

即将发力京沪广 全年增长有望超五成 维持评级

——皇氏乳业（002329）10 年中报点评

2010 年 8 月 10 日

强烈推荐/维持

皇氏乳业

财报点评

刘家伟 食品饮料行业分析师

010-66507309 Email: liujw@dxzq.net.cn; MSN: ynylnjw999@hotmail.com ; 执业证书编号: S148020712000046

事件:

8月10日皇氏乳业公布10年中报: 实现收入18158.38万元, 归属母公司股东净利润2971.30万元, 同比增长26.69%和45.25%, 扣除非经常性损益后净利润2331.81万元, 基本每股收益0.28元(扣除为0.22元), 本期不分配; 公司预计2010年1-9月归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长30%-50%。

表 1 公司分季度财务指标

指标	09Q1	09Q2	09.1-6	09Q3	09Q4	09A	10Q1	10Q2	10.1-6
营业收入(百万元)	64.70	78.63	143.33	74.59	86.80	304.72	74.10	107.48	181.58
增长率(%)	0.00	0.00	0.00	25.31	24.01	18.68	14.52	36.70	26.69
综合毛利率(%)	0.00	41.97	42.33	40.38	40.93	41.45	40.00	38.59	39.17
期间费用率(%)	0.00	30.20	27.80	27.48	27.58	27.66	23.90	25.27	24.71
营业利润率(%)	0.00	10.75	13.76	12.39	12.06	12.94	15.73	11.66	13.32
净利润(百万元)	12.21	8.25	20.46	10.02	15.14	45.62	15.00	14.71	29.71
增长率(%)	-	-	-	30.20	5.41	24.23	22.87	78.36	45.25
每股盈利(元)	-	0.10	0.26	0.13	0.14	0.57	0.14	0.14	0.28
资产负债率(%)	-	48.56	48.56	48.01	20.91	20.91	14.04	15.14	15.14
净资产收益率(%)	-	4.49	11.12	5.17	2.09	6.30	2.03	2.01	4.06
总资产收益率(%)	-	2.31	6.10	2.74	2.35	7.42	1.69	1.71	3.34

资料来源: 公司 10 中报, 东兴证券研究所

评论:

积极因素:

- 瓶奶价增量稳和政府补贴大幅增长应是构成公司业绩增长的主要因素, 揭示出较强的定价能力和较大的政府扶持力度。本期瓶奶价格调升15%后销量没有下降, 走势平稳且略增, 显示出较强的产品定价能力或成本转嫁能力; 另外, 公司作为覆盖奶牛养殖的农业企业收到财政补贴及专项补贴等营业外净收入700余万元, 同比增长172%, 表明其作为区域经济龙头所享受的政策扶持力度较大, 二者似为业绩超预期增长的主要推动因素;
- 营销力度加大及广西市场深度挖掘使区内销售增长近27%以上, 符合我们关于主打产品巴氏奶会在区内进一步提升市场份额的预期。根据中报披露, 本期公司对广西区内市场实施深度挖掘, 包括营销网络建设、广告宣传投入、新品开发力度和持续推出高端新品等, 实现销售增长26.79%。其中, 南宁销售额稳增(09年中报披露占收入39.01%), 桂林、柳州份额提升明显(09年中报披露分别占收入7.51%和4.39%)。

由于没有公布具体数字，我们从其他渠道获悉的相关信息也支持我们认可公司的说法，符合此前关于公司巴氏奶这一主打产品在广西的市场份额会不断增长的预期。

- **环比收入增速大幅增长，期间费用率明显下降，表明公司费用控制与增长质量均向好。** 第二季度销售收入增长达到36.7%，比一季度的14.52%增长22.18个百分点或约153%，使得1-6月收入增长26.69%，但期间费用率从09年同期的27.8%降至24.71%，下降3.09个百分点或11.1%，销售净利率则从14.27%提升至16.36%提升2.06个百分点或14.65%，表明公司费用控制得力，增长质量在提升。
- **奶源建设稳步推进，确保奶源“量”“质”全程可控，这是我们一直称赞的公司牛奶品质很高的一个重要原因。** 本期公司在桂平、来宾、根竹坡三个养殖基地建设方面进展顺利，下半年可规模引进牛群，为奶源增长提供了保障；新增贵港覃塘和桂林香芭拉奶牛养殖基地，推行奶源收购新模式，重点实施“5小时领鲜”制度，确保奶源“量”“质”全程可控，在保持鲜牛奶高营养价值方面又迈出重要步伐。

