

乳制品

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

皇氏乳业

002329

推荐

水牛奶，三年即将甲天下

前期我们对皇氏乳业进行了调研，并参观了公司位于南宁的加工工厂和来宾的自有奶牛养殖基地。我们对当前公司产品结构、销售模式、经营状况持乐观态度，并将密切跟踪新基地的建设和新产品在省外市场试水等对基本面有重大影响的因素。

投资要点:

6-12 个月目标价: 45.00 元

当前股价: 37.42 元

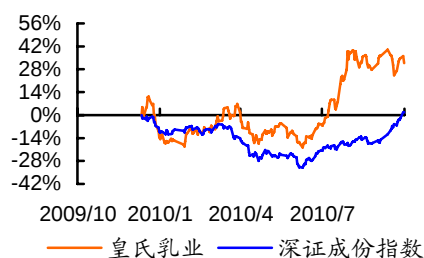
评级调整: 首次

基本资料

深证成份指数	13452.17
总股本(百万)	107
流通股本(百万)	27
流通市值(亿)	10
EPS (TTM)	0.51
每股净资产(元)	6.77
资产负债率	20.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
皇氏乳业	-0.32	40.44	37.93
深证成份指数	17.90	27.31	18.47



相关报告

- **公司是全国最大的水牛奶生产加工企业。**作为城市型乳品企业，公司产品以巴氏奶为主，巴氏奶销售收入占比约为 70%，在广西鲜奶销售市场份额第一，巴氏奶产量占广西市场 60% 以上份额，水牛奶产量占全国比重超过 40%。
- **省内市场快速增长，仍有 2-3 倍发展空间。**目前公司送奶到户的客户已经超过 50 万户/日，南宁每天 30 多万户，柳州每天 5 万多户/日，桂林 3 万多户/日。三个城市的人均收入水平相当，按照人口数量、公司在这两个城市建立专卖店和送奶站的密度来算，如果公司成功在柳州、桂林复制在南宁的发展路线，柳州和桂林送奶到户数量将超过 42 万户/日，在广西省送奶到户数量达到 98 万户/日，有望为公司带来 6 亿的收入。
- **年底高端水牛奶产品开始探路核心市场，有望为公司带来 2-3 亿收入。**公司计划年底在北京上海等一线城市开始拓展高端水牛奶的示范工程，定价在 15 元/瓶（250ml）左右，毛利率约 70%，主要面向高收入群体。从资源禀赋角度看，奶水牛的资源价值相比特仑苏更有优势，水牛奶相对荷斯坦奶牛稀有的多。根据公司的计划，每天 10 吨的产量，预计达产后每年省外高端水牛奶可以为公司带来至少 2-3 亿的收入。产品结构向高端发展有助于毛利率维持在 40% 以上的高位。
- **水牛奶供给在未来 2-3 年将实现爆发式增长，产能将在明年得到全面释放。**公司过去的发展瓶颈主要是产能和水牛奶供应不足，但随着广西省对水牛奶的品改项目的不断推进，水牛奶预计在 2012/2013 年实现爆发式增长，奶水牛供给量将超过 7 万头。公司的产能也将在明年达到 10.5 万吨，以配合公司新的省外销售计划。
- **预计 2010-2012 年公司 EPS 为 0.65, 1.00 和 1.41 元。**我们看好公司在省内市场的龙头地位和在外省市场的成长性，给予公司“推荐”评级。

风险提示:

- 公司在全国性市场上知名度低，未来在全国市场推广特色水牛奶产品时缺乏明显的品牌优势，需要跟踪公司在北京、上海试水情况的进展。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	305	439	653	874
同比(%)	19%	44%	49%	34%
归属母公司净利润(百万元)	46	69	107	151
同比(%)	24%	52%	55%	41%
毛利率(%)	41.5%	40.3%	41.6%	42.9%
ROE(%)	6.3%	9.0%	12.2%	14.7%
每股收益(元)	0.43	0.65	1.00	1.41
P/E	87.78	57.87	37.42	26.51
P/B	5.53	5.19	4.56	3.89
EV/EBITDA	56	51	32	22

