

皇氏乳业：业绩符合预期，期待产能释放

皇氏乳业 2010 年报点评

报告关键点：

- 业绩符合预期；
- 发力常温奶、酸奶，深度挖掘广西市场；
- 产能瓶颈初步缓解

报告摘要：

- 业绩符合市场预期：**皇氏乳业公布了年报：2010年公司共实现销售收入4.11亿元，同比增长34.80%，实现每股收益0.53元，同比增长35%。我们注意到：公司全年销售费用率和管理费用率同比变化不大，分别为19%和6%。公司所得税率比去年同期上升了3个百分点，但也仅为7%。公司宣布以公积金每10股转增10股并每10股派发现金红利1元。
- 发力常温奶、酸奶，深度挖掘广西市场：**皇氏乳业在上市后通过大力发展常温产品，利用巴氏奶所产生品牌协同效应迅速占领当地和周边市场。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的利润增长点。公司2010年南宁市场的销售额同比增长了30%，桂林、柳州市场增长60%，其他二、三线城市和地级市增长幅度达到50%。由于广西市场存在着巨大的发展空间，公司未来发展的重点和方向还是区内市场。“做足做透”广西市场、充分挖掘桂林、柳州等重点市场是保证公司在未来一定阶段保持高增长的“市场基础”。另外，公司将建成以南宁为中心，从覆盖区内一、二线重点城市向三、四线城市扩展，同时辐射华南、西南部分市场的营销网络。
- 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，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。集团将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，每年将为公司增加1.2亿元的销售收入。另外，公司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。
- 微调盈利预测，维持投资评级：**我们预计2011年-2013年公司的销售额为7.97亿元、18.30亿元和22.85亿元，未来3年的盈利预测，EPS 分别为0.89元、1.89元和2.59元（未摊薄）。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6个月的目标价为60元，维持买入-B 的投资评级。
- 风险提示：**乳制品行业激烈的市场竞争和食品安全问题。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	304.7	411.0	797.4	1,830.2	2,285.5
Growth(%)	18.7%	34.9%	94.0%	129.5%	24.9%
净利润	45.6	54.9	95.1	202.4	277.1
Growth(%)	24.2%	24.8%	66.8%	112.9%	36.9%
毛利率(%)	41.5%	37.3%	37.7%	37.7%	38.8%
净利润率(%)	15.0%	13.9%	11.9%	11.0%	12.1%
每股收益(元)	0.43	0.53	0.89	1.89	2.59
每股净资产(元)	6.77	7.00	7.89	9.78	12.37
市盈率	115.8	92.8	55.6	26.1	19.1
市净率	7.3	7.1	6.3	5.0	4.0
净资产收益率(%)	6.3%	7.3%	11.3%	19.3%	20.9%
ROIC(%)	24.0%	21.1%	20.5%	33.0%	27.2%
EV/EBITDA	78.5	80.0	43.8	21.7	16.0
资产负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级：

买入-B

上次评级： 买入-B

目标价格：

60.00 元

期限： 6 个月 上次预测： 50.00 元

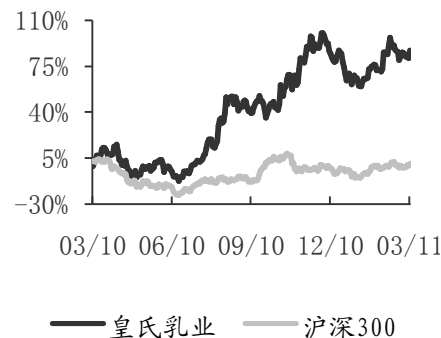
现价（2011 年 03 月 28 日）： 48.37 元

报告日期：

2011-03-29

总市值(百万元)	5,282.59
流通市值(百万元)	3,037.24
总股本(百万股)	107.00
流通股本(百万股)	61.52
12 个月最低/最高	22.69/55.25 元
十大流通股股东(%)	15.31%
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	(2.26)	(2.31)	86.66
绝对收益	0.77	3.97	87.25

