

进入全面提速时代 调升预测 维持评级

——皇氏乳业（002329）调研快报

2010年8月20日

强烈推荐/维持

皇氏乳业

调研快报

刘家伟

食品饮料行业分析师

010-66507309 Email: liujw@dxzq.net.cn MSN: yynljw999@hotmail.com 执业证书编号: S148020712000046

事件:

近日我们与部分机构一起到公司的来宾基地、乳品厂和总部生产基地等进行了调研,与公司高管进行了交流。

内容:

1.奶源增长很快,奶的高品质特性得以延续和提升。今年公司黑白花奶源相对去年要丰富得多,一个是本地养殖增加,一个是外地收购,黑白花奶牛南北均能饲养,收购价格也相对便宜,购买一头奶牛可以不到2万元,奶水牛平均则需要2.5万元/头左右,而且很难买到。我们通过多渠道了解到,目前公司奶水牛增长很快,自有2200多头水牛,其中奶水牛1200多头,预计到年底会达到2000头以上,签约奶水牛会达到1.5万头,合计增速150-200%以上,超过公司招股说明书的预测,但奶水牛总体较少,奶源仍然偏紧;随着品改牛的增加,水牛奶会出现数量和品质双双高增长情况,如果顺利,2012年以及随后几年经过广西本地牛与印度摩拉牛及巴基斯坦里尼拉菲牛“二代三品杂”奶水牛数量有可能出现几何级数增长。

从奶品质看,黑白花奶牛开始投喂从美国进口的苜蓿草,继续添加投喂青草、蛋白饲料、木瓜、胡萝卜等;奶水牛主要投喂青草、甘蔗叶、稻草等,保证每天洗澡,最大限度地让这种沼泽型牛种保持原味生活方式,确保其环境卫生、皮肤干净、不生病、不用药,周边环境尽量绿化,因此,在黑白花奶牛年产奶量达到6.5吨/头、奶水牛达到2.5-3吨/头的同时,进一步延续和提升品质,特别是二代三品杂的奶水牛所产水牛奶的成分含量远远高出黑白花牛奶:铁81倍、维生素37倍、锌11倍、氨基酸和脂肪均为2倍、干物质1倍。例如,我们在公司网站上查阅到关于“屋顶包”水牛奶的说明:公司与国际著名的丹麦食品研发机构联合研究开发出了这款全国独一无二的甲天下屋顶包水牛奶产品,保质期在2℃~6℃时为8天,色泽纯白、香浓醇厚、余味悠长,并且富含人体必需的微量元素,如铁、锌、钙等矿物质、维生素及氨基酸等,尤其含铁量为黑白花牛奶的79倍,含锌量为12倍,含钙量为1.29倍,此三元素对促进脑细胞发育、补血理气、延缓衰老、提高身体机能及促进骨骼生长具有极佳的作用,尤其适合少儿益智生长、老人防病强身及白领阶层的日常保健。

表 1: 水牛奶与黑白花牛奶成分对照

成份	单位	水牛奶	黑白花	绝对值比较	相对值比较(倍)
氨基酸	%	4.2	1.4	2.8	2
铁	mg/100g	24.5	0.3	24.2	81
锌	mg/100g	27	2.2	24.8	11
维生素	Ag/ml	0.76	0.02	0.74	37
干物质	%	21.96	12.7	9.26	1
脂肪	%	11	3.75	7.25	2

资料来源: 东兴证券研究所根据公司网站披露数据整理

2.品种日益丰富，产能与产销量增长将提速。公司主要产品包括以黑白花牛奶、水牛奶为主要原料的巴氏杀菌奶、水牛奶、特色果奶、酸奶等液态乳制品和乳饮料产品共有八大系列、近六十个品种，我们在南宁的华联超市等市场还看见有黑牛奶（添加黑芝麻、黑豆等）、双蛋奶（添加大豆、花生、核桃等）、老酸奶等新品种，包装也分为屋顶包、瓶装、利乐包、康美装、小碗装、巴士包、中亚包等多宗款式，产品线极大丰富。产能与销售方面，上半年主要是产能不足，常温奶不能及时生产出来，失去不少市场机会，由于今年加大了奶牛收购、签约等力度，奶源建设取得很大进展，加上从8月开始订购的利乐包生产线投产、11月或晚些时候再有3条左右投产，而就全年看产品供不应求，所以，我们预计今年黑白花奶产销量可能会增长30%以上，水牛奶则40%或更高，规模的扩张将成为业绩增长的主要推动力。

3.区内市场可保持2-3年较高增长，下半年会投放京沪广从而开启广西区外市场扩张之路。公司在广西区内市场目前主要是南宁、桂林、柳州等，全区覆盖率还远远不够，去年底出现有经销商到公司总部抢货这一从来没有过的情况。我们估计以销量、销售额等几项指标综合计算的市场份额可能接近60%，而以区内的地区数量看还有70-80%的区域需要去开拓，所以，2-3年公司的省内业务和市场肯定会有很大增长空间，如果广西区内百姓充分认可公司的“家门口的放心奶”定位诉求，则公司在广西区内的成长性是值得十分看好的。

