

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

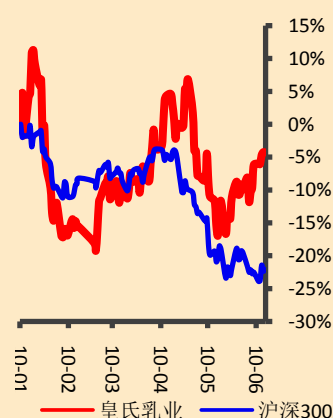
姓名: 朱毅

Tel: 021-68634510-8638

E-Mail: zy2831@xcsc.com

市场数据	2010/6/17
收盘价(元)	26.50
一年内最高价(元)	32.86
一年内最低价(元)	22.21
市净率	4.0
流通A股市值(亿元)	7.2
基础数据	2010/3/31
每股净资产(元)	6.91
资产负债率(%)	14.04
总股本(百万)	107.00
流通A股(百万)	21.60

上市后股价与大盘的涨幅



相关研究报告:

《凭借更高营养价值的水牛奶走出产品差异化》2009/12/18
 《经济结构调整和人口红利拐点使食品板块现巨大投资机会》2010/05/20

事件: 我们近期对公司进行了调研, 与公司董事长、董秘以及其他高管进行了深入友好地交流。调研之前, 我们在5月20日、5月23日和5月31日的三份报告一直大力推荐皇氏乳业, 本次调研只是进一步证实了我们的逻辑判断, 现向投资者汇报如下:

- **皇氏乳业发展的机遇之一: 收入分配体制改革带来的大消费时代。** 我们在5月20日的报告《经济结构调增和人口红利拐点使食品板块现巨大投资机会》中提到, 中国经济未来的发展方向是实施收入分配体制改革, 由投资和出口拉动变为消费拉动, 而人口红利拐点的出现为这种经济结构调整提供了环境条件。随着收入分配体制改革的推进, 受益最大的当属中低收入阶层, 而这些阶层中食品消费支出比率高达1/3-1/2, 收入提高会导致食品受益最大, 而奶消费自然也会随之受益。
- **皇氏乳业发展的机遇之二: 广西经济提速带来的奶业需求。** 我们发现公司不仅受益收入分配体制改革, 还受益东西部经济发展收敛带来的西部更快发展期。从图1中我们可以看到, 广西近两年的经济增速远高于全国, 09年广西增长13.9%, 而全国只有8.7%。广西经济增速远高于全国增速将在一段时间内持续, 除了广西经济基数低之外, 更为重要的是中国-东盟自由贸易区于2010年1月1日建成, 作为唯一与东盟既有陆地接壤又有海上相连的省份, 广西必将成为自贸区的桥头堡而迎来更大的发展机会; 此外, 沿海地区不断上涨的劳动力成本为沿海企业内迁增添了动力, 而广西作为东盟和中国广大市场的连接点, 地域的特殊性带来的庞大市场和广西目前低廉的劳动力成本必将使广西迎来更大的发展机遇。目前广西的收入水平相当于04年左右的中国平均水平, 而04年前后中国乳业经历了一轮高增长, 我们预计广西未来也可能会迎来类似的增长。公司方面也对广西市场的前景非常乐观, 并举例说宁夏有个奶制品企业, 在600万人的省内年销售收入6个亿左右, 而广西具有人口约5000万, 公司作为省内龙头, 目前3个亿的销售额正说明未来还有非常巨大的发展空间, 公司除了在优势区域南宁之外, 将积极开拓柳州和桂林市场。
- **皇氏乳业感受机遇, 加快募集资金项目建设。** 面临广西巨大的潜在市场, 公司积极创新。例如公司与中国移动南宁分公司合作, 利用这一新渠道, 并结合自己的巴氏奶配送优势, 实现市场的深度开发和销量上升。此外, 其产品经常存在供不应求的局面, 有时, 公司高管也不得不躲避抢货的经销商。公司方面表示, 为了中小股东的利益, 也为了满足消费者的需求, 公司将进一步加快募集资金项目建设, 争取早日达产见效。我们预计可能要比招股说明书中的时限早半年到一年。
- **皇氏乳业发展的优势之一: 产品差异化优势** 投资者可能要问, 公司作为一家年收入仅3个亿的小企业, 如何能够应对乳业巨头的强势竞争呢? 我们的回答是产品差异化, 公司产品结构约70%是巴士奶。巴氏奶的加工工艺决定其运输配送半径要比UHT杀菌奶(常温奶)小很多, 制造商一般要在消费城市周边

