

新股报告

食品饮料

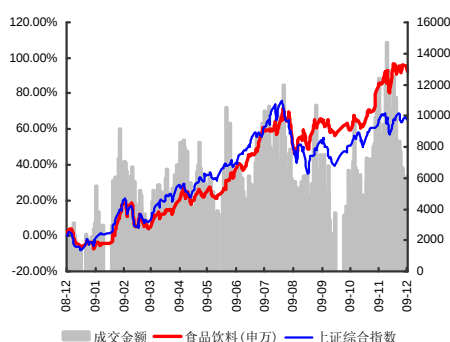
高端差异化缔造优秀乳品企业

2009 年 12 月 22 日

——皇氏乳业（002329.SZ）新股报告

建议：申购

所在行业最近 52 周走势：



本次发行数量	2700 万股
网上发行数量	2160 万股
申购简称	皇氏乳业
公司代码	002329
申购价格	20.10 元

报告作者：

行业研究员：周纪庚

联系方式

电话：021-58766036-208

Email: zhoujg@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

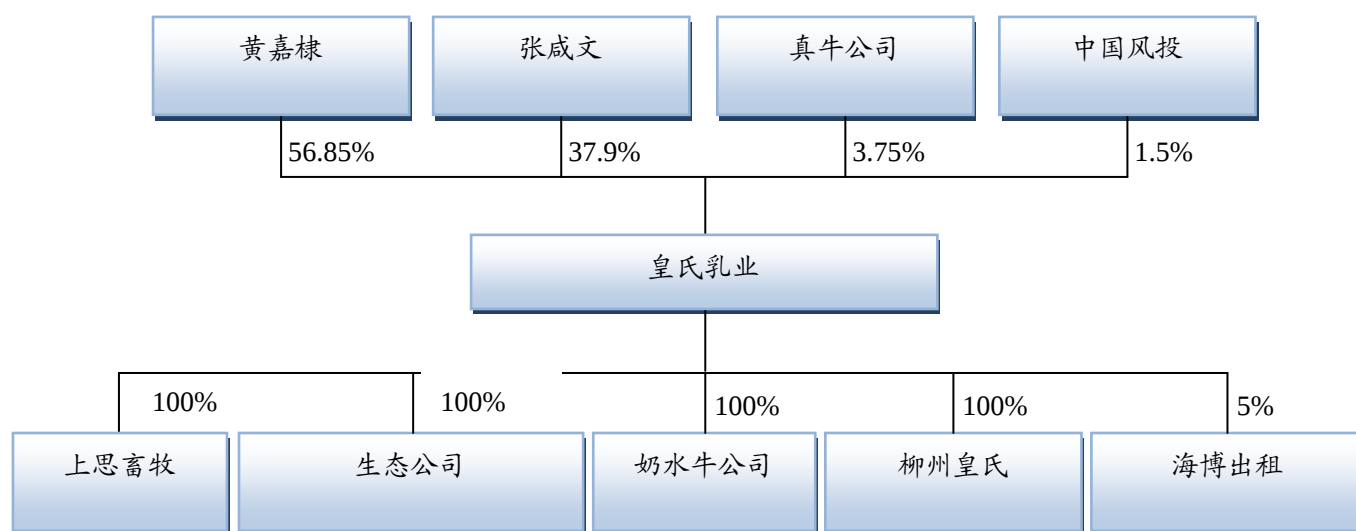
摘要：

- **皇氏乳业是广西地区规模最大的乳品企业。**主要从事液态乳和液态乳制品的生产、销售以及与此相关的奶牛养殖和牧草种植业务。公司作为区域性的乳品企业，市场占有率达到62.7%，其产品主要以巴氏奶为主。同时，公司也是我国水牛奶产业的龙头企业，产销量均居全国第一，2007年全国市场占有率为38.5%。
- **公司实行差异化的产品策略。**以巴氏奶为主导，大力发展营养价值更高的水牛奶、南方特色的果奶和具有益生作用的发酵型酸奶等特色产品，有效的避免了与以荷斯坦牛奶为主的蒙牛、伊利等大型企业的正面竞争，规避了荷斯坦常温奶市场激烈的价格竞争压力，使得公司的销售价格和毛利率均高于行业水平，有效地保证了公司的盈利能力。
- **公司此次募投项目主要用于扩大产能和增加营销渠道，**将解决目前规模偏小的劣势，大大增强公司的生产能力和竞争实力，提高公司乳制品的技术含量和提升公司核心竞争力。
- **盈利预测及申购建议：**预计公司2009年、2010年和2011年净利润分别为5140万元、6980万元和9090万元，EPS分别为0.48元、0.65元和0.85元。参照目前已上市的乳制品企业估值倍数，09年的平均市盈率为45倍，10年PE均值为42倍，同时考虑到公司差异化的产品以及较高的毛利水平，我们认为公司的合理价格在25~27.3元之间，建议申购。
- **风险：**（1）疫病风险，一方面会影响原奶供应量，另一方面会影响消费者对乳制品的需求；（2）公司作为区域性乳品企业，其销售对区域市场的依赖较大，而公司产能扩展后面临市场开拓的风险。