资料来源: 中投证券研究所

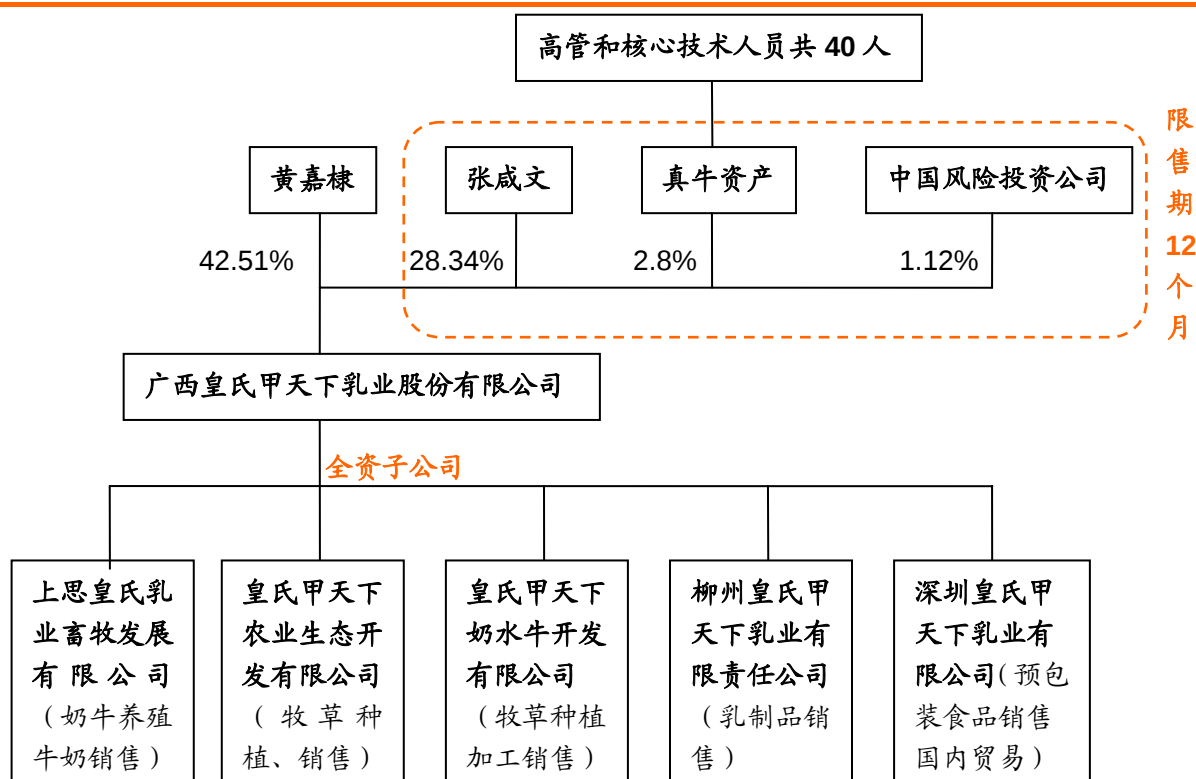
目 录

一、公司简介：向全国水牛奶龙头企业迈进	3
1. 奶源控制具备很大优势，可收集奶水牛的控制率高达 70%	4
2. 奶水牛品改效果逐步显现，近两年有望突破供给瓶颈	5
3. 实施差异化，产品结构向高端发展	6
4. 销售渠道多元化，不断深入挖掘潜在需求	7
5. 直销方式、产品结构、成本转接能力支撑高利润率	8
二、公司未来发展空间：巴氏奶深耕广西省内市场，水牛奶探路一线城市	9
1. 广西市场基数低，市场需求保持 30%-50% 的快速增长	9
2. 桂林、柳州市场将成为公司未来 2 年收入增长的主要来源	10
3. 北京、上海等省外市场将催生一个新的盈利增长点	12
4. 明年产能将得到有效释放以迎接水牛奶供给拐点	12
三、盈利预测和投资建议	14

一、公司简介：向全国水牛奶龙头企业迈进

公司是全国最大的水牛奶技术研究和产品生产加工企业，在广西鲜奶销售市场份额第一。作为城市型乳品企业，公司产品以巴氏奶为主，巴氏奶销售收入占比约为 70%，产量占广西市场 60%以上份额，主要产品包括营养价值高的水牛奶、南方特色鲜明的果奶和具有益生作用的发酵奶。通过差异化产品，公司有效避免了和伊利、蒙牛的竞争，并迅速占领了广西市场，形成了独特的竞争优势。目前公司的水牛奶系列产品产量和销量均位居全国第一，水牛奶产量占全国比重超过 40%。

图 1：公司股权及经营公司



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2：按生产工艺来分销量情况（吨）

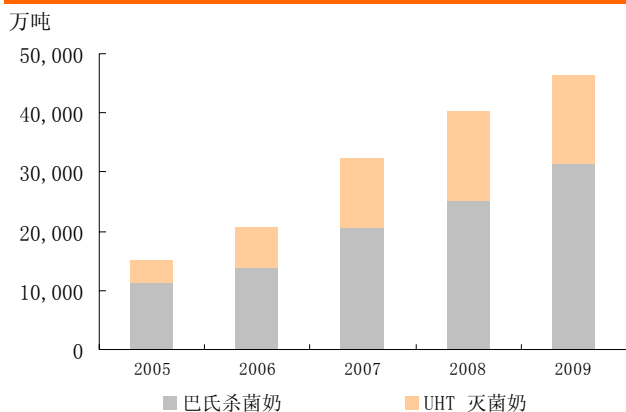
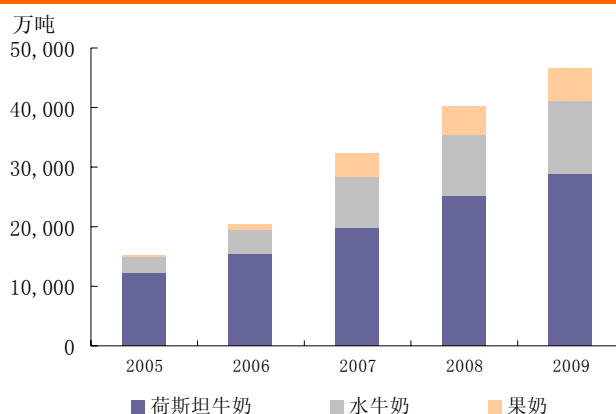


图 3：按主要生产原料来分销量情况（吨）



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 4：2009 年各类产品占销售收入比重

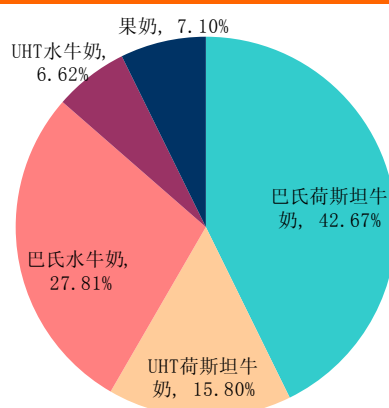
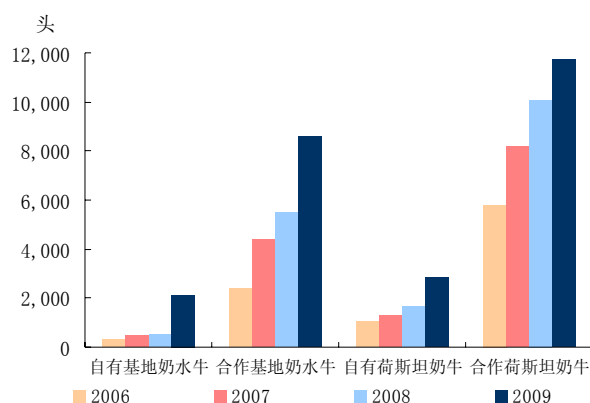


图 5：2006-2009 公司可控的奶牛存栏量变化



资料来源：公司公告、中投证券研究所

1. 奶源控制具备很大优势，可收集奶水牛的控制率高达 70%

对于省内的竞争对手来说，公司可以凭借自身规模保证稳定的奶源供给。由于南、北方地理条件的限制，奶牛养殖方面有较大差异，南方的农户不会养荷兰奶牛，一般是养殖户养，规模在 20-30 头，收奶相对方便，而这些具备一定规模的养殖户与个体不同，他们更加关注长远的收益，即使竞争对手出高价抢占奶源，仍然没有规模大的公司吸引力大。

对于省外竞争对手来说，根据《乳制品工业产业政策（2009 年修订）》的规定，要求新建乳制品加工项目已有稳定可控的奶源基地产生鲜乳数量不低于加工能力的 40%，因此竞争对手若想进入市场，必须先养牛，短时间内很难达到标准。此外，政府为了限制乳制品企业之间开展过于激烈的价格战，已经在业内形成不能抢奶源的潜规则。公司与政府具有良好的合作关系，如果竞争对手要在广西建立基地，需要得到政府的许可。

蒙牛、伊利、光明等乳制品在广西境内没有液态奶生产基地，目前仅三元在柳州设立了柳州三元天爱奶业有限公司，但在柳州的市场占有率小于公司，仅仅刚够保本。由于低温奶运输半径的限制，其他企业的鲜奶产品很难进入广西市场。2007 年公司鲜奶在广西的市场份额为 62.67%。

