



蒙牛乳业

复苏继续，但可能已经被充分预期

业绩回顾

内生业务盈利同比减少 7.4%，低于预期

蒙牛乳业公布 2016 年业绩：收入 537.79 亿元，同比增长 9.7%；净利润-7.51 亿元，同比下降 131.7%，对应每股盈利-0.19 元。2016 年，蒙牛内生盈利（剔除雅士利和现代牧业后的利润，但包括抛售高成本库存奶粉的损失）同比减少 7.4%至 20.1 亿元，而 2016 年上半年同比增速为 7%左右，主要受抛售库存奶粉造成的损失（税前 5.53 亿元）拖累。

发展趋势

- 1) 组织架构重组和持续的利润分享机制可能再次助力 2017 年收入实现高单位数增长。
- 2) 2017 年利润率改善或将主要取决于毛利润的水平，以及现代牧业和雅士利能否扭亏。
- 3) 现代牧业：预计 2017 年录得微利，但净现金流可能仍然为负。
- 4) 雅士利：预计 2017 年销售止跌，但仍然很难实现盈利。
- 5) 长期前景取决于产品创新和结构升级，以及如何最大化蒙牛家族全员间的协同效应。（完整版见第 3 页）

盈利预测

上调 2017 和 2018 年销售预测，但基本维持公司的盈利预期，因为我们认为蒙牛仍需要进行市场投资，以确保获得高于行业和主要竞争对手的收入增速。同时，我们尚未并表现现代牧业，因为我们认为蒙牛仍在寻找办法使其资产负债表和现金流量表尽可能少的受到增持现代牧业的影响。预计 2017 年蒙牛内生盈利同比增长 33%至 26.7 亿元，合并盈利 27.3 亿元。

估值与建议

目前，公司股价对应 20.5 倍的 2017 年市盈率。维持 2017 年底目标价 16.37 港元。**维持推荐**。股价上行可能取决于今年业绩能否超预期。目前，我们认为业绩超预期可能性不大，市场一致预期的 28 亿港元甚至高于我们的预期。

风险

盈利复苏不及预期；蒙牛未能避免与现代牧业并表，给我们基于 DCF 模型的目标价带来下行压力（现代牧业杠杆较高且目前净现金流为负）。

袁霏阳

分析员

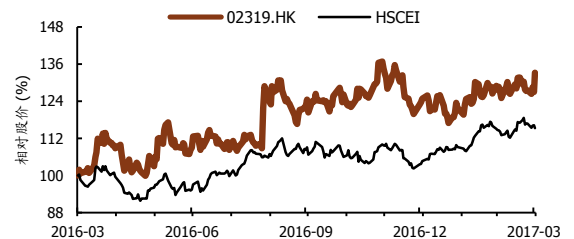
feiyang.yuan@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080511030012

SFC CE Ref: AIZ727

维持推荐

股票代码	02319.HK
评级	推荐
最新收盘价	港币 15.94
目标价	港币 16.37
52 周最高价/最低价	港币 16.82~11.58
总市值(亿)	港币 630
30 日日均成交额(百万)	港币 122.93
发行股数(百万)	3,925
其中：自由流通股(%)	100
30 日日均成交量(百万股)	7.99
主营行业	食品饮料