一、公司简介

公司是我国水牛奶产业经营规模最大、技术实力最强的乳品企业，广西地区唯一拥有自治区级企业技术中心的乳品企业。公司主营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、牧草种植业务，主要产品是以黑白花牛奶、水牛奶为主要原料的巴氏杀菌奶、水牛奶、特色果奶、酸奶等液态乳制品和乳饮料。目前，公司生产的巴氏奶低温产品的产销量均为广西地区第一，2007年广西地区的市场占有率达到62.7%。另外，公司已成为我国水牛奶产业的龙头企业，产销量均居全国第一，2007年全国市场占有率为38.5%。

图表1：皇氏乳业发行前股权结构



资料来源：公司招股说明书

公司前身是广西皇氏生物工程乳业有限公司，2006年11月由黄嘉棣先生、张咸文先生、真牛公司和中国风投共同作为发起人将公司整体变更为股份有限公司。公司目前实际控制人为黄嘉棣（发行前持股4558万股，占股本的56.85%），公司发行前股东还包括张咸文（37.9%）、真牛公司（3.75%）和中国风投（1.5%）。

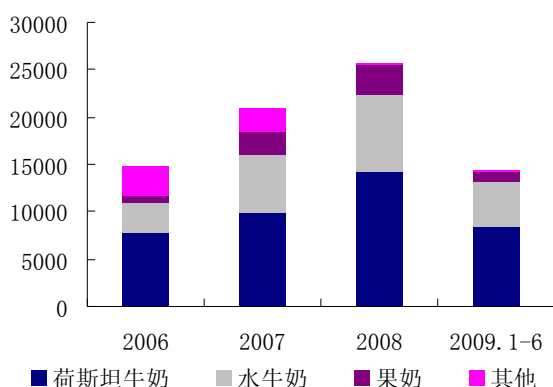
二、公司主营业务分析

公司主要产品为荷斯坦牛奶、水牛奶和果奶等乳制品，其收入合计占公

司收入比重超过90%，其中荷斯坦牛奶和水牛奶是公司收入和毛利的主要来源，两者收入占比08年和09年上半年分别达到86.9%和92.5%，毛利占比达到89.3%和93.9%。

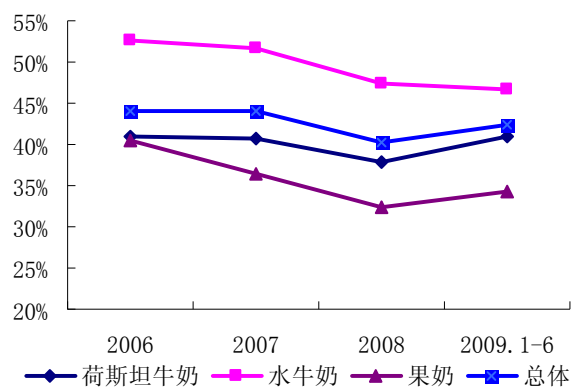
在乳制品中，毛利率较高的巴氏杀菌奶是公司收入和利润的主要来源，09年上半年巴氏杀菌奶占公司乳制品收入的70.5%，毛利占比更是高达79.4%，而且近年来都保持40%左右的高速增长。

图表 2: 皇氏乳业营业收入构成情况 (万元)



数据来源: 招股说明书

图表 3: 皇氏乳业毛利率情况 (%)



数据来源: 招股说明书

公司实行差异化的产品策略，以巴氏奶为主导，大力发展营养价值更高的水牛奶、南方特色的果奶和具有益生作用的发酵型酸奶等特色产品，有效的避免了与以荷斯坦牛奶为主的蒙牛、伊利等大型企业的正面竞争，规避了荷斯坦常温奶市场激烈的价格竞争压力，使得公司的销售价格和毛利率均高于行业水平，有效地保证了公司的盈利能力。

公司水牛奶产品的产量2005年~2007年均名列全国第一，2007年水牛奶产量占全国总产量的38.5%，2008年水牛奶产量10269吨，较2007年增长20.8%。依托国家政策支持和广西奶水牛资源，公司的水牛奶业务将实现翻几番的爆发式增长。由于水牛奶的平均售价和毛利率高于荷斯坦牛奶，公司未来水牛奶销量占比的稳步提高将带来公司销售均价和盈利能力的提升。

图表 4: 公司主要财务指标

财务指标	流动比率	速动比率	资产负债率	应收账款周转率	存货周转率
2006	0.89	0.77	60.78	10.03	5.14
2007	0.82	0.68	52.23	12.11	7.8
2008	0.85	0.67	49.55	11.26	7.74

