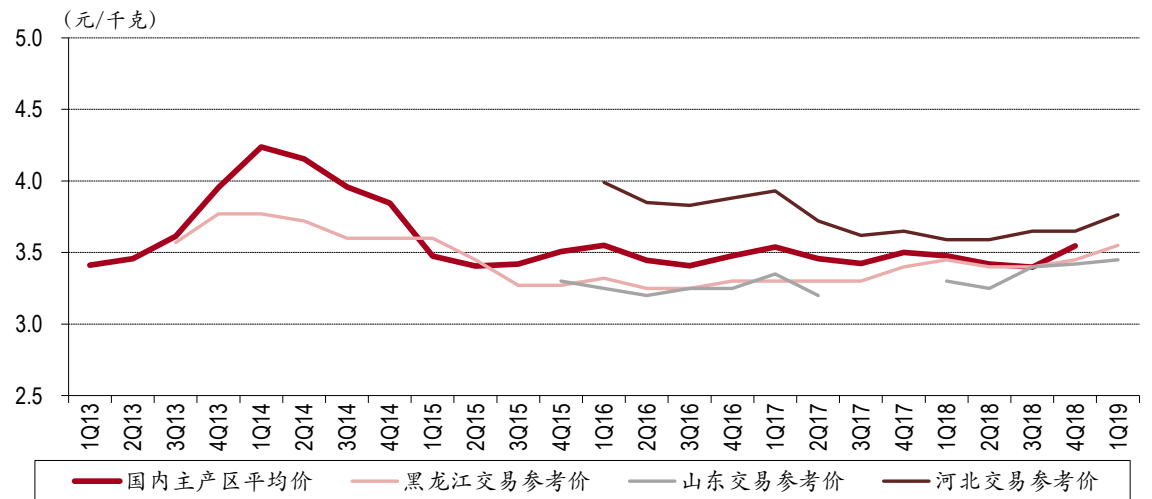
(4) 根据 USDA，国内前八大乳制品公司采购国内超过 70% 原奶，议价权较强。

