

湘财证券研究所

食品行业研究员

姓名：赵军

Tel: 021-68634510-8562

E-Mail: zj2890@xcsc.com

姓名：朱毅

Tel: 021-68634510-8638

E-Mail: zy2831@xcsc.com

发行上市情况

股本结构

发行股数 2700 万股

发行后总股本 10700 万股

股票发行价格

合理价值区间 15.51-19.27 元

建议询价区间 12.41-15.42 元

发行情况

网下发行数量 ≤ 540 万股

网下发行数量 ≥ 2160 万股

初步询价截止日 2009.12.18

主承销商 广大证券

投资要点:

- 公司主要从事液态乳和液态乳制品的生产、加工、销售以及与此产业关联的奶牛养殖和牧草种植业务。公司产品以巴氏奶为主，包括营养价值高的水牛奶、南方特色鲜明的果奶和具有益生作用的发酵奶。公司产品的销售主要分布于广西地区市场，是一家典型的城市型乳品企业。
- 公司已发展成为我国水牛奶产业经营规模最大、技术实力最强的乳品企业。经过多年的发展，公司已经成为全国最大的水牛奶技术研究和产品生产加工企业，并且是广西地区唯一拥有自治区级企业技术中心的乳品企业。根据中国乳制品工业协会数据，目前公司的水牛奶系列产品产量和销量均位居全国第一。2008年12月公司“八桂情”商标被广西自治区工商局认定为广西著名商标。
- 营养价值高于普通牛奶的水牛奶是公司的核心竞争力所在。水牛奶的化学成分与其他哺乳动物的奶相同，但其含量不一样，其营养价值要高于荷斯坦牛奶（即平常人们所说的牛奶）。水牛奶较浓稠，总干物质含量较高，是生产高档乳制品的优质原料。
- 公司对奶源尤其是水牛奶奶源的掌控使其具备了独特的竞争优势。公司坚持走农业产业化发展道路，通过自建基地和合作基地的模式保证原料奶供应，公司自建（合作）荷斯坦奶牛基地、奶水牛基地已达14个。从水牛奶产量情况看，本公司连续三年据全国首位，2007 年本公司水牛奶产量占广西水牛奶产量的43.53%，占全国水牛奶产量的38.50%。
- 公司具有国内领先的技术水平，在水牛奶方面的技术尤其突出。公司通过与广西水牛研究所的广泛合作，以及自有的自治区级研发中心，已经在水牛奶研究方面取得了多项突破，并发起和参与了国家水牛奶产品标准的制定，技术水平在国内保持领先。
- 坚持走“以鲜为本”的产品差异化路线。公司坚持以巴氏鲜奶为主导的策略，通过实施配送封闭式渠道，提升消费者对公司忠诚度，并能有效抵御外来的竞争对手。
- 我们认为公司募集资金后带来的高速增长期以及公司产品的差异化定位，使得给予公司09年预测市盈率33-41倍左右的市盈率是合理的。因此给予公司股票合理价值区间为15.51-19.27元，建议询价区间为12.41-15.42元。
- 风险因素：基地型乳业巨头战略调整使企业可能面临的竞争压力；牛类疫病风险；税收优惠政策变化的风险。

目录

图目录:	3
表目录:	3
一、公司概况.....	4
1.1 公司的基本情况	4
1.2 公司结构	4
1.3 控股股东介绍	5
二、奶制品行业背景介绍.....	5
2.1 奶制品行业的发展空间巨大	5
2.2 全国性品牌与区域性品牌共存.....	6
2.3 资源和资本要素决定了乳品企业的不同类型	7
2.4 行业进入壁垒逐步提高	7
2.5 广西奶业的发展前景广阔	8
三、公司的竞争优势	8
3.1 差异化的产品结构	8
3.2 奶源资源的掌控	10
3.3 领先的技术水平	11
3.4 上下游一体化的生产体系	11
四、公司在行业中的竞争地位	11
五、战略及目标	13
5.1 公司发展战略与规划.....	13
5.2 公司整体经营目标及主要业务的经营目标	13
六、募集资金项目	13
6.1 产能扩张项目	13
6.2 研发与销售渠道的扩建和新增项目	14
七、公司经营状况分析	15
7.1 成长性分析	15
7.2 盈利能力分析	15
7.3 偿债能力分析	17
八、盈利预测及估值	18
九、风险因素	19
重要声明	20

图目录:

图 1 公司业务按类别分的营业收入（单位：万元）	4
图 2 公司业务各类别在总营业收入中的比率	4
图 3 皇氏乳业股份公司实际控制人	5
图 4 公司水牛奶产量占全国水牛奶产量的份额	10
图 5 按品种和工艺分的产品的毛利率（%）	16
图 6 皇氏乳业的平均毛利率高于同类上市公司	16
图 7 皇氏乳业的流动比率逐步改善	17
图 8 皇氏乳业的速动比率好于行业平均水平	17

表目录:

表 1 皇氏乳业公开发行前后的持股情况	5
表 2 我国人均奶类占有量占世界人均占有量的比例不到五分之一	6
表 3 01-07 年全国乳品企业及其销售收入情况	6
表 4 广西奶业产量和人均占有量	8
表 5 巴氏杀菌奶和UHT灭菌奶的营养成份比例	9
表 6 水牛奶的营养价值要高于普通牛奶的价值	9
表 7 皇氏乳业是国内水牛奶业的龙头	12
表 8 皇氏乳业在广西本地市场具有绝对的领先地位	12
表 9 三大产能扩张项目的财务明细	14
表 10 研发中心与销售渠道项目财务明细	14
表 11 皇氏乳业成长性分析	15
表 12 皇氏乳业的销售净利率以及净资产收益率均高于同类上市公司	17
表 13 皇氏乳业长期偿债能力指标	18
表 14 皇氏乳业的盈利预测	18

一、公司概况

1.1 公司的基本情况

公司主要从事液态乳和液态乳制品的生产、加工、销售以及与此产业关联的奶牛养殖和牧草种植业务。公司产品以巴氏奶为主，包括营养价值高的水牛奶、南方特色鲜明的果奶和具有益生作用的发酵奶。