(人民币 百万)	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	49,027	53,779	59,565	65,415
增速	-2.0%	9.7%	10.8%	9.8%
归属母公司净利润	2,367	-751	2,734	3,141
增速	0.7%	-131.7%	N.M.	14.9%
每股净利润	0.60	-0.19	0.70	0.80
每股净资产	5.64	5.31	5.92	6.56
每股股利	0.14	0.09	0.16	0.18
每股经营现金流	0.49	0.22	1.92	1.52
市盈率	22.1	N.M.	20.5	18.2
市净率	2.4	2.7	2.4	2.2
EV/EBITDA	14.5	42.8	11.9	10.7
股息收益率	1.0%	0.6%	1.1%	1.3%
平均总资产收益率	4.8%	-1.5%	5.2%	5.4%
平均净资产收益率	10.9%	-3.5%	12.4%	12.8%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E
利润表					成长能力				
营业收入	49,027	53,779	59,565	65,415	营业收入	-2.0%	9.7%	10.8%	9.8%
营业成本	-33,651	-36,144	-39,008	-42,785	营业利润	-0.6%	-115.9%	N.M.	9.6%
营业费用	-10,985	-13,435	-14,716	-16,135	EBITDA	2.1%	-64.4%	285.3%	9.2%
管理费用	-1,871	-2,471	-2,559	-2,767	净利润	0.7%	-131.7%	N.M.	14.9%
其他	-393	-2,851	-531	-647	盈利能力				
营业利润	2,648	-420	3,452	3,783	毛利率	31.4%	32.8%	34.5%	34.6%
财务费用	245	184	3	151	营业利润率	5.4%	-0.8%	5.8%	5.8%
其他利润	0	0	0	0	EBITDA 利润率	8.3%	2.7%	9.4%	9.4%
利润总额	3,030	-461	3,465	3,972	净利润率	4.8%	-1.4%	4.6%	4.8%
所得税	-510	-351	-593	-670	偿债能力				
少数股东损益	-153	62	-137	-160	流动比率	1.40	1.30	1.72	1.91
归属母公司净利润	2,367	-751	2,734	3,141	速动比率	1.13	1.08	1.38	1.55
EBITDA	4,092	1,455	5,608	6,124	现金比率	0.54	0.46	0.66	0.86
扣非后净利润	2,367	-751	2,734	3,141	资产负债率	47.5%	48.1%	47.7%	46.2%
资产负债表					净债务资本比率	9.0%	6.1%	15.5%	3.9%
货币资金	8,654	7,031	8,163	11,458	回报率分析				
应收账款及票据	3,777	5,045	3,595	3,952	总资产收益率	4.8%	-1.5%	5.2%	5.4%
存货	4,340	3,314	4,257	4,681	净资产收益率	10.9%	-3.5%	12.4%	12.8%
其他流动资产	5,651	4,447	5,170	5,170	每股指标				
流动资产合计	22,420	19,837	21,185	25,262	每股净利润 (元)	0.60	-0.19	0.70	0.80
固定资产及在建工程	12,539	13,970	15,480	15,256	每股净资产 (元)	5.64	5.31	5.92	6.56
无形资产及其他长期资产	15,693	15,317	19,904	20,025	每股股利 (元)	0.14	0.09	0.16	0.18
非流动资产合计	28,232	29,287	35,384	35,281	每股经营现金流 (元)	0.49	0.22	1.92	1.52
资产合计	50,653	49,124	56,568	60,543	估值分析				
短期借款	6,081	3,045	1,143	1,143	市盈率	22.1	N.M.	20.5	18.2
应付账款	9,634	11,917	10,583	11,648	市净率	2.4	2.7	2.4	2.2
其他流动负债	262	341	572	463	EV/EBITDA	14.5	42.8	11.9	10.7
流动负债合计	15,976	15,303	12,298	13,254	股息收益率	1.0%	0.6%	1.1%	1.3%
长期借款	4,970	5,542	11,599	11,599					
非流动负债合计	8,061	8,318	14,693	14,693					
负债合计	24,037	23,621	26,991	27,947					
股本	357	357	357	357					
未分配利润	21,779	20,488	22,873	25,388					
股东权益合计	22,136	20,845	23,230	25,746					
负债及股东权益合计	50,653	49,124	56,568	60,543					
现金流量表									
税前利润	3,030	-461	3,465	3,972					
折旧和摊销	1,444	1,875	2,156	2,341					
营运资本变动	-1,063	-648	2,177	175					
其他	-1,502	95	-256	-509					
经营活动现金流	1,909	861	7,542	5,979					
资本开支	-2,890	-10,181	-3,300	-3,000					
其他	3,427	5,927	-3,327	1,341					
投资活动现金流	537	-4,254	-6,627	-1,659					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	882	4,654	473	0					
其他	-193	-3,460	-1,212	-1,023					
筹资活动现金流	689	1,194	-739	-1,023					
汇率变动对现金的影响	92	1,435	0	0					
现金净增加额	3,135	-2,198	175	3,296					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

