

分析师： 乔洋 (8621)68751126 qiaoyang@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490210080002
联系人： 周密 (8621)68751219 zhoumi@cjsc.com.cn

中报预告净利润翻番以上增长超预期

事件描述

公司今日发布 2011 年半年度业绩预告：

- 预计 2011 年半年度归属于母公司所有者的净利润较上年同期增长约 100%以上。

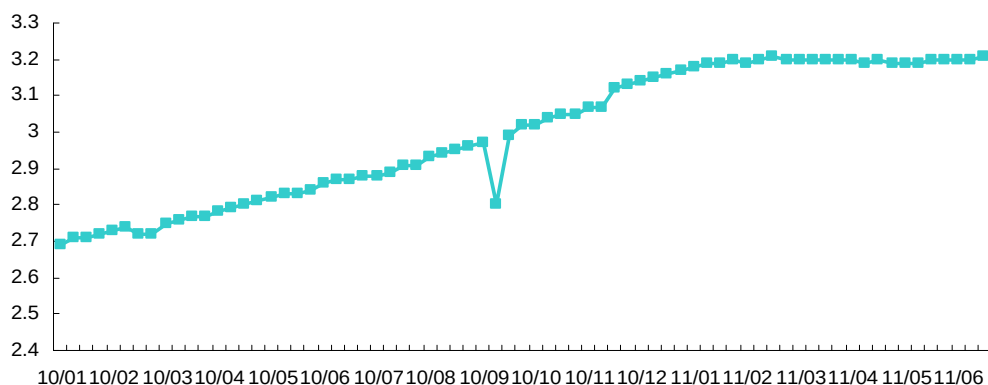
事件评论

第一，公司主营业务收入较上年同期快速增长。

2011 年 1~5 月乳制品行业规模以上企业实现销售收入 857.67 亿元，同比增长 21.34%；较去年同期增幅提高 3.63 个百分点。2011 年上半年公司主营业务收入快速增长，我们认为公司增速将快于行业速度，预计 2011 年上半年公司营业收入同比增长约 22%。

一方面，今年以来原料奶价格平稳增长，公司成本压力有所缓解。我们推测 2011 年上半年公司的毛利率水平与去年同期相差不大。

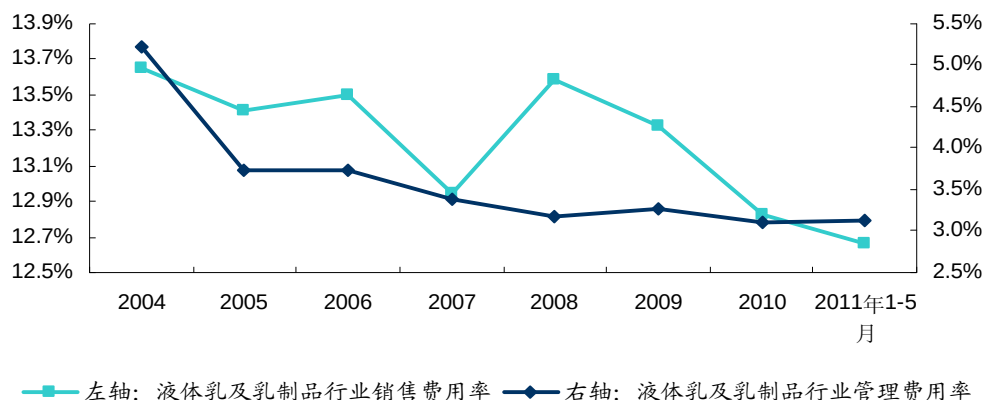
图 1：全国 10 省市原料奶均价（元/千克）



资料来源：Wind，长江证券研究部

另一方面，全国规模以上乳制品企业的销售费用率继续呈下降趋势。今年国家提高了乳制品加工的准入门槛，乳品企业审查清理和生产许可证重新审核工作，行业竞争环境有一定改善。我们推测公司的销售费用率也将有所下降。

我们测算认为公司主业净利润率大约为 3.3%，主业净利润大约为 6 亿元。

图 2：全国规模以上乳制品企业的销售费用率和管理费用率


资料来源：Wind, 长江证券研究部

第二，2011 年上半年投资收益较去年同期大幅增加。

公司于去年底公布出售资产公告。公司全资子公司盛泰投资将持有的惠商投资 50%股权转让给重庆正信思拓公司，惠商投资的资产来自对永煤集团 3.5%的股权投资；转让价格为 4.18 亿元，公司获得投资收益 2.18 亿元。

