

食品饮料

乳业月报：国内原奶价格缓慢回升

行业动态

行业近况

国际方面：10 月全球原奶主要产区中，新西兰原奶产量同比-5.5%，欧盟原奶产量同比-3.3%，主产区减产力度均较大。12 月最新一期恒天然大包粉拍卖价格环比继续微涨，同时线上拍卖量收缩明显。中长期看，全球主产区继续减产应是大势所趋，但若不出现极端天气情况，预计奶价回升是相对平稳与长期的过程。

国内方面：伴随国内主产区原奶均价缓慢回升至 3.5 元/公斤（盈亏平衡线之上），11 月我国奶牛存栏量环比止跌（其中规模牧场成母牛存栏量环比微升），上游去产动力减弱。目前新西兰全脂奶粉到岸完税价格与国内规模牧场 3.7-3.8 元/公斤的原奶收购价格已经较为接近，海外大包粉价格若继续提升，将推升企业对国产生鲜乳的需求。此外，12 月北方天气寒冷带来单产的季节性下降、临近春节备货需求增加都可能使得奶价继续回升。中长期看，国内原奶价格的复苏仍需等待供需关系进一步调整到位。

评论

中国乳原料价格走势：上周（12 月 7 日），国内生鲜乳均价 3.50 元/千克，环比升 0.3%，同比降 1.1%。11 月牧场经营者生鲜乳销售均价：现代牧业 3.8 元/千克，环比持平，同比降 8.4%；中国圣牧非有机原奶 3.7 元/千克，环比持平，同比降 9.8%；圣牧有机原奶 4.7 元/千克，环比持平，同比降 9.3%。12 月 20 日，恒天然全部产品拍卖均价 3,656 美元/吨，环比降 0.5%，同比升 48.8%（拍卖量 22,321 吨，环比降 0.7%，同比降 12.8%）。

国内乳业供给量：2016 年 11 月奶粉进口累计值 59.0 万吨，同比降 23.7%，国内液奶进口累计值 54.9 万吨，同比升 23.8%。2016 年 10 月国内液体乳产量累计值 2,521 万吨，同比升 8.1%。

估值与建议

维持个股盈利预测。上游乳企盈利恢复仍待国内奶价继续回升；下游乳企短期内进口粉采购成本将因国际奶价上涨而有所增加，而待国内奶价回升后，下游企业价格战力度有望减弱，以转嫁成本上涨带来的利润压力。

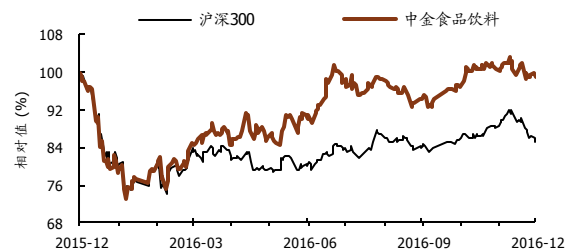
风险

全球继续增产；需求复苏低于预期；原材料价格大幅波动。

股票名称	评级	目标 价格	P/E (x)	
			2016E	2017E
伊利-A	推荐	22.95	19.0	17.1
光明乳业-A	推荐	16.64	31.4	25.4
贝因美-A	中性	14.00	83.0	53.6
蒙牛乳业-H	推荐	17.12	N.M.	18.7
中国圣牧-H	推荐	3.86	11.9	8.8
合生元-H	中性	20.71	20.7	21.4
雅士利国际-H	中性	1.57	N.M.	123.4
现代牧业-H	中性	1.88	N.M.	29.6

中金一级行业

日常消费



相关研究报告

- 蒙牛乳业-H | “蒙牛系”全员盈利预警 (2016.12.16)
- 10 月零研月报 (2016.12.01)
- 乳业月报：天气因素进一步推升新西兰大包粉价格 (2016.11.17)
- 雅士利国际-H | 复苏可能进一步推迟；评级下调至中性 (2016.11.11)
- 中国圣牧-H | 等待伊利收购获批 (2016.11.02)
- 9 月零研月报 (2016.10.31)

资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部

吕若晨，CFA

袁霏阳

分析师

分析师

ruochen.lv@cicc.com.cn

feiyang.yuan@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080514080002

SAC 执证编号：S0080511030012

SFC CE Ref: BEE828

SFC CE Ref: AIZ727



目录

注册制落地，短期影响甚于长期.....	3
重点要闻回顾（中国）.....	4
10 家乳制品企业复原乳标签存问题被通报，食药监责令整改.....	4
美国农业部：中国牧场半数亏损，明年液奶进口大增长.....	4
10 月进口婴幼儿配方奶粉 1.86 万吨 同比增速急升至 32.7%.....	4
重点要闻回顾（全球）.....	5
1-10 月俄罗斯牛奶产量增长 1.9%.....	5
恒天然与中国银行签署 15 亿授信额度合作项目.....	5
IFCN11 月全球奶价上涨 2.1%，超去年同期 30%.....	5
中国乳原料价格走势.....	6
全球主产区原奶价格.....	8
成本环境.....	9
中国乳业供应端情况.....	11
全球主产区乳业供应量.....	12
婴幼儿配方奶粉价格终端监测.....	13
附录.....	14

图表

图表 1：国内生鲜乳价格.....	6
图表 2：牧场经营者生鲜乳销售均价.....	6
图表 3：恒天然全部产品拍卖价格.....	6
图表 4：恒天然脱脂奶粉价格.....	6
图表 5：恒天然全脂奶粉价格.....	7
图表 6：欧盟脱脂奶粉价格.....	7
图表 7：欧盟全脂奶粉价格.....	7
图表 8：新西兰原奶收购价格.....	8
图表 9：欧盟原奶收购价格.....	8
图表 10：美国原奶收购价格.....	8
图表 11：阿根廷原奶收购价格.....	8
图表 12：中国玉米价格.....	9
图表 13：全球玉米价格.....	9
图表 14：中国小麦价格.....	9
图表 15：中国大米零售价.....	9
图表 16：进口苜蓿到岸价.....	10
图表 17：中国奶粮比.....	10
图表 18：中国奶粉进口量（当月值）.....	11
图表 19：中国液态奶进口量（当月值）.....	11
图表 20：中国液态奶产量（累计值）.....	11
图表 21：新西兰原奶产量.....	12
图表 22：澳大利亚原奶产量.....	12
图表 23：欧盟原奶产量.....	12
图表 24：美国原奶产量.....	12
图表 25：婴幼儿配方奶粉商超渠道销售均价.....	13
图表 26：过去双周股价表现（12 月 6 日至 12 月 20 日）.....	14
图表 27：可比公司估值表.....	14



