

皇氏乳业(002329)：独具特色的广西乳业龙头

食品饮料行业/乳制品

合理价：21 元-24 元

报告日期：2009 年 12 月 23 日

主要财务指标（单位：百万元）

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	257	317	409	543
(+/-)	23.04%	23.59%	28.98%	32.63%
营业利润	33	47	64	87
(+/-)	15.89%	41.49%	37.40%	34.88%
归属于母公司的净利润	37	47	63	84
(+/-)	21.62%	28.60%	34.12%	32.60%
每股收益（元）	0.34	0.44	0.59	0.78
发行市盈率（倍）	59	46	34	26

公司发行新股基本情况

发行日期/上市日期	2009.12.23/
发行后总股本（万股）	10700
发行股数（万股）	2700
发行价格（元）	20.1
发行市盈率（倍）	59
发行动态市盈率（倍）	46
行业滚动市盈率（倍）	/
第一大股东	黄嘉棣
第一大股东持股比例（发行前/发行后）	56.85%/42.51%
发行前每股净资产（元）	2.30
发行前资产负债率	48.56%

天相农业食品组**联系人—逄海燕**

021-58824282-807

021-58824282-894 luhy@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com**本报告关注点：**

- 民营企业股权结构；
- 广西地区乳业龙头，全国水牛奶企业龙头；
- 聚焦广西，适度拓展周边市场；

投资要点：

- 公司是民营企业，发起人和管理层持有绝大部分股份。发行后，实际控制人黄嘉棣先生持股42.51%；张咸文先生持股28.34%；管理层和核心技术人员合计持股2.8%。
- 广西地区乳业龙头。公司产品以巴氏奶为主，UHT奶为辅。以巴氏奶销量计算，2007年公司在广西市场占有率高达62.67%；以销售收入计算，2007年公司在广西市场份额为43.43%；以液态奶销量计算，2007年公司液态奶销量占广西市场总销量的比例为12.37%。
- 水牛奶和渠道是公司的两大特色。公司是全国水牛奶龙头企业，2007年水牛奶全国市场占有率38.5%，是首家将巴氏水牛奶出口到香港的内地企业。公司直销渠道占比高达50%以上，送奶到户业务平均每年增长约40%，形成坚实的市场壁垒。
- 聚焦广西市场，适度拓展周边省份市场。基于广西市场的巨大成长空间，未来三年，公司主要精力仍然集中在广西。同时，以水牛奶和果奶的UHT产品为主打，适度开拓广东、云南、贵州等市场。
- 募集资金投向项目。公司拟向社会公开发行2700万股，募集资金用于以下项目：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，合计需要资金2.5亿元。募集资金主要用于扩大产能以及建设奶源基地。
- 盈利预测与评级。我们预计2009-2011年EPS分别为0.44元、0.59元和0.78元，参考乳制品行业上市公司平均市盈率，考虑到公司的高成长性，给予2010年35-40倍市盈率，合理价位21元—24元之间。
- 风险提示。1) 原料奶价格大幅上涨风险；2) 食品安全等突发事件；3) 市场开拓风险；4) 大盘系统性风险。

目录

1. 广西乳制品行业概述	4
1.1 广西市场基数低、增速快	4
1.2 水牛奶简介	5
1.3 广西水牛奶全国领先	5
2. 公司基本情况简介	6
2.1 公司股权结构	6
2.2 下属子公司	7
2.3 广西地区乳业龙头	7
2.4 全国水牛奶龙头	8
3. 产品结构&成长性	9
3.1 公司收入结构和分布	10
3.2 综合毛利率远高于行业	11
3.3 公司近三年增长情况	12
4. 公司竞争要素分析	13
4.1 主要竞争对手	13
4.2 奶源壁垒	14
4.3 直销渠道为主	15
4.4 公司竞争战略	15
5. 影响利润的重要因素	16
5.1 原奶价格变动的影响	16
5.2 税收优惠和政府补贴的影响	16
6. 募集资金投入项目	17
7. 盈利预测与估值	18
7.1 盈利预测	18
7.2 估值分析	18
7.3 风险提示	18

图表目录

图 1: 广西地区人均奶类占有量.....	4
图 2: 广西水牛奶产量全国占比 图 3: 广西奶水牛存栏数.....	5
图 4: 广西地区奶类结构 图 5: 2006 年广西地区奶牛存栏结构.....	6
图 6: IPO 前公司股权结构.....	6
图 7: 公司巴氏奶比重.....	9
图 8: 产品收入结构.....	10
图 9: 收入广西区内分布 图 10: 收入区外市场分布.....	10
图 11: 产品毛利结构.....	11
图 12: 分产品毛利率.....	11
图 13: 行业内公司毛利率比较.....	12
图 14: 近三年收入及增速 图 15: 近三年净利润及增速.....	12
图 16: 分产品收入增速.....	13
图 17: 公司区内、区外竞争对手.....	13
图 18: 区内竞争对手规模 图 19: 周边省份竞争对手规模.....	14
表 1: 2009 年前三季度南方省份液体乳产量.....	4
表 2: 水牛奶、牛奶营养成分比较.....	5
表 3: 高管持股情况.....	7
表 4: 控股及参股子公司.....	7
表 5: 公司在广西市场占有率.....	8
表 6: 公司水牛奶市场占有率.....	8
表 7: 公司原奶自给率.....	14
表 8: 公司直销渠道占比.....	15
表 9: 公司成本构成.....	16
表 10: 原奶价格对荷斯坦牛奶毛利率的影响.....	16
表 11: 原奶价格对水牛奶毛利率的影响.....	16
表 12: 公司所得税优惠政策.....	17
表 13: 税收优惠&财政补贴对净利润的影响.....	17
表 14: 募集资金投入项目简介.....	17
表 15: 乳制品上市公司估值.....	18
表 16: 收入分项预测.....	19
表 17: 皇氏乳业盈利预测.....	19

1. 广西乳制品行业概述

1.1 广西市场基数低、增速快

南方地区大多是城市型乳企，液态奶比重较高，在此，我们重点关注液态奶产量。尽管南方地区奶源紧缺，但是因为集中了全国大部分人口，其市场空间较大。因此，南方市场普遍体现出牛奶产量基数低，增速快的特点。