我们认为 2011 年中期公司将确认部分投资收益超过 1 亿元，较去年中期 567 亿的投资收益大幅增加。

第三，维持“推荐”评级。

预计 2011 年半年度归属于母公司所有者的净利润较上年同期增长约 100%以上。我们测算认为 2011 年半年度公司总体净利润率大约在 3.8%左右。

今年国家提高了乳制品加工的准入门槛，规范乳制品生产企业行为，行业竞争环境得以改善。2011 年 1~5 月乳制品行业规模以上企业增长情况良好。我们认为公司增长速度将快于行业增速。

今年原奶价格相对去年平稳增长，公司成本压力有所减缓。我们推测公司毛利率水平趋稳。

公司收入规模增长，规模效益逐步体现。同时随着行业发展逐步成熟和规范，我们认为公司销售费用投放效率将有所提升，今年或许将体现为销售费用率下降。

公司于今年 5 月公告非公开发行股票方案，在液态奶、酸奶的产能建设和奶源建设方面各有超过 10 亿的资金投资需求，以及奶粉和冷饮的产能扩建投资需求。我们希望公司完成中期业绩报告后，尽快推出非公开发行股票方案。

我们推测公司未来业绩增长动力主要来自于牛奶高附加值产品系列的增长和新品培育，以及大城市周边区域乳制品消费的快速增长；其中多营养品种的酸奶产品在未来几年增速或许将高于公司的平均增长速度。同时，我们推测公司将在年内确认全部投资收益 2.18 亿元。

预计 2011~2013 年公司 EPS 分别为 0.78 元，1.01 元和 1.28 元，维持“推荐”评级。

表 1：公司利润表主要项目（万元）

	单季度财务数据					年度财务数据		
	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2008A	2009A	2010A
营业总收入	701,438	773,635	877,390	614,036	906,105	2,165,859	2,432,355	2,966,499
%同比增长率	36.94%	8.38%	24.73%	22.12%	29.18%	11.87%	12.30%	21.96%
营业成本	475,920	530,738	632,159	429,814	617,168	1,584,914	1,577,807	2,068,631
% 毛利率	32.15%	31.40%	27.95%	30.00%	31.89%	26.82%	35.13%	30.27%

营业税金及附加	3,239	3,611	2,891	-963	5,342	12,152	10,883	8,778
销售费用	180,070	180,692	177,614	142,330	232,098	553,239	649,609	680,707
% 销售费用率	25.67%	23.36%	20.24%	23.18%	25.61%	25.54%	26.71%	22.95%
管理费用	30,653	32,145	43,127	46,156	36,856	191,543	119,096	152,081
% 管理费用率	4.37%	4.16%	4.92%	7.52%	4.07%	8.84%	4.90%	5.13%
财务费用	597	-433	-1,149	-1,086	-548	1,445	2,240	-2,071
% 财务费用率	0.09%	-0.06%	-0.13%	-0.18%	-0.06%	0.07%	0.09%	-0.07%
资产减值损失	-39	2,149	172	-3,302	651	29,568	7,690	-1,020
营业利润	11,209	25,089	23,021	1,250	14,521	-205,001	66,541	60,569
% 营业利润率	1.60%	3.24%	2.62%	0.20%	1.60%	-9.47%	2.74%	2.04%
% 同比增长率	-17.15%	35.22%	-7.10%	-87.08%	29.56%	-2520.83%	-132.46%	-8.98%
营业外收入	5,950	5,388	5,713	13,185	6,518	21,871	20,923	30,236
营业外支出	1,656	2,230	4,215	-2,659	314	12,434	6,277	5,443
利润总额	15,503	28,246	24,519	17,094	20,725	-195,564	81,188	85,362
税前利润率	2.21%	3.65%	2.79%	2.78%	2.29%	-9.03%	3.34%	2.88%
% 同比增长率	7.37%	35.84%	-21.46%	15.99%	33.69%	-1938.15%	-141.51%	5.14%
所得税	2,965	5,296	3,732	-6,207	5,738	-21,893	14,661	5,786
%有效税率	19.13%	18.75%	15.22%	-36.31%	27.68%	11.19%	18.06%	6.78%
少数股东损益	63	953	186	654	491	-4,926	1,761	1,857
%少数股东损益占比	0.50%	4.15%	0.89%	2.81%	3.28%	2.84%	2.65%	2.33%
净利润	12,538	22,951	20,787	23,301	14,987	-173,671	66,527	79,576
归属于母公司所有者的净利润	12,475	21,997	20,601	22,647	14,496	-168,745	64,766	77,720
% 净利率	1.78%	2.84%	2.35%	3.69%	1.60%	-7.79%	2.66%	2.62%
% 同比增长率	10.07%	56.09%	-24.20%	86.21%	16.20%	8091.85%	-138.38%	20.00%
基本每股收益	0.16	0.28	0.26	0.28	0.18	-2.30	0.81	0.97

