

乳制品

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

参与人: 蒋鑫

S0960110110022

0755-82026708

jiangxin@cjis.cn

6-12 个月目标价:

当前股价: 44.43 元

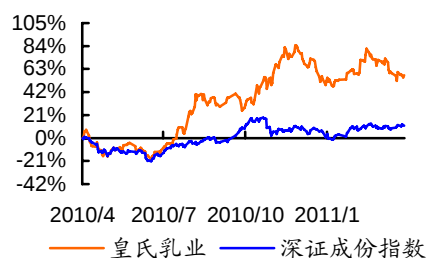
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	12965.75
总股本(百万)	107
流通股本(百万)	62
流通市值(亿)	28
EPS (TTM)	0.53
每股净资产(元)	7.00
资产负债率	18.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
皇氏乳业	-5.29	2.51	25.59
深证成份指数	2.05	5.46	1.57



相关报告

《皇氏乳业-2010 年业绩快报点评: 产能释放效应在 2011 年逐步显现》2011-2-27

《皇氏乳业-高端差异化产品水牛奶即将迈开全国化战略步伐》2010-12-20

《皇氏乳业-水牛奶, 三年即将甲天下》2010-10-29

皇氏乳业

002329

推荐

调研简报: 与分众传媒合作, 五一开始水牛奶在上海大规模铺货

近日我们到皇氏乳业进行了调研, 与公司高管就公司未来的战略规划进行了深入的交流, 我们看好公司的差异化发展战略和营销方式, 将密切跟踪水牛奶和果味巴氏奶等产品在省外的销售情况。

- **公司与分众传媒合作, 五一高端水牛奶摩拉菲尔将在上海面世。**公司将在楼宇内打广告, 这种方式更有针对性, 能以较低的成本迅速传导。摩拉菲尔价格较高, 普通包装 8 元/250ml, 主要针对特仑苏的消费群体, 卖点是水牛奶更营养、更健康。上海铺货完成后将开始在北京铺货, 预计上海今年能实现 3 千万收入, 该产品出厂价 4 块多, 给经销商充足利润空间, 成本不超过 2.5 元/瓶, 毛利率超过 60%。
- **公司通过建立养殖小区来引导农户, 解决水牛奶的收集问题。**广西存量目前已经较大, 但是收集很难, 多数农户卖给周边小市场。公司计划 2011 年至少新增 3000 头优质奶牛, 并着力打造重点奶水牛村镇, 在武宣县兴建 10 个标准化的“广西皇氏乳业武宣奶水牛养殖小区”以及一个标准化的奶水牛养殖示范场, 每个小区大约 200 头水牛, 作为引导, 规模发展起来后农民会自己送水牛到养殖小区。
- **品改有序推进, 水牛奶和自有奶源占比不断提高。**2010 年公司奶水牛鲜奶收购量同比实现翻番。公司奶水牛品种改良技术取得了重大突破, 二代三品杂交奶水牛品改周期缩减至 4 年左右。未来水牛奶的奶源供给充裕后, 公司可能会向水牛奶奶酪、水牛奶婴儿奶粉延伸产品结构, 目前水牛奶仍然供给不足。
- **伴随原奶价格趋缓和提价, 2011 年成本压力将逐渐缓解。**去年原材料价格上涨幅度较大, 幅度约为 10%-15% 之间, 导致公司乳制品毛利率由 41.5% 降至 38.15%。针对 2010 年原材料价格增幅较大的情况, 公司在 2011 年一季度对主要产品进行了平均增幅超过 10% 的调价, 今年成本压力将逐步转嫁。
- **2011 年内公司将积极推进股权激励计划。**公司计划设计一种更为灵活、针对性更强的股权激励模式, 就是根据贡献调节股权激励的力度, 这样能够更好的实现管理层与股东利益一致, 覆盖的人员可能较广。
- **未来五年将是公司的高速发展期。**广西市场 2010 年销售额大约 15 亿, 我们测算广西市场容量大约 20 亿。公司目前市场份额 27%, 我们预计公司在十二五省内能够实现 15 亿收入, 省外将会超过省内的规模, 其中水牛奶的收入将超过 10 亿。公司目前已经启动全国化步伐, 差异化产品水牛奶和巴氏奶, 如老酸奶、皇品乳、水牛奶等已经在深圳等地铺货, 高端产品五一也将在上海商超铺货。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	411	591	819	1060
同比(%)	35%	44%	39%	29%
归属母公司净利润(百万元)	57	86	116	147
同比(%)	36%	52%	35%	26%
毛利率(%)	37.3%	39.9%	40.3%	40.3%
ROE(%)	7.6%	10.5%	12.4%	13.5%
每股收益(元)	0.53	0.81	1.09	1.37
P/E	87.27	57.46	42.67	33.85
P/B	6.64	6.03	5.28	4.57
EV/EBITDA	71	52	37	29