注册制落地，短期影响甚于长期

国家食品药品监督管理总局 6 月 8 日发布《婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理办法》。各地在中国市场销售婴幼儿配方奶粉的工厂需申请配方注册，各产品配方之间应当具有明显差异，且每个企业不得超过 3 个配方系列，每个成功注册的配方系列可包括三段奶粉产品。注册截止日期为今年 10 月 1 日。

过度促销短期仍将持续，预计 4Q 消除。政策执行日期距今不到 4 个月，我们预计执行截止日前，抛售不合格产品引发的过度促销行为短期还将继续充斥市场，带来行业价格体系的混乱。但合格企业有望从今年 4 季度起摆脱梦魇，回归正常促销开支。

长期利于行业整合，但总体影响有限。国家食品药品监督管理总局已向全球 176 家工厂授予婴幼儿配方奶粉产品许可证，按照每个批准工厂不得超过 3 个配方系列 9 种产品配方计算，未来中国市场上将保留 528 种婴幼儿配方奶粉配方，相比目前 2,000 多个配方来说，近 3/4 的不合格配方产品将被清理出市场，长期上利于行业份额进一步向龙头企业集中。但因为我国婴幼儿奶粉行业 CR10 已经超过 70%，未来 528 个配方同台竞争，市场依然显得拥挤，我们由此预计中国婴幼儿配方奶粉市场竞争将会持续激烈。此外，市场主导品牌均已充分做好配方注册准备，且市场已基本由这些品牌垄断，所以预计新政对竞争格局的总体影响有限。

A 股乳品企业中，**伊利股份 (600887.SH)** 在国内有 3 个工厂，足以容纳 9 个配方系列 27 个产品配方，公司目前共有 24 个产品配方，不会面临配方过多需要删减的压力；**贝因美 (002570.SZ)** 在国内拥有 4 个独资工厂，1 个控股工厂，国外拥有 2 个合资工厂，未来计划在国内生产 12+2 或 12+3 个配方系列，进口生产 3 个配方系列，公司目前在国内外共有 18 个配方系列，预计需要删减 3~4 个配方系列，但对公司总体影响有限。

H 股乳品企业中，**雅士利 (1230.HK)** 与**合生元 (1112.HK)** 不会面临配方过多需要删减的压力，因许可工厂数量已足够多。目前，雅士利有 5 个国内工厂和 2 个海外工厂，足以容纳旗下 17 个产品配方。合生元有 1 个国内工厂和 3 个海外 OEM 工厂（其中一个公司还持有股份），亦足以容纳旗下 7 个产品配方。



重点要闻回顾（中国）

10 家乳制品企业复原乳标签存问题被通报，食药监责令整改

- ▶ 食药总局今天对外通报，检查发现 10 家企业复原乳标签标识存在问题，占乳制品生产企业总数的 1.5%，其中添加复原乳或部分添加复原乳而未标注“复原乳”或“XX%复原乳”的企业 6 家；“复原乳”标注颜色色差不明显、字体高度不符合规定要求的企业 3 家，另外，查处 1 家企业使用牛乳粉包装袋包装羊乳粉的违规行为。
- ▶ 2016 年，为加强复原乳标签标识管理，规范复原乳标签标识，食品药品监管总局印发了《食品药品监管总局办公厅关于加强复原乳标签标识监管的通知》，部署各地开展复原乳标签标识专项监督检查。2016 年 9 月，31 个省食品药品监管部门均已完成复原乳标签标识专项监督检查工作。
- ▶ 针对上述发现的复原乳标签标识问题，有关省食品药品监管部门采取了责令企业整改或责令企业停产整顿的措施，下达责令整改通知书 10 份，对不合格标签标识的包装进行销毁。

2016 年 12 月 02 日»来源：澎湃新闻»

http://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_1572877

美国农业部：中国牧场半数亏损，明年液奶进口大增长

- ▶ 日前，美国农业部旗下网站发出预测报告，报告指出，中国在 2017 年进口液态奶会继续增长，这主要是由于中国奶牛群规模减少，以及欧盟和新西兰的奶价继续处于低位造成的。其预测认为，2017 年液态奶的进口量为 90 万吨，比今年增长 38%。
- ▶ 报告指出，预计中国明年的牛奶产量约为 3,500 万吨，和 2016 年基本保持一致，原因是进口牛奶价格较低，国内消费模式稳定，以及全脂奶粉的替代作用。报告说，牛奶价格处于低水平，继续为中国的牛奶生产带来压力。2016 年，将有一半以上的中国牧场出现亏损。

2016 年 12 月 14 日»来源：搜狐网»

<http://mt.sohu.com/20161214/n475869114.shtml>

10 月进口婴幼儿配方奶粉 1.86 万吨 同比增速急升至 32.7%

- ▶ 据中国海关数据显示，持续高速增长婴幼儿配方奶粉进口，在 9 月进口量同比增速急跌至 1.3%，创年内单月增幅新低，10 月增速又直接升至 32.7%，高于 1-9 月 27.7%的增速。
- ▶ 10 月我国共进口婴幼儿配方奶粉 1.86 万吨，同比增长 32.7%，价值 25,678.99 万美元，同比增长 29.6%；1-10 月 17.2 万吨，同比增长 28.2%，价值 23.38 亿美元，同比增长 26%，进口总量的 74%来自欧盟国家，其次是新西兰、澳大利亚。