资料来源: Wind, 长江证券研究部

表 2: 公司资产负债表和现金流量表主要项目 (万元)

(万元)	2010Q1	2010H	2010Q3	2010A	2011Q1
货币资金	434,077	434,322	472,195	334,174	341,521
应收账款	25,946	34,940	34,558	25,722	29,073
存货	179,737	205,515	217,110	258,365	248,510
营业总收入	701,438	1,475,073	2,352,463	2,966,499	906,105
% YOY	36.94%	20.31%	21.92%	21.96%	29.18%
销售商品、提供劳务收到的现金	769,261	1,664,879	2,705,603	3,504,900	963,012
购买商品、接受劳务支付的现金	611,369	1,368,069	2,270,006	3,015,394	833,722
支付/收到	79.47%	82.17%	83.90%	86.03%	86.57%
短期借款	267,488	264,840	264,840	269,783	309,973
应付账款	428,483	475,813	431,217	370,427	463,401
预收款项	54,270	60,337	85,274	192,340	124,974
长期借款	10,973	8,473	8,473	5,973	973
资本公积金	265,646	264,956	265,293	265,363	264,918

资料来源: Wind, 长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	29665	35914	43232	51889	货币资金	3342	3591	5386	8572
营业成本	20686	24845	29796	35628	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	8979	11068	13436	16261	应收账款	370	448	540	648
% 营业收入	30.3%	30.8%	31.1%	31.3%	存货	2584	3103	3721	4450
营业税金及附加	88	106	128	154	预付账款	1240	1489	1785	2135
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	6807	7973	9511	11416	流动资产合计	7558	8658	11487	15865
% 营业收入	22.9%	22.2%	22.0%	22.0%	可供出售金融资产	18	18	18	18
管理费用	1521	1724	1945	2335	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	5.1%	4.8%	4.5%	4.5%	长期股权投资	606	824	802	802
财务费用	-21	73	7	-21	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.1%	0.2%	0.0%	0.0%	固定资产合计	6343	6084	5851	5668
资产减值损失	-10	0	0	0	无形资产	461	438	416	395
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	12	218	0	0	递延所得税资产	268	0	0	0
营业利润	606	1411	1844	2378	其他非流动资产	109	109	109	109
% 营业收入	2.0%	3.9%	4.3%	4.6%	资产总计	15362	16131	18683	22856
营业外收支	248	100	100	100	短期贷款	2746	850	0	0
利润总额	854	1511	1944	2478	应付款项	3880	4660	5588	6682
% 营业收入	2.9%	4.2%	4.5%	4.8%	预收账款	1923	2329	2803	3364
所得税费用	58	227	292	372	应付职工薪酬	872	1047	1256	1502
净利润	796	1284	1653	2106	应交税费	-114	-262	-330	-413
归属于母公司所有者					其他流动负债	892	1062	1268	1518
的净利润	777.2	1251.1	1610.3	2052.1	流动负债合计	10198	9685	10585	12653
少数股东损益	19	33	42	54	长期借款	60	60	60	60
EPS（元/股）	0.49	0.78	1.01	1.28	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	3	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	590	590	590	590
经营活动现金流净额	1475	2578	3084	3684	负债合计	10850	10335	11234	13302
取得投资收益	19	0	0	0	归属于母公司	4219	5470	7080	9132
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	294	326	369	423
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	4512	5796	7449	9555
固定资产投资	-1972	-360	-433	-519	负债及股东权益	15362	16131	18683	22856
其他	-209	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-2181	-360	-433	-519		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.486	0.783	1.007	1.284
股权融资	17	0	0	0	BVPS	5.28	6.84	4.43	5.71
银行贷款增加（减少）	-37	-1896	-850	0	PE	38.90	24.16	18.77	14.73
筹资成本	67	-73	-7	21	PEG	1.02	0.63	0.49	0.39
其他	-133	0	0	0	PB	3.58	2.76	4.27	3.31
筹资活动现金流净额	-87	-1969	-857	21	EV/EBITDA	24.91	12.96	9.81	7.05
现金净流量	-793	250	1795	3185	ROE	18.4%	22.9%	22.7%	22.5%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。