我们以广西周边的几个省份为例，其液态奶产量全国排名不高。但是2009年前三季度液态奶产量增速，明显高于全国平均水平。其中，前三季度广西地区液态奶产量5.65万吨，同比增长10.25%，增速高出全国平均水平7.22个百分点。

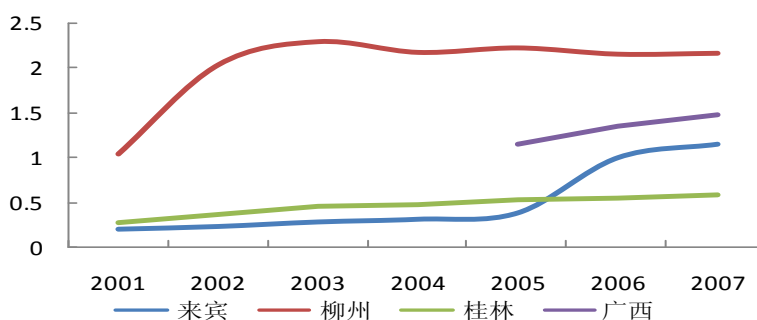
表 1：2009 年前三季度南方省份液体乳产量 单位：万吨、%

	产量	增速	产量全国排名
全国	1212.73	3.03	
四川	29.14	34.27	13
重庆	7.80	20.97	23
广东	24.60	19.76	15
云南	20.71	16.66	17
贵州	2.98	25.59	29
广西	5.65	10.25	26
海南	0.31	20.99	30

数据来源：中国奶业协会、天相投顾整理

2007年广西地区人均奶类占有量1.47千克，远低于全国人均占有量27.57千克。与全国市场类似，广西地区城镇和农村消费水平相差较大，2007年城镇居民人均乳制品消费量12.28千克，农村居民人均乳制品消费量0.13千克。

图 1：广西地区人均奶类占有量



数据来源：招股说明书、天相投顾整理

1.2 水牛奶简介

荷斯坦牛奶、水牛奶和羊奶是人类食用的乳与乳制品的三大来源。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。水牛奶蛋白质、总干物质的含量，分别为普通牛奶的1.6、1.7倍，其人体必需微量元素的含量也远高于普通牛奶。

表 2：水牛奶、牛奶营养成分比较

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	5.3	4.8	0.86	21.96	314.49	574.06	403.61
牛奶	87.3	3.75	3.4	4.75	0.8	12.7	243.75	371.25	300

数据来源：招股说明书、天相投顾整理

2007年世界水牛奶占全部奶类的比例为12.52%。作为全球最大的奶类生产国，印度水牛奶比重最高，2007年其水牛奶产量占奶类总产量的56.85%。

我国水牛奶的比重很小，只有不到0.5%，但是未来水牛奶的增速将加快，一方面是基数小，最主要的是政府越来越重视南方奶水牛的发展。

2006年3月，根据农业部奶源基地的规划，南方奶水牛产区是全国奶源基地的五大产区之一，未来将充分发挥区域内水牛资源优势，大力发展奶水牛。2007年9月，国务院在促进奶业健康发展意见中指出，南方地区要充分利用草山草坡养殖奶牛，重视奶水牛的发展，逐步扩大加工能力，缓解奶业发展“北多南少”的矛盾。

1.3 广西水牛奶全国领先

占据南宁、玉林、来宾、崇左等水牛奶优势产区，再加上当地政府大力支持水牛奶产业的发展，广西地区水牛奶产量一直在全国居于领先地位。

图 2：广西水牛奶产量全国占比 单位：%

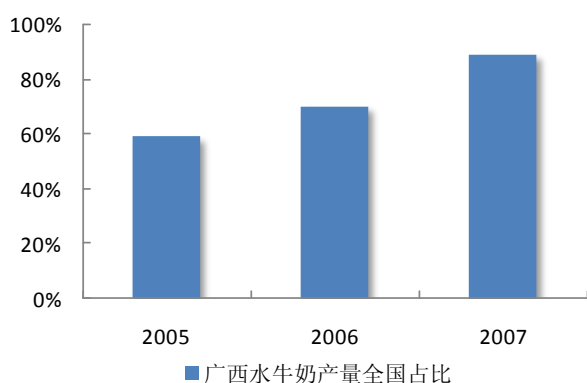
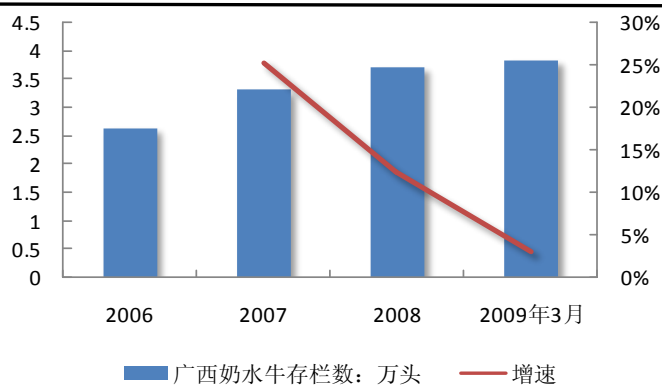


图 3：广西奶水牛存栏数



数据来源：招股说明书、天相投顾整理

近年来，广西地区水牛奶占奶类的比例不断上升。2007年，广西水牛奶产量占比26.31%，同比大幅提升18.53个百分点。

图 4：广西地区奶类结构

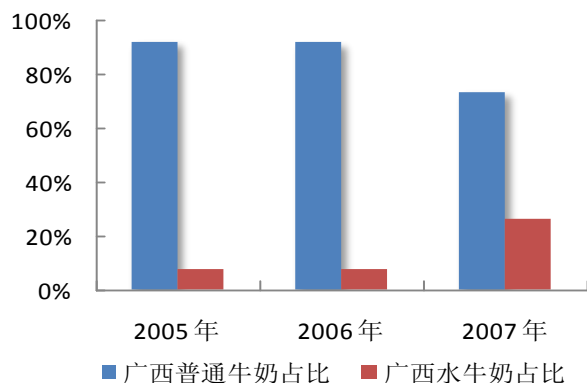
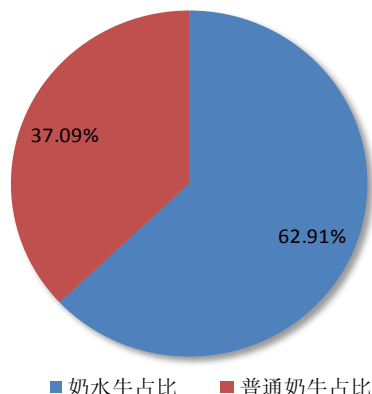