李铁
010-66581633
执业证书编号

行业分析师
litie2@essence.com.cn
S1450511020014

前期研究成果

皇氏乳业：驶入发展的快车道	2010-11-15
皇氏乳业：风物长宜放眼量	2010-11-01
皇氏乳业：进入黄金成长期	2010-08-26

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-3-25		
									2009	2010	2011E
利润表						财务指标					
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	成长性					
营业收入	304.7	411.0	797.4	1,830.2	2,285.5	营业收入增长率	18.7%	34.9%	94.0%	129.5%	24.9%
减: 营业成本	178.4	257.8	496.7	1,140.9	1,398.1	营业利润增长率	19.1%	5.2%	134.2%	119.7%	37.1%
营业税费	1.7	1.8	3.6	8.2	10.3	净利润增长率	24.2%	24.8%	66.8%	112.9%	36.9%
销售费用	57.2	78.7	151.5	347.7	434.2	EBITDA 增长率	17.0%	1.5%	85.4%	110.3%	34.2%
管理费用	19.4	26.6	51.5	118.2	147.6	EBIT 增长率	16.2%	-10.4%	124.0%	128.2%	37.1%
财务费用	7.6	0.7	-2.8	1.9	2.6	NOPLAT 增长率	20.5%	4.8%	66.7%	120.7%	36.9%
资产减值损失	1.3	4.3	-	-	-	投资资本增长率	19.1%	71.7%	37.1%	66.0%	22.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	342.9%	3.4%	12.7%	24.0%	26.5%
投资和汇兑收益	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4						
营业利润	39.4	41.5	97.2	213.6	293.0	利润率					
加: 营业外净收支	8.1	17.8	5.0	4.0	5.0	毛利率	41.5%	37.3%	37.7%	37.7%	38.8%
利润总额	47.5	59.3	102.2	217.6	298.0	营业利润率	12.9%	10.1%	12.2%	11.7%	12.8%
减: 所得税	1.9	4.4	7.2	15.2	20.9	净利润率	15.0%	13.9%	11.9%	11.0%	12.1%
净利润	45.6	54.9	95.1	202.4	277.1	EBITDA/营业收入	20.2%	15.2%	14.5%	13.3%	14.3%
						EBIT/营业收入	15.4%	10.3%	11.8%	11.8%	12.9%
资产负债表						运营效率					
货币资金	2009	2010	2011E	2012E	2013E	固定资产周转天数	147	148	119	70	64
交易性金融资产	589.2	372.9	551.5	428.6	507.0	流动营业资本周转天数	58	72	85	88	114
应收账款	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	456	515	306	192	197
应收票据	40.0	79.7	154.7	355.0	443.3	应收帐款周转天数	36	48	49	46	58
预付帐款	-	-	-	-	-	存货周转天数	29	28	25	24	30
存货	6.4	17.7	39.5	89.6	151.0	总资产周转天数	726	805	497	285	282
其他流动资产	26.6	38.4	74.1	170.1	208.5	投资资本周转天数	285	313	241	162	180
可供出售金融资产	0.4	4.9	20.9	63.8	82.6	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	6.3%	7.3%	11.3%	19.3%	20.9%
长期股权投资	0.9	8.0	8.0	8.0	8.0	ROA	5.0%	5.9%	7.4%	12.5%	14.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	24.0%	21.1%	20.5%	33.0%	27.2%
固定资产	128.4	208.8	318.5	394.7	416.8	费用率					
在建工程	47.5	82.7	-	-	29.4	销售费用率	18.8%	19.1%	19.0%	19.0%	19.0%
无形资产	38.8	41.3	41.4	41.5	41.6	管理费用率	6.4%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
其他非流动资产	37.3	68.3	69.0	69.0	69.6	财务费用率	2.5%	0.2%	-0.3%	0.1%	0.1%
资产总额	915.3	922.7	1,277.5	1,620.2	1,957.7	三费/营业收入	27.7%	25.8%	25.1%	25.6%	25.6%
短期债务	85.0	80.0	300.0	300.0	300.0	偿债能力					
应付帐款	32.3	42.9	58.2	133.8	163.9	资产负债率	20.9%	18.8%	33.9%	35.4%	32.4%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	26.4%	23.2%	51.4%	54.9%	47.9%
其他流动负债	16.5	21.0	33.5	66.5	82.7	流动比率	4.95	3.57	2.15	2.21	2.55
长期借款	53.8	22.9	22.9	22.9	22.9	速动比率	4.75	3.30	1.96	1.87	2.17
其他非流动负债	3.8	7.1	19.0	50.8	64.8	利息保障倍数	6.18	63.64	-34.16	113.47	115.09
负债总额	191.4	173.9	433.6	574.0	634.3	分红指标					
少数股东权益	-	0.9	1.0	1.2	1.6	DPS(元)	-	-	-	-	-
股本	107.0	107.0	107.0	107.0	107.0	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	616.9	640.9	735.9	938.0	1,214.8	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	723.9	748.8	843.8	1,046.2	1,323.3						
现金流量表						业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EPS(元)	0.43	0.53	0.89	1.89	2.59
加: 折旧和摊销	45.6	54.9	95.1	202.4	277.1	BVPS(元)	6.77	7.00	7.89	9.78	12.37
资产减值准备	16.2	24.4	21.1	27.5	30.7	PE(X)	115.8	92.8	55.6	26.1	19.1
公允价值变动损失	1.3	4.3	-	-	-	PB(X)	7.3	7.1	6.3	5.0	4.0
财务费用	-	-	-	-	-	P/FCF	-	-31.8	35.8	-25.7	127.0
投资收益	7.4	7.6	1.1	-2.8	1.9	P/S	17.3	12.9	6.6	2.9	2.3
少数股东损益	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	EV/EBITDA	78.5	80.0	43.8	21.7	16.0
营运资金的变动	-	-2.1	0.1	0.2	0.3	CAGR(%)	64.3%	71.6%	58.4%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	-7.4	-53.2	-108.7	-248.9	-146.6	PEG	1.8	1.3	1.0	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	53.7	27.1	4.5	-17.3	163.8	ROIC/WACC	2.5	2.2	2.2	3.5	2.9
融资活动产生现金流量	-56.7	-148.3	-45.7	-100.7	-79.7	REP	7.3	5.0	3.8	1.5	1.4
融资产活动产生现金流量	542.7	-96.6	222.8	-1.9	-2.6						

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

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。

分析师声明

李铁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一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

黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
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
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@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