

皇氏乳业：水牛奶巨头 跳跃增长待来年

——皇氏乳业（002329）调研快报

2010 年 3 月 15 日

推荐/首次

皇氏乳业

调研快报

刘家伟	010-66507309 Email: liujw@dxzq.net.cn MSN: yynyljw999@hotmail.com 执业证书编号: S148020712000046
王昕	010-66507312 Email: wangxin@dxzq.net.cn MSN: wangxin200810@hotmail.com

事件：

3 月 12 日公司召开 2010 年第一次临时股东大会，我们专程前往参加，期间独家考察了公司位于南宁市的加工基地、来宾市的黑白花奶牛和奶水牛养殖基地，并与有关负责人进行了交流。

内容：

1. 部分奶水牛养殖示范推广基地项目实施主体由公司变更为全资子公司有利于就近管理

本次股东大会讨论的议题之一是，将桂平市蒙圩镇奶牛养殖示范推广基地项目实施主体有公司变更为位于广西桂平市蒙圩镇的全资子公司奶水牛公司，实施主体变更后基地与实施人距离更近，有利于项目建设管理和募集资金的运用及监控，便于该项目有关行政手续办理。由于奶水牛公司为公司全资子公司，未来主要业务仍为奶牛养殖，公司能够对其实现全面掌控。

2. 巴氏奶、果奶和水牛奶仍将是公司差异化经营的亮点和重点

公司从设立之初就在走一条差异化的道路，避开竞争激烈的常温奶，定位巴氏奶和特色水牛奶，我们认为未来公司仍将沿着这条路继续做细做深做大做强。首先巴氏奶是公司荷斯坦牛奶的利润保障，由于巴氏奶不易储存具有销售半径较小的特性，故做好巴氏奶既可以避免与伊利、蒙牛等公司的正面竞争，又可以确保和扩大公司在区内城市和偏远县乡的销售，我们认为未来公司将不断扩展广西其他二线城市巴氏奶的开发，同时还将以不同价位的常温奶作为补充，覆盖区内较偏远、不易冷链保存和运输的农村地带。

广西具有得天独厚的热带水果资源，果奶也将是公司发展的特色产业。目前果奶还处在推广阶段，但凭借丰富的水果资源，木瓜、香蕉等果奶品种具有成本优势，一旦推广开会有很好的成效。

借助水牛奶的战略扩张和其自身丰富的营养价值，水牛奶正成为公司差异化战略的亮点，保持稳定毛利率并扩大水牛奶销售（深挖广西市场、进军一线城市）将成为公司业绩的增长点。

3. 广西奶水牛养殖方兴未艾，公司将乘东风成为水牛奶行业龙头

根据《国务院关于促进奶业持续健康发展的意见》，在南方大力发展奶水牛已成为奶业战略之一，奶水牛建设将成为缓解奶业“北多南少”矛盾的生力军，也是广西十大支柱产业之一，公司也因此成为广西的一个支柱产业龙头。从 2004 年开始广西加速培育和改良水牛，每年品改牛 10 万头以上，09 年达到 30 多万头，品改站达到 2700 个。广西财政对改良牛每头补贴 10 元（只要农户把牛牵至改良站配种即可获得补贴），所产小牛可以卖到 3000 元左右，而非改良小牛只能卖 200-300 元/头，因此农户改良积极性很高。另一方面，公司在收购原奶时采取保价收购政策，使得农民忠实度和信任感增强，更有利于公司收集更多奶源。公司目前水牛奶源约占全广西的 80%，依照保价收购和品种改良的思路，按达到二代改良需要 7 年时间计算，2010 下半年到 2012 年广西奶水牛数量将迅猛增长，由于经过改良后的水牛个体和产奶量都有大幅提高，公司未

