

皇氏乳业：驶入发展的快车道

皇氏乳业调研快报

报告关键点：

- 产能瓶颈初步缓解；
- 奶水牛品改进入收获期；
- 调高盈利预测和投资评级

报告摘要：

- 产能瓶颈初步缓解：**2011年上半年公司本部的募投项目将竣工投产，在原来6万吨产能的基础上增加4.5万吨，届时公司液态奶的产能将达到10.5万吨，增幅高达75%，困扰公司发展的产能瓶颈问题初步得到缓解。公司近期公告将集团收购的原完达山建设的生产厂房和部分设备注入股份公司，主要用来生产酸奶产品。注入新厂具有日处理酸奶50-100吨的生产能力，预计明年3月份就可以投产，按照8000元/吨的价格，每年生产300天计算，每年将为公司增加1.2亿元的销售收入。另外，公司还计划利用新厂富余厂房和原闲置设备引进罐装生产线生产乳饮料产品。我们认为：由于广西地处亚热带地区，全年气温较高，酸奶和乳饮料消费市场极具发展潜力。
- 奶水牛品改进入收获期：**自2004年开始的广西奶水牛品种改良计划经过7年的周期，明年开始进入收获期，水牛奶的供给将大幅增长。按照发展规划，到2015年广西地区奶水牛存栏头数将从目前的4.3万头增加到30万头，可供产奶的奶牛数达到20万头。按照每头平均2.5吨的年产量计算，4年后水牛奶原奶的年供应量将达到50万吨，公司目前已经控制了区内近70%的可控奶源。原奶供应的爆发式增长为公司未来几年产能的大幅提升奠定了坚实的基础。公司表示今后重点发展方向为水牛奶产品，目前公司生产的水牛奶定位高端，与特伦苏和金典相当，未来公司将逐步推出中档的水牛奶产品还会抢占伊利和蒙牛纯牛奶的一部分市场份额。
- 调高盈利预测和投资评级：**考虑到公司4.5万吨募投项目于明年中期竣工，注入上市公司的新产能（酸奶）于明年3月投产，届时公司的产能瓶颈将得到缓解，销售收入将大幅提升。我们预计2010年-2012年公司的销售额为4.12、7.04和8.61亿元。调高盈利未来3年的盈利预测，EPS 分别为0.54、0.89和1.06元。由于公司目前除新建产能外还在积极寻求通过并购等方式迅速扩充生产能力，销售规模增速超出我们的预期将是大概率事件。考虑到公司未来几年的增长势头结合当前食品饮料行业中小板上市公司的估值水平，预计公司2011年的目标价为50元，给予买入-B的投资评级。

评级：
买入-B

上次评级： 增持-A

目标价格： 50.00 元

期限： 6 个月 上次预测： 40.00 元

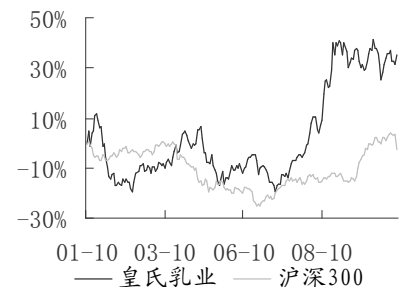
现价： 38.55 元

报告日期： 2010-11-15

市场数据

总市值(百万元)	4,124.85
流通市值(百万元)	1,040.85
总股本(百万股)	107.00
流通股本(百万股)	27.00
12 个月最高/最低	22.21/41.95 元
十大流通股(%)	34.88%
股东户数	4,639

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(19.21)	23.28	31.10
绝对收益	(1.64)	40.72	35.19

研究员

李铁
行业分析师

010-66581633

litie2@essence.com.cn

证书编号

S1450210010314

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	256.8	304.7	412.1	704.8	861.1
Growth(%)	23.0%	18.7%	35.2%	71.0%	22.2%
净利润	36.7	45.6	58.2	95.1	113.4
Growth(%)	21.6%	24.2%	27.5%	63.5%	19.3%
毛利率(%)	40.1%	41.5%	37.7%	37.7%	37.4%
净利润率(%)	14.3%	15.0%	14.1%	13.5%	13.2%
每股收益(元)	0.34	0.43	0.54	0.89	1.06
每股净资产(元)	1.53	6.77	7.31	8.20	9.26
市盈率	120.9	97.3	76.3	46.7	39.1
市净率	27.2	6.1	5.7	5.1	4.5
净资产收益率(%)	22.5%	6.3%	7.4%	10.8%	11.5%
ROIC(%)	25.4%	24.0%	19.4%	27.1%	23.3%
EV/EBITDA	64.3	64.8	62.7	36.0	30.1
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