图 6：公司在来宾市的自有奶牛养殖基地



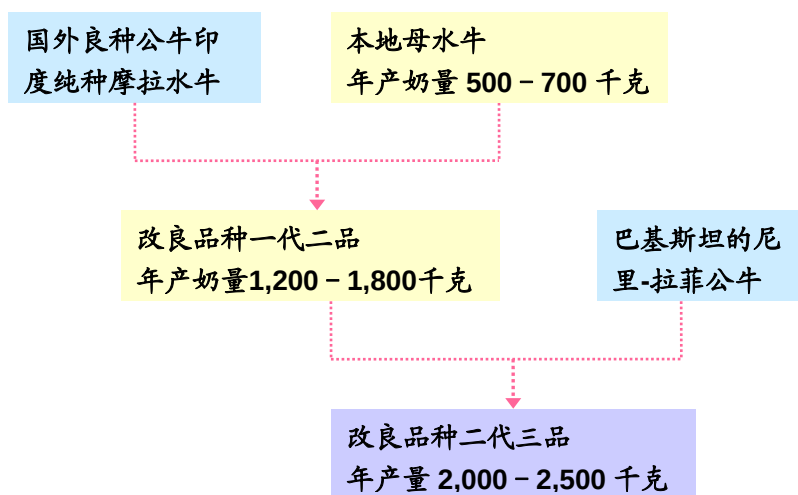
资料来源：中投证券研究所

近今年广西省良种奶水牛数量占全国的比重逐步提升，已经成为奶水牛最丰富的地区之一。目前广西省良种奶水牛约为 4 万头左右，除去公的和不可收集的，大约有将近 1.6 万头，公司目前控制的奶水牛超过 1.2 万头，占可收集的 70%-75%，公司已经基本控制了广西的奶水牛，省外的企业和省内的其他企业很难发展奶水牛产品。加之长期以来参与奶水牛品改、与当地奶农和政府保持了良好的合作关系，基本已经在水牛奶领域构建了较高的壁垒。

2. 奶水牛品改效果逐步显现，近两年有望突破供给瓶颈

广西荷斯坦奶牛的价格大致在 6000 元/头左右，公司的荷斯坦奶牛奶源供给充足，可以随时买到，考虑到常温奶较快的增长趋势，预计公司会继续加大荷斯坦奶牛的奶源建设。公司近期加大在广西、云南等地的考察力度，可能会发生收购行为。目前公司奶牛养殖基地大约 100 亩左右，已经不能满足需求。我们参观的来宾市自有奶源基地中，目前有荷斯坦奶牛 1800 多头，奶水牛 500 多头，今年新产的小荷斯坦奶牛就有 600-700 头没有地方养殖。

图 7：奶水牛品种改良过程及对应产量



资料来源：中投证券研究所

奶水牛供给不足是影响公司销量扩张的主要原因之一。公司目前购买的奶水牛都经过了 2 代品改，单头产奶量将近 2 吨/年，公司与当地养殖户签订了合同，还没有开始产奶的新生奶水牛以及养殖户新购入的水牛奶都提供给公司，近年来通过购买和繁殖，公司自有成母牛的数量以每年 20 - 25% 的速度增加。

广西政府 2004 年之后开始了对奶水牛的大规模品改。在 2001 - 2005 年的 5 年时间内，共杂交配种水牛达到 110.40 万头，累计新生杂交 26.5 万头。2005 年新增杂交配种水牛存栏数达 35.89 万头，2007 年新增 41.40 万头。考虑到 4-5 年的一代二品改良时间，2008/2009 年一代二品良种奶水牛数量将大幅提高，2012/2013 年二代三品良种奶水牛数量将出现“井喷”。但这只是理论上的测算，除去其中的公牛和不好收集的以外，参与品改的奶水牛中大约有 10% 是未来可以作为稳定来源的。广西奶水牛品改工程的效果已经显现，广西地区水牛奶产量从 2006 年的 4900 吨增加到 2007 年的 19520 吨，增长率高达 300%。预计 2012/2013 年奶水牛供给将超过 7 万头，公司奶源供给瓶颈有望在未来几年得到有效突破。

3. 实施差异化，产品结构向高端发展

随着城镇居民消费水平的提高，未来乳制品市场消费尤其是城市市场将呈现出功能和口味、营养和健康并重的发展趋势。为顺应这种消费趋势，国内主要乳品企业已陆续推出了一些高端产品。

公司也加大了高端产品的开发和生产。在广西市场，公司今年7月推出的口感独特的固体酸奶——老酸奶，其毛利率高出原来平均水平大约5%；公司计划在今年年底开始在北京、上海等销售水平较高的地区开展高端产品的示范项目，提供高附加值的特色水牛奶，价格定在15元/盒（250ml）左右；在云南、贵州、广东等周边省市，公司推出的特色果奶价格在5-6元/盒。公司产品向高端发展的趋势将提升公司的盈利水平。

图 8：公司在广西市场主打的高端产品



资料来源：中投证券研究所

表 1 皇氏产品专卖店价格

常 温 奶 45- 180 天	利乐系列 1.8-1.9 元/200ml	AD 奶、铁锌奶、纯奶、开味奶、朱古奶、早餐奶
	康美包系列 2.3-3.0 元/250ml	木瓜奶、红牛奶、黑牛奶、绿豆爽、核桃奶、红豆沙、玉米奶、苹果醋、 水牛奶（5.5 元/240ml）
	利乐砖系列 1.8-2.0 元/240ml	优酪百香果、优酪草莓、大红枣酸乳
	苗条转系列 2.5-3.5 元/250ml	上思牧场纯奶、小星仔儿童奶、红牛奶、黑牛奶、木瓜奶
瓶 装 奶	百利包系列 1.2-1.6 元/220ml	纯鲜奶、浓香豆奶
	巴氏包系列 3.5 元/125ml	水蜜桃+枇杷、AD 钙奶、核桃+花生、活力奶、草莓奶
	荷斯坦牛奶 2.3/瓶	100%纯鲜奶、乳酸饮品、低脂酸奶、AD 奶、铁锌奶、高钙奶、双歧酸奶、特浓牛奶、DHA 奶、高钙酸奶、煌品 1 号
	水牛奶 3.3/瓶	原生态水牛奶、高钙水牛奶、水牛奶乳饮料、纸杯装高钙水牛奶、纸杯装鲜水牛奶
冷 藏 类 18-21 天	屋顶奶系列 4.6 元/236ml	皇品乳(4.6 元/236ml)
	艾克包系列 2.5 元/180g	原味奶、红枣奶、黄桃奶
	杯装系列 2.5 元/200ml	原味酸奶、酸活乳、大红枣酸奶
	碗装系列 4.5 元/180g	老酸奶(4.5 元/180g)