2016 年 12 月 17 日»来源：荷斯坦奶农俱乐部网»

http://www.hesitan.com/kxyn_yngn/2016-12-17/193771.shtml



重点要闻回顾（全球）

1-10 月俄罗斯牛奶产量增长 1.9%

- ▶ 俄罗斯经济与生活网站 11 月 28 日报道，2016 年 1-10 月，俄罗斯农业组织的牛奶产量达 1,270 万吨，与去年同期相比增长 1.9%。每头奶牛的平均产乳量为 4,976 公斤，与去年同期指数相比增长 192 公斤，增长幅度为 4%。
- ▶ 俄农业部指出，牛奶生产整体保持积极趋势，是在联邦层面和地区层面采取综合措施支持乳品业发展的结果。

2016 年 11 月 29 日»来源：东北网»

<http://commerce.dbw.cn/system/2016/11/29/001152996.shtml>

恒天然与中国银行签署 15 亿授信额度合作项目

- ▶ 全球最大的乳品出口商恒天然集团今日宣布与中国银行签署合作协议。中国银行新西兰分行与恒天然集团建立等值 15 亿元人民币(3 亿新西兰元)的多币种授信额度，其中包括人民币业务。
- ▶ 恒天然首席财务官卢卡斯·帕拉维奇尼表示，从这项新的债务融资中可以看出，恒天然集团将继续着力在中国开展整合业务。帕拉维奇尼同时表示，中国银行的资金敞口并不意味着恒天然将增加债务负担。反之，这将为恒天然集团提供更多选择，增加人民币资金来源的多渠道。“这不会改变我们在中国现有业务增长战略的实施。这仅是现有战略中筹措资金渠道的一种更好方式。”

2016 年 12 月 15 日»来源：21 世纪经济报道»

http://m.21jingji.com/article/20161215/herald/3f9bcb580bf3ca8ec2931c0d52cf58c5_baidunews.html

IFCN11 月全球奶价上涨 2.1%，超去年同期 30%

- ▶ 根据 IFCN 最新数据显示，11 月份全球原料奶 IFCN 价格指数为 34.10 美元/100 公斤，折合人民币 2.33 元/公斤，环比上月 33.3 美元上涨 2.1%，同比增幅为 30.8%，继续了上个月的上漲态势，这已经是继 IFCN 自今年 6 月份公布全球奶价全面复苏以来连续第 6 个月保持上涨。
- ▶ 根据 IFCN 的最新预测结果，世界奶价将持续恢复。到 2025 年世界奶价水平将在 41 美元/100 公斤左右，折合人民币 2.80 元/公斤。

2016 年 12 月 17 日»来源：荷斯坦奶农俱乐部网»

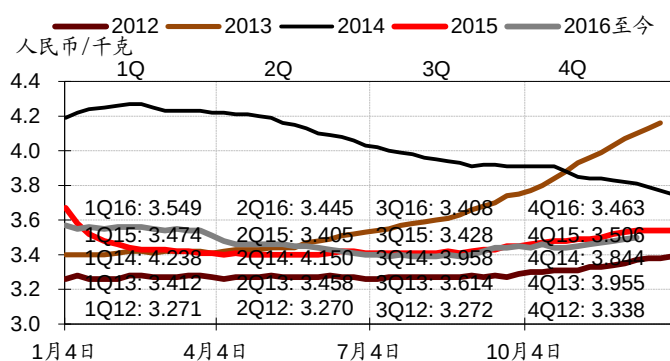
http://www.hesitan.com/kxyn_yngn/2016-12-17/193770.shtml



中国乳原料价格走势

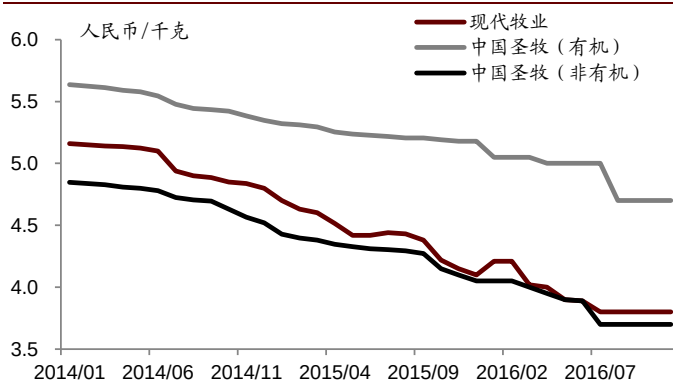
- ▶ **国内生鲜乳价格:** 上周 (11 月 30 日至 12 月 7 日) 国内生鲜乳均价 3.50 元/千克, 环比升 0.3%, 同比降 1.1%;
- ▶ **恒天然拍卖价格:** 12 月 20 日, 恒天然全部产品拍卖均价 **3,656 美元/吨**, 环比降 **0.5%**, 同比升 48.8%; 其中脱脂奶粉 **2,621 美元/吨**, 环比持平, 同比升 **38.6%**; 全脂奶粉 **3,568 美元/吨**, 环比降 **0.8%**, 同比升 **54.8%**; 拍卖量 **22,321 吨**, 环比降 **0.7%**, 同比降 **12.8%**;
- ▶ **欧盟大包粉价格:** 11 月 24 日至 12 月 8 日, 欧盟脱脂奶粉价格 2,213 美元/吨, 环比升 0.6%, 同比升 22.1%; 全脂奶粉 3,250 美元/吨, 环比升 3.2%, 同比升 39.8%;
- ▶ **中国大型牧场原奶价格监测:** 2016 年 11 月, 现代牧业 3.80 元/千克, 环比持平, 同比降 8.4%; 中国圣牧非有机原奶 3.70 元/千克, 环比持平, 同比降 9.8%; 圣牧有机原奶 4.7 元/千克, 环比持平, 同比降 9.3%。