资料来源: 中投证券研究所

- **在奶源环节，2011 年仍将继续加大奶源基地建设。**公司利用自有资金筹建南宁市江南区根竹坡养殖基地，现已完成主要牛舍的建设，马上就可以进驻奶牛；并且完成了奶牛养殖示范推广项目——桂平养殖基地的建设，扩大了奶牛养殖合作基地的数量与规模；并充分发挥公司在田林县占有 10000 余亩土地资源的优势，利用国际先进的饲养技术，将淘汰牛、小公牛和当地优质肉牛品种在广西百色市田林县新建“乳肉兼用牛”项目，延伸产业链，建立乳肉兼用牛养殖基地。
- **在生产环节，公司规划全国布局，2010 年省外市场增长 66.52%，但占收入比重较小，仅 1.4%，省外市场空间巨大。**公司在深圳成立了全资子公司，在云南、贵州设立了办事处，与惠州市多牧多乳业签订了代加工合作协议，主攻开发广东、深圳当地巴氏奶市场，目前广东、深圳市场已有瓶装奶、老酸奶、皇品乳、水牛奶等巴氏奶销售；为了实现进军北京、上海、深圳等一线城市高端市场的目标，公司开发了摩拉菲尔等高端水牛奶品种，春节在广西以高端礼品市场为突破口，销售情况良好，第一批 5000 件在两日内售完。并借助两会，将摩拉菲尔指定为“送给首都人民的珍贵礼物”，获得了良好的宣传效果。今年公司已经启动“皇氏乳业水牛奶系列产品及亚热带果奶等特色产业加工项目”，计划 2011 年内完成一期主体生产车间基础建设，为向区外发展奠定基础。
- **在销售环节，未来渠道的重点是水牛奶在省外市场的拓展以及广西地区巴氏奶的深耕。**2011 年公司在全国范围内将至少新增销售网点 3000 个，着力实施全国一线城市产品销售三年规划，以摩拉菲尔等水牛奶系列产品为市场突破口，强势进入北京、上海等一线城市，一年内在当地市场站稳脚跟，三年内成为当地有影响力的品牌。巴氏奶销售方面，2011 年公司将进一步做深做透广西区域巴氏奶市场，在巩固已有巴氏奶市场的同时，渠道建设重心下移，巴氏奶产品销售下沉至乡镇乃至村屯等三线市场。
- **2010 年公司收购的广西皇氏甲天下食品有限公司因未投产亏损而拖累业绩，我们认为公司未来仍能够维持 30%-50%的增速。**2010 年实现营业收入 41102.26 万元，比上年同期增长 34.80%；利润总额 5925.13 万元，比上年 40.12%；归属于上市公司股东的净利润 5692.97 万元，比上年同期增长 35.81%，实现每股收益 0.53 元/股。2010 年公司使用部分超募资金控股广西皇氏甲天下食品有限公司，该公司全年亏损 710.19 万元，股权收购业务属于同一控制下的企业合并，导致公司合并报表后净利润减少 504.24 万元。随着 2011 年上半年广西皇氏甲天下食品有限公司的投产，公司盈利情况将有所提升。今年公司将开展一期工程的建设，该项目计划于 2011 年 4 月底前投产，可实现日处理 50 吨酸奶及乳酸菌饮料的产能，达产后预计每年可新增销售收入 1.2 亿元。
- **预计 2011 年-2013 年公司的 EPS 到 0.81、1.09 和 1.37 元，对应 PE57/43/34。**我们认为公司未来仍能够保持 30%-50%的增速，如果差异化产品水牛奶在省外推广顺利，为公司业绩带来很大弹性，维持“推荐”的评级。
- **投资风险：**省外市场水牛奶的接受情况低于预期

