



入主来思尔 布局水牛奶 调升业绩预测

——皇氏乳业（002329）调研快报

2011年7月20日

强烈推荐/维持

皇氏乳业

调研快报

刘家伟 食品饮料行业首席分析师
电话：010-66554017

msn: ynynljw999@hotmail.com

执业证书编号：S1480510120001

事件：

皇氏乳业（下称“公司”）于6月24日公告出资9777万元控股云南大理来思尔乳业有限公司（下称“来思尔”）55%股权，并于7月19日在大理举行合作签约暨水牛奶项目启动签字仪式，大理州市政府领导及有关部门负责人出席，大理州领导就加快该州特色乳制品行业发展和充分发挥农业产业化龙头企业的带头作用，带动农村经济和农业产业化经营新发展等提出新要求。我们前往参加签字仪式并对来思尔进行了调研。

观点：

1. 云南水牛奶奶源丰富程度大幅超预期，公司首次走出广西控股云南大理来思尔乳业有限公司55%股权，主要意图是布局水牛奶及其高端产品市场。

公司已是我国最大的水牛奶厂商，约占全国水牛奶产量和销售额的60%左右，未来将以水牛奶为最具特色的差异化品种和最大利润源。我们认为，公司本次使用超募资金9770万元对来思尔控股55%，乃首次走出广西进入云南进行同业收购之重大举措，主要意图既是考虑扩大当地黑白花牛奶份额，更是为了做大水牛奶市场，对公司构成重大利好。由于水牛奶的蛋白质、微量元素等含量远远高于黑白花牛奶，故其高品质、高营养价值和不菲身价十分凸显，在追求真正安全、营养、健康乳制品的大趋势之中必得市场与利润先机，公司正是看准这一点，将未来主业的差异化定位于水牛奶，其业务战略格局可理解为：用水牛奶及黑白花奶的巴氏奶产品应对广西本土的常温奶竞争，用水牛奶常温奶挤占外地的黑白花奶常温奶，用水牛奶制作高端产品如奶酪、奶粉、乳扇等，将对手远远抛在后面，从而固化在广西乳业市场整体60%的份额，不断巩固或提升国内市场占有率，保持广西乳业老大、区域及全国水牛奶之王的地位。

表 1：皇氏乳业水牛奶与黑白花牛奶成分对照

成份	单位	水牛奶	黑白花	绝对值比较	相对值比较(倍)
蛋白质	%	4.54	3.05	1.49	1.49
氨基酸	%	4.2	1.4	2.8	2
铁	mg/100g	24.5	0.3	24.2	81
锌	mg/100g	27	2.2	24.8	11
钙	mg/100g	138.71	107.13	31.58	1.29
维生素 A	Ag/ml	0.76	0.023	0.74	33
干物质	%	21.96	12.7	9.26	1
脂肪	%	11	3.75	7.25	2

资料来源：东兴证券研究所根据公司网站披露数据整理

基于这样的认识，公司四处寻找水牛奶资源，最先锁定目标便是水牛养殖规模仅次于广西位居全国第二、占全国水牛总数12%的云南。据我们最新了解，云南的奶水牛与广西一样，早在2004、2005年就开始与印度

的摩尔牛、巴基斯坦的里尼拉菲牛杂交，目前已有品改奶水牛 12 万余头，比人们此前了解的 6 万余头要多出一倍，而且二代三品杂已达到 3 万多头，而不是 1.6 万头，同样多出 1 倍，且年产奶（单产）可达 2.5 吨以上，不亚于广西的水平。另据有关资料，云南本地水牛——生活在保山市腾冲县槟榔江上游、大盈江、陇川江一带，以腾冲槟榔江命名的“槟榔江水牛”，平均泌乳天数 269 天，平均一个泌乳期产奶量达 2452 kg，最高产奶量 3685 kg（民间调查产奶母牛 60 余头，一个产奶周期产奶量约 1800kg）。这些独特而庞大的奶水牛资源对于目前水牛奶产能不足却开始布局全国市场的皇氏乳业来说实属重大利好。在收购方案公告后，公司股价上涨近 20%，也说明了这一点。

2. 公司同时做大乳业蛋糕的想法实现概率较大。主要是因为来思尔的市场份额及已有业务架构理想，提升空间较大。

一是由于来思尔奶资源丰富，规模及市场份额位居大理乳业第三。云南是南方奶业的主产区之一，大理州更具优越条件，牧草资源十分丰富，奶牛养殖成为农业主导产业，全州现有荷斯坦奶牛存栏总数达到 14.2 万头，为当地乳企提供了丰富奶源；