图 5：2006 年广西地区奶牛存栏结构



数据来源：招股说明书、天相投顾整理

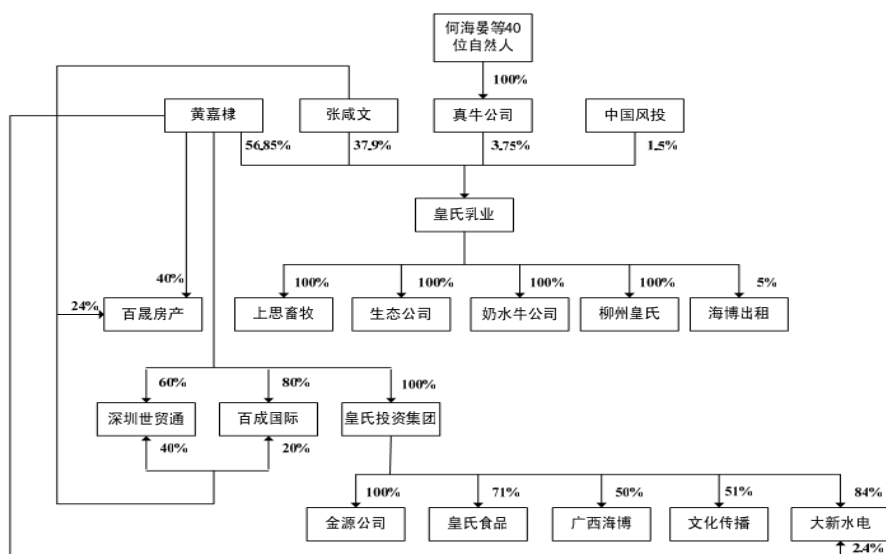
2. 公司基本情况简介

2.1 公司股权结构

实际控制人黄嘉棣先生持股56.85%，发行后持股比例为42.51%；张咸文先生发行后持股28.34%；由管理层和核心技术人员持股的广西真牛资产经营有限公司，发行前持股比例3.75%，发行后持股2.8%。

发起人和管理层持有公司股份的绝大部分，股权结构合理。发行前的公司总股本为8000万股，拟发行股数2700万股，占发行后总股本的25%。

图 6：IPO 前公司股权结构



数据来源：招股说明书、天相投顾整理

表 3：高管持股情况

姓名	职务	发行前持股比例	发行后持股比例	持股性质
黄嘉棣	董事长	56.85%	42.51%	直接
张咸文	副董事长	37.90%	28.34%	直接
何海晏	副总经理、董秘	0.79%	0.59%	通过真牛公司间接
李仕坚	监事会主席	0.25%	0.19%	通过真牛公司间接
谢秉锵	副总经理	0.06%	0.04%	通过真牛公司间接
滕翠金	财务总监	0.06%	0.04%	通过真牛公司间接
邵阿姣	核心技术人员	0.02%	0.015%	通过真牛公司间接
孙宁	核心技术人员	0.01%	0.007%	通过真牛公司间接

数据来源：招股说明书、天相投顾整理

2.2 下属子公司

截至目前，公司拥有四家子公司，一家参股公司。四家子公司，其中三家是奶源基地，一家是负责市场开拓的公司。募集资金到位后，公司重点加强奶源基地建设，以及广西区内市场的拓展。

表 4：控股及参股子公司

单位：万元	成立时间	营业收入	净利润	简介
上思皇氏乳业畜牧发展有限公司	2002-5-16	632.82	257.7	奶源基地之一，从事奶牛养殖
广西皇氏甲天下农业生态开发有限公司	2005-11-15	0	-0.06	是未来发展的奶源基地之一
广西皇氏甲天下奶水牛开发有限公司	2007-12-19	0	-29.4	是未来的奶牛养殖基地之一
广西柳州皇氏甲天下乳业有限责任公司	2008-12-1	826.32	-155	从事柳州市场开发及销售
广西海博出租汽车有限公司	2004-6-2	1711.68	368.2	公司仅持有 5%的股权

数据来源：招股说明书、天相投顾整理

公司控股股东控制的其他企业有九家，涉及地产、水电等多种业务。这些公司虽然成立多年，但是大多都没有开展实质性的业务，其中六家公司的营业收入为零。公司表示，多数控股股东控制企业的设立是历史原因，主要跟董事长的工作经历有关。公司未来仍将集中精力于乳制品行业，其他业务维持现状，不予关注。

2.3 广西地区乳业龙头

公司产品系列是以荷斯坦牛奶、水牛奶为主要原料的巴氏杀菌奶、酸奶、果奶、UHT 灭菌奶等各类液态乳制品和乳饮料。

公司是广西最大的乳制品生产和销售企业，2005年-2007年公司巴氏奶产销量均位居广西地区第一名，其中，2007年巴氏奶广西市场占有率高达62.67%。以销售收入计算，2007年公司在广西地区市场份额为43.43%；以液态奶销量计算，2007年公司液态奶销量占广西市场总销量的比例为12.37%。

表 5：公司在广西市场占有率

年 份	2005 年	2006 年	2007 年
广西巴氏奶产量（吨）	27,520	32,990	33,066
本公司巴氏奶产量（吨）	11,405	13,703	20,724
巴氏奶广西市场占有率（%）	41.44	41.53	62.67
广西本地乳品企业销售收入（亿元）	2.52	3.78	4.26
公司销售收入（亿元）	0.91	1.49	1.85
广西本地市场占有率（%）	36.11	39.42	43.43
广西液态奶总产量（吨）	45,300	99,500	262,100
本公司液态奶产量（吨）	15,230	20,548	32,423
广西整体市场占有率（%）	33.62	20.65	12.37

数据来源：招股说明书、天相投顾整理

2005-2007年，公司液态奶销量市场份额下降，一方面是公司产品结构以巴氏奶为主，UHT奶为辅；另一方面是公司仅依靠自身积累，规模扩张滞后于广西消费需求。

广西当地乳制品企业中，南宁童乐乳业、广西石埠乳业是公司的主要竞争对手，但是这两家企业的销售规模仅占公司的9-10%，竞争实力远远低于公司。

2.4 全国水牛奶龙头

公司水牛奶产销量居全国首位，2007年公司水牛奶产量8598吨，占广西水牛奶产量的43.53%，占全国水牛奶总产量的38.5%。2008年公司水牛奶产量达到10269吨，较2007年增长20.84%；2009年1-6月份水牛奶产量达到5364.28吨。