图表 1: 国内生鲜乳价格



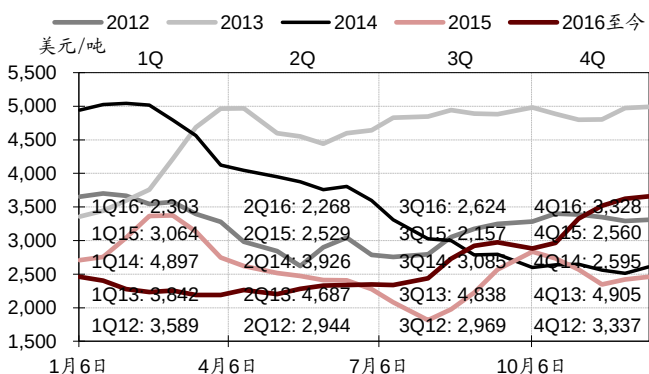
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 2: 牧场经营者生鲜乳销售均价



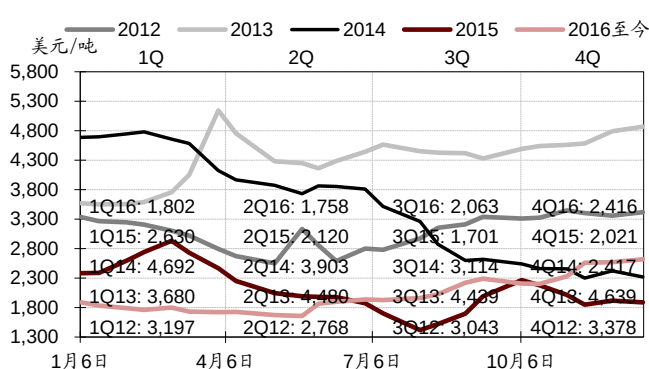
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 3: 恒天然全部产品拍卖价格



资料来源: 恒天然, 中金公司研究部

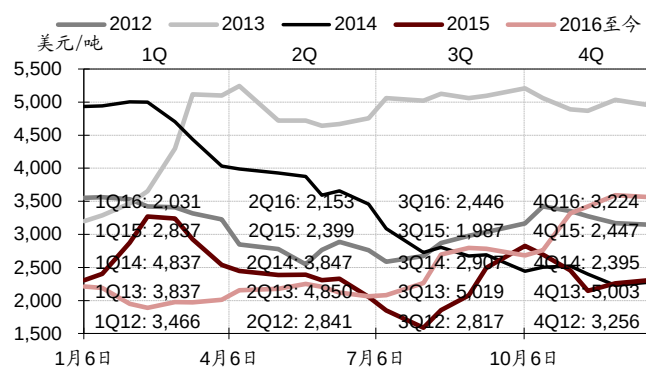
图表 4: 恒天然脱脂奶粉价格



资料来源: 恒天然, 中金公司研究部

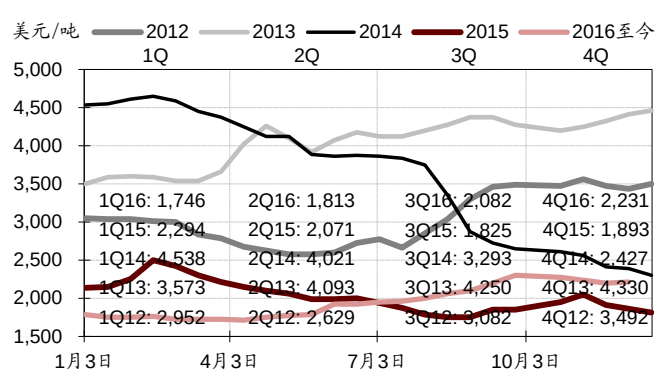


图表 5: 恒天然全脂奶粉价格



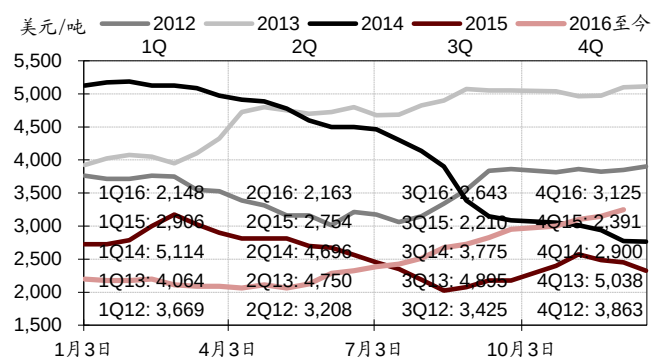
资料来源: 恒天然, 中金公司研究部

图表 6: 欧盟脱脂奶粉价格



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 7: 欧盟全脂奶粉价格



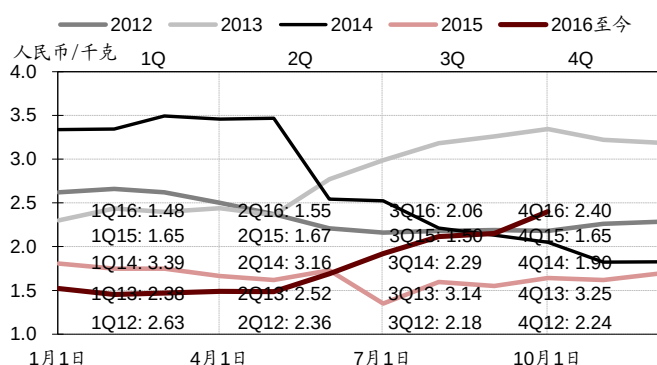
资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部