二是考虑到来思尔市场覆盖云南全省及川黔桂部分地区，实力较为雄厚。来思尔英文为“lesson”，取其“功课”、“经验”、“教训”之英文意义，及汉语“爱恋”、“我想你”等读音寓意，前身为始建于 1996 年的大理农校校办实验实习加工厂，目前主要上市销售黑白花奶奶及其相关产品，2010 年收入 11688.24 万元，总资产 5000 多万元，加工产能 150 吨/日，产品有酸奶、巴氏奶、常温奶、乳饮料等 40 多个品种，实行经销商制，560 多家连锁专卖店，4000 多个销售网点，市场覆盖云南各地、州、县，并销售至川、黔和桂部分地区；

三是因为来思尔成为大理合规乳企“四朵金花”之一，市场份额优势明显。今年上半年根据乳业监管要求，清理之后的大理合规乳企已从过去的十几家减少为 4 家，包括液态奶 3 家和奶粉企业 1 家，被新希望收购的蝶泉与东亚位列前两名，来思尔排名第三约占 15%-20%，奶粉企业为第四；

四是在于目前来思尔主要产品结构已从过去比较单一转向相对丰富健全。以销售收入为例，酸奶占到 42%、巴氏奶和常温奶各占 15%，乳饮料占 20%。

五是预期公司此次入主来思尔，属于资金、管理、营销、技术、人才、产品结构调整等各方面的全面注入与整合，而不仅局限于提供近亿元的资金支持和简单的股权收购。来思尔全称已从“大理来思尔乳业有限责任公司”改名为“云南皇氏来思尔乳业有限公司”（简称皇氏来思尔），公司已召开新一届董事会，公司董事长黄嘉棣担任新公司皇氏来思尔董事长，来思尔原董事长改任副董事长，公司派驻董事、财务总监等高管，营销思路的更新，产品结构的调整等已开始进行，来思尔竞争力的较大幅度提升似已“箭在弦上”。

图 1：2011 年 6 月来思尔乳业收入结构

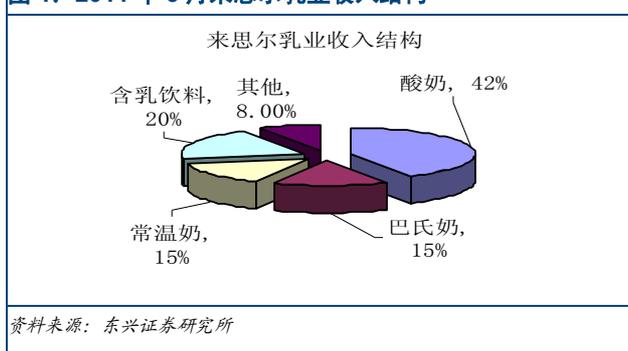


图 2：皇氏来思尔乳业生产的水牛奶奶酪



3. 未来扩张计划诱人，以水牛奶为主的产品链将不断延伸，全国第二大水牛奶厂商呼之欲出，同时构筑起崭新的产销平台。

(1) **新公司将发力水牛奶业务。**我们预计，皇氏来思尔会在2012年年中或稍晚些时候将完成1.2亿元投资，建成6条国际国内先进的乳制品生产线，建设3个千头奶水牛养殖牧场，2013年底项目达产后，日处理鲜奶将达到350吨，增长133%；产值达到9.6亿元，销售收入、税收、净利润和新增就业岗位都会比目前增长4-5倍，加之具有皇氏乳业特色的营销与管理等牵引，皇氏来思尔公司的经营规模将会在较短时期内大幅提升成为国内第二大水牛奶生产销售企业，增强公司在西南区域的市场地位，成为走出广西的第一个扎实而极其重要的省外生产与销售基地。

(2) **皇氏来思尔享有丰富的奶水牛资源、品改技术、养殖基础等多重优势，特别是已经开发出高品质的水牛奶奶酪——莫兹瑞拉奶酪，将成为未来业务一大亮点。**奶酪是牛奶经浓缩，发酵而成的奶制品，基本上排除了牛奶中大量的水分，保留了其中营养价值极高的精华部分，被誉为乳品中的“黄金”。据公司介绍，目前包括意大利在内的全球奶酪生产国品质最好的奶酪就属于水牛奶奶酪；据有来思尔关负责人介绍，在一次参展会上，其水牛奶奶酪加热后可以拉出数米长的丝，远远超出客户的想象，震惊全场，其高品质受到客户高度称赞。来思尔的奶酪技术源于与中国农业大学建立的长期技术合作关系，所研发的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。控股这样的公司显然符合公司未来进军水牛奶高端业务的战略意图。另外，来思尔还生产大理本地风味特产乳扇，对于公司也是一项增至业务。