在区外市场方面，公司在深圳已有分公司，我们预计由于这个地方距离公司基地较近，今后会考虑多一点，而对于京沪广这三个大的乳制品企业和各类商家必争之地，公司在广西区外的市场拓展将主要集中在此。据介绍，目前已有专业的机构策划，具体方案还没定，但总思路是做水牛奶常温奶，定位高端。我们参考相关市场相关产品的定价等情况，以250ml一盒定价在15-20元之间，预计每天投放10吨水牛奶常温奶等测算，几个地方每年会给公司带来1-1.5亿元左右的销售收入；

4.政策扶持奶水牛发展，当地百姓养牛积极性很高，公司的发展环境越来越好。广西是我国南方七大水牛生长地中数量最多、产业化起步最早、发展最快的地区，区财政从2004年开始为推动大规模的品改每头牛补助配种费用10元，另有生产小母牛的各种补贴，奶水牛成为广西的十大支柱产业之一，现在一头小母牛价值3000元，所以，当地农民对奶水牛的杂交配种积极性很高；从养殖成本与效益比较看，当地黑白花牛奶大约3.2元/公斤，水牛奶7.2元/公斤，黑白花产量可达6.5吨/年·头，和每天成本35-50元相比，每天可以赚钱20元左右，一年可赚7000多元；奶水牛以二代三品杂年产2.5吨奶计算，成本10-15元/天·头，可以赚取40元/天·头，全年可达1.3万元左右。一个家庭养殖5头牛的效益就比较可观了。而且，一旦奶牛超过8-10年的有效产奶期，还可以当做肉牛卖掉，牛皮等还可以卖钱。从公司的资源看，其全国奶牛养殖龙头企业的地位，以及公司高管的综合资源非常丰富，对奶牛资源的整合力很强，其中奶水牛的资源整合有效程度可以达到或接近80%，因此，公司的发展环境十分看好。

5.水牛奶用途广泛，消化渠道很多，未来五年业绩翻几番的概率较大。我们曾在公司中报点评中预计公司会持续高增长五年以上，本次调研进一步增强了我们的信心。水牛奶除了制成各类液态奶、酸奶、奶粉等终端产品供人们直接食用之外，还可做成高品质的奶酪等作为中间产品或配料供各类乳制品相关企业或产品使用。由于国家与地方政府大力鼓励发展奶水牛养殖、水牛奶本身的高品质以及公司对产品高品质的追求、公司加大市场扩张力度、加之可能出现的价格上涨等因素，我们预计在未来五年间，公司业绩将很有可能出现每两年翻一番的增速。

结论：

本次调研再次增强了我们对公司未来数年保持高增长的预期，故11年净利润增速从约53%调升15个百分点至68%，EPS从1.02元调升0.08元或7.8%至1.10元，与目前股价对应市盈率不到32倍，以中小板高成长企业常见45倍PE测算，目标价可达50元以上，提升空间超过42%，故维持强烈推荐评级。

表 2 皇氏乳业 2010-2012 年业绩预测表

指标	08A	09A	10E	11E	12E
营业收入（百万元）	256.77	304.72	420.51	664.41	996.61
增长率（%）	23.04%	18.68%	38.00%	58.00%	50.00%
净利润（百万元）	33.10	39.43	55.50	118.01	187.63
增长率（%）	15.89%	19.14%	40.76%	112.62%	59.00%
每股收益(元)	36.72	45.62	71.13	118.01	187.63
净资产收益率（%）	21.62%	24.23%	55.94%	65.90%	59.00%
PE	0.46	0.57	0.66	1.10	1.75
PB	256.77	304.72	420.51	664.41	996.61

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

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。

2009 年 10 月开始机构服务以来，主要推荐金种子酒、五粮液、圣农发展、黑牛食品和皇氏乳业，主要报告：《历经风雨 巨人应更强大——五粮液深度报告之二》、《苏醒巨人 二线品牌典范——金种子酒深度报告》、《六力铸就超预期高增长——金种子酒调研报告》、《鸡肉标杆企业 健康经济龙头——圣农发展调研报告》、《升级美食转型酒 健康经济新诉求——东兴证券研究所食品饮料行业中期策略》、《“双蛋”饮料销量猛增 调升盈利预测与评级——黑牛食品调研快报》、《发力健康经济的黑牛——黑牛食品调研报告》、《中期业绩向上修正 调升业绩预测与评级——皇氏乳业中期业绩增速向上修正公告点评》、《即将发力京沪广 全年增长有望超五成 维持评级——皇氏乳业 10 年中报点评》等。

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。