

皇氏乳业 (002329.sz)

进军传媒业，拓宽经营收入同时提升公司整体形象

胡鸿 分析师

电话: 0755-82739763

eMail: hh6@gf.com.cn

执业编号: S0260511010017

事件

2012 年 1 月 4 日，公司与新华社广西分社签署了《全面战略合作框架协议》及《新华频媒项目合作协议》、《新华影廊项目合作协议》等三个协议。

协议对公司经营影响的点评

1、公司通过强大的新华社平台进入传媒业，拓宽公司经营业务范围。公司独家享有广西新华频媒、新华影廊全部的经营管理权和广告招商权，**提高公司营业收入**。2、对公司以及产品形象宣传有益，由于公告没有披露具体费用投入情况，但我们认为，短期内，**前期费用投入对主营的利润影响不大**，公司在广西银行系统的资信很好，通过贷款解决资金来源问题也不大，且公司 10 年资产负债率为 18.84%，公司完全可以通过贷款来实现对其投入，对其经营现金流影响不大。3、公司 2010 年广告费用为 2118 万元，通过该协议合作，**公司或可部分节约费用**。4、**或许对公司高端产品团购有所帮助**。“新华频媒”是新华社利用互联网和数字传输技术，在各级党政机关、企事业单位和城市重要公共场所安装显示终端，如果公司的产品进入这些显示终端，这或许对公司高端产品的团购的推进一定帮助。5、根据《文化部“十二五”时期文化产业倍增计划》，**文化传媒行业作为一个快速发展的朝阳行业，未来前景可期**。6、目前传媒板块估值水平高于食品饮料板块，如果未来该项目经济效益趋势良好，则也有利于公司整体市值水平的提升。

盈利预测与投资评级：维持“买入”评级

由于该项目效益我们暂时没法预估，因此，我们仍然维持前期盈利预测观点：预计 11-13 年 EPS 分别为 0.30 元、0.49 元和 0.62 元，按照目前 12.4 元股价，对应 PE 为 41 倍、25 倍和 20 倍，考虑到公司 2012 年的高成长，维持“买入”评级。

风险提示：项目的进展状况不良将影响公司业绩。
预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	304.72	411.02	591.98	886.29	1140.45
增长率(%)	18.68%	34.89%	44.03%	49.72%	28.68%
EBITDA(百万元)	64.23	70.55	82.89	120.28	150.70
净利润(百万元)	45.62	56.93	64.69	104.65	131.86
增长率(%)	24.23%	24.80%	13.63%	61.77%	26.01%
每股收益(元)	0.43	0.53	0.30	0.49	0.62
市盈率	0.00	92.68	41.02	25.35	20.12
市净率	0.00	7.05	3.18	2.85	2.53
EV/EBITDA	-6.98	71.00	31.82	21.44	16.43

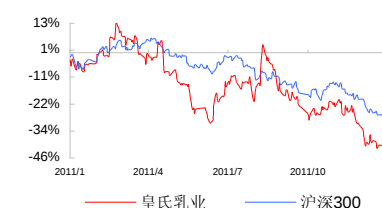
数据来源:广西皇氏甲天下乳业股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	12.40 元
合理价值	15
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-22.16	-29.63	-73.67
沪深 300	-8.97	-11.26	-27.50

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	214/76
主要股东:	黄嘉棣
主要股东持股比例	42.50%
流通 A 股比例	35.51%

财务比率

ROE	7.61%
ROA	6.19%
资产负债率	18.84%

2010 年报数据

与新华社广西分社签订合作协议的核心要点

为充分发挥双方在技术、资金、资源、市场等方面的优势，使广西皇氏甲天下乳业股份有限公司(以下简称：“公司”或“乙方”)与合作方在各自业务领域实现更大发展，2012年 1月4日，公司与新华通讯社广西分社(以下简称“甲方”)签署了《全面战略合作框架协议》及《新华频媒项目合作协议》、《新华影廊项目合作协议》等三个协议(以下简称“协议”)。协议主要内容有：