消极因素：

- **毛利率环比和同比均有下降，说明公司成本上涨速度的确快于提价速度。** 第二季度公司综合毛利率为38.59%比第一季度的40%有所下降，使得1-6月合计毛利率从09年1-6月的42.33%下降至39.17%，下降3.16个百分点或7.47%，公司认为是受奶牛养殖成本提高、原料奶价格上涨，导致成本上升，我们认为还有公司提价没有及时跟上的原因。
- **产能不足限制销量扩张，区外增长下降过大值得重视** 本期公司市场销售势头良好，但因生产线未能及时到位致成品产能不足，影响了销量扩张。从区内外对比看，本期区外下降28.8%与区内增长26.79%形成强烈反差，这对于致力于扩大开拓区外市场的公司未来战略与实施等提出了更大挑战。

业务展望：

- **下半年准备走出广西向京沪广等一线城市推广以水牛奶、酸牛奶为主的高端产品，表明公司将从区域龙头走向全国，这是其逐步实施全国化战略，实现产品、市场、营销、管理等多方面转型的重要信号和关键举措，我们对其未来抱有信心。** 据披露，今年下半年公司将发力以水牛奶、酸牛奶为主的高端新产品的研发、投产和市场推广，尝试北京、上海、广州等重点城市市场的开拓，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，迅速提升品牌知名度。我们认为，如果这一步能够走出并走稳走好，则公司有望实现从区域到全国的初步转型，包括对公司各类资源的调整与配置、营销战略与战术的制定、费用的分配与控制等方面的重新考虑与安排。我们对公司市场的全国化一直抱有信心，主要基于三个理由：一是公司的独特奶质将为进军重点城市提供根本性保障。水牛奶被全球公认为高品质牛奶，据有关分析检测，水牛奶营养价值远高于黑白花牛奶，其乳脂肪、蛋白质和干物质的含量为7.5%、5%和18%左右，分别为黑白花牛奶的2倍、1.6倍和1.5倍。公司选择水牛奶作为市场全国化的奶种，即便是超高温下做成的常温奶（UHT奶），其营养价值也会好于采用普通的黑白花牛奶做成的产品；而且广西四季常青，物产丰富而价格便宜，投喂奶牛的饲料包括四季皆有的从美国引进的青草，以及具有广西产地质量产量及价格优势的甘蔗叶、胡萝卜甚至木瓜等，如此上等饲料自然造就高品质奶，这在多数北方来说是可望不可及的；更为重要的是，公司的奶水牛自2004年开始通过本地牛与印度的摩尔多牛以及巴基斯坦的尼里拉菲牛进行“二代三品杂”，结果不仅大幅提升单头奶产量而且品质更优秀。

换句话说，公司的水牛奶品质大大优于其他许多奶企的黑白花牛奶，符合健康经济发展大方向，是消费升级需求大幅增长的典型受益者，在广西区内供不应求和销售增长顺理成章，也为在京沪广这样的大城市推广奠定坚实基础；二是包括产品包装设计、渠道建设、营销策略等一整套打拼市场的理念和做法，公司早有准备；三是水牛奶的产量会逐渐进入丰产收获期，产能快速扩张有能力支撑销量增长。公司大本营广西是全国水牛集中养殖资源最多的省份，也是水牛奶产量最大的地区，04年开始品改，按照达到“二代三品杂”指标进入产奶高峰期——每头奶牛从年产不到1吨奶到3吨且品质更优秀——需要8.5年左右测算，2011年下半年开始就会逐步进入奶水牛快速增长期，而公司对广西区内奶水牛资源有很高的整合或把控力，因此，我们不担心公司产销能力的匹配。总之，我们认为，公司一旦宣布进军京沪广市场，取得成功的概率较大。

- **产品结构高端化将带来毛利率的提升。**水牛奶毛利率较高，公司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，随着水牛奶产销量、收入、利润及其所占比例的递增，公司产品结构变化有望进一步高端化，从而带动毛利率的提升。
- **第四季度增加利乐包装生产线将缓解公司产能紧张状况，提升产销量。**公司的黑白花牛奶和水牛奶上半年的产销量受制于产能所限都没有明显增加，而产品需求旺盛，供不应求。目前新增利乐砖包装生产线预计8月份可投入生产，下半年将有4-5条生产线到位，预计四季度投入使用，将对目前紧张的产能有效缓解，提升公司产销量，进一步提升业绩。