(3) **丰富完善产品链，提升差异化经营成效。**新公司的产品将包括：以水牛奶为原料的巴氏奶、酸奶、莫兹瑞拉奶酪、热带果味奶等水牛奶系列产品；云南大理白族风味食品大理乳扇的工业化、标准化生产以及活性乳酸菌饮料的开发等。以上技术的储备与产品的持续推出，将极大提升来思尔公司产品的核心竞争力，差异化的市场定位更加突显。

(4) **打造新平台，销售公司常温奶。**公司将借助来思尔公司的平台和渠道，销售部分常温产品，既可巩固来思尔的渠道通路，增加收入，又成为公司现有业务的有益补充，成为公司拓展云南市场的快捷通道，实现公司走出广西的战略目标，增强公司在西南区域的市场地位。

图 3：来思尔乳业的纯牛奶产品	图 4：来思尔乳业的营养强化奶
	
资料来源：来思尔网站	资料来源：来思尔网站

图 5：来思尔乳业的“我的果园”系列—草莓果粒酸奶



资料来源：来思尔网站

图 6：来思尔乳业的“我的果园”系列—黄桃果粒酸奶



资料来源：来思尔网站

图 7：来思尔乳业的老酸奶



资料来源：来思尔网站

图 8：来思尔乳业的老酸奶



资料来源：来思尔网站

图 9：来思尔乳业的双歧因子酸牛奶



资料来源：来思尔网站

图 10：来思尔乳业的巧克力味乳饮料



资料来源：来思尔网站

4. 收购带来的业绩贡献测算：预计2012年开始，来思尔业绩贡献呈加速增长态势，增厚EPS0.02-0.09元

核心假设：（1）公司对来思尔的支持是多方面的，且能够及时到位；（2）在奶源建设、产品品质、营销等各方面都比较顺利，或没有大的风险事件发生；（3）公司不增持来思尔股权，总股本保持不变。

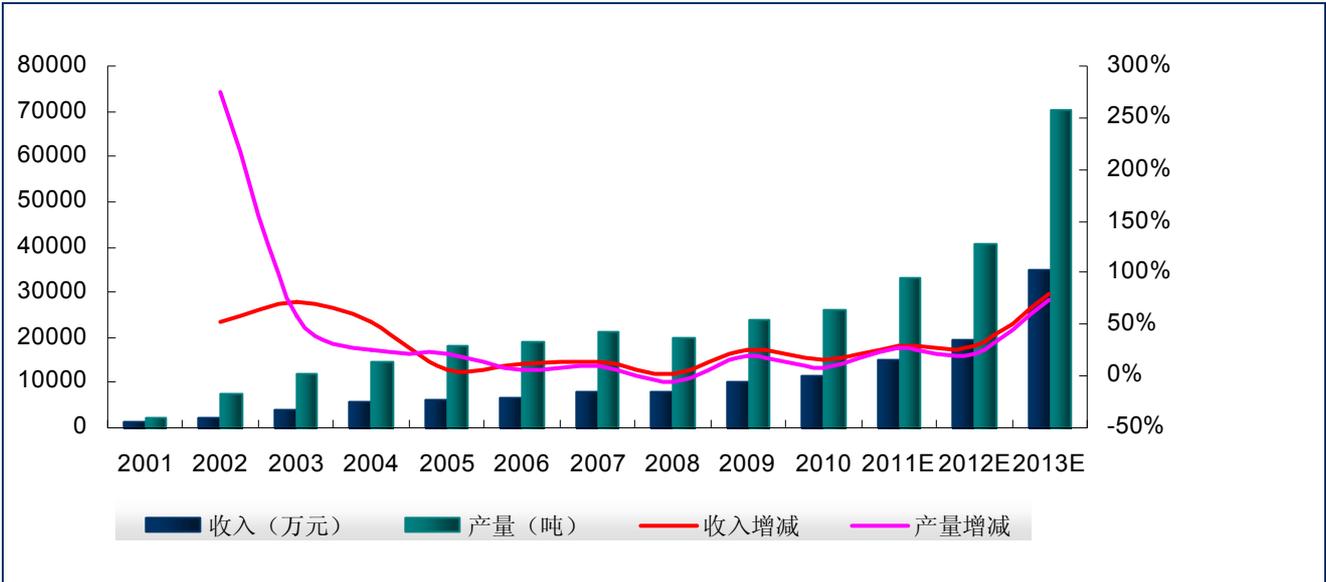
我们通过模型测算获得以下数据：预计2011-2013年，公司将可能从来思尔分享到收入5445万元、10725万元和19305万元，分享到净利润463万元、957万元和1895万元，折合EPS0.02元、0.04元和0.09元。也就是说，由于控股来思尔乳业，在可预见的未来三年内，我们将公司的EPS分别调升约4.6%、5.7%和6.7%，达到0.48元、0.82元和1.43元。