全球主产区原奶价格

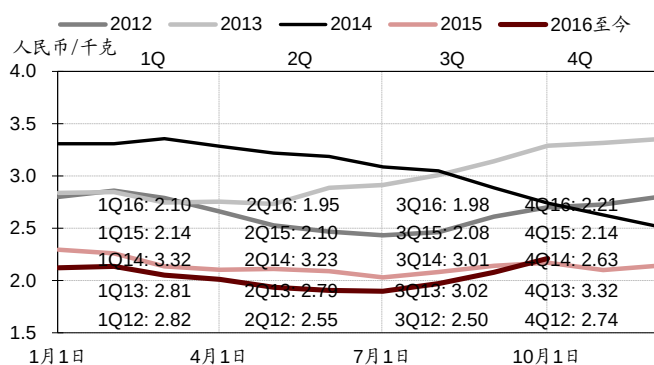
- ▶ 新西兰 2016 年 10 月原奶收购价格为 2.40 元/千克，环比升 11.6%，同比升 46.3%；
- ▶ 欧盟 2016 年 10 月原奶收购价格为 2.21 元/千克，环比升 6.3%，同比升 1.8%；
- ▶ 美国 2016 年 10 月原奶收购价格为 2.46 元/千克，环比降 3.5%，同比降 0.8%；
- ▶ 阿根廷 2016 年 9 月原奶收购价格为 1.89 元/千克，环比升 1.3%，同比升 6.0%。

图表 8：新西兰原奶收购价格



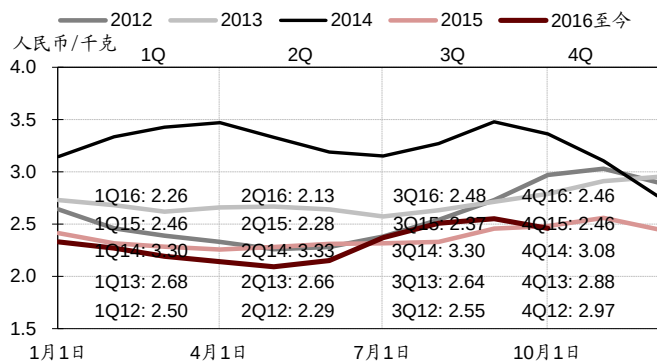
资料来源：国际奶业协会，中金公司研究部

图表 9：欧盟原奶收购价格



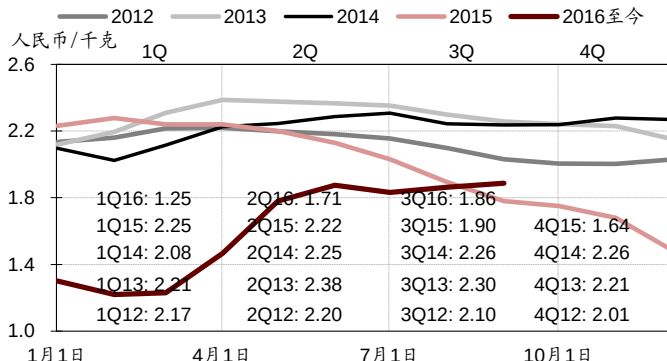
资料来源：国际奶业协会，中金公司研究部

图表 10：美国原奶收购价格



资料来源：国际奶业协会，中金公司研究部

图表 11：阿根廷原奶收购价格



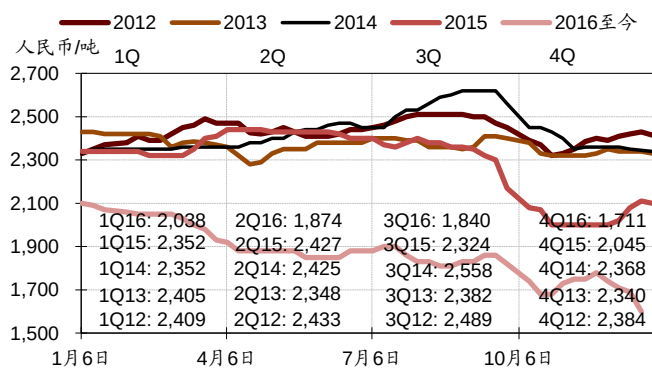
资料来源：国际奶业协会，中金公司研究部



成本环境

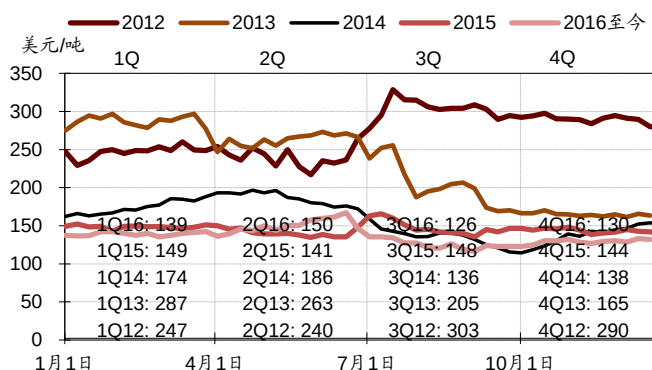
- **中国玉米价格:** 上周 (12 月 9 日至 12 月 16 日), 中国玉米价格 1,600 元/吨, 环比降 5.3%, 同比降 23.8%;
- **全球玉米价格:** 上周 (12 月 9 日至 12 月 16 日), 全球玉米价格 132.0 美元/吨, 环比降 1.0%, 同比降 7.0%;
- **中国小麦价格:** 上周 (12 月 9 日至 12 月 16 日), 中国小麦价格 2,540 元/吨, 环比持平, 同比升 7.6%;
- **中国大米价格 (零售):** 上周 (12 月 9 日至 12 月 16 日), 中国大米零售价 6.50 元/公斤, 环比持平, 同比降 0.5%;
- **进口苜蓿草价格:** 2016 年 9 月, 进口苜蓿草平均到岸价 316.59 美元/吨, 环比降 0.1%, 同比降 15.5%。

图表 12: 中国玉米价格



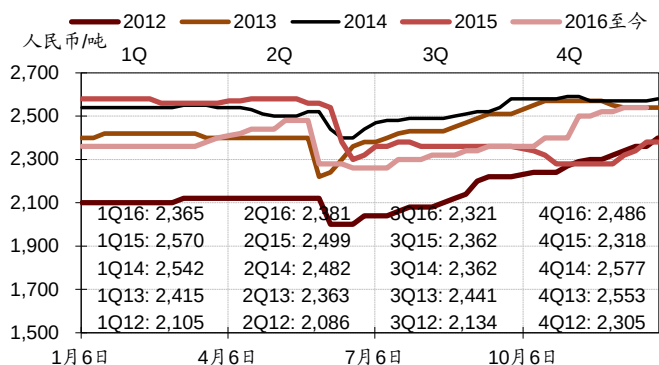
资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 13: 全球玉米价格