盈利预测及投资建议

综合考虑公司高品质奶产品符合健康经济大方向、产品供不应求、产销与市场等扩张在即、盈利质量有望进一步增强等因素，我们预计2010-2012年净利润增速均会超过50%，且随着销售的到位有可能提速，EPS约为0.66元、1.02元和1.57元，对应PE为44倍、27倍和20倍，以中小板常见估值40-45倍PE测算，2011年目标价可达40-46元左右，与现价30元相比还有40%-53%左右升幅，故维持“强烈推荐”评级。

表 2 2010 年公司主要财务数据同比发生重大变化的情况及主要原因

序号	指标变动情况	主要原因
1	货币资金较期初减少 32.60%、短期借款较期初减少 47.06%、在建工程较期初增加 69.99%	募集资金投资项目及公司总部二期工程综合楼项目投入增加以及归还银行借款
2	应收账款较期初增加 106.44%	销售规模扩大、销售收入增加及新增销售渠道拓展和部分客户帐期调整
3	存货较期初增加 37.83%	销售备货、新品增加
4	预付款项较期初增加 360.83%	预付货款及原材料款增加
5	其他应收款较期初增加 142.16%	支付冷链物流项目保证金600 万元
6	长期待摊费用较期初增加 70.94%	加大营销网络建设增加装修费
7	递延所得税资产较期初增加 194.52%	资产减值准备及预提费用增加引起暂时性差异
8	应付账款较期初增加 122.98%	为按照合同约定未到期支付的原材料货款
9	应交税费较期初增加 77.62%	代扣派息分红个人所得税
10	长期借款较期初减少 52.09%	超募资金归还银行借款2,800 万元

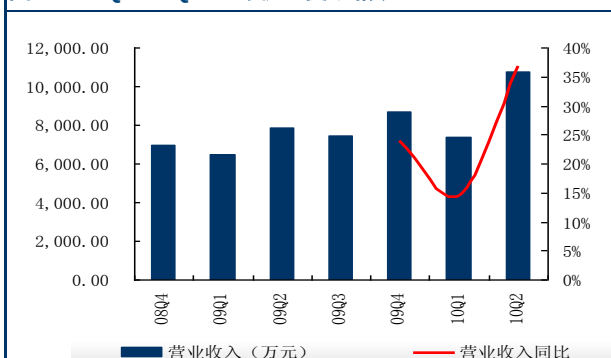
资料来源：公司10年中报，东兴证券研究所

表 3 公司 2010-2012 年业绩预测表

指标	08A	09A	10E	11E	12E
营业收入	256.77	304.72	420.51	613.95	908.64
(+/-)	23.04%	18.68%	38.00%	46.00%	48.00%
经营利润（EBIT）	33.10	39.43	55.50	109.05	169.46
(+/-)	15.89%	19.14%	40.76%	96.47%	55.40%
净利润	36.72	45.62	71.13	109.05	169.46
(+/-)	21.62%	24.23%	55.94%	53.30%	55.40%
每股净收益（元）	0.46	0.57	0.66	1.02	1.58

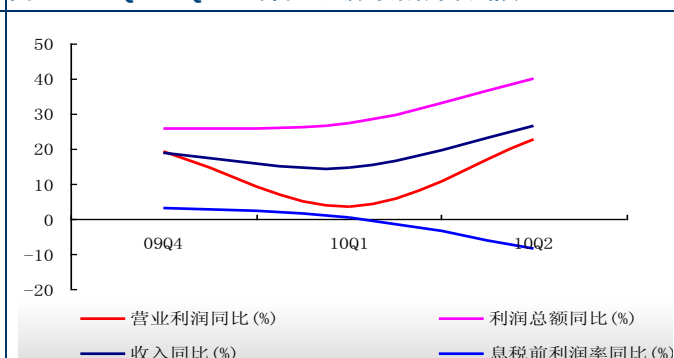
资料来源：东兴证券研究所

图 1：08Q4-10Q2 公司收入变动情况



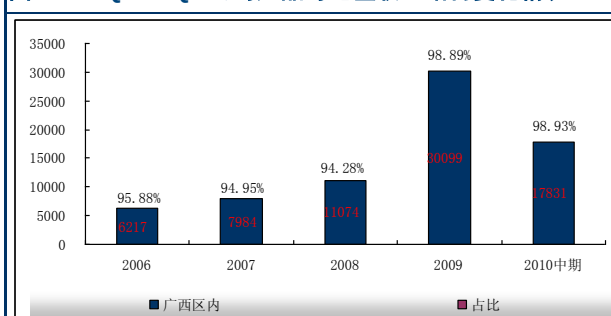
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 2：09Q4-10Q2 公司营业利润等指标变动情况