图 1 公司业务按类别分的营业收入（单位：万元）

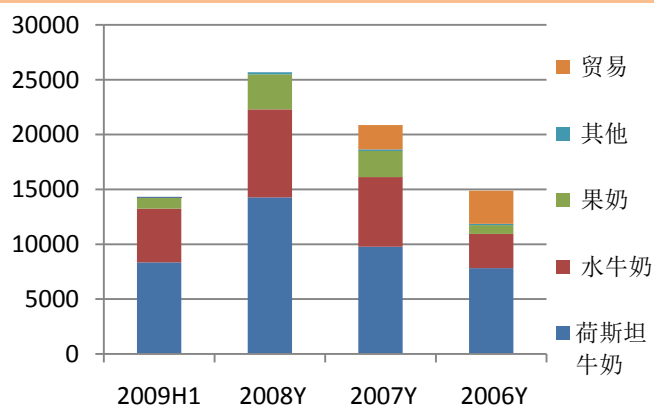
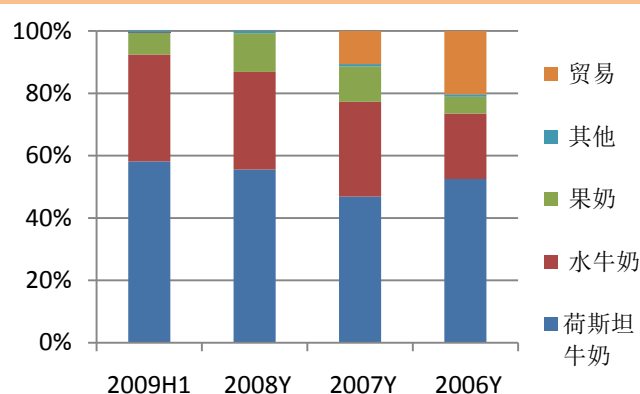


图 2 公司业务各类别在总营业收入中的比率



注：公司 07 年逐步减少了贸易等非奶制品业务的比重，将重心放到了毛利率水平较高的奶制品生产和销售上

资料来源：招股意向书

资料来源：招股意向书

公司产品的销售主要分布于广西地区市场，2006 年度、2007 年度、2008 年度和 2009 年 1-6 月在广西地区的销售额分别占公司乳制品营业收入的 95.88%、94.95%、94.28% 和 98.35%，占公司营业收入的比例分别为 75.66%、84.20%、93.58% 和 97.88%，是一家典型的都市型乳品企业。

公司自成立以来，先后担任国家科技攻关计划项目、国家级星火计划项目、“十一五”国家科技支撑计划重大项目的主持单位和承担单位。经过多年的发展，公司已经成为全国最大的水牛奶技术研究和产品生产加工企业，并且是广西地区唯一拥有自治区级企业技术中心的乳品企业。根据中国乳制品工业协会数据，目前公司的水牛奶系列产品产量和销量均位居全国第一。公司已发展成为我国水牛奶产业经营规模最大、技术实力最强的乳品企业。

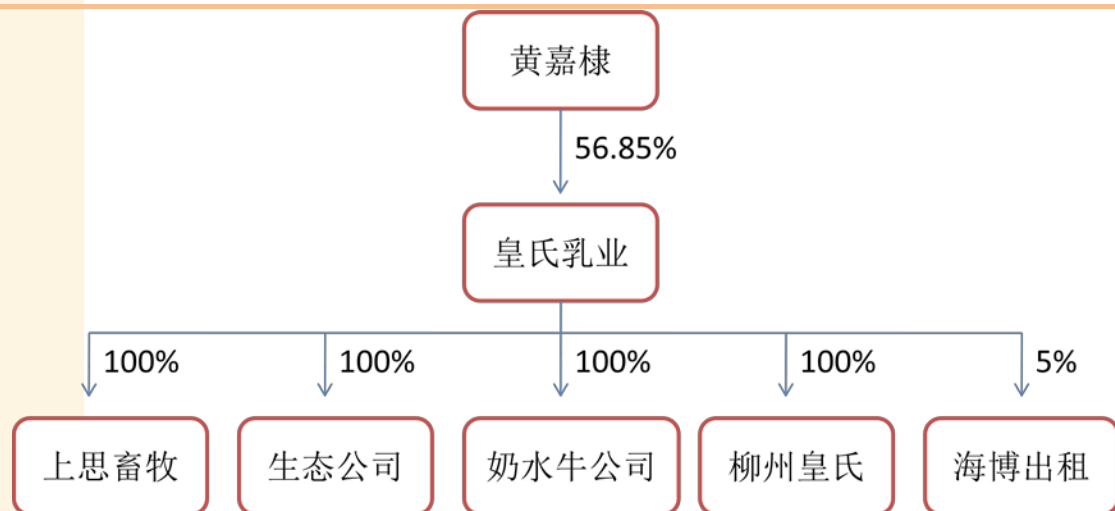
2008 年 12 月公司“八桂情”商标被广西自治区工商局认定为广西著名商标（有效期至 2011 年 12 月）。除此以外，公司产品先后通过广西自治区科技厅高新技术产品认证，并荣获中国技术市场协会金桥奖、西部乳业最具创新产品奖、广西名牌产品、南宁市科学技术进步奖等。

1.2 公司结构

公司前身广西皇氏成立于 2001 年 5 月 31 日，2006 年 11 月 22 日由黄嘉棣先生、张成文先生、真牛公司和中国风投共同作为发起人将广西皇氏整体变更为股份有限公司。

其中真牛公司由发行人的中高级管理人员和核心技术人员等40名股东组建。目前其主要业务为持有并管理发行人的股权。真牛公司持有发行人股份300万股，占本次发行前总股本的3.75%。

图 3 皇氏乳业股份公司实际控制人



资料来源：招股意向书

表 1 皇氏乳业公开发行前后的持股情况

股东名称	股权性质	发行前		发行后	
		股份数量 (万股)	持股比例 (%)	股份数量 (万股)	持股比例 (%)
黄嘉棣	自然人股	4,548	56.85	4,548	42.51
张咸文	自然人股	3,032	37.90	3,032	28.34
广西真牛资产经营有限公司	境内法人股	300	3.75	300	2.80
中国风险投资有限公司	境内法人股	120	1.50	120	1.12
社会公众股		-	-	2,700	25.23
合计		8,000	100.00	10,700	100.00

注：表中“发行后的持股比例”存在四舍五入的问题

资料来源：招股意向书

1.3 控股股东介绍

黄嘉棣先生，1962年出生，大学本科，工程师，持有本公司股份4,548万股，占本公司发行前总股本56.85%，为发行人的控股股东，同时也是发行人的实际控制人。现任上市公司董事长。同时担任中国乳制品工业协会常务理事、西部乳业发展协作会副会长等社会职务。