设厂，并要采用全程冷链运输，高投入使得以杀菌奶见长的乳业巨头们暂时还难以在全国开展巴氏奶的推广。但是，巴氏奶因比杀菌奶更有营养而获得更高溢价，使高投入带来高回报，从而使地域性小企业能够获得生存。避开竞争对手的正面进攻，公司以巴氏奶这一差异化产品构筑了自己的生存壁垒。

- **皇氏乳业发展的优势之二：产品独占优势。**差异化解决了生存的问题，那公司未来如何获得更好的发展呢？我们的答案是产品独占，这也是投资皇氏乳业最主要的理由。1) **水牛奶营养价值更高。**我们平时饮用的牛奶是赫斯坦奶牛的奶（普通奶），而公司拥有的奶水牛产的奶（**水牛奶**）比普通奶营养价值更高，例如水牛奶单位体积拥有的蛋白质含量是普通奶的1.5倍，微量元素方面更高。我们饮用后的感觉是该牛奶更浓更香，这可能与其单位体积中内溶物更多有关。2) **长期耕耘获得对水牛奶近乎独占的优势地位。**仅有产品方面的优势还不足以构成独占优势，更为重要的是公司与广西省政府的合作奠定了公司对水牛奶的独占优势将长期存在。广西本地奶水牛的奶产量并不高，只够抚育牛犊用，所以必须要和两种良种水牛杂交才能获得产奶量较高的良种奶水牛，这一杂交过程称为“品改”，即品种改良的意思。公司作为广西乳业的龙头，在水牛养殖户“品改”的过程中，为奶农提供技术支持和养殖指导，并就《自治区科技厅、水产畜牧局共同组织实施“百万改良牛养殖技术集成示范重点项目”》与广西地区畜牧总站签订了协议，协议明确要求公司按保护价收购奶农品种改良后奶水牛所产的原料奶，同时要求被扶持发展的奶农把品种改良后的良种奶水牛和优质水牛奶优先供应给公司，公司还通过提高原奶收购价格来吸引奶农。我们认为，这种参与品改、长期合作、并用高收购价来保护自身优势的做法将使公司长期维持近乎独占水牛奶的优势。3) **水牛奶的供应瓶颈即将打开。**这么好的产品，我们为什么在市场上买不到呢？其原因是水牛奶先前的供应非常有限。这一点还得从本地奶水牛“品改”说起，本地水牛需要经过先后两次杂交得到最后的纯种“二代三品杂”，如果一切顺利，到“二代三品杂”产奶需要7年时间，如果考虑到一些拖延因素，我们预计一般为8-9年时间。而广西自2004年才在全省范围内实施大面积的政策品改，不仅有补贴，而且让奶农得到切切实实的实惠，因此“品改”进程较为顺利，每年品改牛10万头以上，09年达到30多万头。我们预计随着品改进入第七个年头，将会有越来越多的良种奶水牛还是进入产奶阶段。未来如果市场开拓得力，公司必将加大力度吸引经品改的良种奶水牛进入公司牧场，从而大幅提升水牛奶的供应量，我们预计**未来水牛奶年供应量以40%左右的速度提升是能够实现的**，而约两年之后，水牛奶供应的井喷之势将逐步形成。
- **皇氏乳业发展的优势之三：管理上的保证。**关于管理，我们和公司董事长交流过两次，公司董事长乃广东人士，有在深圳从事管理工作的经验，对于公司的战略方向相当清晰，并担任广西大学商学院兼职教授。而公司执行董事兼董秘对公司内部的管理和营销也有自己的见解，调研过程中我们曾巧遇其处理公司内部有关问题的场面。总的来说，我们认为公司虽处广西，但其管理层的管理理念可以说不亚于沿海企业，短期内能够支撑公司的快速发展。
- **未来看点** 水牛奶供应快速增长乃至井喷，水牛奶进军沿海一线城市北京、上

