

贝因美 (002570)

中报应是全年业绩低点，业绩增速有望下半年回升

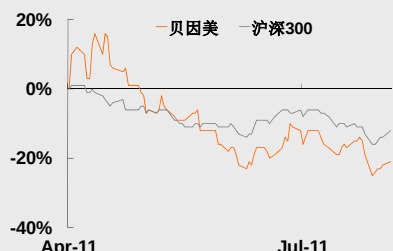
推荐 (首次)

现价: 33.69 元

主要数据

行业	食品饮料-
公司网址	www.beingmate.com
大股东/持股	贝因美集团, 39%
实际控制人/持股	谢宏, 21.26%
总股本(百万股)	426
流通 A 股(百万股)	43
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	140.17
流通 A 股市值(亿元)	14.15
每股净资产(元)	7.52
资产负债率(%)	36.1

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

文 献 CFA 食品饮料首席研究员
S1060209040123
0755-22627143
wenxian@pasc.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 业绩低于预期

8月17日，贝因美公告了中报。1H11实现销售收入23.8亿元，同比增长18%，归属母公司净利润1.95亿元，同比增长1.5%，每股收益0.46元。扣除非经常性损益后的归属母公司净利润同比下滑21%。2Q11营收和净利分别为12亿和1.29亿元，同比增长11.4%和-0.3%，每股收益0.3元，业绩低于预期。

■ 婴幼儿奶粉行业销量总体下滑

1H11婴幼儿奶粉行业不景气。据此前调研了解的信息，婴幼儿奶粉行业销量下滑约4%，提价幅度约10%，总体销售额增长6%。就目前发布中报的伊利、飞鹤的业绩来看，两家公司奶粉业务的营收增幅分别为12%和28%。飞鹤1H11销量发生下滑，市场份额在萎缩。其他乳企情况还需稍后跟踪。

■ 1H11 营收增长主要靠奶粉销量带动

1H11营收增长主要靠奶粉销量带动，均价基本保持不变。1H11营收同比增长18%，其中奶粉增长22.6%。由于公司奶粉产品上半年只在6月份提价4-6个百分点，1H11均价变动不大。1H11米粉和其他辅食营收分别下滑9%和16%，公司将采取分品类营销和考核的办法提升这两项业务。

■ 预计全年毛利率应比去年有所提升

2Q11毛利率上升4个百分点，一方面是由于6月部分产品提价，另一方面，公司高端产品爱+占比在提升。我们预计3Q11原奶价格平稳运行可能性大，同时考虑去年奶价高基数，我们认为全年毛利率应比去年有所提升。

■ 广告和促销投入增加导致销售费用率上升

1H11销售费用率上升3个百分点，销售净利率下滑1.3个百分点至8.2%。2Q10销售费用率高达44%，同比上升9.4个百分点，主要是配合6月产品提价，加大促销与广告等费用投入所致。1H11销售费用率上升3个百分点，导致销售净利率下滑1.3个百分点至8.2%。我们预计全年销售费用率将同比上升2-3个百分点。

■ 首次给予“推荐”评级

我们预测11-13年EPS分别为1.14元、1.34元和1.61元，对应净利增速分别为15%、17%和20%，按照8月17日收盘价33.69元计算，对应11-13年PE分别为30、25和21倍。考虑公司作为国产奶粉和米粉的龙头地位和相对成熟的渠道网络，我们看好公司的发展前景，首次给予公司“推荐”评级。

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4028.3	4855.4	5762.7	6858.3
YoY(%)	24.1	20.5	18.7	19.0
净利润(百万元)	422	486	576	691
YoY(%)	12	15	18	20
毛利率(%)	62.5	63.5	64.1	64.5
净利率(%)	10.6	9.1	9.3	10.1
ROE(%)	43.5	22.3	16.3	16.6
EPS(摊薄/元)	0.99	1.14	1.35	1.62
P/E(倍)	30.6	29.5	24.9	20.8
P/B(倍)	11.7	4.4	3.7	3.2