表 6：公司水牛奶市场占有率

年 份	2005 年	2006 年	2007 年
全国水牛奶产量（吨）	6,900	7,020	22,070
公司水牛奶产量（吨）	2,721	4,082	8,498
水牛奶广西市场占有率（%）	67.02	83.31	43.53
水牛奶全国市场占有率（%）	39.43	58.15	38.5

数据来源：招股说明书、天相投顾整理

公司水牛奶技术国内领先，拥有广西唯一的自治区级研发中心，并发起和参与了国家水牛奶产品标准的制定。此外，公司是国内首家将巴氏水牛奶产品出口到香港市场的企业，水牛奶产品质量得到市场的广泛认可。

3. 产品结构&成长性

我国乳制品行业，以基地型企业为主，UHT奶占据市场份额的绝大部分。这主要是我国奶源大多集中于北方地区，远距离的冷链运输条件成本太高，因此，保质期长的UHT奶迅猛发展。

随着人们生活水平的提高，越来越重视乳制品的质量，新鲜、营养的巴氏奶依托区域市场，成为乳制品行业新一轮发展的重要力量。未来，UHT奶大多销往冷链条件不完善的农村地区，巴氏奶在其销售半径内，以产品质量赢得市场占有率。

表 7：巴氏奶、UHT 奶营养成分比较

	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

数据来源：招股说明书、天相投顾整理

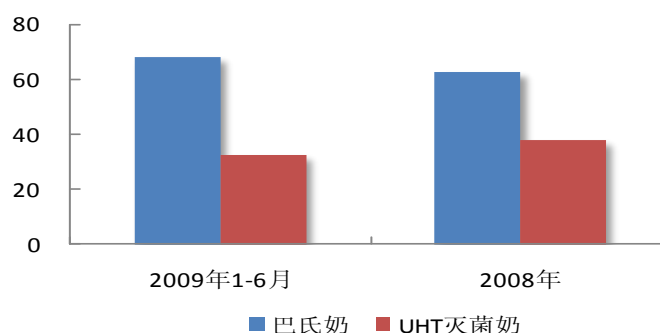
表 8：主要国家巴氏奶比重

国家或地区	巴氏奶比重 (%)	常温奶比重 (%)
加拿大	99.9	0.1
美国	99.7	0.3
日本	99.3	0.7
台湾地区	97.6	2.4
澳大利亚	92.6	7.4
中国	20~30	60~70

数据来源：招股说明书、天相投顾整理

作为城市型乳品企业，公司产品以巴氏奶为主，UHT奶为辅。其主要产品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型酸奶。

图 7：公司巴氏奶比重 单位：%

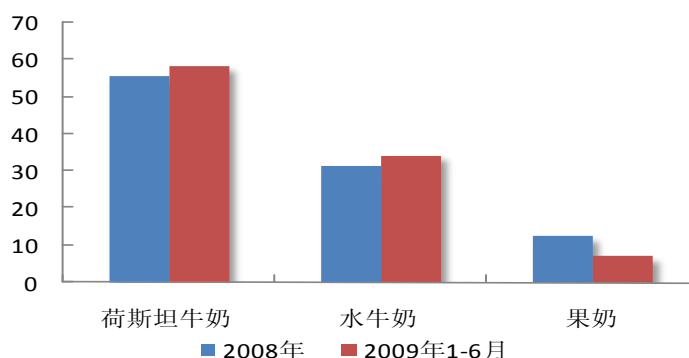


数据来源：招股说明书、天相投顾整理

3.1 公司收入结构和分布

按照原料奶划分，2009年上半年荷斯坦牛奶、水牛奶和果奶的收入占比分别为58.19%、34.27%和7.06%。相对于2008年底，荷斯坦牛奶、水牛奶的比重都有所上升，果奶占比下降了5.35个百分点，主要是果奶产能被挤占后产量降低。

图 8：产品收入结构 单位：%



数据来源：招股说明书、天相投顾整理

公司95%以上的收入来源于广西市场，产品系列齐全，区外市场主要以水牛奶、果奶的UHT产品为主。2009年上半年，区外市场占比下降了4.1个百分点，其中广东市场下降了3.3个百分点。

我们认为，主要是以下两个原因：行业方面，三聚氰胺后乳制品增速下滑，省外市场受到的冲击更明显；公司方面，三聚氰胺事件爆发后，管理层及时调整了市场策略，提出了“何必东奔西走，放心奶就在家门口”的口号，提升省内市场品牌效应，占据了省内市场先机。

图 9：收入广西区内分布 单位：%

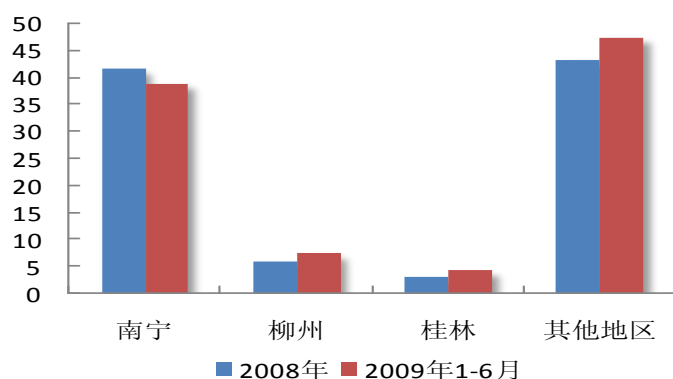
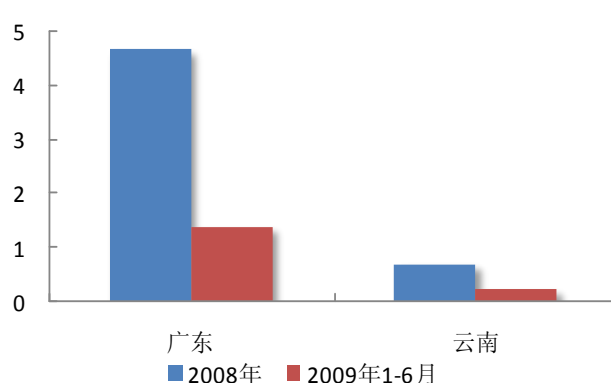