来 1-3 年内水牛奶量将有突飞猛进增长，为公司做大水牛奶奠定了强大基础。

4. 自有和合作奶源基地的大力建设将确保公司有效控制奶源数量

截至 09 年中期公司共有自有基地 2 个，合作基地 12 个，自有和签约农户奶牛存栏数分别为 2290 头和 18042 头，如果募投项目顺利达产则公司在未来二年自有基地将扩大为 5 个，合作基地 16 个，控制奶牛存栏数将达到 41962 头，其中自有奶牛存栏数 8232 头，签约农户奶牛存栏数 33730 头，公司产能将从 5 万吨增加到 10.5 万吨，销量增长 2.1 倍。公司原有众多奶源和未来新增基地的建设是竞争对手难以匹敌的，这将为公司控制奶源资源提供有力保障，确保公司稳居广西乳业老大位置。

5. 广西资源优势铸就原奶高品质，自有奶站建设与统一采集保证原奶质量可控

公司奶产品质量优于北方牧场，在调研过程中我们了解到为促进奶牛产奶和提高品质，公司为奶牛常年喂养施有机肥生长的青草，甚至喂养胡萝卜和木瓜；本地水牛和印度与巴基斯坦水牛杂交的三代品种产出的水牛奶在氨基酸等营养物质方面数倍于花牛奶，公司将充分受益于牛奶质和量的提升。在原奶采集方式上，公司主要通过两种途径：一是自己的养殖场，即奶牛由公司拥有的养殖场养殖并挤奶，二是农户分散养殖但集中在挤奶站挤奶。也就是说，与过去一些企业从分散的奶站收购原奶的模式完全不同，从而保证公司原奶品质可控，在 08 年爆发的“三聚氰胺”事件中公司不仅没受影响，反而因此提高了市场占有率，一举获得大批客户和订单。

6. 直销、经销模式，因材施教为公司创造营销新特色

公司巴氏奶以直销为主，主要是送奶站瓶装投递，以宣传“新鲜奶就在家门口”而赢得区内比较稳定的市场，占有率达到 70% 左右；常温奶则以经销为主，通过扁平化销售主导冷链不完善地区，目前已在区内各县开展；果奶和水牛奶目前仍在培育和发展阶段，考虑到消费者认知需要一个过程，公司目前水牛奶和果奶还参加如“移动积分送牛奶”等活动，通过和机构的联系来培育消费习惯；在终端方面，公司在发展初期就通过酒楼终端拦截树立了高端品牌形象，未来这种定位和营销模式将得到强化。

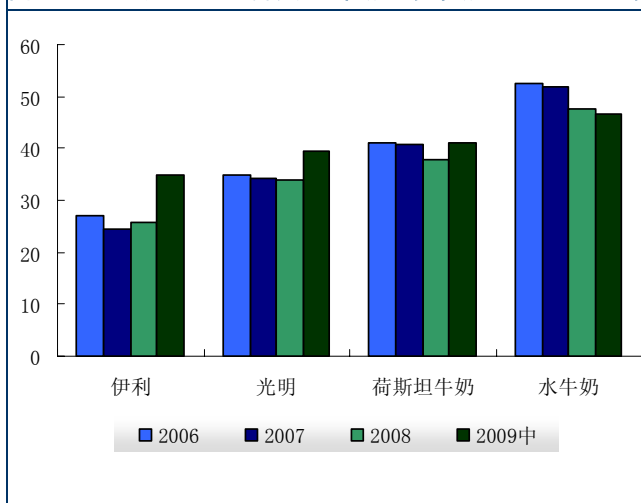
值得关注的是近期公司有可能在北京、上海、广州和深圳这四个一线城市开展水牛奶的宣传营销，不排除 2010 年水牛奶单项业务快速增长的可能。