前期研究成果

皇氏乳业：进入黄金成长期

2010-08-26

1. 产能瓶颈初步缓解

2011 年公司本部的募投项目将竣工投产，在原来 6 万吨产能的基础上增加 4.5 万吨，届时公司液态奶的产能将达到 10.5 万吨，增幅高达 75%，困扰公司发展的产能瓶颈问题初步得到缓解。

另外，公司近期公告将集团收购的原完达山建设的生产厂房和部分设备注入股份公司，主要用来生产 100g 的 6/8 连杯以及屋顶包和杯装的酸奶产品。注入新生产厂的厂房面积为 16793 平方米，比本部厂房还大 1000 多平米，具备日处理酸奶 50-100 吨的生产能力，公司预计明年 3 月份就可以投产，按照 8000 元/吨的价格，每年生产 300 天计算，将为公司增加 1.2 亿元的销售收入。另外，公司计划利用富余厂房和原闲置设备引进罐装生产线生产乳饮料产品。今年银鹭花生奶销售额预计高达 70 亿元，说明乳饮料这个市场的发展空间很大。我们认为：由于广西地处亚热带地区，全年气温较高，酸奶和乳饮料消费市场极具发展潜力。

2. 奶水牛品改进入收获期

自 2004 年开始的广西奶水牛品种改良计划经过 7 年的周期，于 2011 年开始进入收获期，水牛奶的供给将大幅增长。按照发展规划，到 2015 年广西地区奶水牛存栏头数将从目前的 4.3 万头达到 30 万头，可供产奶的奶牛数达到 20 万头。按照每头平均 2.5 吨的年产量计算，4 年后水牛奶原奶的年供应量将达到 50 万吨，原奶供应的爆发式增长也为公司未来几年产能的大幅提升奠定了坚实的基础。公司表示今后要重点发展方向为水牛奶产品，目前公司生产的水牛奶定位高端，与特伦苏和金典相当，未来公司将逐步推出中档的水牛奶产品将会抢占伊利和蒙牛一部分纯牛奶的市场份额。

3. 新品不断推出，与伊利、蒙牛全方位竞争

公司创立初期的发展策略是避免与伊利、蒙牛在产品 and 主要渠道上进行正面较量，采取“攻而不打”的策略。主要产品是巴氏奶、水牛奶、果奶等花色奶等差异化的产品，主要渠道也是通过送奶到户和酒楼等封闭渠道。上市后公司的实力壮大，发展全系列产品与伊利、蒙牛进行全方位的竞争。当前公司以特色产品-水牛奶对抗“特伦苏”和“金典”，以“上思牧场”对伊利、蒙牛的纯牛奶产品。此外，公司大力发展酸奶产品，推出新品“如果·爱”，定位的主要消费群体为 15-25 岁的年轻人，由朱雨辰¹作形象代言人。另外，开发高端水牛奶新品“摩拉菲尔”通过俱乐部会员的形式在北京、上海等一线城市推出。公司不断推新品除与伊利、蒙牛进行全方位的竞争外，还达到了提升公司品牌形象、实现产品间接提价的目的。

我们注意到：皇氏乳业在上市后的发展战略与当年光明乳业的发展战略很相似-巴氏奶在当地具有很高的知名度但增速已经放缓，公司通过大力发展常温产品，利用公司多年在当地耕耘的品牌效应能够迅速占领当地和周边市场。由于巴氏奶的销量比较确定，对比当前光明乳业的产品结构，常温奶和酸奶产品的占比还将提高，未来还有很大的提升空间，成为公司未来一定时期增长的主要动力。

4. 深耕广西，布局周边地区

公司深度挖掘南宁、桂林、柳州市场的同时继续加强对北海、玉林和梧州等二、三线城市的覆盖，同时对区内乡镇市场进行辐射。另外，公司还有向省外市场扩张的计划，例如公司已在相邻的云南和贵州省设立办事处，有可能在云南利用当地丰富的奶水牛资源通过收购等方式在当地进行生产和销售。布局这些地区我们认为除了当地消费者与广西地区一样对水牛奶的认可和接受度都比较高之外，当地没有很强势的品牌，伊利、蒙牛对其作为一个调节性的市场不是很关注，也是公司考虑的一个重要因素。