图表 38. 国内奶牛存栏量



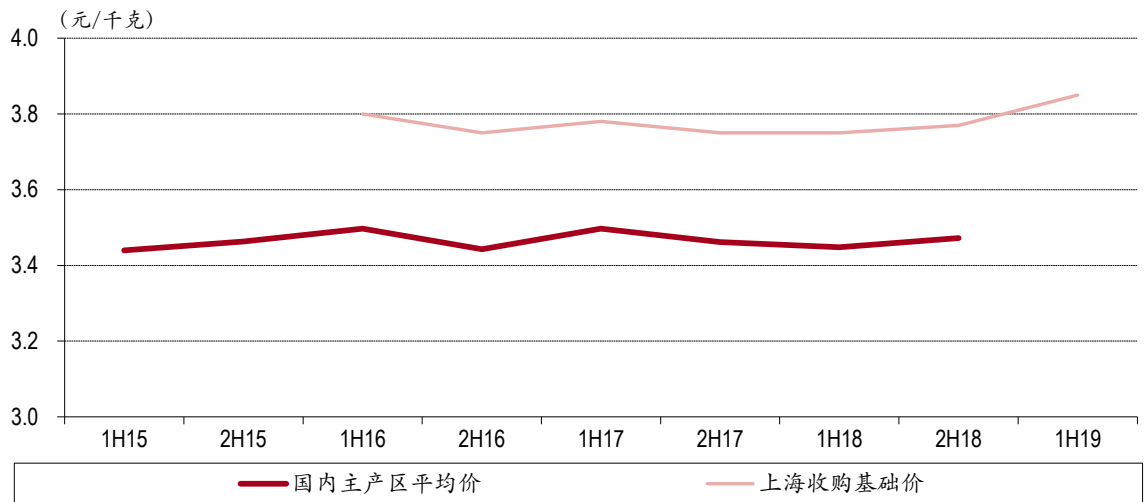
资料来源: USDA, 万得, 中银国际证券

图表 39. 国内生鲜乳主产区平均价与黑龙江、山东、河北生鲜乳交易参考价对比



资料来源: 当地农业厅、畜牧兽医局, 国家农村农业部, 万得, 中银国际证券

图表 40. 国内生鲜乳主产区平均价与上海生鲜乳收购基础价对比



资料来源：当地奶业协会，国家农村农业部，万得，中银国际证券

蒙牛奶源把控能力强，原奶温和上涨情形下，有望继续巩固龙头优势。

(1) 蒙牛奶源把控能力强，持有现代牧业约 61% 股权，持有富源国际乳业（前富源牧业）约 43% 股权，与中国圣牧和中鼎牧业建立良好合作关系，现代牧业与富源牧业生鲜乳产量约占国内总产量 11%，加上中国圣牧与中鼎牧业后，约占 20%。

现代牧业：根据公司公告，蒙牛持有约 61% 股权，截至 2018 年 6 月 30 日，存栏量 22.6 万头，根据荷兰，预计 2018 年生鲜乳产量约 130 万吨。

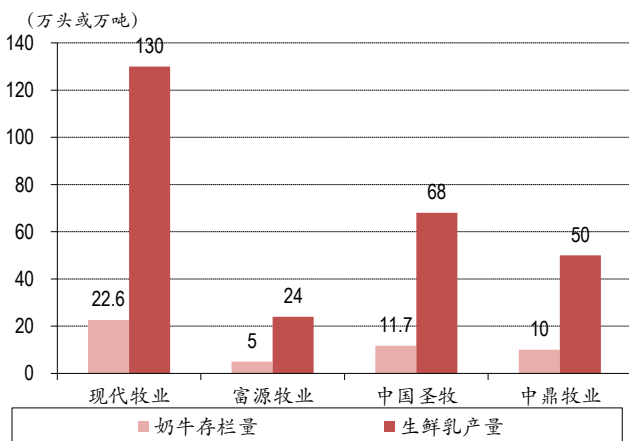
富源牧业：根据企查查，蒙牛持有约 43% 股权。根据中国奶业年鉴，截至 2017 年 12 月 31 日，存栏量 5 万头，2017 年生鲜乳产量约 24 万吨

中国圣牧：根据公司公告，蒙牛拟收购圣牧下游乳制品产业链 51% 股权，建立良好合作关系，截至 2018 年 6 月 30 日，存栏量 11.7 万头，根据荷兰，预计 2018 年生鲜乳产量约 68 万吨。

中鼎牧业：根据荷兰，2019 年 1 月 31 日，蒙牛与中鼎牧业签署战略合作协议，加强奶源领域合作，特别是生鲜乳购销合作，中鼎牧业存栏量超过 10 万头，生鲜乳产量约 50 万吨。

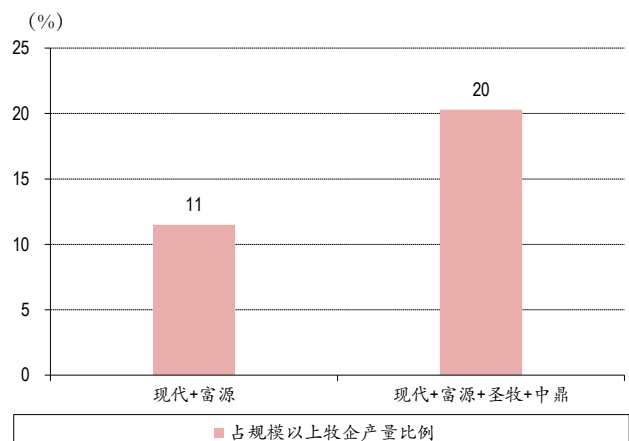
(2) 奶价温和上涨情形下，面临成本压力，乳企可能降低费用投放强度，蒙牛奶源把控能力强，成本端影响可控，受益于竞争格局改善，有望继续巩固龙头优势。