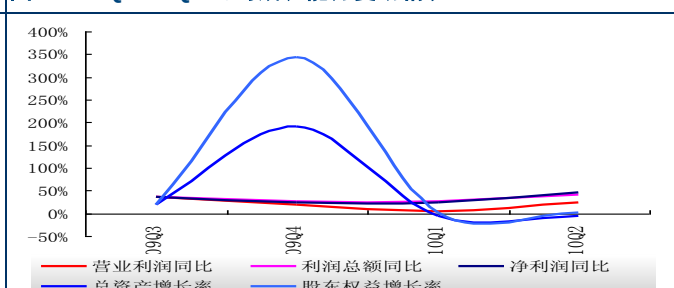
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 3：09Q4-10Q2 公司产品与地区收入结构变化情况



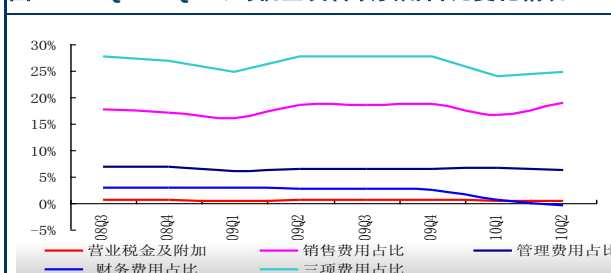
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 4：09Q3-10Q2 公司成长能力变动情况



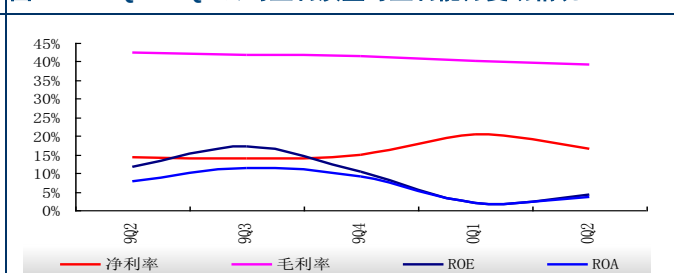
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 5：08Q3-10Q2 公司税金及各项费用占比变化情况