¹ 电视剧《奋斗》中“华子”、《我的青春谁做主》中“方宇”的扮演者。

5. 凸现竞争优势

5.1. 当地龙头企业，政策扶植

作为本地乳业的龙头公司、农业示范性公司（示范牛场）和上市公司，受到当地政府政策上的扶植甚至倾斜。除政策性的优惠外，自治区奶水牛“十二五”科技支撑计划将给公司近千万元的补贴。

5.2. 体制优势，激发创造性

对比 A 股乳业其他上市公司，作为一家民营消费品企业，市场反应和决策速度快是公司一个重要的竞争优势。加之，公司管理层和骨干员工持有公司的股份，因此更能将公司的长远发展与个人的利益有效地结合起来，从而激发出工作的积极性和创造性。

5.3. 伊利、蒙牛的优势受限

两广地区的居民喜食鲜食，伊利、蒙牛由于没有巴氏奶产品由此失去一部分稳定的消费者。另外，当前伊利、蒙牛成本优势越来越弱，例如现在伊利、蒙牛的收奶价格也达到了 3.2-3.6 元/公斤，与公司基本相同，对比成立初期公司的收奶价格 2.6 元/公斤，而当时蒙牛、伊利仅为 0.8-0.9 元/公斤的情况已经完全不同了。另外，公司的产品线非常丰富，除了巴氏奶之外，还生产有特色的水牛奶和果奶，现在还加强了酸奶的生产。因此伊利和蒙牛在广西除了有一定的品牌和资金优势外，其他优势并不明显。

6. 盈利预测和投资评级

考虑到公司 4.5 万吨募投项目于明年中期竣工，注入上市公司的新产能（酸奶）于明年 3 月投产，届时公司的产能瓶颈将得到缓解，销售收入将大幅提升。我们预计 2010 年-2012 年公司的销售额为 4.12、7.04 和 8.61 亿元，提高未来 3 年的盈利预测，对应 EPS 分别为 0.54、0.89 和 1.06 元。由于公司目前除新建产能外还在积极寻求通过并购等方式迅速扩充生产能力，因此公司销售规模增速超出我们的预期将是大概率事件。考虑到公司未来几年的增长势头结合当前食品饮料行业中小板上市公司的估值水平，预计公司 2011 年的目标价为 50 元，给予买入-B 的投资评级。