图表 41. 4 家牧场奶牛存栏量与生鲜乳产量



资料来源：公司公告，荷兰，中国奶业年鉴，中银国际证券

图表 42. 4 家牧场生鲜乳产量占国内总产量比例

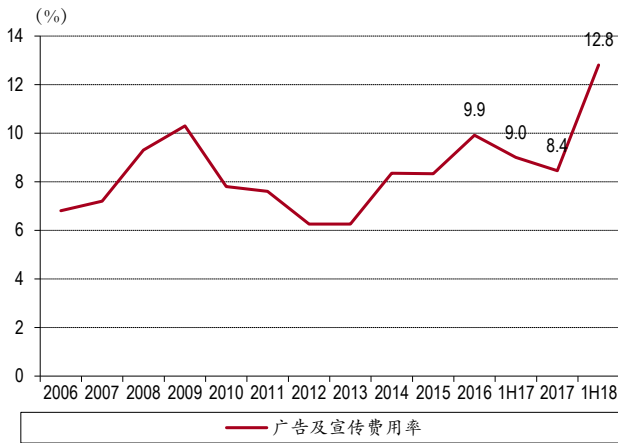


资料来源：荷兰，中国奶业年鉴，国家统计局，中银国际证券
注：总产量指规模以上牧企生鲜乳产量

营销注重品牌力提升，推进渠道深耕，全面布局新兴渠道

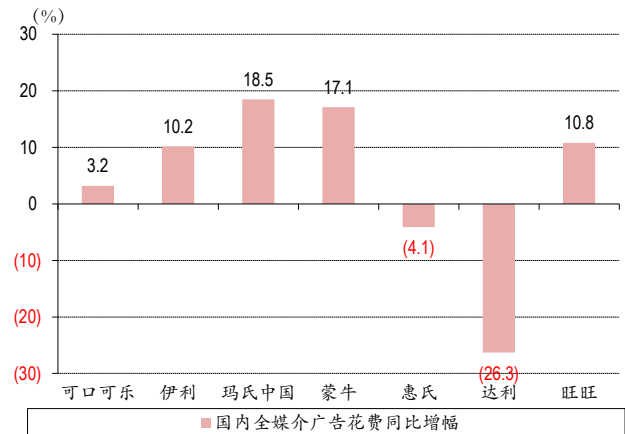
营销注重品牌力提升：2017年12月蒙牛正式成为2018年FIFA世界杯全球官方赞助商，随后2018年蒙牛聚焦世界杯主题营销，注重品牌力提升。1H18由于世界杯相关营销费用一次性确认，蒙牛广告及宣传费用率高达12.8%，我们认为2H18、2019年乃至后续，蒙牛将继续注重品牌营销，预计2H18、2019年广告及宣传费用率可能低于12.8%，但仍将高于历史平均水平。根据CTR，2018年蒙牛国内全媒介广告花费同比增幅17.1%，在上榜的食品饮料公司中排名第2，仅次于玛氏中国的18.5%。