数据来源: 招股说明书

2006年至2009年上半年，公司的资产负债率呈现逐年降低的趋势，主要

是由于公司近年来盈利状况提升和积累，以及公司资金管理水平的提高。但公司流动和速动比率偏低，主要是公司为实现高速增长，近年来大幅增加固定资产投资规模，营运资金主要靠银行短期借款。随着公司经营规模、自信能力的进一步提升，流动负债比重将大幅下降。

由于较高的负债水平，公司近年来利息费用压力较大，本次发行成功后，公司的资产负债率和利息压力都将得到很大程度改善，经营状况将更为稳健。

三、募投项目情况

公司本次发行所募集的资金扣除发行费用后，拟投入以下五个项目：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；研发中心扩建项目。

图表5：公司募投项目情况

序号	项目名称	募集资金投资额(万元)	募集资金使用计划(万元)	
			第一年	第二年
1	液态奶深加工4.5万吨产能扩大项目	7,090.80	4,611.80	2,479.00
2	来宾年产2万吨液态奶加工项目	3,179.90	2,383.90	796.00
3	奶牛养殖示范推广项目	6,885.86	6,777.86	108.00
4	营销网络建设项目	3,152.00	2,001.00	1,151.00
5	研发中心扩建项目	1,940.00	700.00	1,240.00
合计		22,248.56	16,474.56	5,774.00

资料来源：招股说明书

本次募集资金项目完成后，公司的产能将由5万吨上升至10.5万吨，将解决目前规模偏小的劣势，大大增强公司的生产能力和竞争实力；公司的自有奶牛基地将从2个增加到5个，合作基地将从12个增加到16个，奶牛存栏数将从目前的20332头增加到2011年的36954头，其中自有奶牛存栏数7786头，签约农户奶牛存栏数29168头，很好的满足生产销售所需的稳定高质原奶；公司的营销网络将得到明显的改善和拓展，新增180家专卖店、45家奶品投递站；扩建公司的研发中心，大大增强公司乳制品的技术含量和提升公司核心竞争力。

四、盈利预测及询价建议

我们预测，公司2009年、2010年和2011年归属于母公司股东的净利润分别为5140万元、6980万元和9090万元，对应摊薄后EPS分别为0.48元、0.65元和0.85元。

图表6: 公司盈利预测

会计年度	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	257	330.6	469.9	647
营业成本	154	190.2	273	379
营业税金及附加	1.6	2	2.8	4
营业费用	44	57	82	118
管理费用	18	21	31	43
财务费用	7	8	12	13
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	1	1	1
营业利润	33	51.4	68.1	89.4
营业外收入	5.3	5.5	6	6.5
营业外支出	0.7	1.5	1.8	2
利润总额	37.7	55.4	72.3	93.9
所得税	1	4	2.5	3
净利润	36.7	51.4	69.8	90.9
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	36.7	51.4	69.8	90.9
EPS	0.46 (发行前)	0.48	0.65	0.85

资料来源: 国联证券研究所

图表 7: 可比上市公司估值

证券简称	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	10PE
ST 伊利	-2.30	0.78	1.02	-12.01	32.20	24.91
光明乳业	-0.27	0.15	0.19	-32.79	58.84	46.77
三元股份	0.06	0.09	0.19	165.68	117.25	54.32
平均值				—	69.43	42.0
皇氏乳业	0.34	0.48	0.65	59.1	41.87	30.9

资料来源: WIND 国联证券研究所

参照目前已上市的乳制品企业估值倍数, 09年的平均市盈率为117.25倍, 10年PE均值为42倍, 如果剔除其中较高的三元股份, 则09年PE均值在45倍, 相比公司目前的发行市盈率, 仍存在一定的空间。同时考虑到公司差异化的产品以及较高的毛利水平, 我们认为公司的合理价格在25~27.3元之间, 建议申购。

五、风险因素

(1) 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。由于公司的奶源均在广西地区，若该地区大规模爆发如疯牛病，可能会使公司的原料奶供应严重短缺。从历史上来看，中国部分地区以往曾经发生过有限数量该类疾病案例。此外，有关该类事件的负面报道，不论其是否属实，都会影响消费者对于乳制品的购买，对公司甚至整个乳品行业的经营产生一定影响。因此，公司存在由于出现疫病而带来的潜在风险。

(2) 销售依赖区域市场风险及市场开拓风险

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%，公司销售存在对区域市场依赖性较大的风险。

公司本次募集资金到位后，募投项目实施达产后将新增产能5.5万吨/年，总的生产能力将达到10.5万吨/年，产能大幅度扩大，同行业竞争格局的变化、市场营销策略及新产品的市场接受程度等因素将使公司市场开发压力增大，存在一定市场开拓风险。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。