第一、合作要达到的目标：新华频媒项目争取在5 年内建成广西最大的公众频媒系统，最具竞争力的分众广告发布平台，最具影响力的新媒体传播平台，将覆盖广西的卫生医疗系统、金融系统、交通系统、工商税务系统等多个专业行业领域。新华影廊项目争取在2-3年内建成国内领先，覆盖广西各城市（包括县城）以及大部分大中小学学校的新媒体传播平台。

第二、协议签署日期：2012年1月4日

第三、新华频媒项目及新华影廊项目合作条件和有效期：协议自双方签字盖章之日起生效，**至新华频媒、新华影廊建成验收合格之日起 20年有效。**

第四、新华社广西分社提供的服务：依托新华社新媒体平台——“新华掌媒”的强大优势，为乙方建设“新华掌媒-皇氏乳业在线”，同时也可以为乙方广大的中高端客户提供新闻资讯和健康资讯。发挥新华社“新华频媒”和“新华影廊”这两个最具影响力的新媒体传播平台的优势，和乙方进行深度合作，**结成唯一的合作伙伴**，共同建设广西“新华频媒”和“新华影廊”项目。

第五、公司提供的服务：为甲方开展的信息服务工作提供必要的支持和帮助。公司在“新华频媒”和“新华影廊”投资建设、运行中，全力配合甲方开展调研、研发和实体实践等工作。

第六、甲乙双方的权利与义务：

（一）甲方的权利和义务：

- 1、甲方享有新华频媒、新华影廊的全部产权。
- 2、享有乙方每年支付的新华频媒、新华影廊内容建设费和代理费。
- 3、为了加快新华频媒、新华影廊的建设和发展，甲方协助乙方开展新华频媒、新华影廊的广告招商，甲方推荐和完成的招商项目，**以年收入总额为基数，按招商项目合同总金额的相应比例分成。**
- 4、享有新华频媒、新华影廊广告经营所产生**可分配利润相应比例的分红。**

（二）乙方的义务和权利

1、**成立经营管理新华频媒、新华影廊的子公司**，组建专业的经营管理团队，全面负责新华频媒、新华影廊的广告招商和经营管理；负责新华频媒、新华影廊的整体设计及选点工作，负责新华频媒、新华影廊的建设施工并提供相应建设费用负责新华频媒、新华影廊设施及内容的维护更新；每年按协议支付新华频媒、新华影廊内容建设费和广告代理费给甲方。

2、合同期内独家享有广西新华频媒、新华影廊**全部的经营管理权和广告招商权**，

有关新华传媒、新华影廊项目产生的所有收入归乙方设立的项目管理子公司所有，再由管理公司向甲乙双方支付相应分成。

3、享有新华频媒、新华影廊项目广告经营所产生的可分配利润相应比例的分红。

协议对公司的影响：进入全新传媒领域，提升公司形象

第一、公司通过强大的新华社平台进入传媒业，拓宽公司经营收入。新华频媒、新华影廊是新华通讯社经国家批准为适应国内外形势发展需要在新媒体领域实施的具有战略意义的重点项目。公司独家享有广西新华频媒、新华影廊全部的经营管理权和广告招商权，可增加公司主营业务收入。

虽然公司核心优势不在传媒业，但我们觉得公司可借助外力，如对外招聘传媒业优秀人士加盟团队。

第二、尽管协议在 2012 年度起执行，我们预计效益可能不能马上见效，加上前期会有一些费用投入，但是公司可以借助其强大的媒体整合，对完善公司营销体系完善建设有所帮助，同时对公司以及产品形象宣传有益，因此，长期来看，对公司主营有一定帮助。