中国蒙牛乳业股份有限公司在中国生产及销售优质乳制品。凭借其品牌蒙牛，集团已成为中国领先的乳制品生产商之一。集团提供多元化的产品，包括液体奶、冰淇淋及其他乳制品(如奶粉)。近年蒙牛乳业在全国市场同类产品销量、销售额稳居前二。2013年，蒙牛先后控股现代牧业与雅士利，实现从奶源到产品的全面提升。



发展趋势完整版

组织架构重组和持续的利润分享机制可能再次助力 2017 年收入实现高单位数增长

去年新 CEO 上任后，蒙牛开始将原有的按功能划分的组织架构转为以部门为基础的组织结构。按部门划分的组织结构将关注常温和冷冻产品板块，开发具备高潜力的业务（如奶酪和植物乳制品），加速配方奶业务同时稳定冰激凌业务。此外，公司将继续全权授权各地区分部执行利润分享机制，去年公司收入同比增速高于行业水平和主要竞争者的主要原因可能在于施行利润分享机制。因此，我们预计 2017 年收入将实现高单位数增长，1 季度表现可能小幅高于目标。

2017 年利润率改善或将主要取决于毛利润的水平，以及现代牧业和雅士利能否扭亏

今年中国原奶价格并没有显示出明显反弹的迹象，蒙牛在 2016 年消化了高成本库存奶粉，有机会降低今年的吨生产成本，尽管包装和其他原材料成本有所上升。此外，公司依然要进行产品结构升级，蒙牛已经从去年起将竞争模式从价格战转向了品牌投资，因此我们预计销售均价将保持上涨（2016 年因产品结构升级销售均价增长 1~2%）。2017 年因效率提升销售费用率可能不会进一步增长（2016 年为 24.8%，同比增 2.3 个百分点），但下降的空间也比较有限，因为蒙牛可能仍需要进行市场再投资以保持高于行业和主要竞争对手的收入增速。预计管理费用率在 2017 年将保持弹性，因为公司推出了新的奖金和期权计划，2017~2020 年可能产生额外费用，尽管这些为非现金成本。因此，我们认为蒙牛内生业务利润率的改善将主要取决于毛利润水平，而非削减销售和管理费用率。整体利润率的改善还取决于现代牧业和雅士利能否扭亏，二者去年均有大幅亏损。

现代牧业：预计 2017 年录得微利，但净现金流可能仍然为负

管理层对今年的指引仍然较弱，预计原奶价格为 3.8 元/千克（我们预计为 3.90 元/千克）。下游液态奶销售可能实现同比低双位数增长，主要因为蒙牛向现代牧业开放了液态奶的经销商，以扩大现代牧业常温奶的市场，但是销售费用率可能仍然维持在 28%（我们预计为 27%）。预计运营现金流为 10 亿元左右，不足以覆盖 12 亿元左右的资本支出，因此净现金流仍然为负。今年，生物资产重估亏损从 2016 年的 10 亿元下降至 6 亿元左右，下游销售费用率从 2016 年的 35% 减少到 27%，有望削减亏损。原奶价格攀升或者下游利润率进一步改善均有望改变现金流为负的现状。

雅士利：预计 2017 年销售止跌，但仍然很难实现盈利

公司努力降低新西兰工厂的生产费用，寻求相关方的 OEM 合同，但是原材料价格上涨和包装成本增加可能抵消了公司的努力，使得毛利率在产品结构改善后，仍然承受下行压力。进一步削减正常销售费用的空间较小，因此即使非经常性费用减少 1.5 亿元左右（2016 年人员处置成本和关闭部分亏损婴幼儿配方奶粉厂），实现盈利仍然十分困难。我们预计 2017 年净利润 5200 万元，看上去稍微有一些激进，主要因为我们可能夸大了收入增长前景，并预计关闭广州亏损婴幼儿配方奶粉厂可能录得较多收益。至少在 2017 年上半年，中国婴幼儿配方奶粉市场仍然步履维艰，雅士利的品牌认知可能面临更多挑战，且品牌认知并非通过增开母婴店或者增加广告宣传预算就能够轻易的实现。