二、奶制品行业背景介绍

2.1 奶制品行业的发展空间巨大

我国人均奶类占有量增长迅速，从2001 年的7.3 千克增加到27.57千克。但我国人均奶类占有量与世界水平和奶业发达国家水平相差悬殊，2007年我国人均奶类占有量占世界人均占有量的比例不到五分之一。

表 2 我国人均奶类占有量占世界人均占有量的比例不到五分之一

项 目	2007 年	2006 年	2005 年	2004 年	2003 年	2002 年	2001 年
世界人均奶类占有量	151	145	130	123	115	100	98
印度人均奶类占有量	191	183	177	140	134	115	100
美国人均奶类占有量	116	110	98	93	85	78	72
中国人均奶类占有量	27.57	25.19	21.97	18.22	14.3	10.9	7.3

资料来源：世界、印度人均奶类占有量数据来自联合国粮农组织（FAO）发布的《2008 世界乳业市场研究报告》，美国人均奶类占有量数据来自威斯康辛大学乳业研究所《2008 美国乳业研究报告》，中国人均奶类占有量数据来自国家统计局

从农业产业结构来看，发达国家奶业产值占农牧林渔业总产值的20%，占畜牧业产值的40%，而我国的奶业产值占农牧林渔业总产值的比例仅为3%，占畜牧业产值的10%。与世界发达国家奶业比较，我国奶业发展起步晚，仍有很大的发展空间和增长潜力。

目前，我国奶业经过多年的高速增长后，正处在从单纯的数量扩张向整体优化结构、全面提高产业素质和竞争力转变的关键时期。可以说从2006 年开始，我国奶业正式进入转型期，此前我国城镇居民的乳制品消费潜在需求开发告一段落，今后乳制品消费增长将主要受收入和饮食习惯影响。随着我国城乡居民的消费升级，对于新鲜、营养价值高、功能作用显著的高品质乳制品的消费需求将日益明显。这种消费需求的阶段性变化，促使我国奶业发展由以往单纯数量扩张转入提高质量效益与数量增长并重的发展阶段。

2.2 全国性品牌与区域性品牌共存

近年来，乳制品制造业迅猛发展，规模效益和品牌效益逐步显示，涌现出像伊利股份、蒙牛乳业、光明乳业等少量全国性品牌的乳品企业和本公司、深圳晨光（深圳晨光乳业有限公司简称，下同）、广东燕塘（广东燕塘乳业有限公司简称，下同）等为数众多的区域性品牌的乳品企业。

据国家统计局统计，2001 年乳品加工企业（指全国国有及年销售收入500 万元以上的非国有企业，下同）不到500 家，2007 年发展到736 家，增长了69.59%。2001 年全国乳品企业销售总额为271.89 亿元，2007 年达到1309.71 亿元，是2001 年的4.82 倍。

表 3 01-07 年全国乳品企业及其销售收入情况

	2007 年	2006 年	2005 年	2004 年	2003 年	2002 年	2001 年
销售收入总额（亿元）	1309.7	1041.4	861.8	625.2	498.11	347.48	271.9
乳品企业数（个）	736	717	698	636	584	499	434

注：统计口径是全国国有及年销售收入 500 万元以上的非国有企业

资料来源：《中国奶业年鉴 2008》

2.3 资源和资本要素决定了乳品企业的不同类型

奶业属于农牧业产业化领域。据研究，国际上多数产业是大工厂的市场占有率大而且发展趋势愈来愈大，即日益“高度集中”，但奶业是个反例，无论是乳品加工制造企业的规模，还是其所覆盖的市场份额，世界奶业发展至今两者依然都是高度分散的（资料来源：《中国奶牛》2009.6）。

这个产业领域的行业竞争主要特征就是资源依托型，但由于我国存在城镇和农村消费分化的历史背景，使得国内奶业拥有资源依托型和资本密集型两种模式。

具体来说，就是巴氏杀菌奶等低温产品的竞争特征为资源依托型，城市型乳品企业利用奶源、冷链物流系统、客户资源形成区域性竞争优势，同时配以常温产品，构建市场壁垒，抵御基地型乳品企业的竞争。而UHT 灭菌奶等常温产品的竞争特征为资本密集型，少数基地型乳品企业借助资本优势，以及由资本优势转化而来的技术优势和品牌优势，利用常温产品在全国大举进攻布点来扩大市场份额。

乳品消费的特性决定全国性品牌和区域性品牌在细分市场各有优势，全国性品牌拥有全国范围市场营销等优势，而区域性品牌则形成熟悉本地市场、客户群体稳定、产品口味鲜活、服务便捷周到等竞争优势。

2.4 行业进入壁垒逐步提高

目前，奶业市场化程度较高，但对乳品加工项目的核准要求从严，规定对新建和扩建乳品加工项目取消备案制，统一实行核准制，并将与之配套的奶源基地建设作为项目核准条件之一。另外，进入奶业有一定难度，主要表现在奶源建设、技术水平、品牌等方面：

（1）奶源

加强奶源基地建设以满足乳制品加工的原料奶供应，并进一步保证乳制品前端质量控制，是乳品加工企业的主要关注点。由于我国农村地区的特殊性，奶源基地的建设和管理与当地的农户的合作关系往往是通过长期积累形成，行业外的企业难以在短期内仅凭资金优势获得。

（2）技术水平

乳制品制造行业生产的技术水平主要体现在质量和乳制品加工上。而作为与乳制品生产配套的奶牛养殖，其技术涉及XY 精子分离、胚胎移植等生物技术的应用以及奶牛品种的改良、饲料配方的改进和饲养模式的改良等，行业外的企业较难在短期内全部掌握并应用上述相关技术，需要具备专业技术研发能力的机构或企业进行长期的积累。

（3）品牌

目前市场上乳制品品牌较多，对于消费者而言，其选择的主要因素之一是产品的品牌，品牌影响力在乳制品制造行业竞争中占有重要的地位。品牌的背后则是一

流的技术工艺、生产管理、物流配送体系、品牌推广和强大的资本投入。行业外的企业即使进入该行业，也难以在较短时间内建立起有知名度的品牌。

2.5 广西奶业的发展前景广阔

乳制品消费总量基数低，提升空间大

2007 年广西奶类产量 74,200 吨，比上年增长 17.78%。广西地区 2007 年人均奶类占有量为 1.47 千克。城镇和农村消费水平相差较大，据广西城调队和农调队统计，2007 年城镇居民人均乳及乳制品（包括液态奶、奶粉等合计）消费量 12.28 千克，农村居民人均乳及乳制品消费量为 0.13 千克。