资料来源：中投证券研究所

4. 销售渠道多元化，不断深入挖掘潜在需求

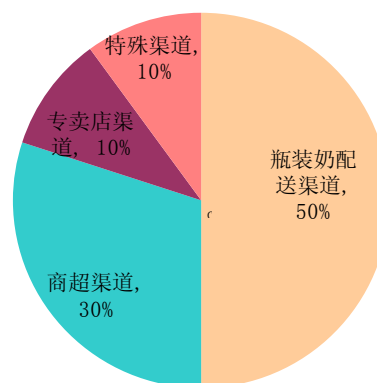
目前，公司的销售区域主要以南宁、来宾为中心，覆盖销售半径 1500 公里范围内的南宁、桂林、柳州、百色、玉林、河池、钦州等主要城市；省外市场主要包括广东、贵州、云南、海南、上海等周边省市以及消费水平较高的地区。公司在南宁、柳州、桂林、深圳设有分公司，以直销为主；其他地区基本采用经销模式进行销售。

公司的营销渠道主要包括四类，分别是瓶装奶配送渠道、商超渠道、专卖店渠道及特殊渠道。瓶装奶配送渠道是低温巴氏奶的主要销售渠道，占据了所有渠道超过 50% 的比例，目前公司送奶到户的客户已经超过 50 万户/日，主要市场包括南宁、柳州和桂林。商超渠道、专卖店不断深入二三线城市，是常温奶的主要销售渠道。

图 9：生产基地分布

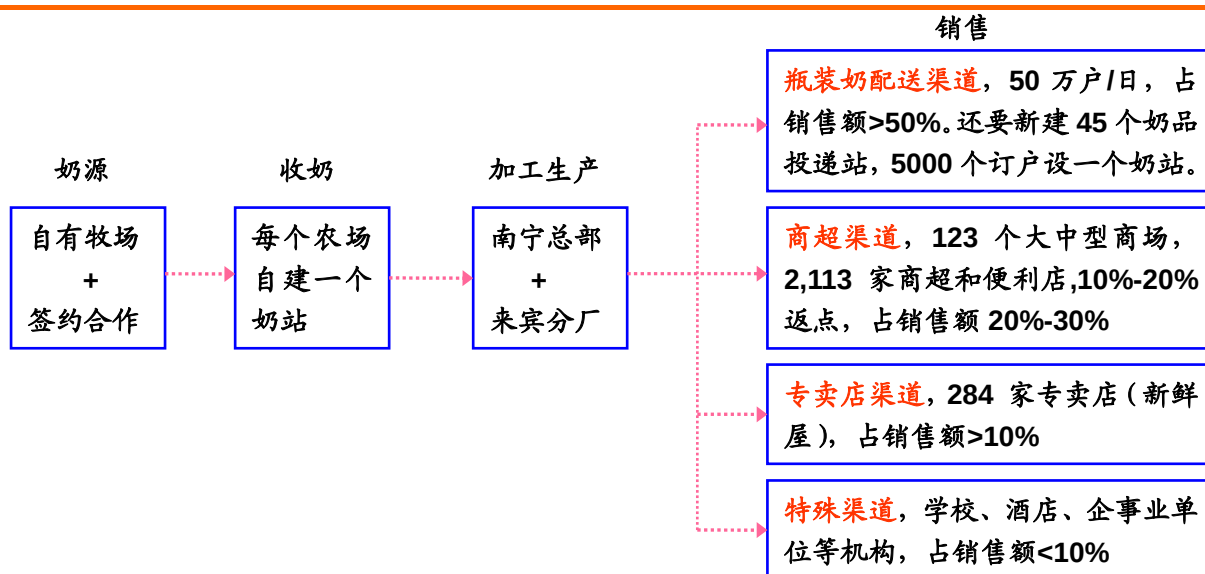


图 10：各类渠道占销售额比重



资料来源：中投证券研究所

图 11：公司业务流程及各类销售渠道



资料来源：中投证券研究所

图 12: 不同销售方式的销售额及占比

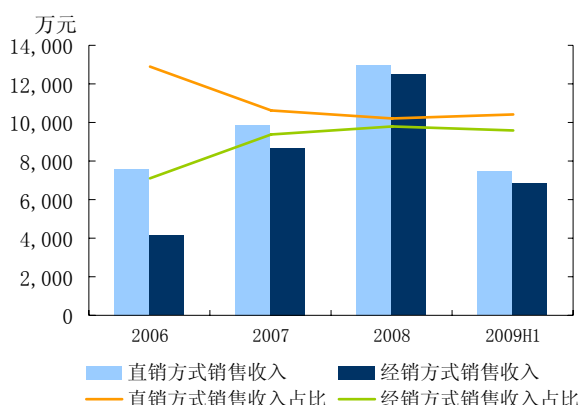
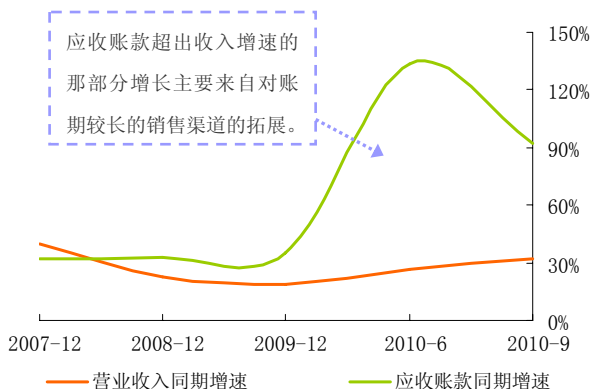


图 13: 2010 年应收账款增速远高于收入增速



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

除此之外, 公司还开拓了许多新的销售途径, 例如团购。公司增加了账期较长的渠道的拓展, 与中国移动等企业合作积分兑奖活动, 并且进入了中国石化的分销系统。

根据我们对公司历史数据的观察, 自 2004 年至 2009 年间, 应收账款与收入保持相同速度的增长。但是公司 2010 年以来应收账款有较大幅度上涨, 6 月底同比增长 133.7%, 主要原因为公司销售规模扩大、销售收入增加以及新增销售渠道拓展和部分客户账期调整所致。而应收占款增长速度超过营业收入增长速度的这部分增长主要来自新增账期较长的销售渠道所带来的收入, 这部分的收入=本期应收账款-上期应收账款*(1+本期收入增长率), 约为 3000 万。

5. 直销方式、产品结构、成本转接能力支撑高利润率

公司 2009 年乳制品的毛利率为 41.5%, 远高于行业 25% 的平均水平。主要原因是公司的巴氏奶通过直销渠道销售, 营销环节少, 相对费用低, 而且销售价格比采用经销方式的销售模式售价高 (10%-20%)。公司近三年销售毛利率维持在 40%-45% 之间。对于通过经销商销售的产品, 借助对市场的了解, 公司与终端消费者之间通常只有一层经销商, 中间代理环节相对外来大品牌较简单, 成本较低。