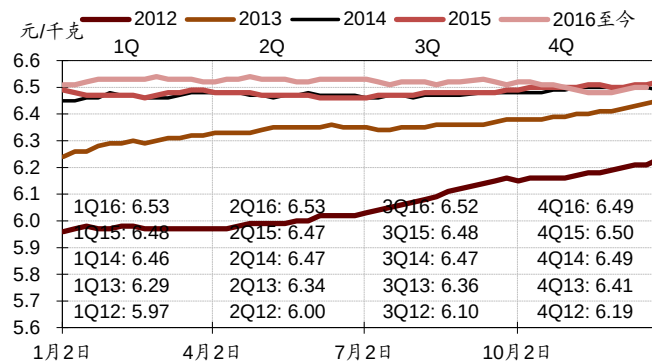
资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 14: 中国小麦价格



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

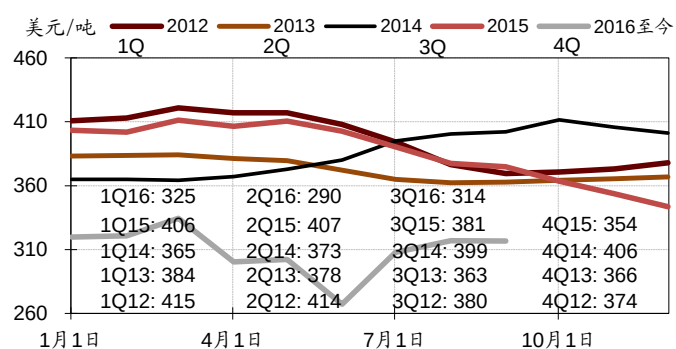
图表 15: 中国大米零售价



资料来源: 商务部, 中金公司研究部

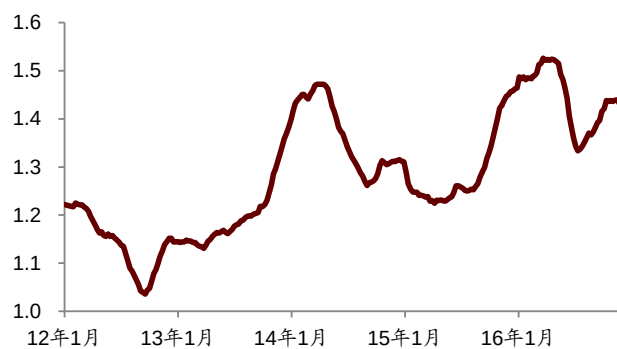


图表 16：进口苜蓿到岸价



资料来源：中国海关，中金公司研究部

图表 17：中国奶粮比



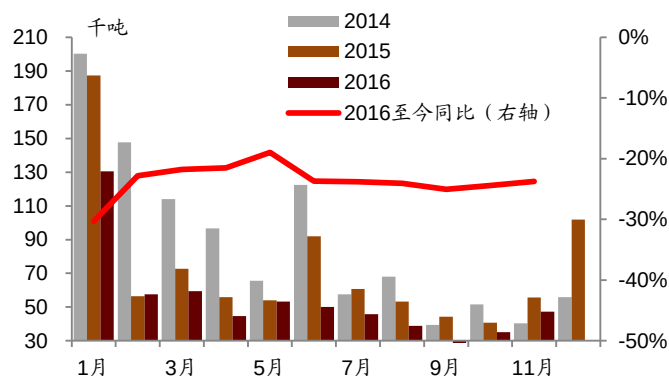
资料来源：万得资讯，中金公司研究部



中国乳业供应端情况

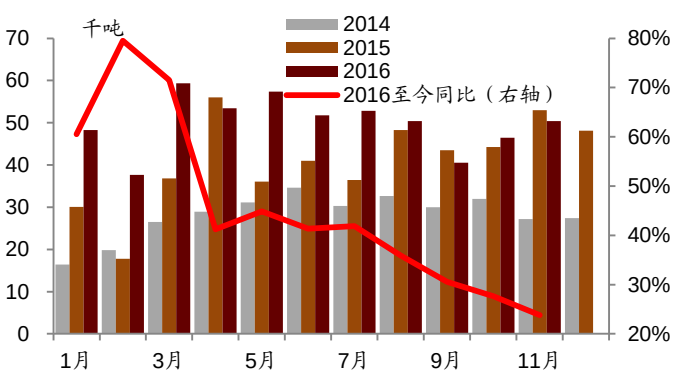
- ▶ **奶粉进口量**：2016 年 11 月国内奶粉进口累计值 589,656 吨，同比降 23.7%；
- ▶ **液态奶进口量**：2016 年 11 月国内液奶进口累计值 548,553 吨，同比升 23.8%；
- ▶ **国内液态奶产量**：2016 年 10 月，国内液奶产量累计值 2,253.8 万吨，同比升 8.1%。