表 4 广西奶业产量和人均占有量

年份	2007 年	2006 年	2005 年	2004 年	2003 年	2002 年	2001 年
广西奶类产量(吨)	74,200	63,000	54,000	49,000	38,000	31,000	21,000
广西人均奶类占有量(千克/人)	1.47	1.34	1.15	1	0.8	0.69	0.68

数据来源：《中国奶业年鉴 2008》

广西经济发展迈上快车道，乳品消费市场容量巨大

由于北部湾经济区的发展，广西经济正处于历史上最好的发展时期。近 5 年来广西经济保持两位数增长，年均增速达 12.7%，全区生产总值突破 5,000 亿元大关，人均生产总值突破 1 万元。2008 年生产总值达到 7,172 亿元，按可比价格计算，比上年增长 12.8%；城镇居民人均可支配收入达到 14,146 元，增长 16.0%；

2008 年 1 月 14 日，广西北部湾经济区（由北部湾地区的北海、钦州、防城港和南宁市“三港一市”行政区域共同组成）的开放开发正式上升为国家战略。值此良机，广西奶业将迎来大的发展。根据广西自治区规划，2010 年将达到年产牛奶 110 万吨的目标。参照国内奶业发达省份现有奶类消费情况，广西乳制品加工可预期市场容量巨大。

三、公司的竞争优势

与全国性的乳业巨头们相比，公司的竞争优势主要体现在产品结构的差异化以及与产品相联系的奶源基地的掌控方面。

3.1 差异化的产品结构

公司制定了差异化产品策略，以巴氏奶为主导，通过营养价值高的水牛奶、南方特色鲜明的果奶和具有益生作用的发酵型酸奶等特色产品迅速占领广西市场，有效避免与伊利股份、蒙牛乳业等以荷斯坦牛奶常温奶为主导的大型企业的正面竞争，构成本公司的独特的产品竞争优势。

比超高温灭菌奶营养高的巴氏奶有利于城市型乳制品企业的发展

乳制品的灭菌消毒工艺是乳制品生产工艺的核心工艺。目前主要有两种方式：巴氏杀菌和超高温灭菌。巴氏奶需要低温储存，俗称低温奶。灭菌奶可以在常温下储存，俗称常温奶。巴氏杀菌这种牛奶处理方法比较温和，能杀灭牛奶中的致病菌并在有效保证食品的公共卫生和消费者安全食用的同时，最大限度地保留牛奶原有的特质与风味。而高温灭菌会使牛奶中的营养成分遭到破坏，使牛奶的营养价值严重损失。如果将生鲜牛奶中的各种营养成分的占比设定为100%，则巴氏杀菌奶和UHT灭菌奶的营养成份比例分别如下：

表 5 巴氏杀菌奶和 UHT 灭菌奶的营养成份比例

	乳清蛋白 含量 (%)	蛋氨酸含 量 (%)	胱氨酸/半 胱氨酸含 量 (%)	维生素 B12 含量 (%)	维生素 C 含量 (%)	叶酸含量 (%)	维生素 B1 含量 (%)
原料奶	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
巴氏杀菌奶	85.40	90.00	95.40	90.00	90.00	88.50	95.00
UHT 灭菌奶	27.60	66.00	66.00	69.90	68.40	64.80	64.80

资料来源：《中国乳业》2007.6

巴氏杀菌奶等低温产品，保质期短且需低温储存的特性，对于冷链物流系统和销售半径有很高的要求，因此城市型乳品企业可以利用巴士杀菌乳的这一特性避开基地型乳品企业的规模优势，利用奶源、冷链物流系统、客户资源形成区域性竞争优势。

营养价值高于普通牛奶的水牛奶是公司的核心竞争力所在

牛奶、水牛奶和羊奶是人类食用的乳与乳制品的三大来源（牛奶系指荷斯坦奶牛分泌的乳汁）。水牛奶的化学成分与其他哺乳动物的奶相同，但其含量不一样。其营养价值要高于荷斯坦牛奶，其乳脂肪、蛋白质和总干物质（指牛奶除去水份后的成分）的含量分别为普通牛奶（荷斯坦牛奶）的2.9倍、1.6倍和1.7倍。其人体必需微量元素如铁、钙、锌和维生素等含量，也远高于荷斯坦牛奶，水牛奶含铁量为荷斯坦牛奶的82倍，含维生素A 为38倍，含锌为12倍。水牛奶较浓稠，总干物质含量较高，是生产高档乳制品的优质原料。水牛奶和牛奶的成分对比如下表：

表 6 水牛奶的营养价值要高于普通牛奶的价值

项目	水分 (%)	脂肪 (%)	蛋白 质 (%)	乳 糖 (%)	矿物 质 (%)	总干 物质 (%)	氨基酸 (mg/100ml)		
							异亮氨 酸	亮氨 酸	赖氨 酸
水牛奶	78.04	11.00	5.30	4.80	0.86	21.96	314.49	574.06	403.61
牛奶	87.30	3.75	3.40	4.75	0.80	12.70	243.75	371.25	300.00

资料来源：《中国水牛科学》，章纯熙主编，广西科技出版社出版

水牛奶由于其营养丰富、口感突出等特点，其价格也高于荷斯坦牛奶。在意大利，水牛奶的价格是荷斯坦牛奶的3 倍，前者每千克1 美元，后者0.3 美元。而公司

水牛奶产品平均价格是荷斯坦牛奶产品平均价格的1.5倍。

3.2 奶源资源的掌控

奶源是乳品加工企业的重要资源。公司坚持走农业产业化发展道路，通过自建基地和合作基地的模式保证原料奶供应，公司自建（合作）荷斯坦奶牛基地、奶水牛基地已达14个，截至2009年6月底，公司拥有和控制荷斯坦奶牛12,047头（其中签约农户进驻的荷斯坦奶牛数10,290头），日平均收购鲜牛奶量62.66吨。公司拥有和控制奶水牛8,285头（其中签约农户进驻奶水牛数7,752头），日平均收购鲜水牛奶量21.27吨。目前公司的奶源供奶能够充分保证公司乳制品加工的需要。

