

分析师： 乔洋 (8621) 68751126 qiaoyang@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490210080002

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

发力区域市场 探路核心市场

事件描述

皇氏乳业（002239.SZ）公布 2010 年中报，实现主营业务收入 1.81 亿，同比增 26.7%；扣除非经常损益后归属于母公司净利润 2332 万，同比增 29.58%。扣除非经常性损益后 EPS 为 0.22 元，基本符合预期。

事件评论

第一， 发力区域市场；收入增长快于行业

- 区内市场增长快于全行业

截至 2010 年 5 月，全国规模上液体乳和乳制品行业收入增速为 17.71%；公司 2010H 收入增速 26.7%，快于全国行业水平。分季度看，2010Q2 收入增速 36.69%，环比 2010Q1 的增速 14.53%提高了 20 个百分点。

- 提价成为增长重要因素

按照公司产能规划，2010H 产能增量不大，我们调研时了解的液态奶深加工 4.5 万吨产能技改项目，目前购进 3 条灌装线，但由于厂房依然在整理而未贡献产能；此外，2010 年中期竣工的“来宾年产 2 万吨液态奶加工项目上半年效益未达主要原因为生产调试影响生产所致”（2010H 财报，20 页）。综合而言，2010 年 2 季度开始的收入快速增长主要原因公司应对原材料价格上涨采取的“调整产品结构和提价”措施。尤其是 5 月份开始上调巴氏奶价格 15%，是收入增长的重要因素。

- 毛利率依然受损；但好于行业

2010H 公司乳制品毛利率 39.47%，同比减少 2.94 个百分点。分季度看，2010Q2 综合毛利率 38.58%，同比下降 3.4 个百分点。并且这是在部分提价基础上的下降，显示上半年奶源涨价成为全行业困扰。

不过截至 2010 年 5 月份，全行业毛利率仅 22.47%；2010Q1 伊利、光明、三元的毛利率分别为 32.15%、34.78%、和 17.51%，皇氏乳业和黑牛食品的毛利率分别为 40%和 33.45%。区域性、差异化企业的毛利率优势是值得关注的现象。

我们认为皇氏乳业取得高毛利的原因包括：1）差异化产品的毛利优势；2）区域市场和送奶到户渠道的成本优势。其中，水牛奶和热带果奶产品的高毛利更值得关注。

第二， 战略思路清晰；探路全国核心城市

阶段内深耕根据地市场，同时探路高端的水牛奶全国市场；待 2012 年奶水牛原料供应到位后着力于水牛奶产品，是我们理解的皇氏乳业阶段战略。

■ 战略思路清晰：区内全渠道覆盖

报告期内，公司对区内市场的多渠道拓展值得关注：在传统的以送奶到户为渠道特征的南方奶市场，“成功开发中移动、中石化等大型客户，推行诸如几分兑奖、加油站布点分销等新的销售模式”；同时，“外埠市场通过实行经销商分级管理、打造重点瓶装奶经销商”。

也由于此，公司应收款项增长较快。

■ 战略思路清晰：探路全国核心城市

更值得关注的是，报告期内，公司开始以差异化的水牛奶产品探路全国核心城市市场。“下半年公司将加快水牛奶、酸牛奶等高端新产品的研发、投产和市场推广，尝试北京、上海、广州等重点城市的市场开拓，借重点城市的影响力及窗口效应，在全国范围内宣传和推广公司高品质的特色产品。”

第三， 具备品类差异；走出广西值得期待

■ 品类差异 VS 产品差异

乳制品行业的差异化，我们认为有区域差异、产品差异和品类（奶源）差异三种；其中，我们最为看好具备品类差异的企业。原因是，区域差异易守难攻，往往做成区域龙头即无后力；产品差异初期或许具备高盈利，但也容易被对手模仿；品类差异为企业的发展提供了天然的“利基”或壁垒，是更值得关注的差异模式。

我们理解，皇氏乳业的阶段策略就包括打造“水牛奶==高品质”的产品认同，以及“水牛奶==皇氏甲天下”的品牌认同。当然，相应的全国市场产品认同风险和投入产出配比风险是非常重要的。

第四， 首次给予推荐评级

我们预测 2010 年至 2012 年公司 EPS 为 0.65, 0.96 和 1.23 元，源于对公司体制、机制、奶源优势和区域内外市场竞争力的看好，我们首次给予公司“推荐”评级。

关于公司的论述，请关注近期发送的公司报告。

表：公司主要财务数据

资产负债表	2004A	2005A	2006A	2007H	2007A	2008A	2009H	2009Q3	2009A	2010Q1	2010H
货币资金	22.19	34.66	72.64	89.01	49.1	47.4	70.89	47.31	589.24	474.43	397.16
应收账款	9.33	14.84	14.85	21.18	19.61	25.99	31.05	39.35	35.16	45.7	72.58
预付款项	4.92	6.03	10.16	8.02	6.16	7.4	9.61	13.5	6.38	26.61	29.4
存货	13.73	20.11	15.78	19.04	16.49	23.2	22.73	24.96	26.56	35.46	36.61
在建工程	13.34			6.83	13.61	15.39	20.74	37.46	47.46	61.87	80.68
长期待摊费用						5.73	5.56	5.58	8.71	10.26	14.9
其他应付款	22.08	13.93	9.14	19.49	9.06	11.53	11.66	6.54	21.73	13.77	2
流动负债合计	57.49	79.88	138.95	160.85	117.66	128.16	129.07	119.76	133.81	76.5	101.69
长期借款	27.1	28.92	2		5.75	18.75	40.75	55.75	53.75	40.75	25.75
负债合计	84.59	108.8	140.95	162.28	129.22	150.01	173.63	179.07	191.39	120.7	130.62
未分配利润	23.77	44.02	14.73	23.54	41.99	75.21	95.67	105.69	116.1	131.1	

