

增持 (维持)

2319.HK 蒙牛乳业

目标价: 16.90 港元

现价: 15.40 港元

液态奶销售向好, 奶粉业务商誉减值带来一次性损失

2016年12月15日

预期升幅: 9.74%

事件:

市场数据

报告日期	2016.12.15
收盘价(港元)	15.40
总股本(百万股)	3,922
总市值(百万港元)	60,398
净资产(百万元)	23,884
总资产(百万元)	53,476
每股净资产(元)	6.09

数据来源: Wind

公司12月15日早盘前发布盈利预警, 公司预计, 截至2016年12月31日止年度将录得较大亏损。主要原因有三方面: 首先, 是附属公司雅士利预计2016年度将会录得亏损, 集团将会在本年度对相关奶粉产品业务商誉进行减值拨备。其次, 集团通过各种措施优化其原料奶粉库存水平, 包括以市场价出售多余存货, 因而导致亏损。另外, 公司一家重要的联营公司2016年度预计将会录得亏损, 导致公司将会相应录得应占联营公司亏损。

点评:

相关报告

乳制品行业 1H16 业绩总结-行业深度报告-20160901

蒙牛乳业(2319.HK)-事件点评-20160309

蒙牛乳业(2319.HK)-2015年业绩点评-20160323

蒙牛乳业(2319.HK)-1H16业绩点评-20160825

蒙牛乳业(2319.HK)-深度报告-20161102

- **奶粉业务商誉计提减值是核心原因:** 雅士利从被蒙牛收购以来开始进行公司组织架构、产品结构以及市场渠道的全面调整, 同时在跨境电商和国际品牌冲击下, 业绩出现下滑。去年以来在奶粉配方注册制度下去库存行为带来的市场竞争进一步恶化, 公司雅士利主品牌终端母婴渠道转型不达预期。加之新西兰工厂低开工率形成大幅度亏损, 给雅士利带来全年的业绩亏损局面。2013年蒙牛收购雅士利, 当年雅士利实现净利润4.68亿元, 截止2015年底公司净利润规模下滑至1.18亿元, 上半年实现净利润1500万。2013年蒙牛收购雅士利带来商誉的增加为49亿元, 预计此次对奶粉业务录得的商誉减值拨备是形成公司年度亏损的主要原因。公司联营公司现代牧业全年账面净利润预计持续录得亏损, 也将拖累公司账面业绩。
- **蒙牛 2H16 的液态奶销售保持较好势头:** 公司下半年液态奶销售保持了上半年较好的势头, 预计高端白奶持续双位数增长, 而普通白奶也有单位数的增长。下半年公司常温酸奶有望持续在70%以上的增速, 而低温酸奶也有高单位数增长。渠道精细化管理给公司的终端销售带来了显著的成效。下半年公司主营业务整体盈利性会环比上半年有所回落, 一方面公司下半年加大市场费用投入维护品牌建设, 另一方面库存大包粉库存的处理也会一定程度影响公司整体盈利性。
- **实施事业部制, 管理将更聚焦:** 本月初公司做出了业务架构重新梳理, 成立了新的事业部制度, 公司将常温奶、低温奶、奶粉和冰品等几块业务进行事业部制管理, 在一个事业部下进行纵向管理。我们认为事业部制度将在明年给公司终端销售有一定正面推动, 一方面每个是事业部有针对性的聚焦板块内产品进行生产和营销的精细化管理, 权责更加明确, 另一方面, 在面对行业变化也会有更快的反应速度, 有效调整市场策略。
- **一次性非现金影响, 维持公司核心利润预期, 重申增持评级:** 今年公司的商誉计提减值影响为一次性非现金影响, 公司经营和销售状况以及向好, 我们预计2017年公司核心净利润规模将恢复至27亿元。我们给予公司目标价16.90港元, 对应2016/17年PE为23.8x/20.8x, 维持增持评级。
- **风险提示:** 食品安全; 原料价巨幅波动; 费用超预期; 行业竞争恶劣

海外消费研究

高级分析师: 王佳卉

wangjiahui@xyzq.com.cn

SFC: BAD529

SAC: S0190516030002

报告正文**● 公司发布盈利预警，2016 年或实现亏损**

公司 12 月 15 日早盘前发布盈利预警，公司预计，截至 2016 年 12 月 31 日止年度将录得较大亏损。主要原因有三方面：首先，主要原因是附属公司雅士利预计 2016 年度将会录得亏损，集团将会在本年度对相关奶粉产品业务商誉进行减值拨备。其次，集团通过各种措施优化其原料奶粉库存水平，包括以市场价出售多余存货，因而导致亏损。另外，公司一家重要的联营公司 2016 年度预计将会录得亏损，导致公司将会相应录得应占联营公司亏损。

● 奶粉业务商誉计提减值或是亏损核心原因

雅士利从被蒙牛收购以来开始进行公司组织架构、产品结构以及市场渠道的全面调整，同时在跨境电商和国际品牌冲击下，业绩出现明显下滑。自去年以来，在奶粉配方注册制度发布后，行业去库存行为带来的市场竞争进一步恶化，公司的奶粉上市平台雅士利之主品牌终端母婴渠道转型不达预期。加之新西兰工厂低开工率形成大幅度亏损，给雅士利带来全年的业绩亏损局面。2013 年蒙牛收购雅士利，当年雅士利实现净利润 4.68 亿元，截止 2015 年底公司净利润规模下滑至 1.18 亿元，上半年实现净利润 1500 万。2013 年蒙牛收购雅士利带来商誉的增加为 49 亿元，预计此次对奶粉业务录得的商誉减值拨备是形成公司年度亏损的主要原因。而年内公司联营公司现代牧业全年账面净利润预计持续录得亏损，也将拖累公司账面业绩。