图表 43. 2006-1H18 蒙牛广告及宣传费用率



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 44. 18年主要食品饮料公司国内全媒介广告花费增幅



资料来源：CTR，中银国际证券

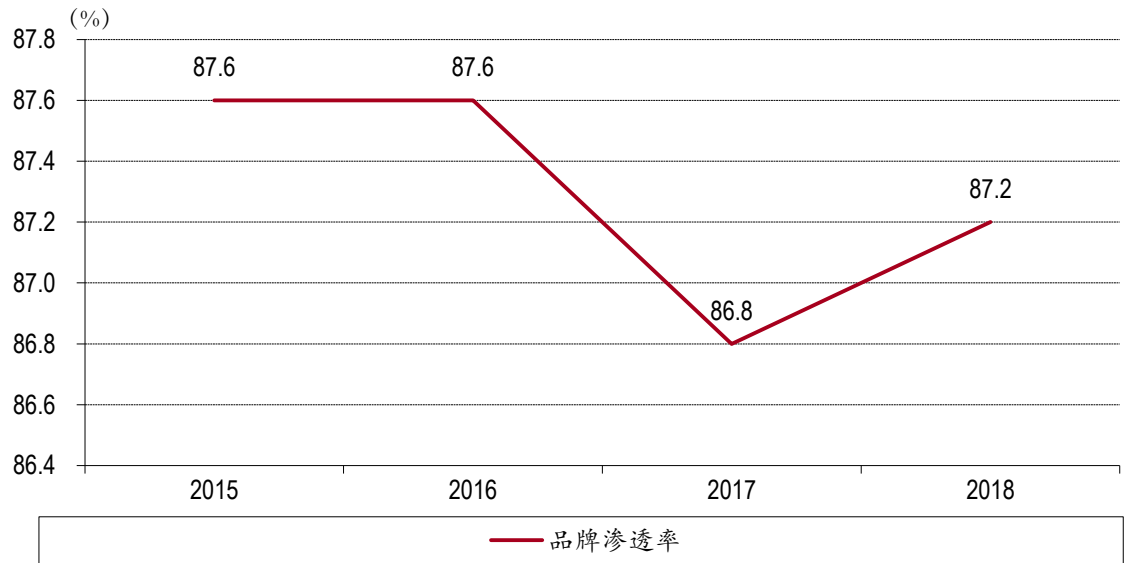
注：食品饮料公司从左至右按照广告花费绝对值从大到小排列

推进渠道深耕成效显著：根据公司公告和业绩演示文稿内容，2018年上半年，蒙牛通过突破直营渠道、聚焦乡镇开发、开拓校园渠道等方式持续推进渠道深耕。2018年6月底，蒙牛直营分子公司铺市率较年初提升5%，1H18蒙牛乡镇份额提升，销售额增速超过集团平均增速，同时，校园铺市率达到69%，同比明显提升。根据凯度，我们可以看到，蒙牛的品牌渗透率在2017年降至86.8%后，2018年实现回升，至87.2%。

全面布局新兴渠道，行业领先：根据公司公告和业绩演示文稿内容，2018年上半年，蒙牛电商收入占比达3%+，6.18全网销售额第1；通过和零售通和惠下单合作，持续推广B2B平台合作，加大低线城市零售网点覆盖，助力渠道下沉；此外蒙牛还涉足盒马、超级物种等新零售渠道、无人便利店、微商等新兴渠道。



图表 45. 2015-2018 年蒙牛品牌渗透率



资料来源：凯度，中银国际证券

国际+国内对比，蒙牛利润率有较大提升空间

国际对比雀巢、达能乳制品，国内对比伊利，长期看，蒙牛利润率有较大提升空间

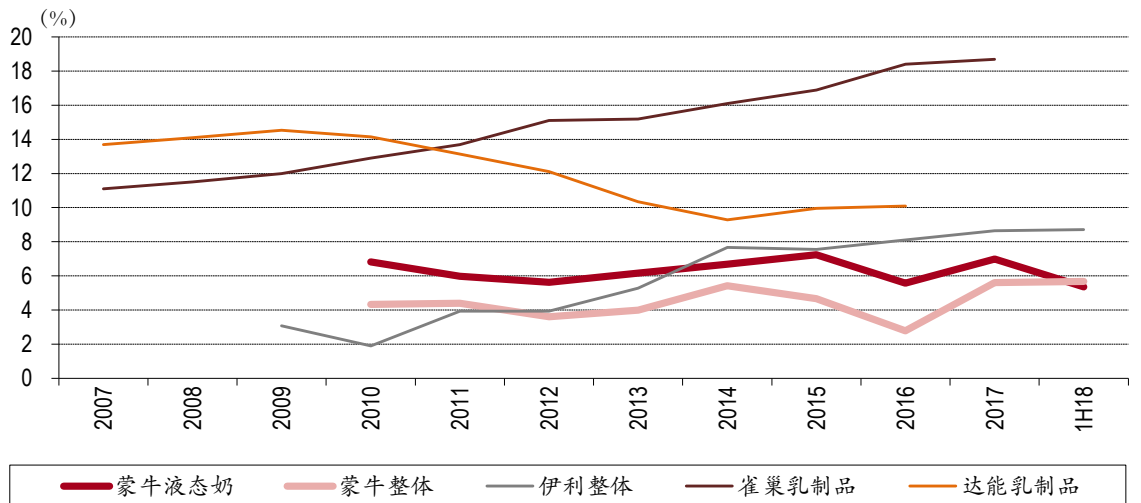
雀巢：雀巢乳制品业务主要包括儿童奶粉（非婴幼儿配方奶粉）、牛奶饮品、发酵乳、咖啡伴侣、冰淇淋等。雀巢乳制品经营利润率自 2007 年（11.1%）以来逐年攀升，2018 年达到 19.1%，近 5 年（2014-2018）平均经营利润率为 17.8%。