7. 显著高于行业平均水平的毛利率是公司制胜法宝

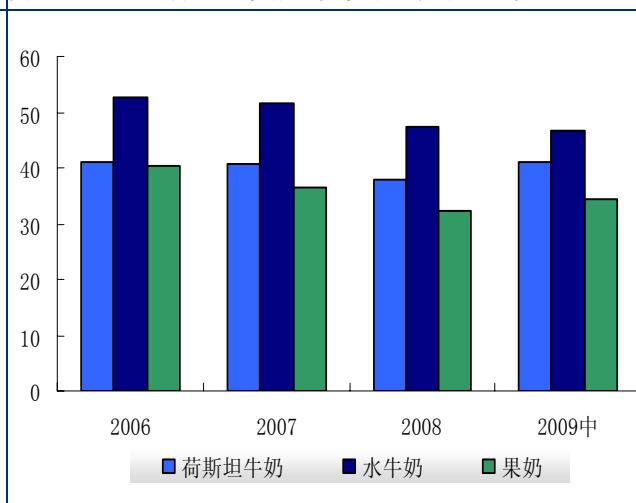
公司三种奶产品毛利率均显著高于行业平均水平，主要有以下几点原因：（1）巴氏奶多采用可以循环使用的玻璃瓶、塑料桶，成本远较常温产品包装材料使用的铝复合纸包装材料低廉；（2）直销模式降低了成本，瓶装送奶用户的增加为这部分利润提供了保障；（3）水牛奶毛利率较高，06 到 08 年水牛奶毛利率为 52.7%、51.8% 和 47.5%，高于荷斯坦牛奶 10 到 11 个百分点，从而就提高了公司的整体毛利率。

结论：

我们认为，公司作为区域性乳品龙头，拥有独特产品和稳定消费群体，毛利率水平显著高于同行，未来水牛奶的发展将是其从区域走向全国的主要驱动力；从目前奶水牛的增长速度看明后年将迎来爆发或跳跃增长——几何级数增长，同时考虑到巴氏奶的推进、常温奶区内市场的拓展和果奶消费群体培育基本成熟，预计今年业绩将较快增长，明后年或显著加速；保守预计 2009-2012 年 EPS 为 0.58 元、0.60 元、0.83 元和 1.18 元，对应 PE 为 44 倍、43 倍、31 倍和 22 倍，鉴于过去 9 年间乳业平均 PE 高达 55 倍，以此测算的公司 2010 年股价可达 32 元以上，与现价有 30% 左右涨幅，故首次给予短期“推荐”、长期“强烈推荐”评级。

图 1：伊利、光明、公司荷斯坦牛奶和水牛奶 06-09 中毛利率


资料来源：wind，单位：%

图 2：06-09 中荷斯坦牛奶、水牛奶和果奶毛利率


资料来源：wind，单位：%

表 1 公司 2009-2011 年奶牛存栏数和原奶产量预测

项目	项目	09E	10E	11E
荷斯坦奶牛	自有存栏数(头)	2855	3426	4111
	自有原奶产量(吨)	8907.6	10689.12	12826.32
	签约存栏数(头)	11746	14095	16914
	签约原奶产量(吨)	20085.66	24102.45	28922.94
	合计存栏数(头)	14601	17521	21025
	合计原奶产量(吨)	28993.26	34791.57	41749.26
奶水牛	自有存栏数(头)	2103	2944	4121
	自有原奶产量(吨)	14885.3	20840.8	29174.6
	签约存栏数(头)	2103	2944	4121
	签约原奶产量(吨)	2658.8	3723.7	5211.8
	合计存栏数(头)	10683	14956	20937
	合计原奶产量(吨)	14885.3	20840.8	29174.6
合计	自有存栏数(头)	4958	6370	8232
	自有原奶产量(吨)	11566.4	14412.82	18038.12
	签约存栏数(头)	20326	26107	33730
	签约原奶产量(吨)	32312.16	41219.55	52885.74
	合计存栏数(头)	25284	32477	41962
	合计原奶产量(吨)	43878.56	55632.37	70923.86

资料来源：招股说明书

表 2 皇氏乳业 2009–2011 年业绩预测表

指标	07A	08A	09E	10E	11E	12E
营业收入（百万元）	20,869.03	25,676.65	30,473.05	37,938.94	47,992.76	61,814.68
增长率（%）	40.15%	23.04%	18.68%	24.50%	26.50%	28.80%
营业利润（万元）	2,855.72	3,309.52	4,006.29	5,237.22	6,956.34	9,407.75
增长率（%）	81.84%	15.89%	21.05%	30.73%	32.83%	35.24%
净利润（百万元）	3,039.85	3,671.88	4,662.84	6,385.76	8,885.79	12,589.39
增长率（%）	10.59%	21.62%	26.99%	36.95%	39.15%	41.68%
每股收益(元)	0.38	0.46	0.58	0.60	0.83	1.18