由于公告没有披露具体费用投入情况，但我们认为，依照公司稳健经营的风格，短期内，对主营的利润影响不大，即使前期需要费用投入，我们认为公司在广西银行系统的资信很好，通过贷款解决资金来源问题也不大，且公司2009年和2010年公司资产负债率分别为20.91%和18.84%，公司完全可以通过贷款来实现对子公司的投入，对其经营性现金流影响不大。

第三、或可节约公司部分广告费用，根据2010年年报数据，公司2010年广告费用为2118万元，通过该协议合作，公司或可部分节约费用，如减少部分与新华频媒、新华影廊类似广告宣传效果类似之处。

第四、或许对公司高端产品团购有所帮助。“新华频媒”是新华社利用先进的互联网和数字传输技术，在各级党政机关、企事业单位和城市重要公共场所安装显示终端，我们认为，如果公司的产品进入这些显示终端，这或许对公司高端产品的团购的推进一定帮助，如每年节假日时，公司销售人员可选择一些大型国企事业单位开展团购业务，如公司高端产品摩拉菲尔水牛奶产品，将其作为福利分发。而新华影廊的覆盖群体与新华频媒受众群体不一样，可形成互补。

第五、公司获得经新华通讯社广西分社授权的广西区内新华频媒、新华影廊的独家经营管理权和广告招商权，为公司提供了一个进入新的传媒领域业务的战略合作伙伴资源，根据《文化部“十二五”时期文化产业倍增计划》，文化传媒行业作为一个快速发展的朝阳行业，未来前景可期。

此外，目前传媒板块2011年估值水平在平均30倍左右，高于食品饮料板块估值，且历史上，传媒估值水平也会高于食品饮料板块估值水平，如果未来该项目经济效益趋势良好，则也有利于公司整体市值水平的提升。

盈利预测与投资评级：维持“买入”评级

由于该项目效益我们暂时没法预估，因此，我们仍然维持前期盈利预测观点：我们预计2011-2013年营业收入分别为5.91亿元、8.86亿元和11.4亿元，EPS分别为0.30元、0.49元和0.62元，按照目前12.4元股价，对应11-13年的PE为41倍、25倍和20倍，考虑到公司2012年的高成长，维持“买入”评级。

附：新华频媒和新华影廊介绍

“新华频媒”是“新华社稿件多媒体展示屏”的简称，是新华社利用先进的互联网和数字传输技术，在各级党政机关、企事业单位和城市重要公共场所安装显示终端，形成一个覆盖全国的庞大资讯传播平台，它以多媒体形式全方位展示新华社新闻信息，并承担向全国宣传地方，向世界介绍中国，“引导国内舆论，影响国际舆论”的重任。“新华频媒”是经过市场细分之后的媒介形态，通过终端地点选择将目标受众定位于政府工作人员和来访人士，从而能够达到精准传播的效果，产生巨大社会影响力。

“新华频媒”设立了视频、图片、文字等多个功能区，实行新华社总社和分社两级新闻信息发布制度。总社在视频区开设了《大政要闻》、《突发事件》、《频媒早报》、《资讯天下》等多个节目，图片区每天发布图片180张，文字区在第一时间滚动播发全球最新资讯。新华社黑龙江分社设立与我省相关的资讯、服务节目。“新华频媒”的全部资讯可实现统一发布或分区、分类发布。

根据媒体报道，“新华影廊”已在国内20余个省（区市）以及海外100多个国家建成，展出的图片视角独特，内容丰富，具有很强的视觉冲击力和感染力。其表现形式也呈现多样化：既有固定的图片展、橱窗展形式，也有新终端的网络展，更有LED电子屏、电视、灯箱、手机报等其它形式。