图 14: 各乳制品公司销售毛利率水平

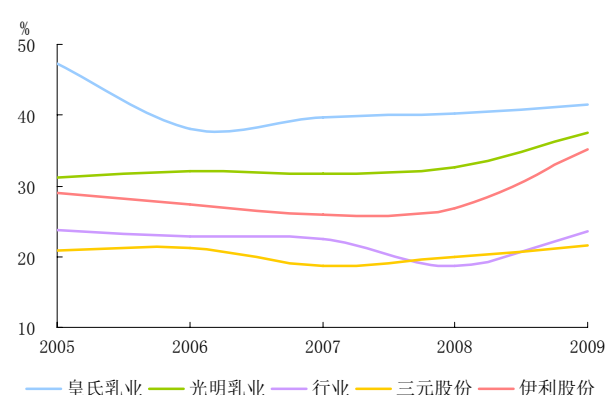
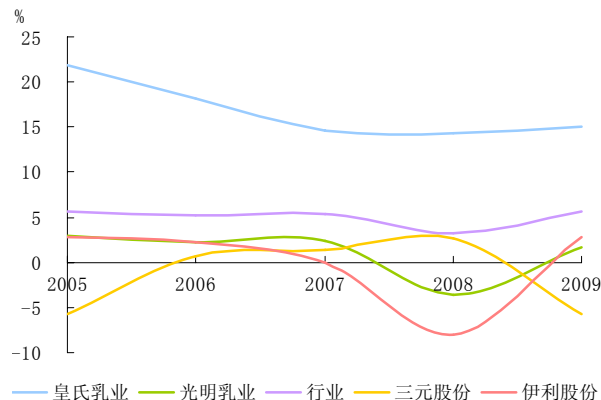


图 15: 各乳制品公司销售净利率水平



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

除此之外，公司主要销售的巴氏奶，其销售渠道封闭，客户忠诚度高，不存在恶性竞争的问题。而且巴氏奶主要是用玻璃瓶装，采取玻璃瓶装奶的生产成本和包装成本较低，瓶装奶生产线一条大约 120 多万，无菌生产线一条要 1000 多万；同时玻璃瓶可以重复利用 30-40 次，实际成本每个 0.02-0.03 元，无菌包装成本约为每个 0.3-0.5 元。

公司的成本转嫁能力较强，2010 年原奶收购价格有较大幅度提升，公司于今年 5 月份对南宁市的产品进行了提价，提价幅度 15%，8 月对全线产品进行了提价，幅度 10%。提价幅度基本与成本上涨幅度持平，这体现了公司较强的成本转嫁能力，这部分影响可能在今年不能完全体现。同时，公司也在扩大自有奶源来稳定原奶价格。

图 16: 2009 年各类产品毛利率水平

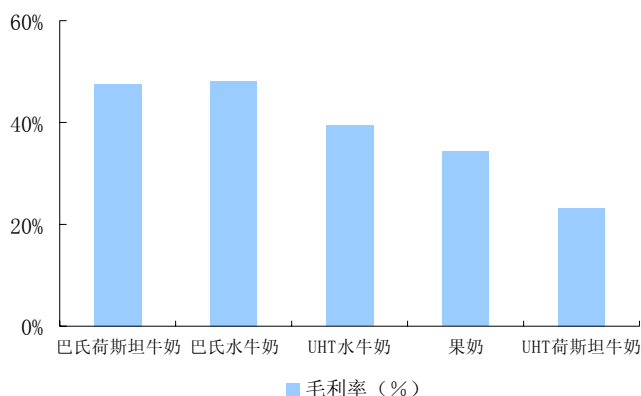
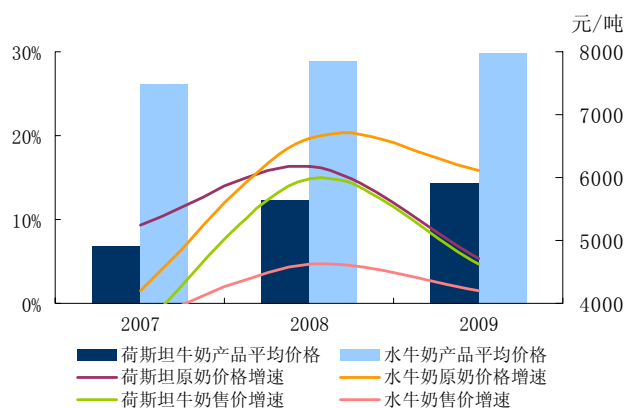


图 17: 原奶价格与产品价格增速对比



资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司的巴氏奶、水牛奶、果奶等产品毛利率水平较高，这些产品支撑着公司的高毛利水平。近期公司的毛利率水平略微下降，主要是因为常温奶比重上升所造成，但是随着未来水牛奶供给的增加以及公司高端产品的推出，相信公司能够将毛利率维持在较高水平。

二、公司未来发展空间：巴氏奶深耕广西省内市场，

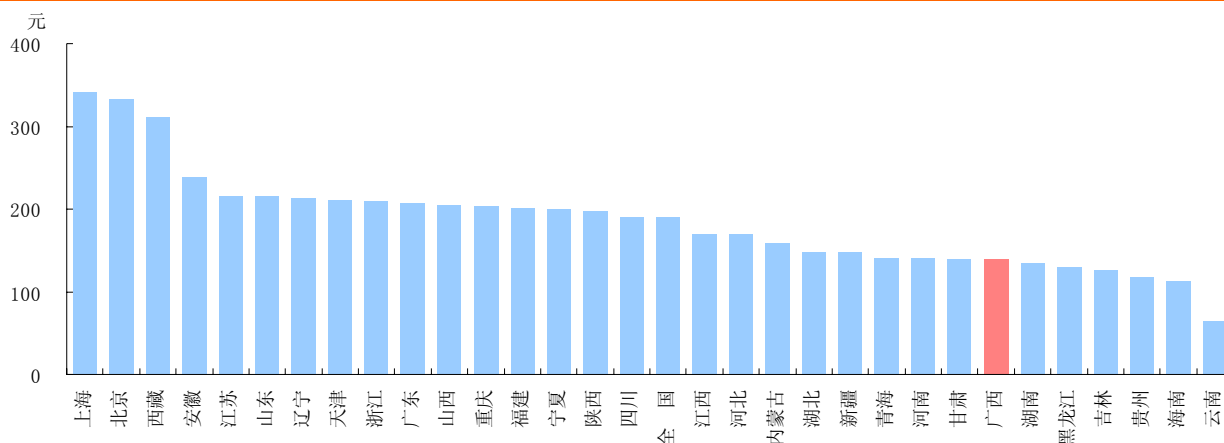
水牛奶探路一线城市

1. 广西市场基数低，市场需求保持 30%-50% 的快速增长

广西鲜乳制品消费量低于全国平均水平，2007 年广西地区人均牛奶占有量 1.47 千克，全国人均牛奶占有量 27.5 千克；同时，广西省内部城乡之间乳制品消费量差距悬殊，广西城镇居民人均乳制品消费量 12.28 千克，农村居民人均乳及乳制品消费量仅 0.13 千克。广西城镇人均乳制品消费量远低于收入水平相当的其他省份，如宁夏的人均乳品消费量是广西的 8 倍。