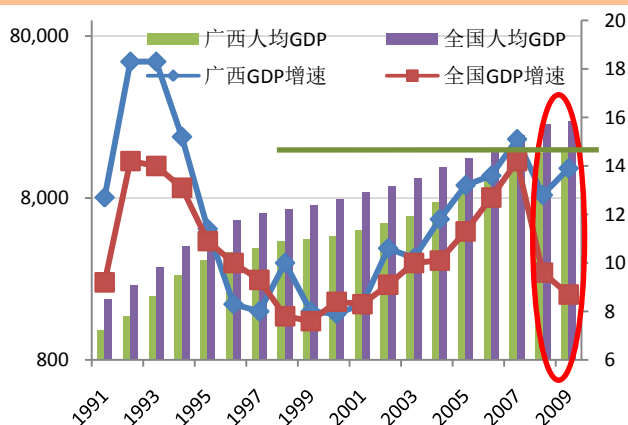
海、深证、广州等；省外市场战略扩张（公司年报）。

□ **盈利预测及估值** 我们的盈利预测综合考虑了公司产品的价格变动、产销量的增长、募投项目的建设投产等相关信息。我们预计公司10-12年营业收入分别增长28%、80%、40%，归属母公司净利润增长41%、62%和34%，每股收益分别为0.60元、0.98元和1.31元。绝对估值法无法反应未来的高成长，因此得到的估值存在低估的问题，我们认为待未来产能瓶颈解决后，公司业绩会带来高增长，相对估值法的估值可能参考意义更大。我们给予10年每股收益60倍、11年每股收益40倍的市盈率的估值，认为合理估值会在38元左右，因此给予公司6-12个月的目标价为38元，**维持“买入”评级**。自我们于5月20日给予公司“买入”评级以来，公司股票已上涨11.47%，预计短期内股价大幅上涨的可能性不大，但长期投资价值巨大，建议中长期投资者予以关注。

□ **风险提示** 公司省外销售进展遇阻

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	304.72	390.04	702.07	982.90
收入同比(%)	18.68%	28.00%	80.00%	40.00%
归属母公司净利润（百万元）	45.62	64.40	104.52	140.38
净利润同比(%)	24.23%	41.19%	62.30%	34.30%
毛利率(%)	41.45%	40.00%	40.00%	40.00%
每股收益(元)	0.43	0.60	0.98	1.31
P/E	63.31	44.84	27.63	20.57
P/B	3.99	3.77	3.39	3.00

图 1 公司将受益于广西更高的经济增长



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

图 2 全国液态乳增长的经验表明广西市场将会有爆发



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

表 1 预测资产负债表和利润表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	663	520	481	480	营业收入	305	390	702	983
现金	589	428	316	248	营业成本	178	234	421	590
应收账款	35	41	74	104	营业税金及附加	2	2	4	6
其他应收款	5	7	12	17	营业费用	57	74	133	187
预付账款	6	9	16	23	管理费用	19	25	44	62
存货	27	34	62	87	财务费用	8	-5	-3	-1
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	253	391	540	669	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	投资净收益	0	0	1	1
固定资产	128	213	345	442	营业利润	39	60	102	139
无形资产	39	38	36	35	营业外收入	9	9	9	9
其他非流动资产	85	139	157	191	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	915	910	1021	1149	利润总额	47	68	110	148
流动负债	134	90	113	132	所得税	2	3	6	7
短期借款	85	40	40	40	净利润	46	64	105	140
应付账款	11	17	29	41	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	38	33	44	51	归属母公司净利润	46	64	105	140
非流动负债	58	54	56	56	EBITDA	63	65	116	162
长期借款	54	54	54	54	EPS (元)	0.43	0.60	0.98	1.31
其他非流动负债	4	0	2	2	获利能力				
负债合计	191	143	169	188	毛利率(%)	41.45%	40.00%	40.00%	40.00%
少数股东权益	0	0	0	0	ROE(%)	6.30%	8.40%	12.27%	14.61%
股本	107	107	107	107	ROIC(%)	15.73%	11.63%	14.43%	15.84%
资本公积	488	488	488	488	估值比率				
留存收益	129	172	257	366	P/E	63.31	44.84	27.63	20.57
归属母公司股东权益	724	767	852	961	P/B	3.99	3.77	3.39	3.00
负债和股东权益	915	910	1021	1149	EV/EBITDA	38.54	37.76	21.11	15.04

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 2 DCF 估值相关参数

贝塔值 (β)	0.89
无风险利率 (%)	2.52%
市场的预期收益率 (%)	8.00%
股权资本成本 (K_e)	7.39%
债务成本 K_d (%)	3.75%
债务比率 $D/(D+E)$ (%)	4.65%
WACC	7.22%

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 3 DCF 估值敏感性分析

WACC (%)	永续增长率					
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
2.22%	43.16	76.15	406.44	-112.29	-47.54	-29.40
3.22%	29.60	41.64	73.37	391.04	-107.88	-45.60
4.22%	22.51	28.61	40.19	70.72	376.37	-103.67
5.22%	18.17	21.79	27.66	38.80	68.19	362.39
6.22%	15.26	17.62	21.11	26.75	37.49	65.78
7.22%	13.17	14.82	17.10	20.45	25.89	36.23
8.22%	11.61	12.81	14.40	16.59	19.83	25.07
9.22%	10.41	11.31	12.47	14.00	16.12	19.23
10.22%	9.45	10.16	11.03	12.15	13.62	15.66
11.22%	8.68	9.24	9.91	10.76	11.83	13.26
12.22%	8.04	8.49	9.03	9.69	10.50	11.54
13.22%	7.51	7.88	8.32	8.84	9.47	10.25

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

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。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。