图1：南京某街区新华社新华影廊显示终端



数据来源：广发证券发展研究中心

风险提示

项目的进展状况不良将影响公司业绩。

资产负债表

单位：百万元

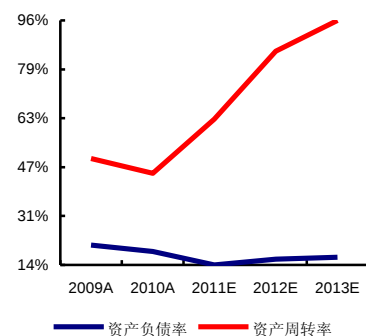
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	663	514	508	648	815
货币资金	589	373	356	414	518
应收及预付	46	97	103	161	203
存货	27	38	49	72	94
其他流动资产	0	5	0	0	0
非流动资产	253	409	458	464	462
长期股权投资	1	8	10	10	10
固定资产	157	258	247	238	227
在建工程	47	83	155	165	170
无形资产	48	59	46	51	56
其他长期资产	0	0	0	0	0
资产总计	915	923	966	1,111	1,277
流动负债	134	144	151	194	232
短期借款	85	80	69	69	70
应付及预收	46	60	82	125	162
其他流动负债	3	4	0	0	0
非流动负债	58	30	3	3	3
长期借款	54	23	3	3	3
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4	7	0	0	0
负债合计	191	174	153	197	234
股本	107	107	214	214	214
资本公积	488	488	488	488	488
留存收益	129	153	217	322	454
归属母公司股东权益	724	748	920	1,024	1,156
少数股东权益	0	1	0	-3	-6
负债和股东权益	915	923	1,073	1,218	1,384

利润表

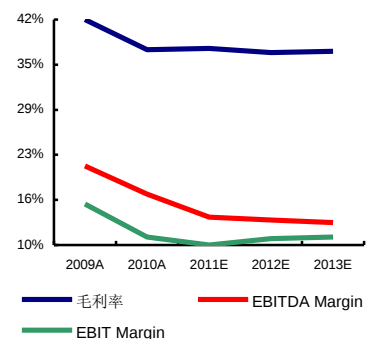
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	305	411	592	886	1140
营业成本	178	258	370	560	718
营业税金及附加	2	2	3	4	5
销售费用	57	79	121	168	217
管理费用	19	27	38	57	73
财务费用	8	1	4	3	3
资产减值损失	1	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	39	41	56	95	125
营业外收入	9	20	14	17	16
营业外支出	1	3	3	3	3
利润总额	47	59	68	109	139
所得税	2	4	5	8	10
净利润	46	55	63	102	129
少数股东损益	0	-2	-1	-3	-3
归属母公司净利润	46	57	65	105	132
EBITDA	64	71	83	120	151
EPS (元)	0.43	0.53	0.30	0.49	0.62

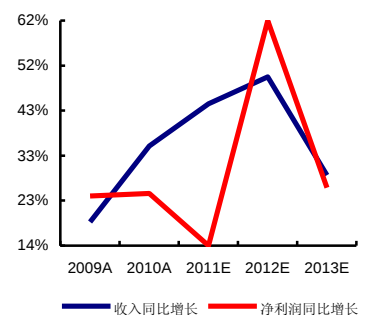
资产负债率趋势



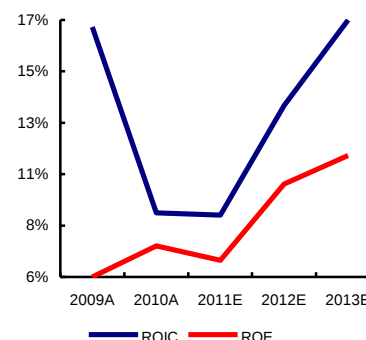
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