我们认为，公司对营养价值更高的水牛奶奶源的控制是公司真正的核心竞争力所在。

通常所说的牛奶是荷斯坦奶牛所产的奶，荷斯坦奶牛适宜于北方温带气候，在南方高温高湿的气候条件下养殖相对北方来说在防疫抗病、饲养成本、奶量单产等方面要弱。而水牛具有耐高温高湿、抗病能力强、可利用年限长、饲养成本低等优点，能够适应南方地区高温高湿和雨水丰富的气候特点和利用当地丰富的粗饲料资源（甘蔗梢、甘蔗尾叶以及农作物秸秆）。

因此，2006年3月农业部发布的《全国奶业“十一五”规划》中，将全国奶源生产基地区域划分为五大区域。南方奶业产区被确定为奶水牛产业发展类型，区域包括广西、广东、云南、四川等七省区。

据国家统计局统计数据显示，广西水牛资源丰富，2007年水牛年末存栏数217.40万头。据广西自治区畜牧总站统计数据，2006年良种奶牛年末存栏数为42,036头，其中良种奶水牛年末存栏数26,443头，其良种奶水牛年末存栏数占广西全自治区良种奶牛总存栏数的62.91%。2007年良种奶水牛年末存栏数33,128头，同比增长25.28%。2008年良种奶水牛年末存栏数37,199头，同比增长12.29%。

从水牛奶产量情况看，本公司连续三年据全国首位，2007年本公司水牛奶产量8,498吨，占广西水牛奶产量的43.53%，占全国水牛奶产量的38.50%。

图4 公司水牛奶产量占全国水牛奶产量的份额



注：全国水牛奶产量来自国家统计局，公司水牛奶产量据实统计

资料来源：招股意向书

3.3 领先的技术水平

公司通过与广西水牛研究所的广泛合作，以及自有的自治区级研发中心，已经在水牛奶研究方面取得了多项突破，并发起和参与了国家水牛奶产品标准的制定，技术水平在国内保持领先。

皇氏乳业是广西唯一拥有自治区级产品研发中心的乳品企业，并且是首家获得国家学生奶生产企业标志的广西乳品企业。2003 年至2005 年公司承担国家科技部奶水牛重大技术研究攻关项目《水牛奶加工技术及标准研究》制定，2003 年公司完成“纯鲜水牛奶”的产品开发和投产上市；2004 年12 月，公司又完成“活性乳酸菌乳水牛皇”（以水牛奶为原材料的发酵型酸奶）产品开发和投产上市，获得广西名牌产品称号，并完成相关原料奶收购、贮运、加工规范技术标准和水牛乳制品的质量标准的考核指标研究。2006年11月公司担任“十一五”国家科技支撑计划“奶水牛生产技术集成研究与示范”课题主持单位。公司已经成为全国最大的水牛奶技术研究和产品生产加工企业。

3.4 上下游一体化的生产体系

奶业是一个产业链条长，环节多的产业，乳制品的特性又决定各个细分产业必须紧密联结。本公司上下游一体化的生产体系，保证公司出产的产品质量、缓解了原料奶供应和生产用奶因淡旺季不同步产生的矛盾、降低了生产成本、平滑了行业波动和消费弹性对正常生产的冲击。为降低奶牛养殖成本，本公司组织农户种植牧草1.95 万亩，可以提供给公司养殖基地部分需要。同时通过自建（合作）奶源基地，保证公司原料奶供应。在生产加工体系方面，由于公司的生产设备主要从国外进口（通过其国内代理商），设备的先进性较高，为公司产品的质量提供了良好的保证，这也是公司在广西当地市场保持优势地位的主要因素之一。在客户资源方面，拥有较大数量的瓶奶客户，保证公司产品销售基础，减少因消费弹性变化而引起的公司销售波动幅度过大。

四、公司在行业中的竞争地位

作为广西奶业龙头企业，本公司水牛奶产销量居全国首位，是国内水牛奶行业的龙头企业。根据国家统计局统计数据推算，公司水牛奶产品的产量2005年-2007年均名列全国第一，2007年本公司水牛奶产量占全国水牛奶总产量的38.50%。2008年本公司水牛奶产量达到10,269吨，较2007年增长20.84%；2009年1-6月份水牛奶产量达到5,364.28吨。

同时，公司作为广西最大的乳制品生产和销售的龙头企业，2005年-2007年在广西市场本公司的巴氏奶产销量均位居广西区第一。根据中国奶业协会统计数据推算，2007年本公司巴氏奶产量占广西地区巴氏奶产量的比例为62.67%。2008年本公司巴氏奶产量达到25,259.37吨，较2007年增长21.89%。2009年1-6月份巴氏奶

产量达到14,042.28 吨。具体数据如下表:

表 7 皇氏乳业是国内水牛奶业的龙头

年 份	2007 年	2006 年	2005 年
全国水牛奶产量 (吨)	22,070	7,020	6,900
本公司水牛奶产量 (吨)	8,498	4,082	2,721
水牛奶市场占有率 (%)	38.5	58.15	39.43
广西巴氏奶产量 (吨)	33,066	32,990	27,520
本公司巴氏奶产量 (吨)	20,724	13,703	11,405
巴氏奶市场占有率 (%)	62.67	41.53	41.44

资料来源: 国家统计局、《中国奶业年鉴 2008》等

本公司低温产品在重点城市酒楼、饭店等高端市场基本处于垄断地位,且在商超、专卖店等普通渠道建立了稳定的优势。在广西当地,产品的种类创新和价格标杆基本由公司制定,当地其他乳品企业通常采取跟随战略,即本公司推出新产品后,其他企业往往推出同类产品参与市场竞争。

与广西区内其他本地品牌乳制品生产企业以及国内一些全国性品牌乳品企业相比,本公司通过“以鲜为主”的竞争策略以及大力发展水牛奶、果奶等特色乳制品等手段,在广西及周边区域市场竞争中取得了良好的经营业绩。据推算,本公司2007年广西本地市场占有率(指本公司销售收入占广西本地乳品企业销售收入的比例)为43.43%。

考虑自治区外全国性品牌乳品企业在广西市场的销售情况,2007年本公司液态奶销量占广西市场液态奶总销售量的比例为12.37%,2008年本公司液态奶销量达到40,249.97万吨,与2007年同期相比增长24.37%。