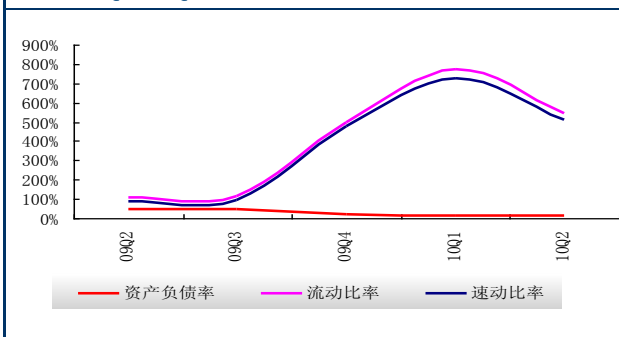


资料来源：公司披露，东兴证券研究所

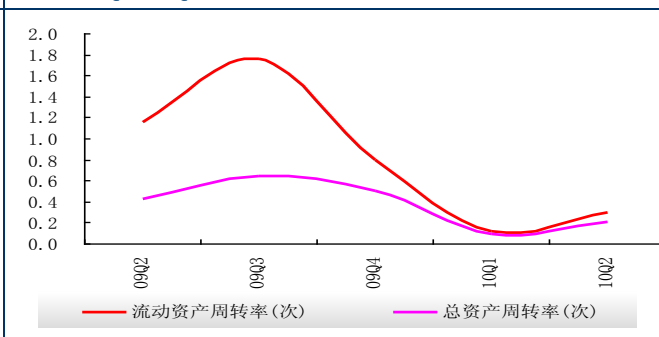
图 6：09Q2-10Q2 公司盈利质量与盈利能力变动情况



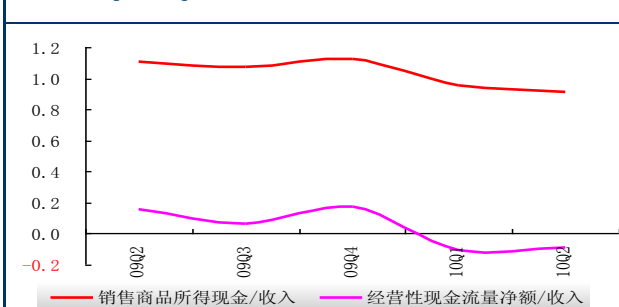
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 7：09Q2-10Q2 公司资本结构与偿债能力变化情况


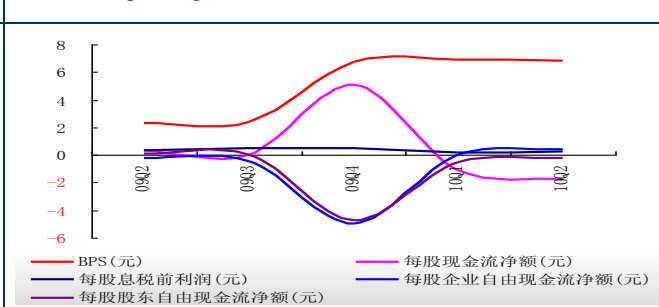
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 8：09Q2-10Q2 公司运营能力变化情况


资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 9：09Q2-10Q2 公司现金流变动情况


资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 10：09Q2-10Q2 公司每股财务指标变动情况


资料来源：公司披露，东兴证券研究所

附：今年以来公开发布报告一览

序号	报告名称	评级	时间
1	“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	1-13
2	继续推荐燕京啤酒的五大理由——燕京啤酒（000729）调研快报	推荐	1-19
3	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	1-19
4	09年增长近80% 维持“强推”——五粮液（000858）09年业绩快报点评	强烈推荐	2-2
5	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	2-8
6	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	2-11
7	食品饮料：1月涨价未超预期 2月继续看好	看好	2-22
8	稻谷收购价上调对食品饮料行业影响不大——发改委提高稻谷最低收购价政策点评	看好	2-22
9	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	2-23
10	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	2-23
11	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	2-24
12	增长质量提升 销售拐点将现——燕京啤酒（600573）09年报点评	强烈推荐	2-25
13	四个法宝降压力 五大机遇迎拐点——燕京啤酒（600573）深度调研报告	强烈推荐	2-26
14	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	2-26
15	燕京啤酒驶入全面提速轨道 上调评级——燕京啤酒（000729）09年报点评	强烈推荐	3-2
16	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	3-2
17	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	3-4