图 10：收入区外市场分布 单位：%



数据来源：招股说明书、天相投顾整理

未来三年，公司的主要精力仍将放在区内市场。南宁市场的占有率较高，增速放缓，而桂林、柳州的市场空间较大，根据经济发达程度，这两个城市的市场容量高于南宁。公司方面表示，如果深度开发

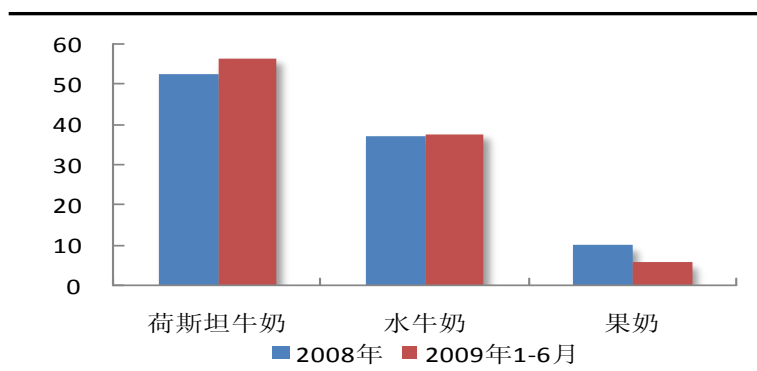
桂林、柳州市场，达到和南宁一样的市场占有率，将带来翻番的业绩。

同时，公司也加大了北海、玉林、梧州等区内二、三线市场的开拓力度，成为公司新的增长来源。

3.2 综合毛利率远高于行业

按照原料奶划分，2009年上半年荷斯坦牛奶、水牛奶和果奶的收入占比分别为58.19%、34.27%和7.06%。

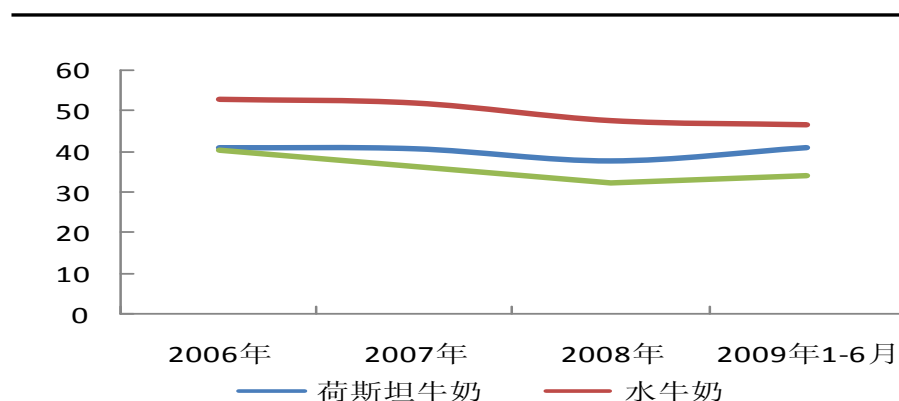
图 11：产品毛利结构 单位：%



数据来源：招股说明书、天相投顾整理

公司果奶毛利率下降较大，原因是果味乳制品的市场竞争比较激烈，公司难以保持长期的超额利润。同时，此类产品正处于市场拓展期，公司也相应采取了一定的促销措施。

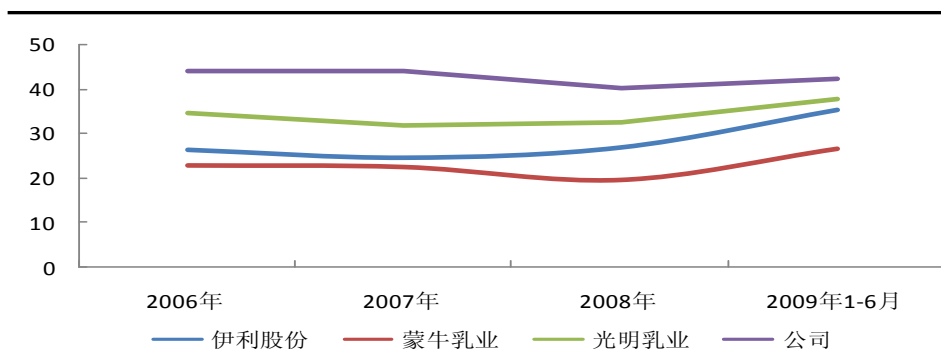
图 12：分产品毛利率 单位：%



数据来源：招股说明书、天相投顾整理

公司毛利率远高于竞争对手，主要是产品结构决定的。公司以巴氏奶为主，同时，公司水牛奶的收入占比接近35%，水牛奶因其营养价值高，定位于高端乳品，毛利率高于其他品类。

图 13: 行业内公司毛利率比较 单位: %



数据来源: 招股说明书、天相投顾整理

3.3 公司近三年增长情况

2006-2008年公司乳制品收入保持了较快增速, 主要是占乳制品收入50%的送奶到户业务, 平均每年按照近40%的速度增长。公司加大了市场推广力度, 2006年-2008年度送奶到户数量分别达到18万户、28万户和37万户, 2009年6月底达到了41.26万户。

2009年上半年收入增速有所下降, 一方面是水牛奶经历了06、07年的超高速发展, 增长势头放缓; 另一方面是果奶同比下降。

但是从上半年送奶到户的数量看出, 乳制品的基本业务仍然保持了较快发展。随着募集资金项目的投产, 再加上广西乳制品市场的巨大空间, 预计公司将重回高速增长轨道。

图 14: 近三年收入及增速 单位: 亿元

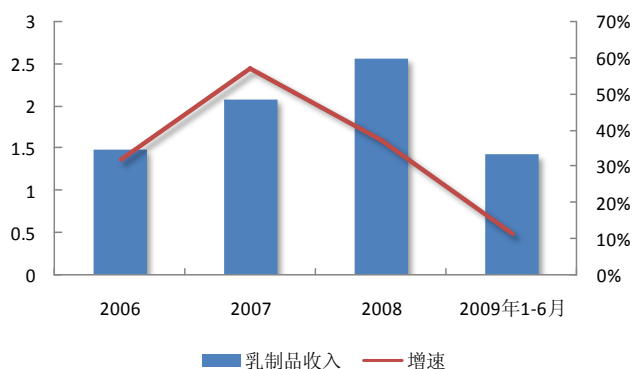
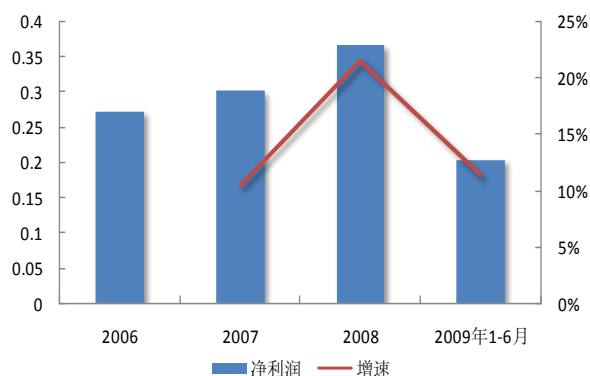