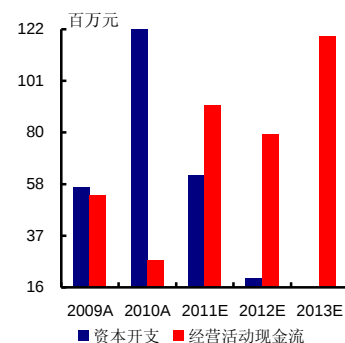
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	54	27	92	82	122
净利润	46	55	63	102	129
折旧摊销	16	24	27	29	31
营运资金变动	-17	-58	9	-37	-28
其它	9	6	-7	-11	-10
投资活动现金流	-57	-148	-64	-19	-16
资本支出	-57	-122	-62	-20	-16
投资变动	0	-26	-2	0	0
其他	0	-1	0	0	0
筹资活动现金流	543	-97	-46	-4	-3
银行借款	122	80	-31	0	1
债券融资	-93	-145	-10	0	0
股权融资	528	0	0	0	0
其他	-14	-32	-5	-4	-4
现金净增加额	540	-218	-17	59	103
期初现金余额	47	589	373	356	414
期末现金余额	587	371	356	414	518

主要财务比率

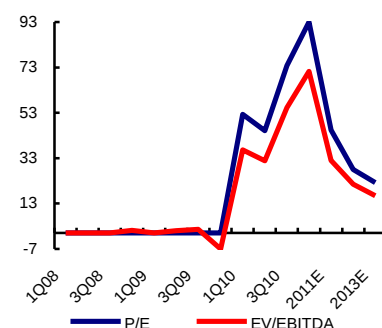
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	18.7%	34.9%	44.0%	49.7%	28.7%
营业利润	19.1%	5.2%	35.7%	67.9%	32.3%
归属于母公司净利润	24.2%	24.8%	13.6%	61.8%	26.0%
获利能力					
毛利率	41.5%	37.3%	37.5%	36.9%	37.1%
净利率	15.0%	13.3%	10.7%	11.5%	11.3%
ROE	6.3%	7.6%	7.0%	10.2%	11.4%
ROIC	16.8%	9.0%	8.9%	13.5%	17.1%
偿债能力					
资产负债率	20.9%	18.8%	14.3%	16.2%	16.9%
净负债比率	-62.0%	-35.7%	-30.9%	-33.5%	-38.7%
流动比率	4.95	3.57	3.37	3.33	3.52
速动比率	4.71	3.18	2.88	2.76	2.90
营运能力					
总资产周转率	0.50	0.45	0.63	0.85	0.95
应收账款周转率	9.97	7.55	8.59	8.04	8.30
存货周转率	7.17	7.93	7.53	7.73	7.63
每股指标 (元)					
每股收益	0.43	0.53	0.30	0.49	0.62
每股经营现金流	0.50	0.25	0.43	0.38	0.57
每股净资产	6.77	6.99	4.30	4.79	5.40
估值比率					
P/E	0.0	92.7	45.2	27.9	22.2
P/B	0.0	7.1	3.2	2.9	2.5
EV/EBITDA	-7.0	71.0	31.8	21.4	16.4

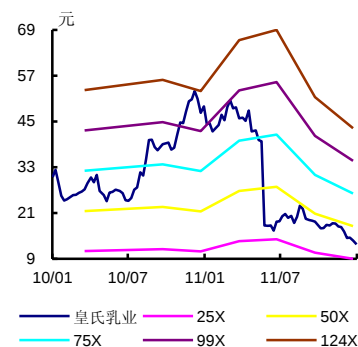
资本支出与经营活动现金流



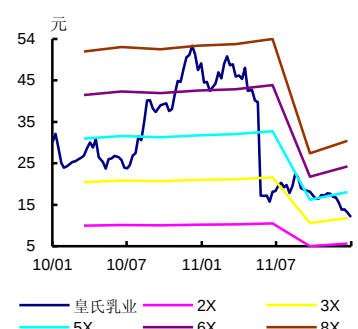
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发食品饮料行业研究小组

胡鸿，分析师，中山大学金融学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

皇氏乳业（002329.sz）：区外扩张进行时，销售费用高居不下	胡鸿	2011-10-25
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	2011-06-24
皇氏乳业(002329.sz)：一季报业绩平淡，摩拉菲尔“上海战役”值得期待	胡鸿	2011-04-28

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy)：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold)：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell)：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。