表 2 6 个月内发布的报告

皇氏乳业-调研简报：与分众传媒合作，五一开始水牛奶在上海大规模铺货	2011-04-14
洽洽食品-一季报点评：收入快速增长，成本趋稳促盈利能力回升	2011-04-14
蒙牛乳业-蒙牛乳业业绩公告点评：长期受惠于行业整合的龙头企业	2011-04-04
光明乳业-区外市场销售提速，差异化战略见成效	2011-04-01
洽洽食品-糖酒会休闲食品行业调研简报—薯片行业空间巨大	2011-03-25
金字火腿-巴玛火腿在糖酒会上面向全国招商	2011-03-25
洽洽食品-稳居炒货龙头 打造休闲食品新贵	2011-03-14
伊利股份-加大重点消费市场产能布局 建设华南地区运营中心	2011-03-14
金字火腿-旧时王谢堂前燕，飞入寻常百姓家	2011-03-04
皇氏乳业-2010 年业绩快报点评：产能释放效应将在 2011 年逐步显现	2011-02-27
乳制品行业-新政点评：许可证重审和降低进口奶粉关税加速乳制品行业整合	2011-02-26
双汇发展-以史为鉴，双汇十二五末股价超 300 元，市值超 4000 亿	2011-02-16
伊利股份-加码宁夏吴忠液态奶项目，产能布局进一步优化	2011-01-20
伊利股份-品牌升级推动公司向世界一流健康食品集团迈进	2010-12-21
乳制品行业-从奶源、产品、渠道全产业链精选优势企业	2010-12-20
皇氏乳业-高端差异化产品水牛奶即将迈开全国化战略步伐	2010-12-20
光明乳业-国内首款常温酸奶在全国上市，引领公司进入突变期	2010-12-03
蒙牛乳业-高端产品奶源供给瓶颈突破在即	2010-11-29
伊利股份-深耕产业链，扩大自有奶源，加大产能布局，渠道继续下沉	2010-11-29
三元股份-年内扭亏难度较大，未来看产能释放和销售网络搭建	2010-11-15
光明乳业-期待常温奶在华东地区的蚕食式扩张	2010-11-10
皇氏乳业-水牛奶，三年即将甲天下	2010-10-29

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	514	700	777	932	营业收入	411	591	819	1060
现金	373	500	500	574	营业成本	258	355	489	633
应收账款	74	112	156	201	营业税金及附加	2	3	4	5
其它应收款	6	9	13	17	营业费用	79	115	160	207
预付账款	18	25	34	44	管理费用	27	38	53	69
存货	38	53	73	94	财务费用	1	2	2	1
其他	5	1	1	1	资产减值损失	4	0	0	0
非流动资产	409	412	390	378	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	8	8	8	8	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	209	240	248	244	营业利润	41	77	111	146
无形资产	41	41	41	41	营业外收入	20	20	20	20
其他	151	123	93	84	营业外支出	3	3	3	3
资产总计	923	1113	1167	1309	利润总额	59	94	128	163
流动负债	144	295	229	225	所得税	4	8	12	16
短期借款	80	175	112	80	净利润	55	86	116	147
应付账款	26	36	49	63	少数股东损益	-2	0	0	0
其他	37	85	68	82	归属母公司净利润	57	86	116	147
非流动负债	30	-7	-3	-4	EBITDA	67	91	126	161
长期借款	23	-7	-7	-7	EPS (元)	0.53	0.81	1.09	1.37
其他	7	0	4	4	主要财务比率				
负债合计	174	288	226	221	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	1	1	1	1	成长能力				
股本	107	107	107	107	营业收入	34.8%	43.8%	38.6%	29.4%
资本公积	488	488	488	488	营业利润	21.3%	85.5%	44.1%	31.7%
留存收益	153	228	345	492	归属于母公司净利润	35.8%	51.9%	34.7%	26.1%
归属母公司股东权益	748	824	940	1087	获利能力				
负债和股东权益	923	1113	1167	1309	毛利率	37.3%	39.9%	40.3%	40.3%
现金流量表					净利率	13.9%	14.6%	14.2%	13.8%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	7.6%	10.5%	12.4%	13.5%
经营活动现金流	27	75	65	107	ROIC	7.9%	15.0%	18.5%	22.2%
净利润	55	86	116	147	偿债能力				
折旧摊销	24	12	13	14	资产负债率	18.8%	25.9%	19.3%	16.9%
财务费用	1	2	2	1	净负债比率	60.82	58.09%	46.54	32.92%
投资损失	-0	0	0	0	流动比率	3.57	2.37	3.39	4.14
营运资金变动	-55	-6	-84	-57	速动比率	3.30	2.19	3.07	3.72
其它	2	-19	17	2	营运能力				
投资活动现金流	-148	3	0	0	总资产周转率	0.45	0.58	0.72	0.86
资本支出	123	-0	0	0	应收账款周转率	7	6	6	6
长期投资	-26	-0	0	0	应付账款周转率	13.92	11.46	11.59	11.28
其他	-52	3	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-97	49	-65	-33	每股收益(最新摊薄)	0.53	0.81	1.09	1.37
短期借款	-5	95	-63	-32	每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	0.71	0.60	1.00
长期借款	-31	-30	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.99	7.70	8.79	10.16
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	87.27	57.46	42.67	33.85
其他	-61	-16	-2	-1	P/B	6.64	6.03	5.28	4.57
现金净增加额	-218	127	0	74	EV/EBITDA	71	52	37	29

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行业分析师, 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士。

柯海东: 中投证券研究所酒类行业分析师, 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学工业设计工学学士, 武汉大学营销管理双学士。

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。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434