由于广西省乳制品消费基数低，随着近年来收入水平的提高和新一代人饮食习惯的改变，乳制品消费的增长速度很快，公司送奶到户数量平均每年按照近 40% 的速度增长。

图 18: 2008 年城镇居民家庭人均奶及奶制品支出



资料来源：国家统计局、中投证券研究所

图 19: 2007 年广西和全国人均牛奶占有量对比

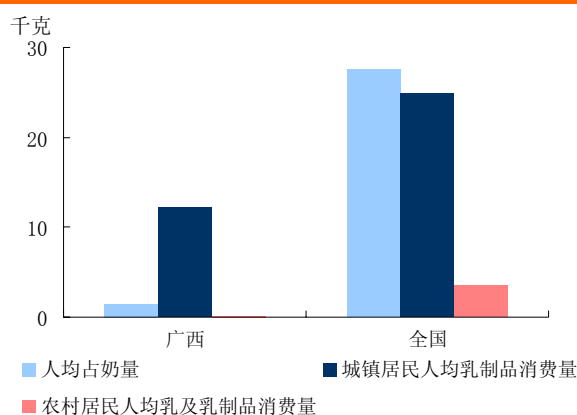
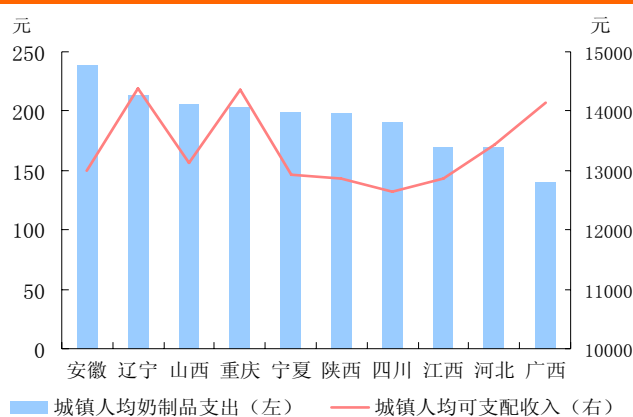


图 20: 收入水平相当的地区乳制品消费差距悬殊



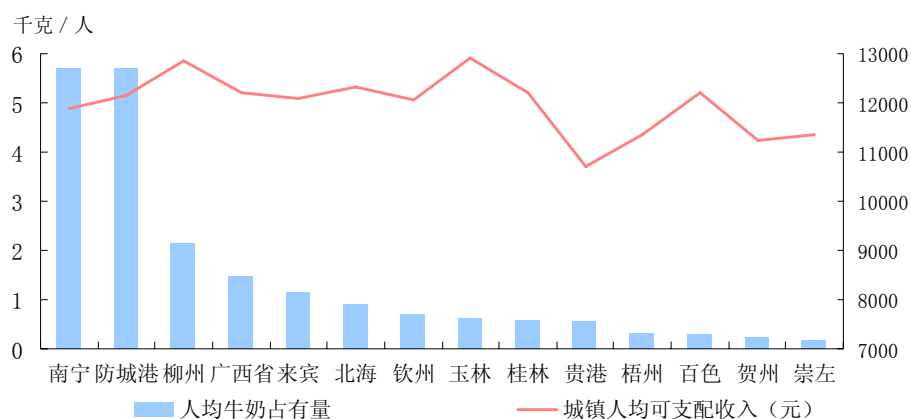
资料来源：国家统计局、中投证券研究所

2. 桂林、柳州市场将成为公司未来 2 年收入增长的主要来源，2012 年广西销售额有望达到 8 个亿

根据公司的战略规划，近两年先大力开发广西本地市场。目前公司送奶到户的客户已经超过 50 万户/日，南宁每天 30 多万户/日，柳州每天 5 万多户/日，桂林 3 万多户/日，其余二三线城市总共 4 万户/日。三个城市的人均收入水平相当，南宁略低于柳州和桂林，按照人口数量、公司在这两个城市建立专卖店和送奶站的密度来算，如果公司成功在柳州、桂林复制在南宁的发展路线，柳州和桂林送奶到户数量将超过 42 万户/日。

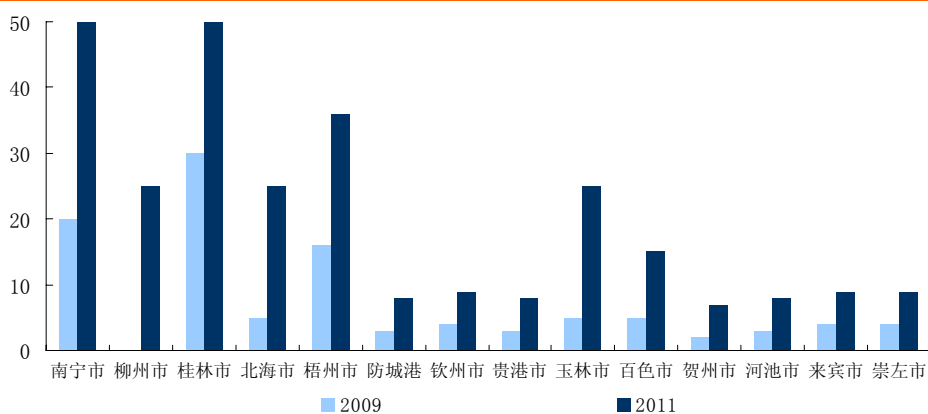
目前公司在南宁的市场占有率较高，但是在广西省的市场份额较低，2007 年时仅 12.37%。公司在南宁、桂林、柳州等重点城市的销售网络覆盖率达到 100%，在北海、玉林、五周等二三线城市的销售网络覆盖率在 2009 年仅 65%。这些二三线城市主要是常温奶的主要销售市场，贡献了公司将近一半的收入，这些地区的收入水平与南宁相当，人口占据了广西城镇人口的 70%。由于这些地区人口基数大，奶制品消费基数低，根据公司在这些地区建立专卖店的密度推算，随着公司在这些城市覆盖率的提高，在这些城市的销售收入还有至少 3 倍的提升空间。