表 8 皇氏乳业在广西本地市场具有绝对的领先地位

年 份	2007 年	2006 年	2005 年
广西本地乳品企业销售收入 (亿元)	4.26	3.78	2.52
本公司销售收入 (亿元)	1.85	1.49	0.91
广西本地市场占有率 (%)	43.43	39.42	36.11
广西液态奶总产量 (吨)	262,100	99,500	45,300
本公司液态奶产量 (吨)	32,423	20,548	15,230
广西整体市场占有率 (%)	12.37	20.65	33.62

资料来源: 招股意向书

此外,通过以巴氏奶为主导,大力发展营养价值高的水牛奶、南方特色鲜明的果奶和具有益生作用的发酵型酸奶等特色产品,公司在经营中有效避开了常温奶(荷兰牛奶)市场激烈的价格竞争压力,有效突破销售利润率低的行业特性,在行业平均销售毛利率20-30%、销售净利率仅5-7%的情况下(2008年伊利股份、蒙牛乳业、光明乳业亏损),取得40%以上的毛利率、14%以上的销售净利率。如果本次募集资金项目能够顺利实施,公司将进一步扩大系列产品的产量,公司竞争优势将会得到进一步巩固。

五、战略及目标

5.1 公司发展战略与规划

公司未来发展的战略目标是：成为现代化的、管理完善的、综合实力雄厚的、经济效益良好的、产品独具特色的城市型乳品企业，维持并巩固中国水牛奶产业的领先地位，并发展成为全国性知名品牌。

要实现上述目标，公司要在依托现有优势的基础上，借助上市募集资金的支持，并贯彻两条经营策略：一是巩固和扩大现有巴氏杀菌奶市场份额；二是突出完善差异化经营战略，充分利用广西的地域优势，通过产品的独特性，有效避开市场中主要竞争对手的冲击，以差异化的产品如水牛奶、果奶占据细分市场，提升利润的空间。

5.2 公司整体经营目标及主要业务的经营目标

整体经营目标

公司将紧跟全国农业发展趋势，进一步完善符合公司发展战略和奶业发展要求的经营体系，坚持走“农业产业化”的道路，以提升公司核心竞争力、提高主打产品市场占有率和扩大开放、增强合作为主要手段，促进公司营业收入和净利润保持持续增长。在巩固广西巴氏奶市场领先地位的同时，以水牛奶、果奶等特色产品进入全国市场，并通过与零售终端的全方位合作在细分市场中占据较高的市场份额。

主要业务的经营目标

在未来的3年内，公司计划将乳制品年产能从现有的5万吨扩展到10.5万吨。随着募集资金投资项目逐步产生效益，公司将在三年内逐步实现上述目标。

六、募集资金项目

本次发行募集资金投资于以下五个项目：液态奶深加工4.5万吨产能扩大项目、来宾年产2万吨液态奶加工项目、奶牛养殖示范推广项目、营销网络建设项目和研发中心扩建项目。

本次募集资金投资项目共需投资总额24,985.56万元，其中固定资产投资（建设资金）金额为21,075.56万元，流动资金为3,910.00万元；使用募集资金投资金额为22,248.56万元，其中固定资产投资（建设资金）金额为21,075.56万元，铺底流动资金为1,173.00万元。

6.1 产能扩张项目

表 9 三大产能扩张项目的财务明细

序号	项目名称	募集资金投资额（万元）	建设期(年)	销售收入（万元）	利润总额（万元）	销售利润率	总投资利润率	内部收益率	总投资回收期
1	液态奶4.5万吨产能扩大项目	7090.8	1.5	38755	5484	14.15%	62.27%	55.60%	3.41
2	来宾年产2万吨液态奶加工项目	3179.9	1.5	14548	1455.74	10.01%	36.86%	41.38%	3.88
3	奶牛养殖示范推广项目	6885.86	1	2760	404.82	14.67%	5.67%	11.41%	7.49

资料来源：招股意向书，湘财证券研究所

液态奶深加工4.5万吨产能扩大项目在现有生产规模的基础上扩大产能，新增年产4.5万吨液态奶生产能力，其中计划生产水牛奶产品2万吨/年，荷斯坦牛奶产品1.5万吨/年，果奶产品1万吨/年。该项目拟利用公司作为广西乳制品制造行业龙头企业的优势，通过扩建生产厂房和新增设备，从而增强公司乳品供应能力，进一步提高公司产品的市场占有率。

2007年以来华南、西南地区的乳品消费量急剧增长，已经步入高速发展期。公司目前的产能已经不能满足现有市场对于乳品消费的需求，因此需要进一步扩大生产规模。本项目的建设也是企业自身发展的需要。

来宾年产2万吨液态奶加工项目新建2万吨/年液态奶的生产能力，其中计划生产荷斯坦牛奶产品1.5万吨/年、水牛奶产品0.5万吨/年。该项目拟利用公司作为广西最大的乳制品制造企业的优势，通过新建生产厂房和购买设备，在来宾市（素有“桂中”之称）形成液态奶2万吨/年的生产能力，生产巴氏奶低温产品供应来宾市及周边重点城市客户，满足桂中、桂北和桂西北地区消费者对于新鲜乳制品（巴氏奶）的需求，从而进一步提高公司产品的市场占有率。

奶牛养殖示范推广项目新建2个奶牛养殖基地，形成公司自有奶牛存栏数2,000头（不包含签约农户入驻的奶牛）养殖规模；新建生产分离XY精子产学研基地1个、在合作养殖小区内新建挤奶厅（站）15个。并通过养殖基地的示范作用，带动基地周边农户奶牛养殖，服务基地周边农户奶牛生产，完善“公司+基地+农户”的经营模式，从而确保公司能够获得充足、稳定、优质的原料奶供应。

6.2 研发与销售渠道的扩建和新增项目

表 10 研发中心与销售渠道项目财务明细

序号	项目名称	固定资产投资（万元）	流动资金（万元）	募集资金投资额（万元）	建设期（年）
4	营销网络建设项目	3,152.00	0	3,152.00	1.5
5	研发中心扩建项目	1,940.00	0	1,940.00	2

资料来源：招股意向书，湘财证券研究所

营销网络建设项目通过在广西地区新建专卖店180家、奶品投递站45家和在广西地区外重点城市设立分公司（具体为广州分公司、昆明分公司、贵阳分公司），并增加对已设立的深圳分公司的投入，进一步完善公司营销网络，从而进一步提高公司产品的市场占有率。