18	洋河股份：全面攀高 势头正猛——洋河股份（0020304）09 年报点评	推荐	3-5
19	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	3-8
20	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	3-8
21	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	3-10
22	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	3-12
23	皇氏乳业（002329）调研快报：水牛奶巨头 跳跃增长待来年	推荐	3-15
24	基础夯实 世博助力 维持强推——金枫酒业（600616）09 年报点评	强烈推荐	3-17
25	求变增强各方信心 维持强推评级——燕京啤酒（600573）调研快报	强烈推荐	3-18
26	中外合作提升长效积极效应——水井坊（600779）调研快报	强烈推荐	3-18
27	收入首破百亿 预收款剧增 3 倍达 43 亿 继续强推——五粮液（000858）09 年报点评	强烈推荐	3-18
28	“普京”提价见效 区域增长或超好——燕京啤酒（000729）22 日投资者交流会快报	强烈推荐	3-23
29	第 11 周食用农产品价格连降四周但降幅趋缓——商务部 36 个大中城市价格监测一周数据点评	看好	3-24
30	受益自养自宰 预期更可向好——黑牛食品（002299）09 年报点评	推荐	3-26
31	得利斯山东肉制品龙头横纵布局——得利斯（002330）09 年报点评	推荐	4-1
32	净利润增长 227% 争做省内第一品牌——金种子酒（600199）09 年报点评	强烈推荐	4-1
33	东兴证券研究所 2010 年联合调研系列之一：海西大消费品之圣农发展	强烈推荐	4-3
34	第 12 周食用农产品价格继续下降 西南干旱影响有限——商务部 36 个大中城市监测数据点评	看好	4-3
35	增发预案获通过 高管换届不换届 维持评级——金种子酒 10 年第一次临时股东会公告点评	强烈推荐	4-7
36	第 13 周食用农产品价格降幅扩大 猪价下跌将缓解——商务部 36 个大中城市监测数据点评	看好	4-8
37	第 14 周食用农产品价格连降七周 猪价跌幅收窄——商务部 36 个大中城市监测数据点评	看好	4-14
38	1 季度 CPI 食品类上涨 5.1% 啤酒等进入旺季——国家统计局一季度食品类价格数据点评	看好	4-16
39	近期猪价难大涨 若反弹对鸡肉是利好——关于近期猪肉价格走势的一些看法	看好	1-4
40	第 15 周农产品价格连降七周后首次回升 猪价止跌反弹——商务部 36 个大中城市监测数据点评	看好	4-22
41	第 16 周猪价环比连涨两周 五一节日因素可刺激消费增长——商务部 36 个大中城市价格监测点评	看好	4-29
42	鸡肉标杆企业 健康经济龙头——圣农发展（002299）深度报告	强烈推荐	5-4
43	第 17 周猪价环比连涨三周涨幅收窄 粮价或继续上扬——商务部 36 个大中城市价格监测数据点评	看好	5-5
44	4 月 CPI 食品类涨 5.9% 部分品种中线价值凸显——国家统计局 4 月食品类价格数据点评	看好	5-12
45	酱酒推迟上市 小幅下调盈利预测 维持评级——五粮液（000858）5 月 13 日北京交流会快报	强烈推荐	5-13
46	第 18 周菜价回落猪价略跌 粮价延续涨势——商务部 36 个大中城市价格监测数据点评	看好	5-13
47	第 19 周猪菜价连跌两周 粮价略涨 维持看好评级——商务部 36 个大中城市价格监测数据点评	看好	5-19
48	五粮液金种子酒等公司估值偏低 可考虑买入——食品饮料部分公司股价异动点评	强烈推荐	5-21
49	第 20 周菜价续跌 猪肉跌幅增大 维持看好评级——商务部 36 个大中城市价格监测数据点评	看好	5-26
50	功能糖巨人 健康经济功臣——保龄宝（002286）调研快报	强烈推荐	5-28
51	第 21 周菜肉降幅收窄 粮价上涨 0.2% 好看啤酒饮料——商务部 36 个大中城市价格监测数据点评	看好	6-3
52	“双蛋”饮料销量猛增 调升盈利预测与评级——黑牛食品（002387）调研快报	强烈推荐	6-3
53	营养美食转型酒 健康经济新趋势——食品饮料 09 年报和 10 年一季报回望	看好	6-8
54	第 22 周菜价跌猪价升 行业四大看点 维持评级——商务部 36 个大中城市价格监测数据点评	看好	6-10
55	10 年中期业绩预增 152%-184% 维持评级——金种子酒（600199）10 年中期业绩预增公告点评	强烈推荐	6-18

56	第 23 周猪肉水产略涨 看好“世界杯”与健康食饮相关公司——商务部 36 个大中城市数据点评	看好	6-22
57	水灾损失冲减因素多 维持业绩预测与评级——圣农发展（002299）水灾受损公告点评	强烈推荐	6-22
58	第 24 周健康食饮、配料和中报预增公司值得关注——商务部 36 个大中城市价格监测数据点评	看好	6-25
59	鸡价低迷 暂调低预测与评级 长期继续看好——圣农发展（002299）中期业绩修正公告点评	推荐（调降）	7-9
60	玉米涨价吞噬利润 全年降压会有效 维持评级——圣农发展（002299）10 年中报点评	推荐（维持）	7-19
61	营销转型慢于产品创新 调低预测与评级——惠泉啤酒（600573）10 年中报点评	推荐（调降）	7-22
62	主品牌强者恒强 净利润增 25% 维持评级——燕京啤酒（000729）10 年中报点评	强烈推荐	7-22
63	白酒主业更强 增长 177% 维持评级——金种子酒（600199）10 年中报点评	强烈推荐	7-27
64	发力健康经济的黑牛——黑牛食品（002387）调研报告	强烈推荐	8-10

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，1993 年进入证券市场，2007 年加盟东兴证券研究所。

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。