图表 18：中国奶粉进口量（当月值）



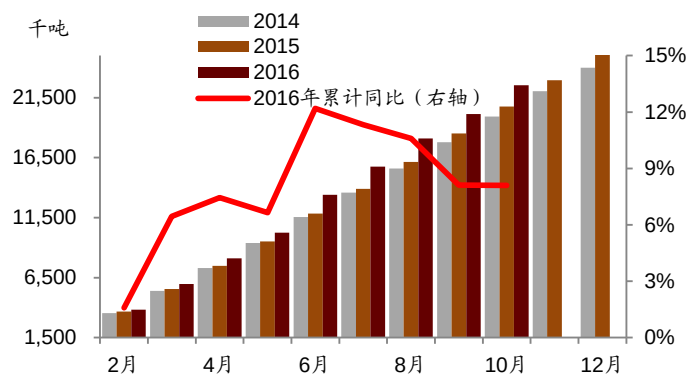
资料来源：商务部，中金公司研究部

图表 19：中国液态奶进口量（当月值）



资料来源：商务部，中金公司研究部

图表 20：中国液态奶产量（累计值）



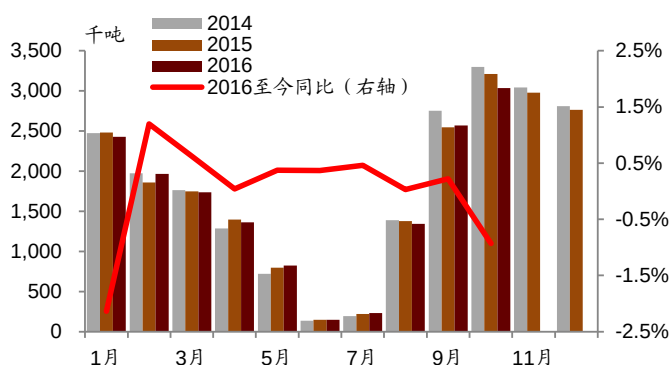
资料来源：万得资讯，中金公司研究部



全球主产区乳业供应量

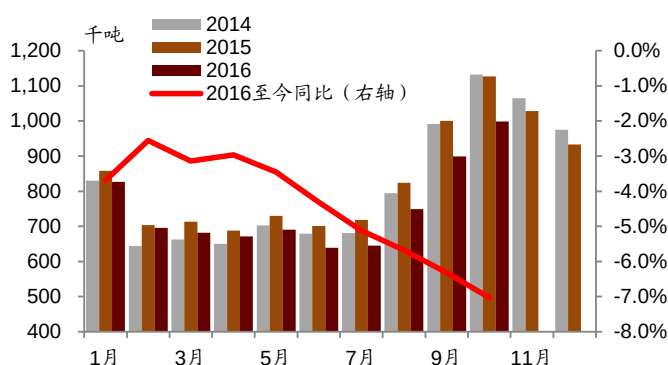
- ▶ 新西兰: 2016 年 10 月新西兰累计原奶产量为 15,64 千吨, 同比降 0.9%;
- ▶ 澳大利亚: 2016 年 10 月澳大利亚累计原奶产量为 7,496 千吨, 同比降 7.0%;
- ▶ 欧盟: 2016 年 10 月欧盟累计原奶产量为 129,549 千吨, 同比升 1.4%;
- ▶ 美国: 2016 年 10 月美国累计原奶产量为 80,527 千吨, 同比升 1.8%。

图表 21: 新西兰原奶产量



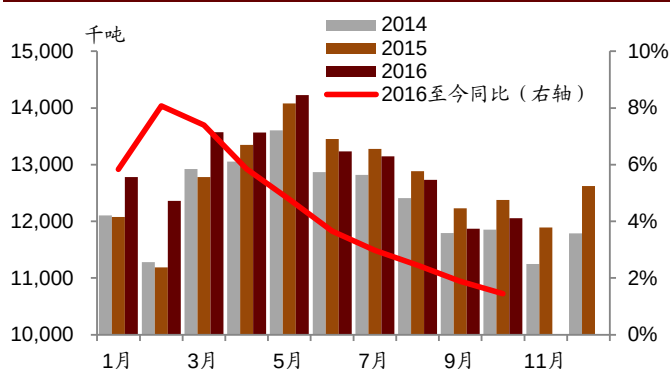
资料来源: 国际奶业协会, 中金公司研究部

图表 22: 澳大利亚原奶产量



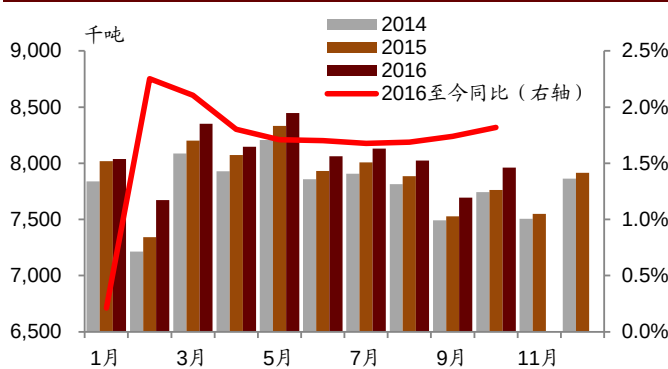
资料来源: 国际奶业协会, 中金公司研究部

图表 23: 欧盟原奶产量



资料来源: 国际奶业协会, 中金公司研究部

图表 24: 美国原奶产量



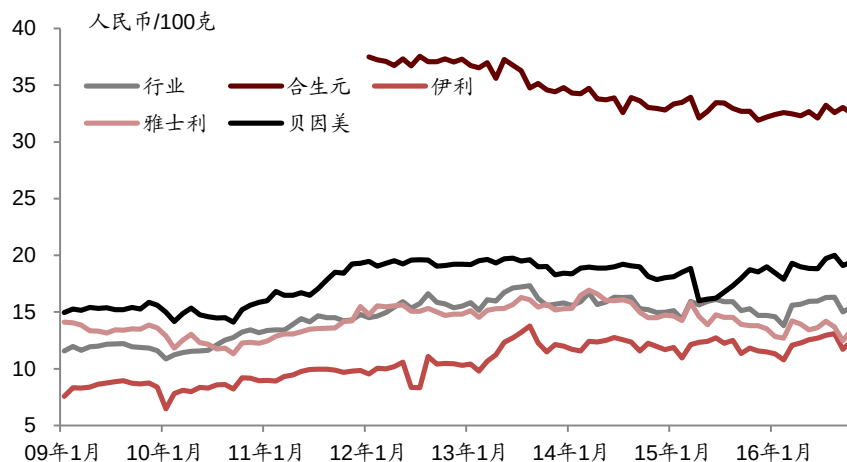
资料来源: 国际奶业协会, 中金公司研究部



婴幼儿配方奶粉价格终端监测

- ▶ 市场平均：2016 年 1~10 月商超渠道销售均价为 15.46 元/100 克，同比降 0.5%；
- ▶ 合生元：2016 年 1~10 月商超渠道销售均价为 32.59 元/100 克，同比降 1.5%；
- ▶ 伊利：2016 年 1~10 月商超渠道销售均价为 12.19 元/100 克，同比升 1.3%；
- ▶ 雅士利：2016 年 1~10 月商超渠道销售均价为 13.45 元/100 克，同比降 7.1%；
- ▶ 贝因美：2016 年 1~10 月商超渠道销售均价为 19.05 元/100 克，同比升 9.1%。