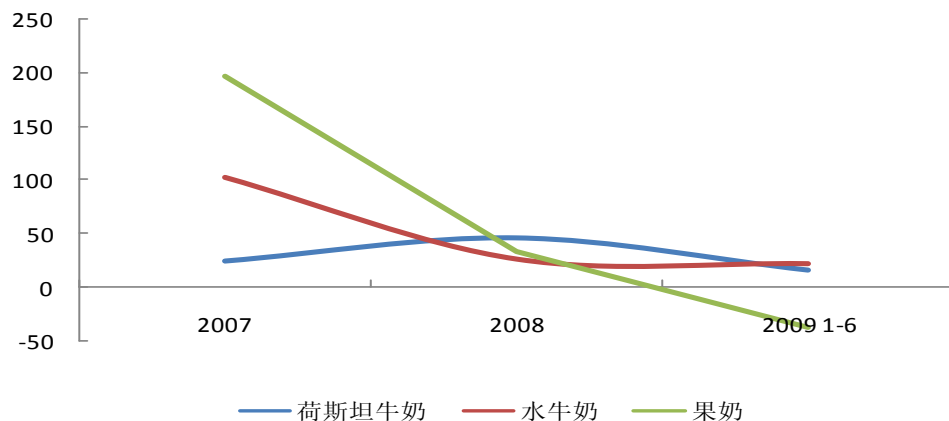
图 15: 近三年净利润及增速 单位: 万元



数据来源: 招股说明书、天相投顾整理

2009年上半年, 果奶下降幅度较大, 主要是公司相关产能优先安排了需求量较大的红牛奶、黑牛奶等毛利率较高的营养奶以及学生奶的生产, 导致果奶产量有所降低。

图 16: 分产品收入增速



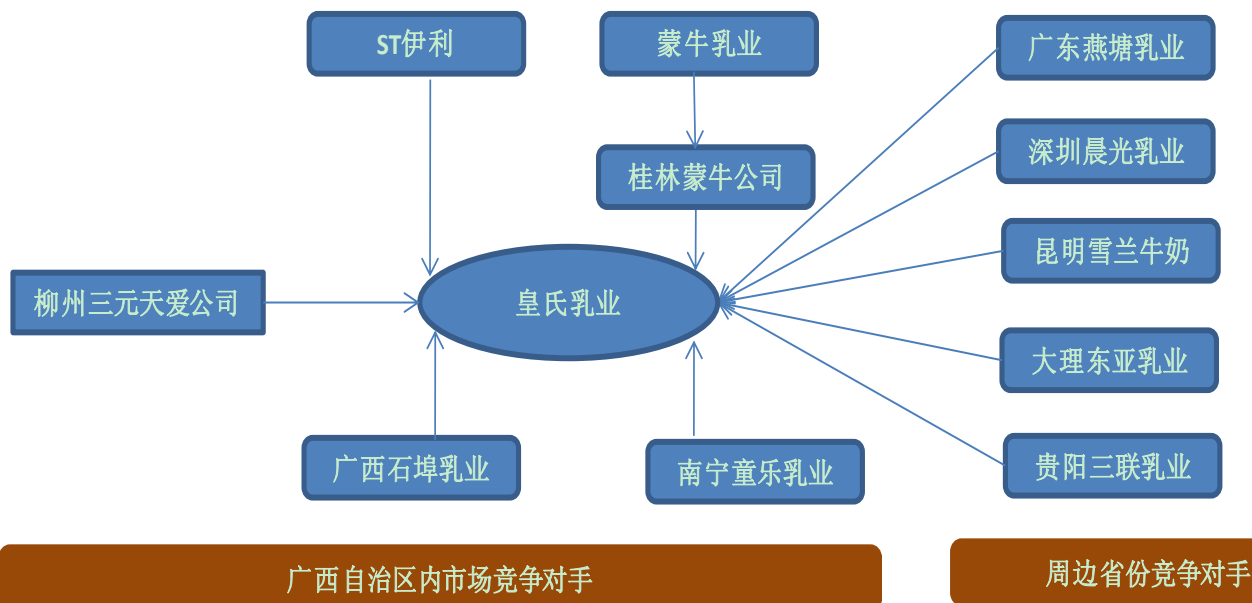
数据来源: 招股说明书、天相投顾整理

4. 公司竞争要素分析

4.1 主要竞争对手

公司成立之初,就以产品差异化作为其竞争优势。广西区内市场,当地乳企规模较小,对公司的威胁不大;全国性龙头主打UHT奶,对公司影响有限。区外市场,公司面临的竞争比较激烈,主要以特色产品水牛奶、果奶进行市场推广。