长期前景取决于产品创新和结构升级，以及如何最大化蒙牛家族全员间的协同效应。蒙牛已经采取措施促进增长，但是，我们认为在策划产品方案以及搭建全球市场顶级供应链方面，蒙牛还可以做的更好。并购是快速实现增长的一个方向，但是我们不清楚在近期刚以 42.2 亿元增持现代牧业，造成短期净资产负债率攀升后，蒙牛是否还会考虑并购。



2016 年业绩回顾完整版

财务要点。2016 年，销售收入同比增长 9.7%至 537.8 亿元，剔除雅士利后，收入同比增长 10.2%至 516 亿元（雅士利全年收入 23.03 亿元）。特仑苏、纯甄和蒙牛纯牛奶等品牌录得良好收入。2016 年整体毛利率小幅下降 1.4 个百分点至 32.8%（上半年，剔除雅士利有增长 1.8 个百分点至 32.2%），主要因为产品升级和原奶价格下降。公司息税折旧和摊销前利润同比下降 77.4%至 9.56 亿元，主要受到商誉减值（22.54 亿元）以及现代牧业大幅亏损的拖累。息税折旧和摊销前利润率下降至 1.8%（2015 年为 8.6%）。剔除雅士利和商誉减值，蒙牛内生业务 2016 年的息税折旧和摊销前利润为 35.25 亿元，息税折旧和摊销前利润率为 6.8%（2015 年为 9%）。净利润转亏至 7.51 亿元，剔除雅士利和一次性商誉减值损失后，蒙牛内生业务净利润为 16.87 亿元，同比减少 27.6%。

液态奶。2016 年，收入同比增长 11%至 481.03 亿元，占蒙牛总收入的 89.4%。

- ▶ 常温奶业务录得 238.52 亿元收入，同比增长 11.6%，占液态奶收入的 49.6%（同比增长 0.3 个百分点）。
- ▶ 乳饮料收入同比增长 10.1%至 93.8 亿元，占液态奶收入的 19.5%（同比减少 4.6 个百分点）。
- ▶ 酸奶产品收入同比增长 29%至 3090 万元，占液态奶总销售的 30.9%（同比增长 4.3 个百分点）。

冰激凌销售收入同比小幅增长 1.8%至 21.799 亿元，占蒙牛总收入的 4.1%（同比减少 0.3 个百分点）。

配方奶粉板块录得 31.509 亿元收入，同比增长 2.5%，占总收入的 5.9%（同比减少 0.7 个百分点）。

产能：2016 年底，蒙牛在全国共有 33 个生产基地，在新西兰有一个生产基地，总产能为 921 万吨（2015 年底为 868 万吨）。

销售成本和渠道渗透：2016 年销售成本同比增长 22.3%，销售费用比率同比增长 2.6 个百分点至 25%（2015 年为 22.4%；剔除雅士利后，2016 年该比率为 23.8%，同比增长 2.7 个百分点），主要应归为竞争环境恶化，品牌投入增加。2016 年广告和宣传成本增长 30.6%至 53.34 亿元，占收入比重同比增长 1.6 个百分点至 9.9%（剔除雅士利后为 9.4%，同比增长 1.8 个百分点）。

资本支出：2016 年资本支出攀升至 43.53 亿元（2015 年为 30.27 亿元），同比增长 43.8%。剔除雅士利后，资本支出为 33.652 亿元（2015 年为 26.822 亿元）。

股息：公司公布每股支付 0.089 元期末股息（2015 年为 0.14 元每股），总计 3.49 亿元，全年支付率为 21%（基于剔除雅士利和商誉减值损失后的盈利）。



图表 1: 业绩对比

(人民币百万元)	2015A	2016E	2016A	2016A YoY	vs CICC estimate	2017E	2017E YoY
收入	49,027	52,653	53,779	9.7%	2.1%	59,565	10.8%
毛利	15,375	17,606	17,635	14.7%	0.2%	20,556	16.6%
营业利润	2,648	2,273	-420	-115.9%	-118.5%	3,452	n.m
净利润	2,367	-3,380	-751	-131.7%	-77.8%	2,734	n.m
全面摊薄每股收益 (元)	0.60	-0.86	-0.19	-131.7%	-77.8%	0.70	n.m
毛利率	31.4%	33.4%	32.8%	1.4ppt	-0.6ppt	34.5%	1.7ppt
营业利润率	5.4%	4.3%	-0.8%	-6.2ppt	-5.1ppt	5.8%	6.6ppt
净利润率	4.8%	-6.4%	-1.4%	-6.2ppt	5ppt	4.6%	6ppt