资料来源：东兴证券研究所

附：近期报告一览

报告名称	评级	时间
稳粮增收，统筹强基—关于中央农村工作会议的点评	看好	2010-1-01
普京”涨价引发多重预期 首次推荐评级——1月12日媒体报道普通燕啤涨价点评	推荐	2010-1-13
播“种”正当时，涨声响起——农林牧渔1、2月投资策略	看好	2010-1-15
继续推荐燕京啤酒的五大理由——燕京啤酒（002329）调研快报	推荐	2010-1-19
五粮液涨价 高增长因素增至六个——五粮液（000858）1月15日提价公告点评	强烈推荐	2010-1-19
自培增加提高毛利率，绿化工程推进加快——绿大地（002200）调研报告	推荐	2010-1-19
五粮液09年增长近80% EPS0.856元 维持“强推”——五粮液（000858）09年业绩快报点评	强烈推荐	2010-2-02
净利润下降27.34%，白酒种猪增发或是新机会——顺鑫农业（000860）09年报点评	推荐	2010-2-02
干旱影响09业绩，工程助力10发展，长期高成长性不改——绿大地（002200）业绩修正点评	推荐	2010-2-03
安琪酵母：出口增速与业绩质量“双高”——安琪酵母（600298）09年报点评	推荐	2010-2-08
种业农化展翅齐飞——丰乐种业（000713）年报点评	推荐	2010-2-10
玉米种子力挺公司增长——敦煌种业（600354）年报点评	推荐	2010-2-10
老窖股权激励：业内之先 骨干更受益——泸州老窖（000568）股权激励授权公告点评	推荐	2010-2-11
食品饮料：1月涨价未超预期 2月继续看好	看好	2010-2-22
稻谷收购价上调对食品饮料行业影响不大——发改委提高2010年稻谷最低收购价政策点评	看好	2010-2-22
中外大股东深入合作有望提升积极面——水井坊（600779）中外大股东二度深谈合作公告点评	强烈推荐	2010-2-23
内外兼得推动青啤净利润大增约八成——青岛啤酒（600600）业绩预增公告点评	推荐	2010-2-23
第七周食用农产品与生资价格小涨——商务部36个大中城市价格监测一周数据点评	看好	2010-2-24
惠泉啤酒：增长质量提升 销售拐点将现——惠泉啤酒（600573）09年报点评	强烈推荐	2010-2-25
惠泉啤酒：四个法宝降压力 五大机遇迎拐点——惠泉啤酒（600573）深度调研报告	强烈推荐	2010-2-26
三全食品：09年平稳增长 10年可能提速——三全食品（002216）业绩快报点评	推荐	2010-2-26
燕京啤酒：驶入全面提速轨道 上调评级——燕京啤酒（002329）09年报点评	强烈推荐	2010-3-02
水井坊：外资有望必得控股权 继续强推——水井坊（600779）股权转让公告点评	强烈推荐	2010-3-02
第八周食用农产品价格降1% 继续看好食品饮料-商务部36个大中城市价格监测一周数据点评	看好	2010-3-04
洋河股份：全面攀高 势头正猛-洋河股份（0020304）09年报点评	推荐	2010-3-05
金种子酒：增长或再超预期 继续强推——金种子酒（600199）北京交流会快报	强烈推荐	2020-3-08

农业受益更多 食品饮料等行业全年更可看好——十一届人大三次会议政府工作报告精神简评	看好	2010-3-08
第九周食用农产品价格降 0.6%继续看好食品饮料——商务部 36 个大中城市价格监测数据点评	看好	2010-3-10
2 月食品 CPI 上涨 6.2%略超预期 3 月可能回落——国家统计局 2 月份食品类价格数据点评	看好	2010-3-12

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业研究员，消费品行业研究小组负责人，2007 年加盟东兴证券研究所。

王昕

英国伯明翰大学经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事食品饮料和农林牧渔行业研究

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司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。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。