

皇氏乳业(002329.sz)

增资 9777 万元入股来思尔乳业，助推公司区外扩张

胡鸿 分析师

电话: 0755-82739763

eMail: hh6@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010017

事件: 拟增资 9777 万元入股云南来思尔乳业公司

公司拟以净资产溢价方式认购来思尔公司增资扩股额，出资额为现金 9777 万元，其中，人民币 2750 万元计入来思尔公司注册资本金，人民币 7027 万元计入来思尔公司资本公积金，本次认购价格相当于净资产的 1.26 倍。

点评: 提升公司广西区外市场份额，助推公司扩张速度

第一、加大公司广西区外市场份额。来思尔公司2010年销售收入达1.17亿元，而公司2010年销售收入为4.11亿元，增资能够迅速扩张公司销售收入规模，按照我们此前预计，2011年公司收入增厚20%左右，净利润增厚10%以上。**第二、被增资的云南来思尔公司资产质量良好，**08年和09年净利率分别为10.28%和12.15%，盈利能力较强，高于乳品行业大型企业如伊利股份和光明乳业，尽管公司在2010年净利率下滑至4.41%后，2011年又有所改善提升，2011年1-4月净利率为5.75%，加上未经审计的5月份数据，2011年1-5月，公司净利率上升至8.64%，盈利能力在逐渐好转。**第三、被增资公司的销售网络具备云南省内品牌知名度。**来思尔公司有连锁专卖店560多家，销售网点4000多个，产品覆盖云南各地、州、县，并销售至四川、贵州和广西的部分地区。此外，来思尔公司还获得过云南省多项荣誉。**第四、云南是全国水牛主产省区之一，**水牛数量仅次于广西，居全国第二位，占全国水牛总数的12%，有利于公司未来进一步扩大奶水牛资源。

盈利预测: 一年内目标价为 20 元，给予“买入”评级

我们将上调公司盈利预测，预计2011-13年EPS分别为0.48元、0.65元和0.87元，对应2011-13年PE为34倍、25倍和19倍，给予“买入”评级。

风险提示: 乳品安全问题; 区外扩张低于预期 预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	304.72	411.02	711.21	975.02	1253.40
增长率(%)	18.68%	34.89%	73.03%	37.09%	28.55%
EBITDA(百万元)	70.35	81.04	119.86	160.13	210.07
净利润(百万元)	45.62	56.93	102.16	140.07	186.21
增长率(%)	24.23%	24.80%	79.45%	37.11%	32.94%
每股收益(元)	0.426	0.532	0.48	0.65	0.87
市盈率	0.00	46	34	25	19
市净率	0.00	7.05	10.17	8.87	7.59
EV/EBITDA	0.00	61.82	78.65	58.23	43.63

数据来源: 广西皇氏甲天下乳业股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	16.18
目标价格(元)	20.00
前次评级	持有

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-18.16%	-32.15%	25.47%
沪深 300	-2.27%	-9.03%	7.26%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

214.00/123.04

主要股东:

黄嘉棣

主要股东持股比例

21.25%

财务比率

ROE	7.61%
ROA	6.52%
资产负债率	18.84%
每股净资产(元)	6.99
2010 年报数据	

事件：拟注资9777万元入股云南来思尔乳业公司

公司于6月24日公告称，拟以净资产溢价方式认购来思尔公司增资扩股额，出资额为现金9777万元，其中，人民币2750万元计入来思尔公司注册资本金，人民币7027万元计入来思尔公司资本公积金，本次认购价格相当于净资产的1.26倍。

来思尔情况：2011年1-4月，公司销售收入为3906万元，2010年来思尔公司实现营业收入1.17亿元，现有加工产能150吨/日，产品品种40多个，连锁专卖店560多家，销售网点4000多个，产品覆盖云南各地、州、县，并销售至四川、贵州和广西的部分地区。

点评：提升公司广西区外市场份额，助推公司扩张速度

此次增资控股对于公司长远发展起到积极作用，具体表现在：

第一、加大公司广西区外市场份额。来思尔公司2010年销售收入达1.17亿元，而公司2010年销售收入为4.11亿元，增资能够迅速扩张公司销售收入规模，根据2011年1-5月财务数据（5月为未经审计数据），来思尔公司销售收入已达5220万元，按照此趋势，2011年实现正增长是大概率事件，将增加皇氏乳业公司2011年销售收入，按照我们此前预计，**2011年公司收入增厚20%左右，净利润增厚10%以上。**

第二、被增资的云南来思尔公司资产质量良好，根据公告，公司2008年和2009年净利率分别为10.28%和12.15%，盈利能力较强，高于乳品行业大型企业如伊利股份和光明乳业，但公司在2010年净利率下滑至4.41%后，2011年又有所改善提升，2011年1-4月净利率为5.75%，加上未经审计的5月份数据，2011年1-5月，公司净利率上升至8.64%，盈利能力在逐渐好转。

第三、被增资公司的销售网络和具备云南省内品牌知名度。来思尔公司有连锁专卖店560多家，销售网点4000多个，产品覆盖云南各地、州、县，并销售至四川、贵州和广西的部分地区。此外，来思尔公司还获得过云南省多项殊荣。

第四、云南是全国水牛主产省区之一，水牛数量仅次于广西，居全国第二位，占全国水牛总数的12%。通过多年的品改技术，奶水牛已发展到一定规模，养殖基地主要集中在滇西南的大理巍山县、潞西市、盈江县、陇川县、梁河县、保山腾冲县等地。全省奶水牛存栏数约6万头，其中产奶牛1.68万头。近年来，云南省大力发展奶水牛业，积极打造具有南方特色的奶水牛产业，为云南水牛奶的发展奠定了很好的产业基础。来思尔公司与中国农业大学建立长期技术合作关系，成功研发出水牛奶干酪产品，成为中国首家具有自主知识产权的奶酪生产厂家

综合而言，公司可以借助云南来思尔公司的当地品牌和销售网络资源，而云南来思尔公司可以依靠公司水牛奶经营成功经验，整理云南当地水牛奶资源，两家公司互通有无，对于公司未来成长具备积极作用。

因此，我们将上调公司盈利预测，预计2011-13年EPS分别为0.48元、0.65元和0.87元，对应2011-13年PE为34倍、25倍和19倍，给予“买入”评级。