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-11-12

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	256.8	304.7	412.1	704.8	861.1	成长性					
减: 营业成本	153.7	178.4	256.8	439.2	539.1	营业收入增长率	23.0%	18.7%	35.2%	71.0%	22.2%
营业税费	1.6	1.7	2.6	4.4	5.3	营业利润增长率	15.9%	19.1%	43.5%	69.8%	18.8%
销售费用	44.1	57.2	78.3	126.9	155.0	净利润增长率	21.6%	24.2%	27.5%	63.5%	19.3%
管理费用	17.6	19.4	26.4	44.4	54.2	EBITDA 增长率	14.1%	17.0%	3.6%	75.7%	18.5%
财务费用	7.4	7.6	-7.5	-5.2	-5.8	EBIT 增长率	15.8%	16.2%	4.2%	85.2%	19.3%
资产减值损失	0.3	1.3	0.0	0.0	0.0	NOPLAT 增长率	21.0%	20.5%	-3.8%	76.9%	19.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	27.5%	19.1%	26.6%	39.4%	16.7%
投资和汇兑收益	0.9	0.4	1.0	1.0	1.0	净资产增长率	23.1%	342.9%	8.0%	12.2%	12.9%
营业利润	33.1	39.4	56.6	96.1	114.2	利润率					
加: 营业外净收支	4.6	8.1	4.0	3.0	4.0	毛利率	40.1%	41.5%	37.7%	37.7%	37.4%
利润总额	37.7	47.5	60.6	99.1	118.2	营业利润率	12.9%	12.9%	13.7%	13.6%	13.3%
减: 所得税	1.0	1.9	2.4	4.0	4.7	净利率	14.3%	15.0%	14.1%	13.5%	13.2%
净利润	36.7	45.6	58.2	95.1	113.4	EBITDA/营业收入	20.4%	20.2%	15.4%	15.9%	15.4%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	15.8%	15.4%	11.9%	12.9%	12.6%
货币资金	47.4	589.2	806.3	793.6	842.2	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	150	147	146	126	126
应收帐款	31.4	40.0	54.2	92.7	113.2	流动营业资本周转天数	55	58	61	59	63
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	145	456	685	476	418
预付帐款	7.4	6.4	4.9	2.4	-0.7	应收帐款周转天数	32	36	36	33	38
存货	23.2	26.6	38.6	66.1	81.1	存货周转天数	28	29	29	27	31
其他流动资产	0.0	0.4	1.2	3.6	4.9	总资产周转天数	403	726	918	641	583
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	276	285	260	203	210
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	ROE	22.5%	6.3%	7.4%	10.8%	11.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	11.7%	5.0%	4.9%	7.2%	7.7%
固定资产	120.3	128.4	204.8	287.4	315.8	ROIC	25.4%	24.0%	19.4%	27.1%	23.3%
在建工程	15.4	47.5	-	-	29.4	费用率					
无形资产	39.6	38.8	38.9	39.0	39.1	销售费用率	17.2%	18.8%	19.0%	18.0%	18.0%
其他非流动资产	27.9	37.3	37.1	37.1	37.7	管理费用率	6.8%	6.4%	6.4%	6.3%	6.3%
资产总额	313.5	915.3	1,187.0	1,322.9	1,463.8	财务费用率	2.9%	2.5%	-1.8%	-0.7%	-0.7%
短期债务	93.0	85.0	300.0	300.0	300.0	三费/营业收入	26.9%	27.7%	23.6%	23.6%	23.6%
应付帐款	26.5	32.3	19.0	32.5	39.9	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	47.9%	20.9%	34.1%	33.7%	32.3%
其他流动负债	8.6	16.5	26.7	49.5	67.2	负债权益比	91.8%	26.4%	51.8%	50.8%	47.8%
长期借款	18.8	53.8	53.8	53.8	53.8	流动比率	0.85	4.95	2.62	2.51	2.56
其他非流动负债	3.1	3.8	5.5	9.9	12.3	速动比率	0.67	4.75	2.51	2.34	2.36
负债总额	150.0	191.4	404.9	445.7	473.1	利息保障倍数	5.48	6.18	-6.50	-17.35	-18.77
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	80.0	107.0	107.0	107.0	107.0	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	83.4	616.9	675.1	770.2	883.6	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	163.4	723.9	782.1	877.2	990.6	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	36.7	45.6	58.2	95.1	113.4	EPS(元)	0.34	0.43	0.54	0.89	1.06
加: 折旧和摊销	13.2	16.2	14.6	21.0	24.2	BVPS(元)	1.53	6.77	7.31	8.20	9.26
资产减值准备	0.3	1.3	0.0	0.0	0.0	PE(X)	120.9	97.3	76.3	46.7	39.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	27.2	6.1	5.7	5.1	4.5
财务费用	6.4	7.4	7.6	-7.5	-5.2	P/FCF	-	136.9	21.8	-123.1	123.0
投资收益	-0.9	-0.4	-1.0	-1.0	-1.0	P/S	17.3	14.6	10.8	6.3	5.2
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	64.3	64.8	62.7	36.0	30.1
营运资金的变动	-35.9	-7.4	-26.5	-25.1	-6.3	CAGR(%)	37.3%	35.5%	30.1%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	22.3	53.7	37.8	84.9	124.6	PEG	3.2	2.7	2.5	-0.5	-0.4
投资活动产生现金流量	-38.8	-56.7	-45.2	-100.2	-79.2	ROIC/WACC	2.7	2.5	2.1	2.9	2.5
融资活动产生现金流量	14.7	542.7	222.5	5.2	5.8	REP	5.7	6.0	5.8	3.0	3.0

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

李铁，食品饮料行业分析师。经济学学士，格拉斯哥大学 (Glasgow University) 会计和财务管理硕士，中国注册会计师、中国注册税务师。曾就职于德勤华永会计师事务所，2008 年 1 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。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。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
李昕	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	律烨	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558076	lyye@essence.com.cn
曹加	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558045	caojia@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编：100034