资料来源: 公司资料、中金公司研究部

图表 2: 历史财务数据

人民币 百万	同比						历史数据									
	2016			2015			年度		半年度							
	2H16	2H15	YoY	2016	2015	YoY	2015	2016	2017E	1H14	2H14	1H15	2H15	1H16	2H16	
收入	26,522	23,159	14.5%	53,779	49,027	9.7%	49,027	53,779	59,565	25,836	24,213	25,564	23,159	27,257	26,522	
蒙牛	25,471	21,862	16.5%	51,576	46,265	11.5%	46,265	51,576	57,194	24,290	22,943	24,403	21,862	26,105	25,471	
雅士利	1,051	1,297	-19.0%	2,203	2,762	-20.2%	2,762	2,203	2,371	1,546	1,271	1,162	1,297	1,152	1,051	
毛利	8,454	7,080	19.4%	17,635	15,375	14.7%	15,375	17,635	20,556	8,382	7,065	8,143	7,080	9,181	8,454	
蒙牛	8,009	6,400	25.1%	16,598	13,973	18.8%	13,973	16,598	19,443	7,549	6,440	7,573	6,400	8,590	8,009	
雅士利	457	680	-32.9%	1,037	1,402	-26.0%	1,402	1,037	1,113	820	625	722	680	580	457	
销售费用	(6,986)	(5,315)	31.5%	(13,435)	(10,985)	22.3%	(10,985)	(13,435)	(14,716)	(5,897)	(4,667)	(5,565)	(5,315)	(6,449)	(6,986)	
管理费用	(1,313)	(605)	117.0%	(2,471)	(1,871)	32.1%	(1,871)	(2,471)	(2,559)	(962)	(979)	(1,094)	(605)	(1,158)	(1,313)	
其他费用	(2,100)	142	n.m	(2,149)	129	n.m	129	(2,149)	170	(302)	38	(12)	142	(49)	(2,100)	
息税前利润	(1,946)	1,303	-249.3%	(420)	2,648	-115.9%	2,648	(420)	3,452	1,221	1,457	1,472	1,303	1,525	(1,946)	
蒙牛	(1,475)	1,368	n.m	24	2,688	-99.1%	2,688	24	3,473	995	1,415	1,320	1,368	1,499	(1,475)	
雅士利	(361)	(65)	n.m	(444)	(40)	n.m	(40)	(444)	(21)	212	43	25	(65)	(84)	(361)	
财务费用	58	110	n.m	184	245	-24.7%	245	184	3	78	130	139	110	127	58	
联营及合营公司业绩	(71)	(5)	n.m	(225)	138	n.m	138	(225)	9	183	98	143	(5)	(155)	(71)	
除税前利润	(1,959)	1,408	n.m	(461)	3,030	n.m	3,030	(461)	3,465	1,481	1,682	1,754	1,408	1,498	(1,959)	
所得税	(38)	(189)	-79.7%	(351)	(510)	-31.1%	(510)	(351)	(593)	(253)	(207)	(321)	(189)	(313)	(38)	
少数股东权益	169	(180)	n.m	62	(153)	n.m	(153)	62	(137)	(180)	(151)	(94)	(180)	(107)	169	
净利润	(1,828)	1,040	n.m	(751)	2,367	n.m	2,367	(751)	2,734	1,049	1,324	1,339	1,040	1,077	(1,828)	
蒙牛	643	1,092	-41.1%	1,872	2,241	n.m	2,241	1,872	2,699	785	1,239	1,163	1,092	1,229	643	
雅士利	(335)	9	n.m	(320)	118	n.m	118	(320)	52	209	39	109	9	15	(335)	
毛利率	31.9%	30.6%	1.3%	32.8%	31.4%	1.4%	31.4%	32.8%	34.5%	32.4%	29.2%	31.9%	30.6%	33.7%	31.9%	
蒙牛	31.4%	29.3%	2.2%	32.2%	30.2%	2.0%	30.2%	32.2%	34.0%	31.1%	28.1%	31.0%	29.3%	32.9%	31.4%	
雅士利	43.5%	52.5%	-9.0%	47.1%	50.8%	-3.7%	50.8%	47.1%	47.0%	53.0%	49.2%	62.1%	52.5%	50.4%	43.5%	
销售费用率	26.3%	22.9%	3.4%	25.0%	22.4%	2.6%	22.4%	25.0%	24.7%	22.8%	19.3%	21.8%	22.9%	23.7%	26.3%	
管理费用率	5.0%	2.6%	2.3%	4.6%	3.8%	0.8%	3.8%	4.6%	4.3%	3.7%	4.0%	4.3%	2.6%	4.2%	5.0%	
息税前利润率	-7.3%	5.6%	-13.0%	-0.8%	5.4%	-6.2%	5.4%	-0.8%	5.8%	4.7%	6.0%	5.8%	5.6%	5.6%	-7.3%	
蒙牛	-5.8%	6.3%	-12.0%	0.0%	5.8%	-5.8%	5.8%	0.0%	6.1%	4.7%	6.0%	5.8%	5.6%	5.6%	-7.3%	
雅士利	-34.3%	-5.0%	-29.3%	-20.2%	-1.5%	-18.7%	-1.5%	-20.2%	-0.9%	13.7%	3.3%	2.1%	-5.0%	-7.2%	-34.3%	
税前利润率	-7.4%	6.1%	-13.5%	-0.9%	6.2%	-7.0%	6.2%	-0.9%	5.8%	5.7%	6.9%	6.9%	6.1%	5.5%	-7.4%	
税率	-2.0%	13.4%	-15.4%	-76.2%	16.8%	-93.0%	16.8%	-76.2%	17.1%	17.0%	12.3%	18.3%	13.4%	20.9%	-2.0%	
净利率	-6.9%	4.5%	-11.4%	-1.4%	4.8%	-6.2%	4.8%	-1.4%	4.6%	4.1%	5.5%	5.2%	4.5%	4.0%	-6.9%	
蒙牛	2.5%	5.0%	-2.5%	3.6%	4.8%	-1.2%	4.6%	3.5%	4.5%	3.2%	5.4%	4.8%	5.0%	4.7%	2.5%	
雅士利	-31.9%	0.7%	-32.6%	-14.5%	4.3%	-18.8%	4.3%	-14.5%	2.2%	13.5%	3.1%	9.4%	0.7%	1.3%	-31.9%	