图表 1 1H11三项费用率提升吞噬销售净利率1.3个百分点

	2Q10	2Q11	QoQ	1H10	1H11	HoH	
营业收入	1,076	1,199	11.4%	2,016	2,382	18.2%	1H11 营收增长主要靠销量带动，均价基本保持不变；
营业成本	403	400	-0.7%	752	889	18.3%	2Q11 营业成本无增长，毛利率提升 4 个百分点；
毛利率	62.6%	66.6%	4.1%	62.7%	62.7%	0.0%	6 月提价、高端产品占比提升使得 2Q11 毛利率上升
毛利	673	799	18.7%	1,264	1,493	18.1%	
营业税金及附加	13	11	-16.7%	20	24	20.9%	
销售费用	373	528	41.6%	804	1,021	27.0%	销售费用率提升，主要是 6 月提价配合促销、广告等
管理费用	72	89	23.1%	120	177	47.3%	管理费用率提升 1.5 个百分点，主要是人员薪酬上升；
财务费用	7	4	-37.4%	11	16	37.0%	
资产减值损失	7	8	8.7%	7	6	-14.0%	坏账准备较去年同期减少所致；
公允价值变动收益	0	0	0.0%	0	0	0.0%	
投资收益	0	0	100.0%	0	0	100.0%	
营业利润	200	159	-20.8%	302	250	-17.1%	
营业利润率	18.6%	13.2%	-5.4%	15.0%	10.5%	-4.5%	销售和管理费用率分别上升 3 和 1.5 个百分点
营业外收入	18	16	-10.5%	22	29	33.7%	1Q11 黑龙江贝因美收到政府补助资金；
营业外支出	32	5	-83.2%	54	13	-76.9%	对外捐赠减少；
利润总额	186	169	-9.1%	269	267	-0.9%	
所得税	56	40	-29.0%	77	72	-7.1%	
所得税率	30.2%	23.6%	-6.6%	28.8%	27.0%	-1.8%	母公司所得税优惠政策到期，适用 25%税率
少数股东权益	0	0	-100.0%	0	0	100.0%	
归属于母公司净利	130	129	-0.3%	192	195	1.5%	
净利率	12.1%	10.8%	-1.3%	9.5%	8.2%	-1.3%	
EPS	0.30	0.30	-0.3%	0.45	0.46	1.5%	

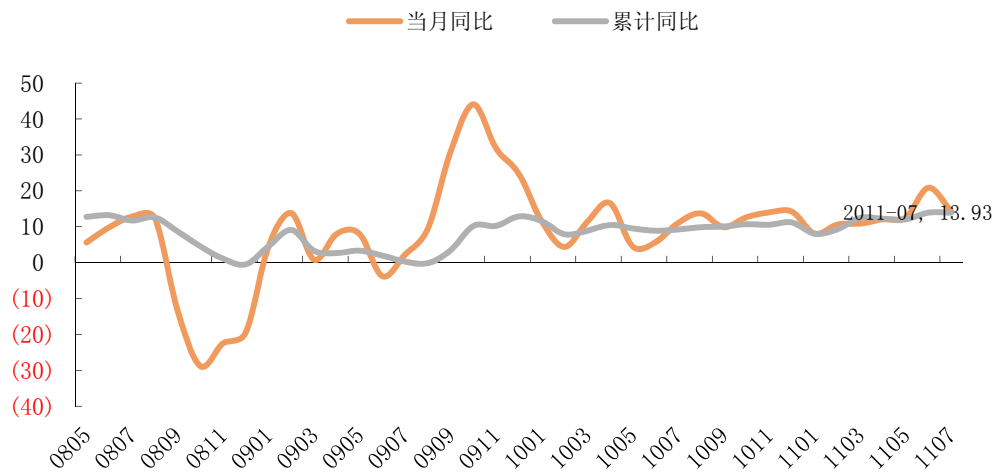
资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

图表 2 11年6月进口奶粉和乳清粉价格分别上涨25%和4%，奶粉进口数量下滑近四成

	数量增幅	单价增幅	2011 年 6 月		2010 年 6 月	
			数量(吨)	单价(美元/吨)	数量(吨)	单价(美元/吨)
奶粉净进口	-37.90%		27,294		43,951	
奶粉进口	-36.87%	25.35%	27,931	3,414	44,244	2,724
乳清粉进口	12.01%	4.03%	23,449	1,356	20,935	1,304

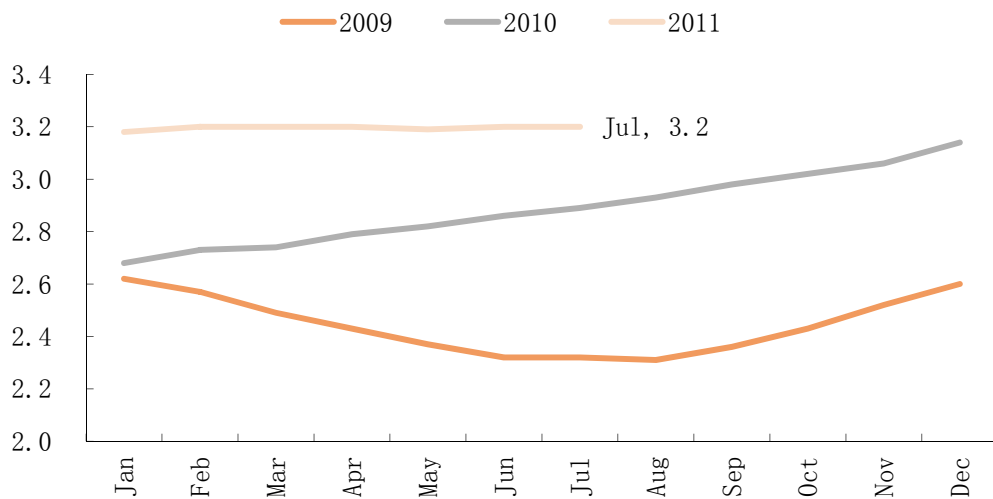
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 3 1-7月全国乳制品产量累计同比增速为14%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 4 全国生鲜乳价格自 2 月来稳定在 3.2 元/公斤，有利于公司3Q11毛利率提升



