

2014年08月29日

贝因美 (002570)

——强强联合，优势互补

报告原因：有新的信息需要补充

增持

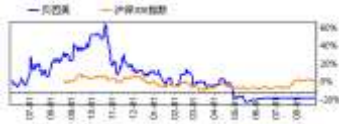
维持

市场数据:	2014年08月28日
收盘价(元)	14.36
一年内最高/最低(元)	45.4/12.6
上证指数/深证成指	2210/7841
市净率	4.1
息率(分红/股价)	4.53
流通A股市值(百万元)	14637

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年06月30日
每股净资产(元)	3.53
资产负债率%	22.74
总股本/流通A股(百万)	1023/1019
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《贝因美 13 季报点评：三季度营业费用率高达 50% 不正常，但明年增长压力减轻》 2013/10/28

《贝因美 13 半年报点评：恒天然奶粉“肉毒杆菌”事件有望推进公司市场份额快速提升》 2013/08/15

证券分析师

金凤 A0230514030001
jinfeng@swsresearch.com

联系人

姚彦君
(8621)23297818x7455
yaoyj@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621) 23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	6,117	14	721	42	1.13	61.4	18.4	13	18
2014H1	2,405	-25	108	-72	0.11	58.0	3.0	-	-
2014E	6,570	7.4	706	(2.1)	0.69	64.5	15.3	20.8	14.2
2015E	7,390	12.5	840	19.0	0.82	64.0	15.4	17.5	12.1
2016E	8,650	17.1	1,034	23.1	1.01	63.7	15.9	14.2	10.0

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点:

- **事件：**贝因美发布重大事项公告，2014 年 8 月 27 日，公司第五届董事会第二十四次会议审议通过与恒天然有限公司及恒天然乳品（香港）有限公司正式签署了《战略合作协议》，**引进恒天然作为战略投资者**。恒天然香港将通过向贝因美所有股东发出部分要约收购的方式进行股权投资以购买至多 204,504,000 股贝因美的普通股，占贝因美所有已发行股票的 20%。
- 未来双方将在澳大利亚共同组建一个合资实体、在中国共同投资建设牧场、产品的总代理协议、未来的合作扩展、优先合作权、新西兰/澳大利亚供应链的发展、知识产权等方面进行战略合作。
- **投资评级与估值：**我们维持盈利预测，预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.69 元、0.82、1.01 元，同比增速分别为-2%、19%、20%。对应目前股价，PE 分别为 21 倍、18 倍、14 倍，贝因美与恒天然的战略合作有利于提升公司估值，维持“增持”评级。
- **有别于大众的认识：**
- **1、强强联合，优势互补：**贝因美作为国产奶粉龙头企业，优势在下游，具备出色的品牌运营、管理能力以及丰富的产品体系，包括中高档奶粉、婴幼儿辅食、儿童奶等产品，08 年三聚氰胺事件后国产奶粉备受打击，贝因美能在恶劣的环境中逆势突围，将自身打造成国产前三的品牌，证明自身的能力；恒天然是由 10500 位乳农拥有股份的合作社企业，主营业务为乳制品原料及消费乳品的生产及销售，年产逾 200 万吨，是全球最大的乳制品加工企业，主要优势在上游，在新西兰拥有 26 个生产基地，在澳大利亚设有 12 个生产基地，在世界其它地区还有 50 个生产基地，是世界各大食品公司首选的乳品原料供应商。本次战略合作将有利于双方整合全球资源，形成整体竞争能力，实现优势互补，互利双赢，贝因美通过本次战略合作实质性推进国际化战略，对于公司做大做强主营业务有着积极的战略意义。

- **2、国内乳品企业国际化布局进程中，长期利好行业良性发展。** 食品安全是国产奶粉永远的痛，08年三聚氰胺事件后，国产奶粉在国人心目中的形象受损，市场份额大幅下降，主要在三四线及农村市场销售，外资奶粉份额持续提升，牢牢占据一线城市市场。近年来，伊利、光明、蒙牛、贝因美等龙头企业逐步加大国际市场资源布局，通过海外扩建产能完善奶源供给，有利于提升在消费者心目中的品牌形象、产品安全信任度，并且国际奶源价格低于国内水平，有利于降低企业成本和平抑国内奶源价格大幅波动，利好行业良性发展。
- **3、预计婴幼儿奶粉行业短期竞争加剧，加速集中度提高。** 奶粉行业短期处于降价、产能扩张过剩的激烈竞争局面，此次贝因美与恒天然的强强联合，壮大整体实力，预计短期行业内竞争仍将加剧，中长期来看，在政府整合政策的推动下，行业集中度提高大势所趋，未来国产奶粉预计将是寡头竞争的格局
- **股价表现催化剂：** 品牌运营和管理能力提升；产品体系丰富。
- **风险揭示：** 食品安全风险。

表 1 贝因美盈利预测表（百万元，元）

利润表	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	4727	5354	6117	6570	7390	8650
二、营业总成本	4182	4613	5178	5629	6270	7272
其中：营业成本	1699	1893	2360	2332	2660	3140
营业税金及附加	53	71	73	78	88	103
销售费用	2077	2188	2466	2773	3030	3460
管理费用	348	480	316	447	488	562
财务费用	1	(20)	(53)	0	0	0
资产减值损失	4	2	15	(1)	4	7
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
三、营业利润	544	741	939	941	1120	1378
加：营业外收入	71	28	88	0	0	0
减：营业外支出	26	46	67	0	0	0
四、利润总额	589	723	961	941	1120	1378
减：所得税	153	213	240	235	279	344
五、净利润	436	509	721	707	840	1034
少数股东损益	(1)	0	0	0	0	1
归属于母公司所有者的净利润	437	509	721	706	840	1034
六、基本每股收益	1.06	1.20	1.13	1.10	1.31	1.62
全面摊薄每股收益	0.43	0.50	0.71	0.69	0.82	1.01

资料来源：申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。