图 21: 2007 年广西各市人均牛奶占有量



资料来源: 广西 2007 年统计年鉴、中投证券研究所

图 22: 2009 年和 2011 年公司计划开设专卖店数量



资料来源: 公司资料、中投证券研究所

表 2 预计 2011 年各地送奶到户数量

	南宁市	柳州市	桂林市	其他地级市	合计
人口 (万)	684	363	505	3511	5061
家庭户数 (万户)	196	105	155	961	1416
城镇人均可支配收入 (元)	11877	12866	12202	11841	12200
2007 年人均牛奶占有量	5.72	2.16	0.58	1.07	1.47
2009 年专卖店数量	20	0	30	54	104
2011 年专卖店数量	50	25	50	159	284
2009 年奶品投递站数量	33	9	7	8	57
2011 年奶品投递站数量	48	24	22	8	102
2009 年送奶到户用户数 (万户/日)	30	5	3	4	42
2011 年送奶到户用户数 (万户/日)	44	22	20	12	98

资料来源: 中投证券研究所

表 3 预计 2012 年各类产品销售额（亿元）

产品	2009	2012E
送奶到户瓶装巴氏奶	1.5	4
非送奶到户巴氏奶	0.6	2
常温奶	1	3

资料来源：中投证券研究所

3. 北京、上海等省外市场将催生一个新的盈利增长点

为保持公司的持续发展，公司目前也已经开始部署对省外市场的拓展计划，省外的销售策略与省内差异较大，主要是特色的水牛奶、果奶、酸奶等高附加值产品，目标群体是原来特仑苏和金典的消费者。同时根据当地收入水平的不同推销不同的产品。

在广西周边地区如广东、云南、贵州等省份推出的是定价在 5-6 元的特色果奶，毛利率 40%-50%；计划在北京上海等一线城市推出高端水牛奶，定价在 15 元每盒（250ml）左右，毛利率 70%左右。

从 2006 年开始，国内众多知名乳品企业纷纷推出了相关特色产品，这些产品一上市就得到了消费者的追捧，市场销售势头良好。以蒙牛乳业的“特仑苏”产品为例，2005 年底推出的蒙牛差异化品牌特仑苏牛奶，经历一年时间在上海一个市场的销售量就达到 10000 箱，该产品自 2006 年上市当年就实现销售收入 8 亿元，2007 年实现 10.4 个亿。

我们有理由认为水牛奶能够成功地在省外市场树立高端品牌，因为水牛奶相对荷斯坦奶牛稀有，并且奶源产地集中在广西。从资源禀赋角度看，奶水牛的资源价值相比特仑苏更有优势，特仑苏奶源的优势主要在于区位优势，而奶水牛的优势来自本身是一种高品质的资源。公司计划利用这一点，从“维生素、微量元素含量高”等更加健康的角度树立水牛奶的高端形象。通过加大广告投入的方式在省外逐步开始树立奶水牛高端品牌，普及概念。

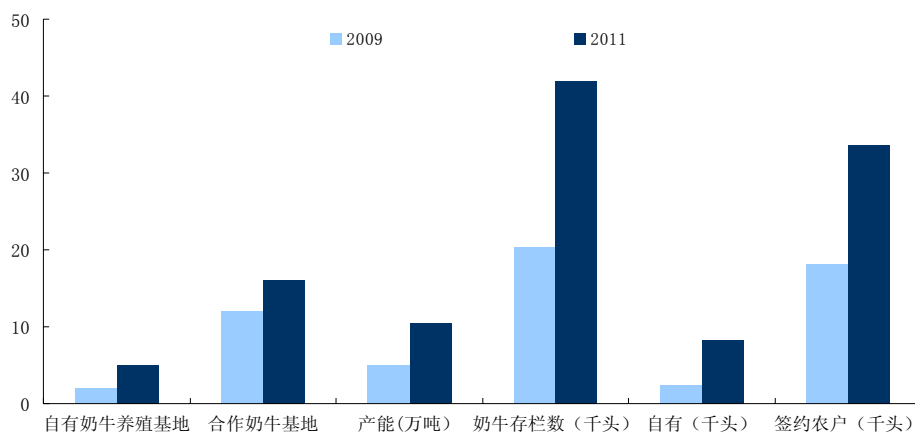
根据公司的计划，今年年底将在北京、上海开展高端水牛奶的示范项目，产量计划为每天 10 吨，按照 60 元/千克的售价计算，预计达产后每年省外高端水牛奶可以为公司带来至少 2-3 亿的收入。目前广西省内的销售额占公司乳制品销售收入的 99%，如果省外市场拓展获得成功，将为公司乳制品销售带来巨大的空间。

4. 明年产能将得到有效释放以迎接水牛奶供给拐点

目前市场对公司产品的需求很旺盛，公司未来收入的增长主要来自产能的释放。2009 年公司的产能只有 4 万吨，自今年 3 月开始公司转变了销售策略，产能开始出现不足。原先公司采用的是现款现货，先给钱再交货，很少有赊货的情况。上市之后，风险承受能力增强，开发了一些优质的大客户，如沃尔玛、中国移动等，这部分增长非常快，开始断货。公司 3 月新购置了一条常温奶利乐线生产线，按照前期与利乐公司订购的计划，半年后再交付 2 条生产线，因此预计到 11 月公司的常温奶供应能力将有明显的提升，每条线年处理能力在 4000-8000 吨。预计今年可以实现 7 万吨的产量，24 小时运转的产能接近 10 万吨，明年下半年可以达到 10.5 万吨。按照公司深耕广西市场的战略规划，要想突破目前以南宁、来宾为中心的销售半径限制，预计不久之后公司会开始部署新的生产基地建设。

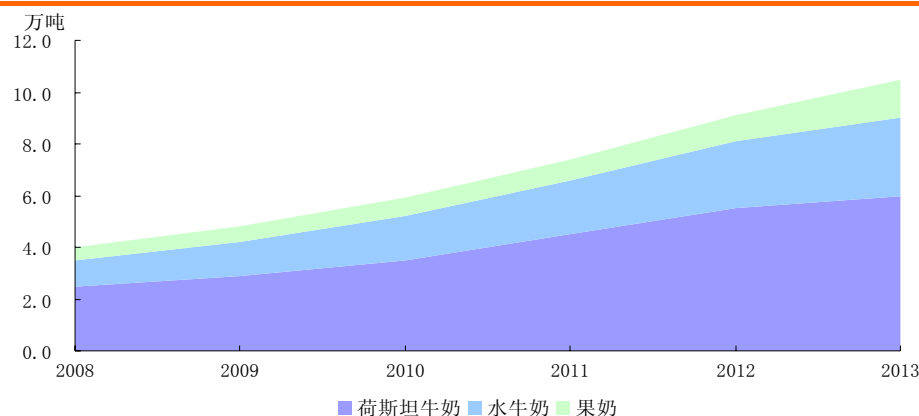
前面已经分析过，随着广西水牛品种改良成熟期的到来，未来几年内公司水牛奶可收购量将大大提升，公司因奶源不足导致的水牛奶系列产品供不应求现象将大为改善，预计 2012/2013 年水牛奶供给“爆发式”的增长将带动公司利润高速增长。这与公司的战略步骤是一致的，预计在未来 2-3 年省内市场将趋于饱和，省外市场成为公司收入增长的来源，而省外主要是以特色水牛奶为主，这时水牛奶的供给也能开始放量，配合公司的销售计划。