图表 25：婴幼儿配方奶粉商超渠道销售均价

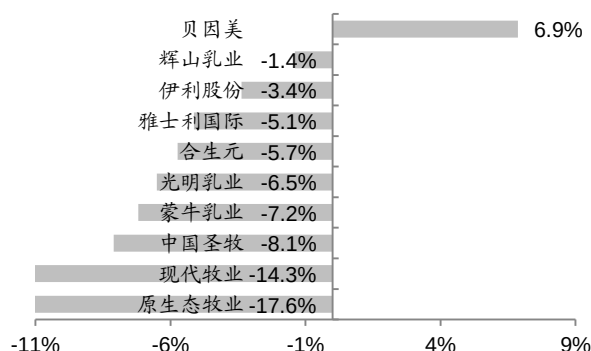


资料来源：商务部，中金公司研究部



附录

图表 26：过去双周股价表现（12 月 6 日至 12 月 20 日）



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 27：可比公司估值表

公司	代码	市值 (百万美元)	市盈率			市净率			净资产收益率 (%)			股息率 (%)			EV/EBITDA			EPS CAGR (%)	PEG
2016/12/21			2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E	2015-2017	2017
国际乳品巨头																			
美赞臣	MJN US Equity	13,311	22.0	20.9	20.7	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	2.3	2.4	2.5	14.0	13.9	13.9	3.1	6.6
达能	BN FP Equity	40,782	28.4	19.6	17.7	3.1	2.7	2.6	10.9	14.0	14.4	2.7	2.8	3.0	13.9	12.5	11.2	26.6	0.7
雀巢	NESN VX Equity	220,674	25.1	21.3	20.2	4.0	3.4	3.3	15.9	16.1	16.3	3.1	3.2	3.4	15.8	14.5	13.7	11.6	1.7
明治	2269 JP Equity	11,880	21.5	23.0	20.2	3.3	3.0	2.7	15.2	13.0	13.4	1.0	1.2	1.4	12.5	11.5	10.5	3.3	6.2
森永	2264 JP Equity	1,706	18.8	18.6	17.4	1.5	1.5	1.4	7.8	7.8	7.8	0.9	1.1	1.1	8.8	7.6	7.3	3.9	4.5
雅培	ABT US Equity	56,228	13.0	17.3	15.7	2.7	2.7	2.6	20.8	15.7	16.8	2.6	2.7	3.0	13.9	11.7	10.9	-8.9	-1.8
辉瑞	PFE US Equity	199,345	29.1	13.6	12.6	3.2	3.5	3.4	10.8	25.9	27.4	3.4	3.7	3.8	13.5	10.9	9.9	52.1	0.2
平均值			22.6	19.2	17.8	2.9	2.8	2.7	13.6	15.4	16.0	2.3	2.4	2.6	13.2	11.8	11.0	13.1	2.6
中值			22.0	19.6	17.7	3.1	2.9	2.7	13.0	14.8	15.4	2.6	2.7	3.0	13.9	11.7	10.9	3.9	1.7
中金覆盖																			
合生元	1112.HK	1,867	49.9	20.0	20.1	3.5	2.9	2.5	7.0	14.4	12.6	-	-	-	27.3	10.4	12.1	57.5	0.3
雅士利国际	1230.HK	904	51.4	n.m	116.0	1.0	1.0	1.0	2.0	-1.0	0.9	0.6	-	0.3	22.1	n.m	17.7	-33.4	-3.5
蒙牛乳业	2319.HK	7,428	21.1	n.m	17.6	2.3	2.1	2.3	10.7	10.9	13.3	1.1	1.2	1.3	13.9	10.8	10.2	9.4	1.9
现代牧业	1117.HK	1,188	24.9	11.9	11.3	0.9	0.9	0.9	3.7	7.9	8.0	-	-	-	14.3	16.1	11.8	n.m	n.m
中国圣牧	1432.HK	1,669	14.0	11.5	8.3	2.5	2.0	1.6	17.6	17.7	19.7	-	-	-	9.7	11.4	9.2	30.0	0.3
光明乳业	600597.SH	2,292	38.1	31.4	25.4	3.5	3.2	2.9	9.2	10.3	11.6	0.9	0.9	0.9	11.8	9.5	9.1	22.5	1.1
贝因美	002570.SZ	1,946	130.4	83.0	53.6	3.7	3.5	3.3	2.8	4.2	6.2	-	-	-	45.0	27.4	21.6	56.0	1.0
伊利	600887.SH	15,278	22.9	19.0	17.1	5.3	4.6	4.1	23.2	24.5	24.1	2.6	3.1	3.4	15.8	12.8	11.0	15.7	1.1
平均值			44.1	29.4	33.7	2.8	2.5	2.3	9.5	11.1	12.0	0.6	0.7	0.7	20.0	14.1	12.8	22.5	0.3
中值			31.5	19.5	18.9	3.0	2.5	2.4	8.1	10.6	12.1	0.3	-	0.1	15.1	11.4	11.4	22.5	1.0

资料来源：公司资料，彭博资讯，中金公司研究部

注：国际乳品公司估值基于彭博一致预期，中金覆盖公司估值基于中金预测



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应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门、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问 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的相关个股报告。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 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：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；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”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

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
编辑：杨梦雪



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