达能：达能乳制品业务主要包括发酵乳和发酵乳饮品。达能乳制品经营利润率 2007 年（13.7%）以来先升后降，高点出现在 2009 年（14.5%），13-16 年较为稳定，围绕 10% 波动，2013-2016 平均经营利润率为 9.9%。

伊利：伊利整体经营利润率自 2010 年异常值（1.9%）之后逐年攀升，2017 年达到 8.7%，2018 年为 7.8%。

蒙牛：1H18 蒙牛整体经营利润率为 5.7%（历史高点 5.7%），液态奶经营利润率为 5.4%（历史高点 7.2%），国际对比雀巢、达能，国内对比伊利都有较大提升空间。我们认为，长期看，内部挖潜、产品结构升级、竞争格局改善都有望带动利润率提升。

图表 46. 蒙牛、伊利、雀巢、达能乳制品经营利润率对比



资料来源：公司公告，中银国际证券

注：1. 蒙牛整体与伊利整体经营利润率=（营业收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用）/营业收入

2. 蒙牛液态奶经营利润率=液态奶分部利润/液态奶分部总收入

3. 雀巢和达能乳制品经营利润率来自于公司年报中“Trading Operating Margin”项

4. 达能缺少 2017、2018 年数据因报表分部发生较大变化

盈利预测与投资评级

蒙牛行业龙头强者更强，收入可以实现稳健增长，长期看利润率有较大提升空间。19年竞争格局存在改善可能性，蒙牛有望从中受益。预计18-20年EPS为0.78\1.00\1.20元，同比增50%\27%\20%，对应PE为26x\21x\17x，首次覆盖给予**增持**评级。

图表 47. 蒙牛乳业收入预测表

(百万元)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
液态奶						
营业收入	43,327	48,103	53,015	59,763	66,379	73,300
同比增速 (%)	0.7	11.0	10.2	12.7	11.1	10.4
冰淇淋						
营业收入	2,141	2,180	2,513	2,815	3,096	3,344
同比增速 (%)	(21.2)	1.8	15.3	12.0	10.0	8.0
奶粉						
营业收入	3,229	3,151	4,042	6,122	8,120	10,185
同比增速 (%)	(21.2)	1.8	15.3	12.0	10.0	8.0
其他						
营业收入	330	346	585	615	646	678
同比增速 (%)	(1.8)	4.8	69.4	5.0	5.0	5.0
合计						
营业收入	49,027	53,779	60,156	69,314	78,241	87,507
同比增速 (%)	(2.0)	9.7	11.9	15.2	12.9	11.8