● 蒙牛 2H16 的液态奶销售保持较好势头

公司下半年液态奶销售保持了上半年较好的势头，高端白奶特仑苏持续双位数增长，而普通白奶也有单位数的增长。下半年公司常温酸奶有望持续在 70% 以上的增速，而低温酸奶也有高单位数增长。渠道精细化管理给公司的终端销售带来了显著的成效。下半年公司主营业务整体盈利性会环比上半年有所回落，一方面公司下半年加大市场费用投入维护品牌建设，另一方面库存大包粉的处理也会一定程度影响公司整体盈利性。

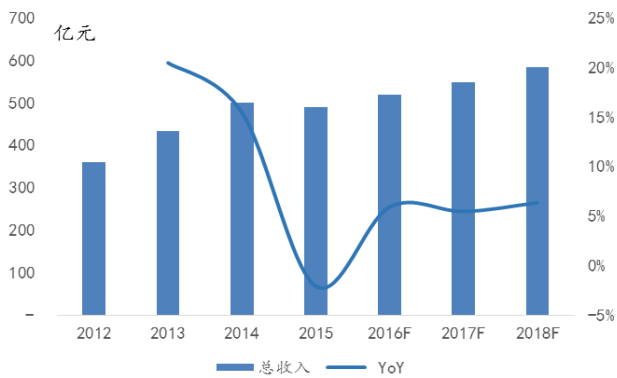
● 实施事业部制，管理将更聚焦

本月初公司做出了业务架构重新梳理，成立了新的事业部制度，公司将常温奶、低温奶、奶粉和冰品等几块业务进行事业部制管理，在一个事业部下进行纵向管理。我们认为事业部制度将在明年给公司终端销售有一定正面推动，一方面每个事业部有针对性的聚焦板块内产品进行生产和营销的精细化管理，权责更加明确，另一方面，在面对行业变化也会有更快的反应速度，有效调整市场策略。

● **一次性非现金影响，维持公司核心利润预期，重申增持评级**

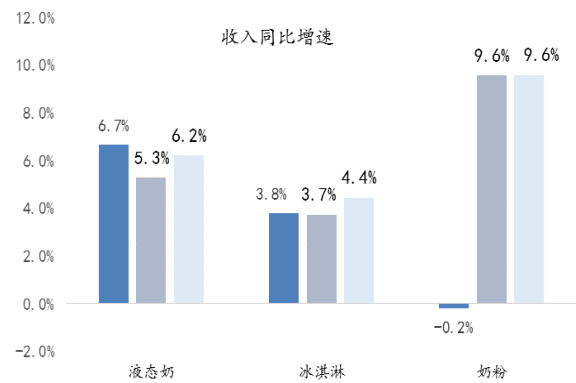
今年公司的商誉计提减值影响为一次性非现金影响，公司经营和销售状况以及向好，我们预计 2017 年公司核心净利润规模将恢复至 27 亿元。中长期角度，我们看好公司全球化布局，以及央企大平台下的优质全产业链资源。周期角度看，在原奶价格上行的预期下，公司作为国内大型龙头乳制品企业优势将更加凸显。我们维持公司目标价 16.90 港元，对应 2016/17 年 PE 为 23.8x/20.8x，重申增持评级。

图 1、2015-18 年公司收入复合增速为 6%



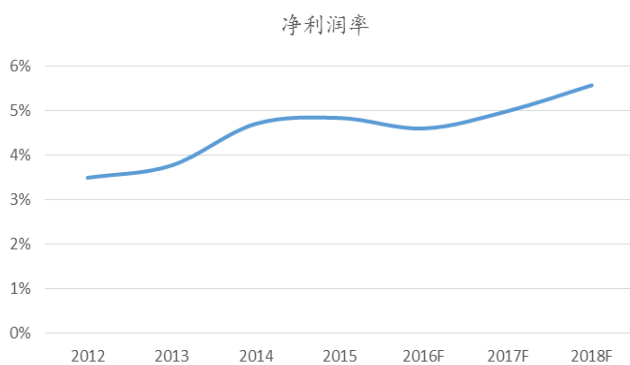
数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 2、2016-2018 年公司各品类收入增速



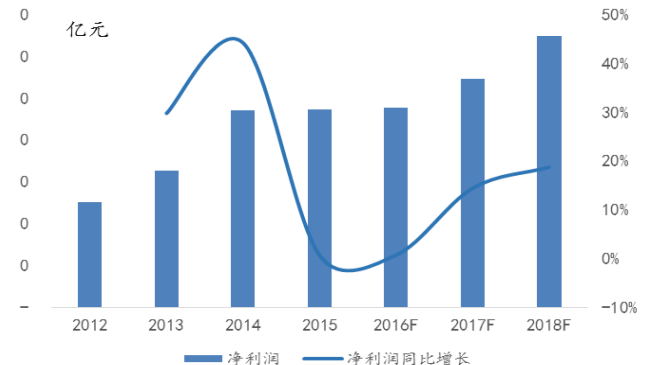
数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 3、整体净利润率维持平稳



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图 4、2017 年公司净利润率预计同比增长 14.4%



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

● **风险提示：食品安全；原料价巨幅波动；费用超预期；行业竞争恶劣**

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元彧	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk
周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk	孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

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。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、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。本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。

本公司的资产管理部、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民, 包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

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本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此, 投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

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。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。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。