表 2：来思尔乳业简介

来思尔乳业简介	
基本情况	大理来思尔乳业有限责任公司的前身为大理农校校办实验实习加工厂，始建于1996年，十年间从注册资金4万元发展至500万元，皇氏乳业控股后达到5000万元、生产工人从6-7人增至近300人、日处理牛奶从7公斤发展至150吨，注册资金从500万元发展到近2600万元，总资产达到5000多万元
生产能力与规模	2005年6月还建成了占地40余亩的现代化新厂区，拥有了国内一流的液态奶和发酵奶生产线，日生产能力达到150吨，为实现产品的全自动无菌生产、高标准流程管理打下了坚实的基础。
人力资源	公司拥有260多名员工，其中大中专学历80多人，专业技术人员40多人，技术人员占员工总数的20%。
行业地位	已成为专业从事乳制品研发、生产、经营的大理州本土农业产业化龙头企业，为促进大理州农业产业结构调整、地方经济发展和解决社会就业作出了积极贡献。
销售网络资源及产品优势	公司产品共有四个包装系列，以包装分：袋装、盒装、杯装、瓶装；以产品属性分：发酵乳、液态巴氏乳和乳饮料三类；以功能型分类：功能型、风味型、原味型三类，共二十多个品种，建有连锁专卖店560多家，销售网点4000多个，不但覆盖了云南省各地、州、县、乡镇，还销售到四川、贵州、广西的部分地区
技术基础	作为专业乳制品研发、生产厂家，企业一直重视技术方面的改进和创新，与中国农业大学建立长期技术合作关系，以不断获取乳制品先导技术，2005年7月，通过一年多的努力，成功研发出水牛奶干酪产品，填补了国内水牛奶干酪产品的市场空白，成为中国首家具有自主知识产权的奶酪生产厂家。
产品研发优势	公司具备较强的产品开发优势，2006年研发的新产品原味搅拌型酸奶“滋味多”上市后也取得了较好的市场效果。2007年公司计划研发的项目有大理乳扇的机械化、标准化生产、芝士奶酪的产业化开发以及乳酸菌饮料的研究开发等三项，以高科技含量的产品逐渐迈向科技型企业的发展目标，并以高附加值的产品避开乳制品市场的产品同质化，避开由此带来的激烈价格竞争和市场竞争。
企业使命	牛奶营养全面，是“最近乎完美的产品”。奶业市场消费潜力巨大，前景非常广阔，是朝阳产业，致力于乳业发展始终是“来思尔”人的使命
重要荣誉	1. 酸奶连续四届荣获“云南省消费者喜爱商品称号”；2. 纯牛奶连续四届荣获“云南省消费者喜爱商品称号”；3. 国家质量稳定合格产品；4. 连续三届被云南省保护消费者权益委员会评为“诚信单位”；5. “来思尔”商标在2003年、2006年连续两届被评为“云南省著名商标”；6. 大理州、“先进私营企业”；7. 云南卫生厅授予食品卫生等级“A级单位”；8. 云南省营养学会授予“云南省营养学会团体会员单位”；9. 获科学技术进步一等奖；10. 2005年获国家质检总局市场准入“QS”认证；11. 全国农产品加工示范企业；12. 云南省科技厅授予“高新技术企业认定证书”；13. 云南省人民政府授予“优秀龙头企业”；14. 2006年通过HACCP食品安全管理体系认证和ISO9001质量管理体系认证
品牌经营思路	十年来已成为云南乳制品行业中的知名品牌，为进一步搞好品牌经营，我们提出坚持走以“高品质、好味道”为核心、“创西南第一品牌”的品牌经营之路。
产品结构趋势	重点发展公司具有技术领先优势的发酵乳、市场上深受消费者喜爱的活性乳和科技含量较高的水牛奶干酪以及强化乳等。