利润表（单季）	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2009H	2010H
营业总收入	59.52	69.99	64.7	78.63	74.59	86.8	74.1	107.48	143.33	181.58
增长					25.32%	24.02%	14.53%	36.69%		26.69%
营业成本	35.86	40.78	37.04	45.63	44.47	51.27	44.46	66.01	82.67	110.47

毛利率	39.75%	41.73%	42.75%	41.97%	40.38%	40.93%	40.00%	38.58%	42.32%	39.16%
销售费用	10.36	11.07	10.34	16.29	13.75	16.84	12.29	21.99	26.63	34.28
销售费用率	17.41%	15.82%	15.98%	20.72%	18.43%	19.40%	16.59%	20.46%	18.58%	18.88%
管理费用	3.7	4.54	3.92	5.41	4.86	5.25	4.9	6.57	9.32	11.47
管理费用率	6.22%	6.49%	6.06%	6.88%	6.52%	6.05%	6.61%	6.11%	6.50%	6.32%
财务费用	2.12	1.82	1.83	2.05	1.88	1.85	0.53	-1.4	3.89	-0.87
财务费用率	3.56%	2.60%	2.83%	2.61%	2.52%	2.13%	0.72%	-1.30%	2.71%	-0.48%
营业利润	7.58	11.62	11.26	8.46	9.24	10.47	11.66	12.53	19.72	24.19
营业外收入	1.04	2.27	1.33	1.35	1.44	4.55	4.52	3.77	2.68	8.29
营业外收入/营业利润	13.72%	19.54%	11.81%	15.96%	15.58%	43.46%	38.77%	30.09%	13.59%	34.27%
利润总额	8.44	13.74	12.55	9.75	10.51	14.69	15.99	15.22	22.3	31.21
所得税	0.75	-0.62	0.34	1.5	0.5	-0.46	0.99	0.51	1.84	1.5
实际所得税率	8.89%	-4.51%	2.71%	15.38%	4.76%	-3.13%	6.19%	3.35%	8.25%	4.81%
净利润	7.69	14.36	12.21	8.25	10.02	15.14	15	14.71	20.46	29.71
归属于母公司所有者的净利润	7.69	14.36	12.21	8.25	10.02	15.14	15	14.71	20.46	29.71
净利率	12.92%	20.52%	18.87%	10.49%	13.43%	17.44%	20.24%	13.69%	14.27%	16.36%
扣除营业外收入的利润总额	7.4	11.47	11.22	8.4	9.07	10.14	11.47	11.45	19.62	22.92
增长					22.57%	-11.60%	2.23%	36.31%		16.82%
净利润（扣营业外）	6.7	12.0	10.9	7.1	8.6	10.5	10.8	11.1	18.0	21.8
					28.12%	-12.76%	-1.43%	55.70%		21.21%
EPS(扣营业外)									0.17	0.20

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	305	436	593	794	货币资金	589	559	648	772
营业成本	178	244	324	427	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	126	192	270	366	应收账款	40	57	78	104
% 营业收入	41.5%	44.0%	45.5%	46.1%	存货	27	36	48	64
营业税金及附加	2	2	3	4	预付账款	6	9	12	15
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	0	1	1	1
销售费用	57	87	113	147	流动资产合计	663	662	786	956
% 营业收入	18.8%	20.0%	19.0%	18.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	19	28	39	52	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.4%	6.5%	6.5%	6.5%	长期股权投资	1	1	1	1
财务费用	8	3	1	0	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	2.5%	0.7%	0.1%	0.1%	固定资产合计	168	175	181	185
资产减值损失	1	1	2	2	无形资产	39	37	35	33
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	39	70	113	161	其他非流动资产	45	45	45	45
% 营业收入	12.9%	16.0%	19.0%	20.3%	资产总计	915	921	1048	1221
营业外收支	8	8	4	3	短期贷款	87	0	0	0
利润总额	47	78	117	164	应付款项	11	14	19	25
% 营业收入	15.6%	17.8%	19.7%	20.7%	预收账款	8	12	16	21
所得税费用	2	9	15	33	应付职工薪酬	3	4	5	7
净利润	46	69	102	131	应交税费	3	8	13	28
归属于母公司所有者的净利润	45.6	69.0	102.2	131.3	其他流动负债	23	32	42	55
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	134	70	96	137
EPS (元/股)	0.43	0.64	0.96	1.23	长期借款	54	54	54	54
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	54	84	115	152	其他非流动负债	4	4	4	4
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	191	128	153	194
收回现金					归属于母公司	724	793	895	1026
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-57	-24	-26	-28	股东权益	724	793	895	1026
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	915	921	1048	1221
投资活动现金流净额	-57	-24	-26	-28	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	528	0	0	0	EPS	0.426	0.645	0.955	1.227
银行贷款增加 (减少)	29	-87	0	0	BVPS	6.77	7.41	8.37	9.59
筹资成本	8	-3	-1	0	PE	11.05	7.30	4.93	3.84
其他	-22	0	0	0	PEG	0.26	0.17	0.12	0.09
筹资活动现金流净额	543	-90	-1	0	PB	0.70	0.64	0.56	0.49
现金净流量	540	-30	89	124	EV/EBITDA	0.89	-0.02	-0.66	-1.15
					ROE	6.3%	8.7%	11.4%	12.8%

分析师介绍

乔洋，华中科技大学金融学硕士，从事食品饮料行业研究。

执业证书编号：S0490210080002

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。