资料来源: 公司资料、中金公司研究部

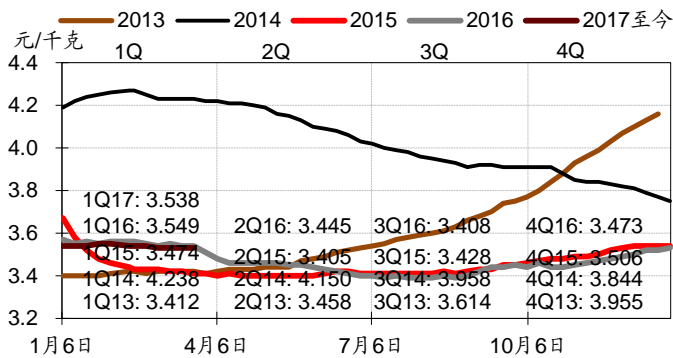


图表3: 盈利预期调整

蒙牛 (合并利润表) (百万人民币)	2017E			2018E		
	调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化
营业收入	55,215	59,565	7.9%	57,984	65,415	12.8%
毛利	18,813	20,556	9.3%	19,923	22,630	13.6%
销售费用	(13,038)	(14,716)	12.9%	(13,635)	(16,135)	18.3%
管理费用	(2,431)	(2,559)	5.3%	(2,520)	(2,767)	9.8%
经营利润	3,397	3,452	1.6%	3,803	3,783	-0.5%
财务费用	96	3	-96.4%	189	151	-20.2%
税前利润	3,499	3,465	-1.0%	4,017	3,972	-1.1%
所得税	(627)	(593)	-5.4%	(715)	(670)	-6.4%
净利润	2,734	2,734	0.0%	3,141	3,141	0.0%
每股净利润(全面摊薄)(人民币)	0.70	0.70	-0.1%	0.80	0.80	-0.1%
毛利率	34.1%	34.5%	0.4%	34.4%	34.6%	0.2%
销售费用率	23.6%	24.7%	1.1%	23.5%	24.7%	1.2%
管理费用率	4.4%	4.3%	-0.1%	4.3%	4.2%	-0.1%
经营利润率	6.2%	5.8%	-0.4%	6.6%	5.8%	-0.8%
有效税率	17.9%	17.1%	-0.8%	17.8%	16.9%	-0.9%
净利率	5.0%	4.6%	-0.4%	5.4%	4.8%	-0.6%