资料来源：万得，中银国际证券

图表 48. 重点公司盈利预测与评级

股票代码	股票简称	市值 (亿)	股价 (元)		EPS			PE			评级	
			2018/2/28	2017A	2018	2019E	2020E	2017A	2018	2019E		2020E
白酒												
600519.SH	贵州茅台	9,484	755.01	21.56	27.09	33.53	40.83	35.0	27.9	22.5	18.5	买入
000858.SZ	五粮液	2,775	71.50	2.49	3.45	4.27	5.10	28.7	20.7	16.7	14.0	买入
600809.SH	山西汾酒	429	49.59	1.09	1.77	2.51	3.48	45.5	28.0	19.8	14.3	买入
000568.SZ	泸州老窖	751	51.24	1.75	2.35	2.86	3.45	29.3	21.8	17.9	14.9	增持
600779.SH	水井坊	203	41.50	0.69	1.16	1.56	2.21	60.4	35.9	26.6	18.7	增持
000860.SZ	顺鑫农业	241	42.24	0.77	1.38	2.10	2.53	55.0	30.6	20.1	16.7	买入
600702.SH	舍得酒业	94	28.00	0.43	1.01	1.20	1.47	65.8	27.6	23.3	19.1	买入
食品												
600887.SH	伊利股份	1,644	27.04	0.99	1.05	1.22	1.48	27.4	25.9	22.2	18.3	买入
2319.HK	蒙牛乳业	953	20.71	0.52	0.78	1.00	1.20	39.6	26.4	20.8	17.3	增持
600597.SH	光明乳业	116	9.44	0.50	0.40	0.44	0.49	18.7	23.7	21.6	19.1	增持
600872.SH	中炬高新	264	33.15	0.57	0.76	0.88	1.18	58.3	43.5	37.6	28.2	买入
603288.SH	海天味业	2,071	76.68	1.31	1.58	1.84	2.11	58.6	48.5	41.8	36.3	增持
603027.SH	千禾味业	61	18.85	0.44	0.74	0.62	0.75	42.7	25.6	30.6	25.1	增持
600305.SH	恒顺醋业	95	12.10	0.36	0.43	0.40	0.44	33.8	28.0	30.2	27.2	增持
000895.SZ	双汇发展	797	24.15	1.31	1.48	1.59	1.73	18.4	16.3	15.2	14.0	增持

资料来源：万得，中银国际证券

注：1. 舍得酒业、伊利股份已披露2018年年报，2018年EPS为实际值，其余公司为预测值；2. 港股公司股价已换算为人民币



风险提示

行业需求增长大幅放缓。 经济增长放缓，2019 年乳品需求增长低于我们的预期。

行业竞争大幅加剧。 行业整体竞争大幅加剧，竞争格局恶化。

原料成本大幅上涨。 行业性因素导致原料价格大幅上涨，乳品成本压力将大幅上升。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	53,779	60,156	69,314	78,241	87,507
销售成本	(36,144)	(38,973)	(42,317)	(47,752)	(53,220)
经营费用	(18,055)	(18,210)	(23,115)	(25,524)	(28,354)
息税折旧前利润	1,181	4,676	5,348	6,601	7,770
折旧及摊销	(1,602)	(1,704)	(1,466)	(1,637)	(1,837)
经营利润(息税前利润)	(420)	2,972	3,882	4,965	5,932
净利息收入/(费用)	184	184	77	52	94
其他收益/(损失)	(2,139)	(936)	(338)	(302)	(302)
税前利润	(461)	2,625	3,772	4,865	5,875
所得税	(351)	(594)	(717)	(973)	(1,175)
少数股东权益	(62)	(17)	(17)	(17)	0
净利润	(751)	2,048	3,072	3,909	4,700
核心净利润	(751)	2,048	3,072	3,909	4,700
每股收益(人民币)	(0.191)	0.521	0.782	0.995	1.197
核心每股收益(人民币)	(0.191)	0.521	0.782	0.995	1.197
每股股息(人民币)	0.141	0.088	0.124	0.186	0.236
收入增长(%)	10	12	15	13	12
息税前利润增长(%)	(116)	(808)	31	28	19
息税折旧前利润增长(%)	(71)	296	14	23	18
每股收益增长(%)	(132)	(373)	50	27	20
核心每股收益增长(%)	(132)	(373)	50	27	20