图 17: 公司区内、区外竞争对手



数据来源: 天相投顾整理

图 18: 区内竞争对手规模

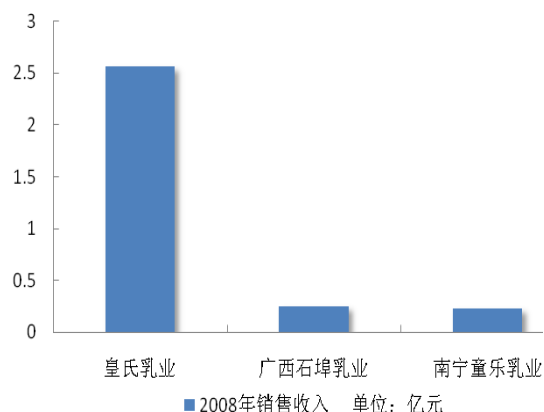
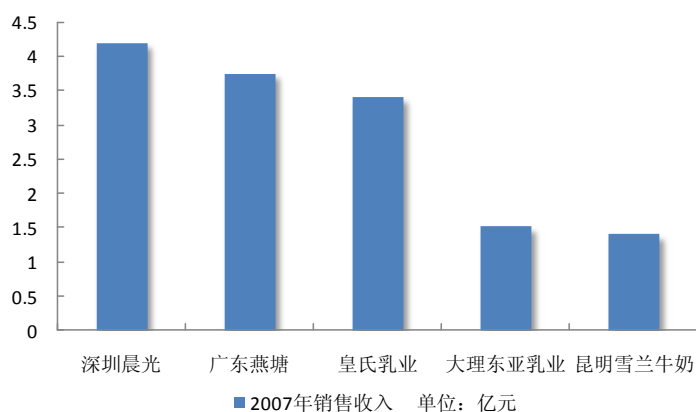


图 19: 周边省份竞争对手规模



数据来源: 天相投顾整理

4.2 奶源壁垒

公司原奶供给主要采取自建和合作基地的模式。公司目前拥有自有奶牛养殖基地2个, 合作奶牛养殖基地12个, 共拥有奶源基地14个。募集资金到位后, 自有基地增加到5个, 合作基地预计增加到16个, 将来拥有的奶源基地数量增加到21个。

2009年6月底, 公司自有和签约农户的奶牛数量20332头, 原奶供给率73.5%。同时, 公司通过收集周边农户的原料奶, 弥补自建基地和合作基地在销售旺季供奶不足问题。

根据募集资金项目, 到2011年底, 预计公司控制奶牛存栏数达到41962头, 其中自有奶牛存栏数8232头, 签约农户奶牛存栏数33730头。

表 7: 公司原奶自给率

	2006	2007	2008	2009年1-6月
控制存栏数	9521	14312	17742	20332
自有存栏	1364	1777	2195	2290
签约农户存栏	8157	12535	15547	18042
自有存栏占控制存栏比率	14.33%	12.42%	12.37%	11.26%
原料奶产量	14369.74	21263.08	27899.61	15316.36
乳制品产能	25000	35000	50000	50000
乳制品产量	20570.76	32422.56	40475.07	20837.5
控制原奶供给率	69.86%	65.58%	68.93%	73.50%
自有原奶供给率	24.70%	20.50%	19.21%	22.29%

数据来源: 招股说明书、天相投顾整理

4.3 直销渠道为主

分产品看，低温巴氏瓶装奶的主要销售模式是送奶到户，也称封闭式渠道，截至2009年6月底，公司每日送奶到户客户已经达到41.26万户/日，在2010年以前，家庭配送水平将提升到50万户/日的水平。销售渠道的差异化，尤其是瓶装奶配送渠道，有力的巩固了公司区域市场的优势地位。

分地区看，公司在南宁市区采用直销方式，在柳州、桂林、深圳直销为主、经销为辅，其他城市和区域外市场采用经销模式。随着公司未来三年重点拓展桂林、柳州，以及北海、玉林、梧州等二、三线城市，直销渠道占比将有所下降。

表 8：公司直销渠道占比

	2006	2007	2008	2009 1-6	2010E
直销销售比重	64.57%	53.15%	50.96%	52.21%	
瓶装奶订户：万户		28	37.28	41.26	50

数据来源：招股说明书、天相投顾整理

4.4 公司竞争战略

市场拓展方面：

公司表示，未来三年，主要精力集中在广西市场，区外市场扩张动作不大。一方面是广西乳制品消费基数低，增速快；另一方面，公司在广西地区市场占有率不到50%，未来提升空间较大。

公司在广西地区拥有足够的实力的时候，才有资本和精力开拓区外市场，主打水牛和果奶UHT产品，进行水牛奶品牌和营养价值的宣传。

所以，未来三年内，公司的成长空间主要受制于广西地区乳制品市场的拓展、竞争、增长状况。

产品方面：

坚持巴氏奶为主、UHT奶为辅的产品结构，同时，加大特色产品水牛奶、果奶的资源投放力度，巩固公司水牛奶的全国龙头地位。

尤其是拓展区外市场时，走差异化产品路线，主打水牛奶、果奶中的UHT产品。

5. 影响利润的重要因素

5.1 原奶价格变动的影响

2009年上半年，原料奶成本占比59.43%，包装物成本占比28.25%，两者合计占到成本的将近90%。公司一般通过提高产品售价、改善产品结构消化原奶上涨压力，同时，加快自有奶源基地建设，降低成本波动风险。

表 9：公司成本构成

项目	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 1-6 月
直接人工（%）	2.14	1.67	1.58	1.73
制造费用（%）	18.33	13.68	11.3	10.59
直接材料（%）	79.53	84.65	87.12	87.68
其中：原料奶（%）	53.28	54.56	58.84	59.43
其中：包装物等（%）	26.25	30.09	28.28	28.25
合计	100	100	100	100

数据来源：招股说明书、天相投顾整理

表 10：原奶价格对荷斯坦牛奶毛利率的影响

单位：%	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 1-6 月
原料奶价格涨幅	0.57	9.33	16.39	5.31
单位成本涨幅		-2.64	20.38	1.22
单位成本涨幅其它因素		07 年销量大幅增长 28.99%，单位折旧费 用等固定成本下降	UHT 牛奶销售比重增加 2.85 个百分点，使得产 品包装物成本上升	上半年销量增长 10.84%，单位折旧费 用等固定成本下降
荷斯坦单位价格涨幅	很小	很小	14.80	6.63
荷斯坦毛利率	40.95	40.7	37.82	40.97

数据来源：招股说明书、天相投顾整理

表 11：原奶价格对水牛奶毛利率的影响

单位：%	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 1-6 月
水牛奶原料奶价格涨幅	0.87	1.44	19.74	15.77
水牛奶单位价格涨幅			没有提价	16.68
水牛奶毛利率	52.65	51.75	47.5	46.5

数据来源：招股说明书、天相投顾整理

5.2 税收优惠和政府补贴的影响

增值税方面，旗下公司销售自产鲜牛奶免缴增值税，公司生产销售的纯鲜牛奶产品适用13%的增值税税率。公司生产销售的其他乳制品适用17%的增值税税率。增值税政策短期内变动的可能性不大，因此，我们主要讨论所得税优惠政策对公司的影响。