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 5 1H11飞鹤与伊利奶粉业务分别增长12%和28%，飞鹤销量下滑22% 单位：百万元；吨；元/公斤

	2Q11 营收	2Q10 营收	营收增速	2Q11 销量	2Q10 销量	销量增速	2Q11 均价	2Q10 均价	均价增速
飞鹤奶粉	369	239	54.34%	5436	4824	12.69%	63	46	37.05%
	1H11 营收	1H10 营收	营收增速	1H11 销量	1H10 销量	销量增速	1H11 均价	1H10 均价	均价增速
飞鹤奶粉	696	682	11.55%	10443	13368	-21.88%	62	48	30.66%
	1H11 营收	1H10 营收	营收增速	1H11 毛利率	1H10 毛利率	毛利率变动			
伊利奶粉	3131	2455	27.52%	41.46%	40.89%	0.57%			

资料来源：公司公告、平安证券研究所

损益表（百万元，元/股）	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,028	4,855	5,763	6,858
营业收入增长率	24.1%	20.5%	18.7%	19.0%
营业成本	1,511	1,770	2,070	2,436
毛利率	62.5%	63.5%	64.1%	64.5%
营业税金及附加	43	51	61	73
股权激励费用	0	0	0	0
销售费用	1,618	2,051	2,464	2,946
管理费用	264	372	458	545
财务费用	29	19	-1	-7
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	552	592	711	865
加：营业外收入	62	62	62	62
减：营业外支出	66	20	20	20
利润总额	548	634	753	907
减：所得税	126	148	178	216
净利润	422	486	575	691
减：少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	422	486	576	691
销售净利润率	10.6%	9.1%	9.3%	10.1%
净利润增长率	12.4%	15.2%	18.3%	20.1%
EPS（当年股本）	1.10	1.14	1.35	1.62
EPS（最新股本摊薄）	0.99	1.14	1.35	1.62

重要指标速览	2010	2011E	2012E	2013E
估值水平				
PE	30.6	29.5	24.9	20.8
PEG	1.7	1.7	1.5	0.8
PB	11.7	4.4	3.7	3.2
P/S	3.2	3.0	2.5	2.1
股息收益率	0.0	0.0	0.0	0.0
经营回报率				
ROE	43.5%	22.3%	16.3%	16.6%
ROA	19.1%	12.5%	10.6%	11.0%
资本结构与偿债能力				
资产负债率	58.5%	30.5%	28.6%	28.2%
速动比率	80.5%	194.8%	211.3%	228.8%
运营效率				
存货周转率	3.84	3.81	3.83	3.83
流动资产周转率	3.4	2.1	1.6	1.6
固定资产周转率	4.0	4.1	4.4	5.0

现金流量表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	422	486	576	691
折旧摊销	0	121	131	140
营运资金投资	-273	103	-128	0
经营活动现金净流量	250	771	622	879
资本开支	0	-256	-256	-160
投资活动现金净流量	-214	-256	-256	-160
借款融资	394	-368	0	0
支付红利	0	0	0	0
融资活动现金净流量	202	1,276	1	7
当年现金净流量	238	1,791	367	725

资产负债表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	579	2,370	2,737	3,462
应收款项	297	301	391	445
预付款项	54	71	79	95
存货	436	494	587	686
其他流动资产	27	43	45	57
流动资产合计	1,393	3,279	3,839	4,745
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,110	1,245	1,370	1,390
无形资产	119	119	119	119
其他非流动资产	38	38	38	38
非流动资产合计	1,267	1,402	1,527	1,547
资产总计	2,660	4,681	5,366	6,292
短期借款	405	405	405	405
应付款项	449	532	619	731
预收款项	108	214	205	273
应付股利	0	0	0	0
其他流动负债	227	277	310	366
流动负债合计	1,190	1,429	1,539	1,775
长期借款	351	-17	-17	-17
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	15	15	15	15
非流动负债合计	366	-2	-2	-2
负债合计	1,556	1,427	1,537	1,773
母公司所有者权益	1,104	3,253	3,829	4,520
其中：实收资本	383	426	426	426
少数股东权益	0	0	0	-1
股东权益合计	1,104	3,253	3,828	4,519
负债及股东权益总计	2,660	4,681	5,366	6,292

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257