研发中心扩建项目拟利用公司已有的研发成果、技术优势和应用经验，全面扩建现有的研发中心，产品研发方向集中于南方特色水牛奶的综合开发利用、现代乳品发酵技术、酶工程技术、双蛋白及含乳蛋白的热带、亚热带果汁乳饮料技术研发、南方奶水牛专用牧草的筛选及奶水牛营养专项研究。通过不断提升乳制品的技术含量，培育和提升自身的核心竞争力，从而使企业在竞争日趋激烈的乳制品制造业中拥有立足之地。

七、公司经营状况分析

7.1 成长性分析

从表 中的数据来看，公司08年乳品销量和收入的增速均慢于07年，从而导致公司08年毛利增长慢于08年，但公司08年的净利增长却高于07年。

我们认为这与公司产能的变化有很大的关系，公司07年在06年末2.5万吨/年的基础上新增1万吨达到3.5万吨/年，增长高于08年的产能增长率（从07年年末3.5万吨/年增加到08年年末的5万吨/年；同时考虑到生产线的投入时间点的差异来讲，产能的变化基本上可以解决表面上乳品销量增速下降的现象。

同时，由于公司08年产品平均价格上调的因素，因此出现了公司08年收入增长高于销量增长的局面。

因此，我们认为，在产品销路不出现问题的情况下，产能和价格是影响公司产品销量和收入的重要因素。

表 11 皇氏乳业成长性分析

		2007	2008
公司总体	收入增长率	40.1%	23.0%
	毛利增长率	46.2%	24.4%
	净利增长率	10.6%	21.6%
乳制品总体	销量增长率	57.5%	24.4%
	收入增长率	57.5%	37.7%
	毛利增长率	57.1%	26.0%

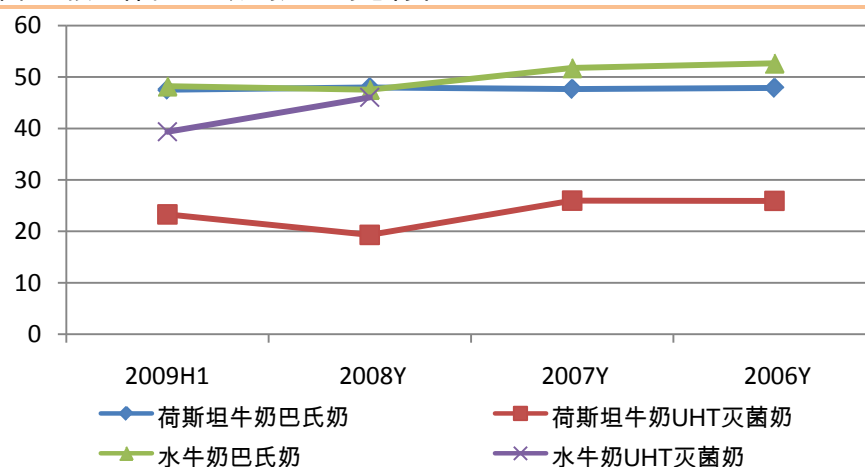
资料来源：招股意向书

7.2 盈利能力分析

从生产工艺的角度来看，由于常温奶同质化严重，远距离运输导致成本高，快速扩张易引发恶性竞争，消费弹性大须靠促销维持等因素，相对来说，常温奶（UHT灭菌奶）的销售毛利率要低于以低温奶（巴氏奶）。因此在图中我们看到，对于荷斯坦牛奶，灭菌奶的毛利率要远低于巴士杀菌奶的毛利率；但对于水牛奶来讲，灭菌奶的毛利率只是稍低于巴士杀菌奶的毛利率。

从产品品种的角度来看，水牛奶的毛利率要高于荷斯坦牛奶，但在不同的加工工艺中又有所不同。在UHT灭菌奶产品方面，荷斯坦牛奶灭菌奶的毛利率要低于水牛奶灭菌奶的毛利率；而在巴氏奶方面，荷斯坦牛奶的毛利率只是略低于水牛奶的毛利率，近年来两者几乎相等。