表 12：公司所得税优惠政策

时间	税率	政策
2008 年-2010 年	7.50%	享受国家西部大开发 15%税率以及“两免三减半”企业所得税优惠政策
2008 年-2010 年	免缴地方部分企业所得税	广西壮族自治区人民政府关于促进广西北部湾经济区开放开发的若干政策

数据来源：招股说明书、天相投顾整理

公司所得税优惠政策的截止日都是2010年12月31日，后续不能确定是否继续享受优惠政策。公司主业属于国家鼓励行业，并且作为广西区农业产业化龙头企业，因技术创新等收到不同形式的政府补贴。未来相关产业政策若发展调整，将引起净利润的波动。

表 13：税收优惠&财政补贴对净利润的影响

单位：万元	2006	2007	2008	2009 1-6
税收优惠影响额	476.26	317.38	465.77	334.7
占净利润比例	17.67%	10.44%	12.68%	16.36%
财政补贴占净利润比例	41.85%	15.01%	14.43%	12.60%
合计	59.52%	25.45%	27.11%	28.96%

数据来源：招股说明书、天相投顾整理

6. 募集资金投入项目

公司拟向社会公开发行不超过2700万股，募集资金投向如下：

- 1、液态奶深加工4.5万吨产能扩大项目；
- 2、来宾年产2万吨液态奶加工项目；
- 3、奶牛养殖示范推广项目；
- 4、营销网络建设项目；
- 5、研发中心扩建项目；

上述五个项目需要资金合计约45986.63万元。

表 14：募集资金投入项目简介

项目	分产品	产能	募集资金投资额	概述
液态奶 4.5 万吨深加工	水牛奶	2	7090.8	建设期 1.5 年，第二年下半年投产，当年达产率 50%。第三年达产率 80%。第四年达产率 100%。
	荷斯坦牛奶	1.5		
	果奶	1		
来宾 2 万吨液态奶	水牛奶	0.5	3179.9	建设期 1.5 年，第二年投产，达产率 50%。第三年达产率 100%。
	荷斯坦牛奶	1.5		
奶牛养殖示范推广			6885.86	新建自有养殖基地 2 个，存栏数 2000 头
营销网络建设			3152	广西内建设专卖店、奶品投递站；广州、昆明、贵阳设三家销售分公司
研发中心扩建			1940	

数据来源：招股说明书、天相投顾整理

7. 盈利预测与估值

7.1 盈利预测

我们假设，未来两年荷斯坦牛奶销量增速在25-30%，水牛奶销量增速28%，果奶销量增速20%，销售均价波动幅度在3-5%之间。在此基础上，按照摊薄后股本计算，我们预计2009-2011年EPS分别为0.44元、0.59元和0.78元。

7.2 估值分析

我们采用相对估值法，主要从以下三个层面考虑：1) 今年新上市的消费类公司中，2010年平均PE在35倍左右；2) 食品饮料类中小板公司市盈率较高，2010年平均PE约为38倍（剔除高金食品）；3) A股市场中的乳制品行业上市公司，2010年平均PE在35倍左右。

结合公司的快速成长性、差异化竞争优势，综合考虑后，我们认为2010年公司市盈率35-40倍比较合适，对应合理目标价位21元-24元。

以中小板首日最大概率涨幅40%-50%计算，公司首日股票价格应在30元左右，如果首日股票价格高于我们合理区间的上限，提醒投资者注意相关风险。

表 15：乳制品上市公司估值

名称	当前股价	EPS(元)		PE	
		2009E	2010E	2009	2010
*ST 伊利	25.49	0.73	0.98	35	26
光明乳业	8.96	0.17	0.2	53	45
三元股份	7.4	0.15	0.21	49	35
平均				46	35

数据来源：招股说明书、天相投顾整理

7.3 风险提示

- 1) 原料奶价格大幅上涨的风险；
- 2) 食品安全等突发事件风险；
- 3) 市场开拓风险；
- 4) 大盘系统性风险；

表 16: 收入分项预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
产能	35000	50000	50000	82500	98000
销量合计 (吨)	32364	40250	20723	45855	58795
荷斯坦	19885	25275	13858	30330	37912
水牛	8468	10239	5364	11263	15768
果奶	4011	4736	1501	4263	5115
收入合计(万元)	18505	25487	14264	31583	42220
荷斯坦	9777	14266	8340	18317	23584
水牛	6348	8035	4912	10341	15057
果奶	2380	3186	1012	2925	3580
综合毛利率	43.9%	40.2%	41.5%	41.1%	42.3%
荷斯坦	40.7%	37.8%	40.0%	39.0%	40.0%
水牛	51.8%	47.5%	46.0%	46.0%	47.0%
果奶	36.4%	32.4%	34.5%	34.0%	35.0%

数据来源: 招股说明书、天相投顾整理

表 17: 皇氏乳业盈利预测

单位: 万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	20,869	25,677	31,733	40,930	54,286
增长率	40.15%	23.04%	23.59%	28.98%	32.63%
减: 营业成本	12,585	15,369	18,490	24,879	33,414
综合毛利率	39.69%	40.15%	41.46%	41.07%	42.27%
营业税金及附加	126	159	174	211	289
销售费用	3,636	4,410	5,369	7,389	10,303
管理费用	1,073	1,757	2,148	2,913	4,110
财务费用	639	739	790	84	289
期间费用率	25.63%	26.90%	26.30%	24.60%	25.40%
资产减值损失	(19)	28	40	40	40
投资收益	28	95	0	0	0
营业利润	2,856	3,310	4,683	6,434	8,678
增长率	81.84%	15.89%	41.49%	37.40%	34.88%
加: 营业外收入	551	532	500	500	500
减: 营业外支出	110	69	50	50	50
利润总额	3,297	3,772	5,133	6,884	9,128
减: 所得税费用	257	100	411	551	730
净利润	0	0	0	0	0
归属母公司所有者的净利润	3,040	3,672	4,722	6,333	8,398
增长率	10.59%	21.62%	28.60%	34.12%	32.60%
少数股东损益	21	0	0	0	0
每股收益	0.28	0.34	0.44	0.59	0.78

数据来源: 招股说明书、天相投顾整理

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	济南市高新区华龙路 1825 号嘉恒商务大厦 A 座 1005 室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100