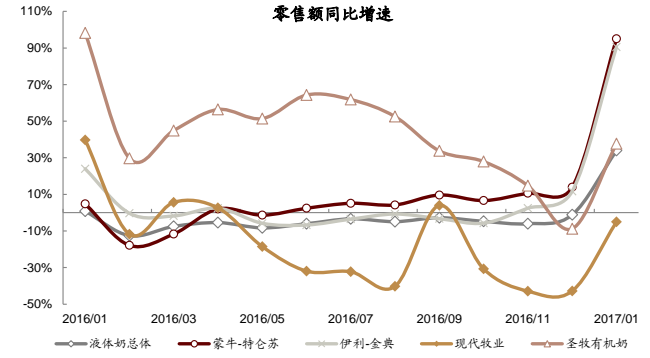
资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表4: 中国原奶价格



资料来源: 农业部, 中金公司研究部

图表5: 现代渠道高端UHT奶销售同比增速



资料来源: 商务部, 中金公司研究部

图表6: 现金流贴现法模型

(人民币百万)	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
息税前利润	3,452	3,783	4,047	4,290	4,505	4,685	4,825	4,898	4,947	4,998	5,048
同比变化(%)	n.m	9.6%	7.0%	6.0%	5.0%	4.0%	3.0%	1.5%	1.0%	1.0%	1.0%
自由现金流	3,754	4,729	4,910	5,071	5,139	5,101	4,941	4,597	4,156	3,779	3,559
同比变化(%)	n.m	26.0%	3.8%	3.3%	1.4%	-0.7%	-3.1%	-7.0%	-9.6%	-9.1%	-5.8%
期末增长率	1.0%										
加权资本成本	7.6%										
税后债务成本率	4.5%										
股本成本率	8.0%										
无风险回报率	2.5%										
风险补偿率	5.5%										
Beta 系数	1.0										
最优资本结构	10.0%										
自由现金流贴现值											35,775
期末价值折现金额											26,314
企业价值											62,089
净现金(债务)											(4,580)
权益价值											57,510
每股价值(港币)											16.37

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部



图表7: 关键假设

人民币百万	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
销售收入	36,000	41,858	47,233	46,265	51,576	57,194	62,746
液态奶							
销量(千吨)	5,796	6,236	6,379	6,492	7,055	7,694	8,304
单价(元/吨)	5,579	6,078	6,746	6,674	6,818	6,978	7,091
销售收入	32,337	37,903	43,036	43,327	48,103	53,691	58,883
冷饮							
销量(千吨)	540	508	448	358	366	373	380
单价(元/吨)	5,870	5,953	6,064	5,975	5,964	6,046	6,046
销售收入	3,172	3,023	2,716	2,141	2,180	2,254	2,299
其他乳品							
销量(千吨)	11.6	17.9	27.1	18.3	20.1	22.1	24.3
单价(元/吨)	49,503	51,978	54,577	43,662	49,687	56,544	64,347
销售收入	572	932	1,481	797	1,293	1,249	1,564
毛利率	24.9%	26.1%	29.6%	30.2%	32.2%	34.0%	34.1%
销售费用	6,223	7,604	9,457	9,665	12,264	13,717	15,063
销售费用率	17.3%	18.2%	20.0%	20.9%	23.8%	24.0%	24.0%
管理费用	1,175	1,523	1,748	1,663	2,082	2,300	2,490
管理费用率	3.3%	3.6%	3.7%	3.6%	4.0%	4.0%	4.0%
息税前利润	1,608	1,713	2,410	2,688	24	3,473	3,746
息税前利润率	4.5%	4.1%	5.1%	5.8%	0.0%	6.1%	6.0%
净利润	1,303	1,536	2,229	2,331	1,687	2,708	3,091
净利润率	3.6%	3.7%	4.7%	5.0%	3.3%	4.7%	4.9%