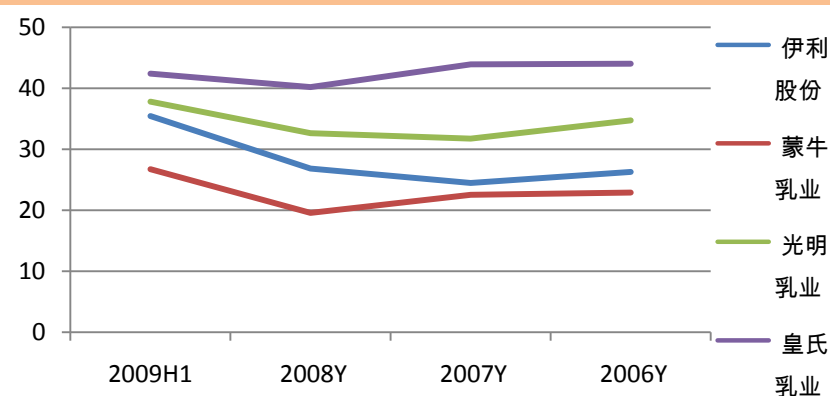
图 5 按品种和工艺分的产品毛利率（%）



资料来源：招股意向书，湘财证券研究所

由于公司以巴氏奶为主，同时具有相当数量的水牛奶产品，这种产品类别和工艺的差异化决定了公司的毛利率高于同类上市公司。

图 6 皇氏乳业的平均毛利率高于同类上市公司



资料来源：招股意向书，湘财证券研究所

受高毛利率的影响，在剔除非经常性损益后，公司的销售净利率以及净资产收益率均高于行业内的上市公司。

虽然公司09年上半年的净资产收益率有所下降，但考虑到公司的销售收入并没有

下降，且公司的销售净利润率亦没有下降，反而上升了，因此，净资产收益率的下降主要与公司的资本性支出的性质有关，并不表示公司资产的盈利能力下降。

表 12 皇氏乳业的销售净利润率以及净资产收益率均高于同类上市公司

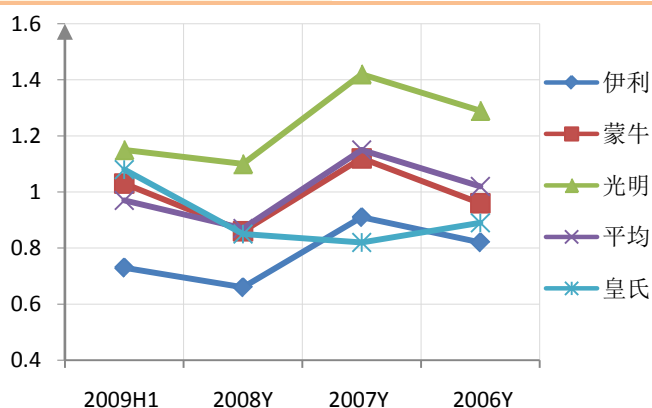
项目		伊利股份	蒙牛乳业	光明乳业	平均值	皇氏乳业
销售净利润率 (扣除非经常性损益后) (%)	2009H1	1.88	5.97	1.09	2.98	12.56
	2008Y	-8.3	-3.97	-5.71	-5.99	13
	2007Y	-0.27	4.39	-1.81	0.77	11.98
	2006Y	0.9	4.48	1.96	2.45	10.77
净资产收益率 (扣除非经常性损益后) (%)	2009H1	7.57	13.72	2.07	7.79	9.79
	2008Y	-64.52	-21.25	-21.18	-35.65	19.85
	2007Y	-1.25	18.31	-6.24	3.61	19.7
	2006Y	5.6	24.25	6.5	12.12	16.61

资料来源：招股意向书 湘财证券研究所

7.3 偿债能力分析

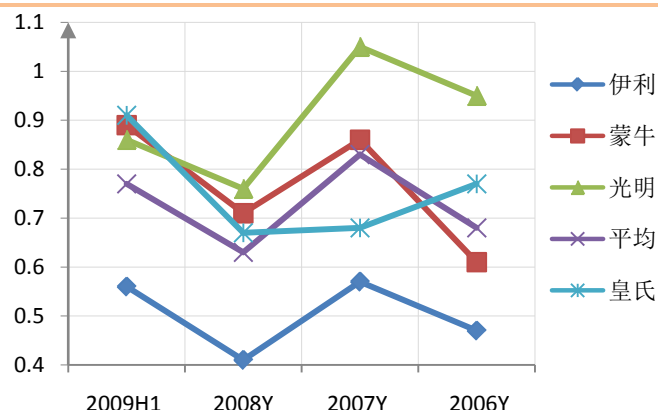
从短期偿债能力方面来看，公司的速动比率在06、07年一直低于行业平均，08年以来有所改善，并在09年上半年超过了行业平均水平，达到1.08；公司的速动比率方面，除07年之外，均高于行业平均，09年上半年达到0.91，高于竞争对手们。这两个指标均说明公司的短期偿债能力处于行业平均水平以上，此外，公司之前的流动比率低于行业平均，主要是因为公司大量借用短期银行贷款来实现公司的规模扩张。

图 7 皇氏乳业的流动比率逐步改善



资料来源：招股意向书，湘财证券研究所

图 8 皇氏乳业的速动比率好于行业平均水平



资料来源：招股意向书，湘财证券研究所

长期偿债指标方面，公司2006年末至2009年中期，公司的总资产负债率分别为57.5%、49.3%、47.9%和48.6%，在公司目前融资渠道单一且处于高速扩张的阶段，这一指标是相对合理的。同时伴随着盈利状况的提升，公司的总资产负债率呈现下降的趋势。

其它长期偿债能力指标方面，从07年开始，公司的利息保障倍数有逐步上升的趋

势，这与公司资产负债率和流动比率的改善是相关的。公司经营活动净现金流与净利润的比率也维持在1左右，在08年时出现了一定的下滑，在近期有所改善，总的来说公司的利润的质量还是不错的。

表 13 皇氏乳业长期偿债能力指标

偿债能力指标	2009H1	2008Y	2007Y	2006Y
资产负债率（%）	48.6	47.9	49.3	57.5
息税折旧摊销前利润（万元）	3,336.21	5,835.60	5,109.05	4,114.02
利息保障倍数	6.65	6.04	5.98	7.36
经营活动产生的现金流量净额/净利润	1.07	0.61	1.28	1.41

资料来源：招股意向书，湘财证券研究所

八、盈利预测及估值

基于公司目前的产能拓展、渠道建设等一系列运营方面的规划以及奶制品未来的价格走势，我们预计未来公司的产能、产量、销量、均价、收入和毛利率等指标如下：

表 14 皇氏乳业的盈利预测

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
产能(万吨/年)	2.5	3.5	5	7.75	9.1	10
产量(吨)	20571	32432	40475	47320	65000	89000
产能利用率	82.28%	92.66%	80.95%	61.06%	71.43%	89.00%
销量(吨)	20550	32367	40232	47083	64675	88555
产销率	99.90%	99.80%	99.40%	99.50%	99.50%	99.50%
乳制品均价(元/吨)	5718	5718	6332	7026	7728.6	7960.458
收入(百万元)	118	185	255	331	500	705
毛利率	44.00%	43.90%	40.20%	41.20%	41.40%	42.40%
归属母公司净利润(百万元)	27.3	30.19	36.72	50.77	73.83	102.72
EPS(摊薄)	0.34	0.38	0.46	0.47	0.69	0.96

资料来源：招股意向书，湘财证券研究所

主要得益于公司产能的扩张，公司的产销量得以在新增产能项目投产后逐步放量增长。这也是公司业绩增长的主要来源。我们预计皇氏乳业09-11年的EPS分别为0.47元、0.69元和0.96元。

考虑到在三聚氰胺事件后，乳业类上市公司的市场价值基本恢复，目前全国性乳业公司的预期市盈率在30-35倍。我们认为公司募集资金后带来的高速增长期以及公司产品的差异化定位，使得给予公司09年预测市盈率33-41倍左右的市盈率是合理的。因此我们给予公司股票的合理价值区间为15.51-19.27元，建议询价区间为12.41-15.42元。

九、风险因素

- 1、基地型乳业巨头战略调整，和城市型乳品企业争夺巴氏奶市场，使得企业面临的竞争压力变大。但我们认为这一可能性因素短期内不会发生。
- 2、疫病风险。中国内地若大规模爆发任何牛类疫病，消费者可能会担心乳制品的质量问题，并直接影响到对乳制品的购买量。
- 3、税收优惠政策变化的风险。公司2006 -2008 年度、2009 年1-6月享受税收优惠对公司净利润的影响金额分别为476.26万元、317.38万元、465.77万元及334.70万元，分别占当年净利润的17.67%、10.44%、12.68%和16.36%。如果上述税收优惠政策发生变化，将直接影响公司的净利润。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；
卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。