图 23: 2009 年和 2011 年预计公司可控奶源情况



资料来源：公司资料、中投证券研究所

图 24: 2008-2013 年公司产能扩张



资料来源：中投证券研究所

表 4 预计公司未来几年产能释放进程 (万吨)

产品	2008	2009	2010	2011	2012	2013
水牛奶	1.00	1.2	1.7	2.1	2.6	3
荷斯坦牛奶	2.50	2.9	3.5	4.5	5.5	6
果奶	0.50	0.5	0.7	0.8	1	1.5
小计	4	4.8	5.9	7.4	9.1	10.5

资料来源：中投证券研究所

三、盈利预测和投资建议

我们根据公司产品的价格变动、产销量增长和募投项目的建设投产等相关信息对公司未来的盈利能力进行预测，预计公司近两年收入的主要来源仍然是本地市场的深入开发，预计省内市场增速在未来 2 年仍能保持 30%以上的增速，待本地市场趋于饱和后，省外市场将成为公司利润增长的主要动力。

表 4 分产品量价预测

销量 (吨)	2007	2008	2009	2010	2011	2012
荷斯坦牛奶	19885	25275	28903	39019	52676	65845
水牛奶	8468	10239	12261	15939	23909	33473
果奶	4011	4736	5316	6113	7030	8085
合 计	32364	40250	46480	61071	83615	107402
均价 (元/吨)						
荷斯坦牛奶	4917	5644	5907	6497	6822	6959
水牛奶	7497	7847	7968	8764	9991.	10491
果奶	5933	6727	6756	7431	7803.	7959
营业收入 (百万元)						
荷斯坦牛奶	97.77	142.65	170.73	253.53	359.38	458.22
水牛奶	63.48	80.34	97.70	139.70	238.90	351.18
果奶	23.80	31.86	35.91	45.43	54.86	64.35
合 计	161.26	223.00	268.43	393.24	598.28	809.39
毛利率						
荷斯坦牛奶	40.70%	37.82%	38.80%	37.00%	37.00%	37.00%
水牛奶	51.70%	47.50%	47.80%	48.00%	50.00%	52.00%
果奶	36.40%	32.40%	36.90%	35.00%	35.00%	35.00%
营业成本 (百万元)						
荷斯坦牛奶	57.98	88.70	104.49	159.73	226.41	288.68
水牛奶	30.66	42.18	51.00	72.65	119.45	168.56
果奶	15.14	21.54	22.66	29.53	35.66	41.83
合 计	103.78	152.42	178.15	261.90	381.52	499.07

资料来源：中投证券研究所

预计 2010-2012 年 EPS 为 0.65, 1.00 和 1.41 元, 对应的 PE 为 58/37/27 倍, 鉴于公司未来 3 年复合增长速度为 47%, 而且我们看好公司基本面, 认为公司正处在成长期, 所以给予公司“推荐”评级。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	663	667	752	900	营业收入	305	439	653	874
现金	589	504	512	582	营业成本	178	262	382	499
应收账款	35	88	131	175	营业税金及附加	2	2	3	4
其它应收款	5	9	13	17	营业费用	57	83	124	166
预付账款	6	13	19	25	管理费用	19	29	42	57
存货	27	52	76	100	财务费用	8	-1	-1	-1
其他	0	1	1	1	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	253	312	331	358	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1	7	7	7	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	128	174	206	230	营业利润	39	63	102	148
无形资产	39	39	39	39	营业外收入	9	10	10	10
其他	85	92	78	82	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	915	979	1083	1258	利润总额	47	72	111	157
流动负债	134	184	178	203	所得税	2	3	4	6
短期借款	85	76	76	76	净利润	46	69	107	151
应付账款	11	26	38	50	少数股东损益	0	0	0	0
其他	38	81	64	77	归属母公司净利润	46	69	107	151
非流动负债	58	24	26	26	EBITDA	63	69	111	159
长期借款	54	24	24	24	EPS (元)	0.43	0.65	1.00	1.41
其他	4	0	2	2	主要财务比率				
负债合计	191	207	204	228	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	107	107	107	107	营业收入	18.7%	44.0%	48.9%	33.8%
资本公积	488	488	488	488	营业利润	19.1%	59.0%	62.8%	44.9%
留存收益	129	177	284	435	归属于母公司净利润	24.2%	51.7%	54.6%	41.1%
归属母公司股东权益	724	772	879	1030	获利能力				
负债和股东权益	915	979	1083	1258	毛利率	41.5%	40.3%	41.6%	42.9%
现金流量表					净利率	15.0%	15.8%	16.4%	17.3%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	6.3%	9.0%	12.2%	14.7%
经营活动现金流	54	29	45	107	ROIC	15.7%	16.7%	20.8%	25.8%
净利润	46	69	107	151	偿债能力				
折旧摊销	16	8	10	12	资产负债率	20.9%	21.2%	18.8%	18.1%
财务费用	8	-1	-1	-1	净负债比率	73.54	48.12%	48.94	43.69%
投资损失	-0	0	0	0	流动比率	4.95	3.63	4.23	4.44
营运资金变动	-10	-26	-83	-53	速动比率	4.75	3.35	3.80	3.95
其它	-5	-21	12	-2	营运能力				
投资活动现金流	-57	-53	-38	-38	总资产周转率	0.50	0.46	0.63	0.75
资本支出	57	47	38	38	应收账款周转率	10	7	6	6
长期投资	0	7	0	0	应付账款周转率	13.96	14.26	11.86	11.33
其他	1	0	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	543	-61	1	1	每股收益(最新摊薄)	0.43	0.65	1.00	1.41
短期借款	-8	-9	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	0.27	0.42	1.00
长期借款	35	-30	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.77	7.21	8.21	9.62
普通股增加	27	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	488	0	0	0	P/E	87.78	57.87	37.42	26.51
其他	1	-22	1	1	P/B	5.53	5.19	4.56	3.89
现金净增加额	540	-86	8	70	EV/EBITDA	56	51	32	22

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭: 中投证券研究所首席行业分析师。

蒋鑫: 中投证券研究所食品饮料行业分析师, 南开大学世界经济专业硕士, 天津大学信息工程工学学士。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434