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表8: 可比公司估值

公司	代码	股价		市值 百万港元	评级	市盈率(x)			市净率(x)			净资产收益率			股息收益率(%)			EV/EBITDA(x)		
		2017/3/31	目标价			2015A	2016A/E	2017E	2015A	2016A/E	2017E	2015A	2016A/E	2017E	2015A	2016A/E	2017E	2015A	2016A/E	2017E
食品饮料																				
中国食品	0506.HK	3.26	6.02	9,119	推荐	n.m	17.8	14.7	1.7	1.5	1.4	1.4	8.5	9.6	0.3	2.0	2.4	10.1	7.5	3.5
万洲国际	0288.HK	6.68	8.95	97,869	推荐	16.0	14.2	11.7	2.2	2.0	1.7	13.6	13.7	14.9	1.9	2.1	2.6	8.5	7.7	6.5
康师傅控股	0322.HK	9.91	10.60	55,541	推荐	27.8	40.2	29.9	2.4	2.7	2.6	8.8	6.8	8.6	1.8	1.2	1.7	9.9	8.5	6.9
合生元	1112.HK	25.90	20.71	16,367	中性	58.1	24.0	21.2	4.1	3.4	2.9	7.0	14.1	13.8	0.0	0.0	0.0	30.6	11.9	11.5
雅士利国际	1230.HK	1.51	1.57	7,166	中性	54.2	n.m	123.0	1.1	1.1	1.1	2.0	-5.3	0.9	0.6	0.0	0.2	25.0	n.m	19.1
蒙牛乳业	2319.HK	15.94	16.37	62,565	推荐	23.7	n.m	20.5	2.5	2.7	2.4	10.7	-3.6	11.8	1.0	0.6	1.1	15.4	42.7	11.9
现代牧业	1117.HK	1.81	1.51	11,098	中性	26.7	28.5	15.3	1.4	1.2	1.3	5.4	4.2	8.6	0.6	0.0	0.0	13.0	61.5	15.7
中国圣牧	1432.HK	1.93	2.73	12,264	推荐	13.7	16.1	13.3	2.4	2.1	1.8	17.6	12.7	13.4	0.0	0.0	0.0	10.2	11.2	9.6
青岛啤酒股份	0168.HK	36.05	29.97	48,703	中性	25.4	28.5	29.3	2.6	2.5	2.4	10.4	8.8	8.0	1.2	1.0	1.0	14.2	14.2	13.6
张裕B	200869.SZ	20.02	34.00	23,536	推荐	12.2	12.9	12.9	1.3	1.5	1.5	10.5	11.9	11.9	2.7	2.6	2.7	8.1	7.6	7.0
中国旺旺	0151.HK	5.26	5.13	65,824	中性	17.4	16.7	17.6	4.9	4.8	4.2	27.9	28.7	23.8	2.1	2.1	2.3	10.8	10.1	10.2
华润啤酒	0291.HK	18.00	20.00	58,395	推荐	n.m	83.1	26.4	5.2	3.0	2.7	n.m	3.6	10.2	n.m	0.5	0.8	18.1	14.9	12.5
统一企业中国	0220.HK	5.29	4.45	22,849	中性	24.5	33.7	43.4	1.8	1.7	1.7	7.2	5.0	3.8	0.8	0.6	0.5	10.2	8.8	10.0
颐海国际	1579.HK	3.30	5.19	3,455	推荐	24.8	16.8	13.0	21.8	2.4	2.1	87.8	14.6	15.8	0.0	0.0	0.0	17.0	8.2	5.8
平均						27.0	27.7	28.0	4.0	2.3	2.1	16.2	8.8	11.1	1.0	0.9	1.1	14.4	16.5	10.3

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908
翻译：张懿
编辑：张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455



CICC
中金公司