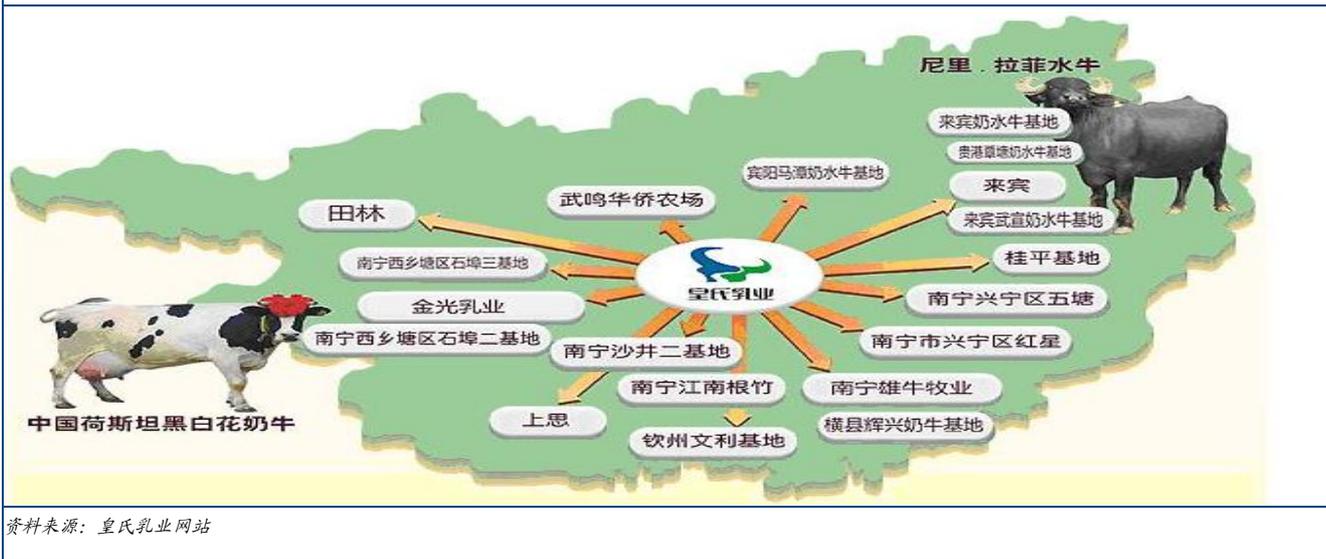
资料来源：东兴证券研究所根据公司网站披露数据整理

图 11：2001-2013E 来思尔乳业产量、收入及增速



资料来源：东兴证券研究所

图 12：江西省行政区划图



资料来源：皇氏乳业网站

结论：

公司近期主要有三大新举措，除了控股来思尔外，还在北京举行莫拉菲尔水牛奶产品发布会，高调进军北京市场；另外对皇氏食品公司增资4500 万元，合计出资6985万元，占其最新注册资本8000万元的87.31%股权（此前占71%）。基于对公司各方面的持续跟踪，我们继续维持其未来五年将会持续达到甚至高于每年50%高增长预期，预计2011-2013年增长约79.61%、70.97%和74.71%，较此前有13-15个百分点以上调升，EPS 分别调升约4.6%或0.02元、5.7%或0.04元和6.7%或0.09元，达到0.48元、0.82元和1.43元，对应PE41倍、24倍和13倍。综合考虑目前中小板相对估值重心达到45倍PE以上水平及公司持续高增长态势，给予公司2012-2013年目标价36.76元和60元预期，与当前股价还有近90%和200%空间，故维持强烈推荐评级。

风险提示：

如果出现严重质量事故，公司业绩会较大幅度下滑或损失严重。

表 3：皇氏乳业 2011-2013 年盈利预测

主要指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	304.72	411.02	689.88	1128.27	1862.90
(+/-)	18.68%	34.80%	67.85%	63.55%	65.11%
经营利润 (EBIT)	39.43	41.50	73.14	125.59	217.74
(+/-)	19.14%	21.25%	76.24%	71.72%	73.37%
净利润	45.62	56.93	102.25	174.82	305.43
(+/-)	24.23%	35.81%	79.61%	70.97%	74.71%
每股净收益 (元)	0.57	0.53	0.48	0.82	1.43

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介**刘家伟**

经济学博士，食品饮料行业首席分析师，消费品及服务行业研究小组负责人，2007 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。