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	(751)	2,048	3,072	3,909	4,700
折旧与摊销	1,602	1,704	1,466	1,637	1,837
净利息费用	294	400	400	400	400
运营资本变动	1,793	1,992	(631)	(1,422)	(792)
税金	(351)	(594)	(717)	(973)	(1,175)
其他经营现金流	1,927	(44)	317	573	775
经营活动产生的现金流	4,513	5,505	3,907	4,124	5,745
购买固定资产净值	(4,353)	(6,651)	(3,320)	(3,714)	(4,279)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	347	(4,799)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(4,005)	(11,450)	(3,320)	(3,714)	(4,279)
净增权益	76	24	0	0	0
净增债务	(2,962)	5,778	0	0	0
支付股息	(553)	(345)	(486)	(729)	(927)
其他融资现金流	(599)	291	0	0	0
融资活动产生的现金流	(4,036)	5,748	(486)	(729)	(927)
现金变动	(3,529)	(196)	101	(319)	538
期初现金	7,931	6,070	5,959	6,060	5,740
公司自由现金流	160	(1,145)	587	410	1,466
权益自由现金流	0	0	0	0	0

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	6,070	5,959	6,060	5,740	6,278
应收帐款	6,006	5,655	6,668	7,241	9,774
库存	3,314	3,510	4,013	4,476	4,985
其他流动资产	4,447	10,894	10,894	10,894	10,894
流动资产总计	19,837	26,018	27,634	28,352	31,931
固定资产	15,768	15,965	17,820	19,897	22,339
无形资产	4,528	4,533	4,533	4,533	4,533
其他长期资产	8,991	11,623	11,623	11,623	11,623
长期资产总计	29,287	32,121	33,976	36,053	38,495
总资产	49,124	58,139	61,610	64,405	70,426
应付帐款	12,062	13,898	14,783	14,398	16,647
短期债务	3,098	7,958	7,958	7,958	7,958
其他流动负债	3,241	8,668	8,668	8,668	8,668
流动负债总计	15,303	22,566	23,451	23,066	25,315
长期借款	5,542	6,015	6,015	6,015	6,015
其他长期负债	2,776	2,450	2,450	2,450	2,450
股本	357	358	358	358	358
储备	20,842	22,510	25,096	28,276	32,049
股东权益	20,845	22,604	25,191	28,371	32,143
少数股东权益	4,659	4,503	4,503	4,503	4,503
总负债及权益	49,124	58,139	61,610	64,405	70,426
每股帐面价值(人民币)	5.31	5.76	6.41	7.22	8.18
每股有形资产(人民币)	4.15	4.60	5.26	6.07	7.03
每股净负债/(现金)(人民币)	0.18	2.01	2.04	2.01	2.10

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	2.2	7.8	7.7	8.4	8.9
息税前利润率(%)	(0.8)	4.9	5.6	6.3	6.8
税前利润率(%)	(0.9)	4.4	5.4	6.2	6.7
净利率(%)	(1.4)	3.4	4.4	5.0	5.4
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.2	1.2	1.2	1.3
利息覆盖率(倍)	(1.4)	7.4	9.7	12.4	14.8
净权益负债率(%)	10.1	29.6	26.7	25.0	21.0
速动比率(倍)	1.1	1.0	1.0	1.0	1.1
估值					
市盈率(倍)	(108.2)	39.7	26.4	20.8	17.3
核心业务市盈率(倍)	(108.2)	39.7	26.4	20.8	17.3
市净率(倍)	3.9	3.6	3.2	2.9	2.5
价格/现金流(倍)	18.0	14.8	20.9	19.7	14.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	0.6	1.7	1.5	1.2	1.1
周转率					
存货周转天数	26.0	20.7	19.8	19.8	19.7
应收帐款周转天数	35.6	35.4	32.4	32.4	35.5
应付帐款周转天数	74.1	78.8	75.5	68.1	64.7
回报率					
股息支付率(%)	n.a.	16.8	15.8	18.6	19.7
净资产收益率(%)	(3.5)	9.4	12.9	14.6	15.5
资产收益率(%)	(0.8)	4.3	5.3	6.3	7.0
已运用资本收益率(%)	0.2	9.5	10.3	12.0	13.2

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

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。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他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，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限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股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限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。

中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，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，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，中银国际证券股份有限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股份有限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。中银国际证券股份有限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股份有限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。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

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 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

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

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
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) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371