

乳制品

署名人: 张镞

S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 蒋鑫

S0960110110022

0755-82026708

jiangxin@cjis.cn

6-12个月目标价: 25.00元

当前股价: 22.78元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2515.86
总股本(百万)	214
流通股本(百万)	123
流通市值(亿)	28
EPS (TTM)	0.28
每股净资产(元)	3.50
资产负债率	18.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
皇氏乳业	15.63	14.65	0.40
上证综合指数	-9.20	-11.99	-11.89



相关报告

《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》  
《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》2011-2-27  
《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

002329

推荐

成本拐点已现, 期待省外扩张

8月22日公司公布2011年半年报, 实现营业收入2.24亿元, 同比增长22.85%, 营业利润同比增长23.74%, 利润总额同比增长28.75%, 归属上市公司股东的净利润同比增长14.92%, 实现每股收益0.16元/股, 省外市场拓展速度慢导致业绩略低于预期。

投资要点:

- **营业收入同比增长22.85%, 主要来自广西省内渠道深耕。**由于上海北京的拓展在7月才铺货, 去年收购的甲天下食品也到7月才投产, 收购的来思尔要到下半年才能并入报表, 因此上半年的增长基本都来自广西省内。预计下半年上海能够贡献3000万收入, 来思尔能够贡献8000万收入, 预计全年收入增长50%以上。
- **二季度毛利率由一季度的39.4%提升至41.1%, 主要得益于产品结构高端化, 营业利润快于收入增长。**公司今年一季度对主要产品平均提了10%的价, 同时原奶价格一季度后保持平稳。而且公司新推出的产品如摩拉菲尔毛利率超过60%, 甲天下食品生产的酸奶毛利率也超过40%, 因此公司产品的毛利率将不断回升。
- **营业费用率由去年同期的18.9%提升至19.9%, 主要是二季度省外推广的费用较高, 广告促销宣传费占收入的比重由去年上半年的3.6%上升至6.7%。**营业费用率由一季度的17.7%提升至二季度的21.5%, 公司二季度利用摩拉菲尔高端水牛奶拓展上海北京市场, 网络建设和品牌提升费用较大, 短期内将影响利润率。
- **净利润同比增长14.9%, 慢于营业利润和利润总额增速, 主要是所得税率由去年上半年的4.9%上升至8.0%。**正常情况下税率应维持在目前的水平。下半年净利润除了在广西自然增长以外, 主要来自高利润率的摩拉菲尔在上海北京的增长以及预计收购来思尔能贡献400万净利润, 甲天下食品预计今年只能实现微利。
- **长期来看, 省内空间仍支撑20%-30%增速, 省外差异化产品和收购并进, 预计收入增速可维持在30%-50%。**目前广西省外收入增速58.3%, 但占比仍较小。未来收入新增长点包括: 一是高端水牛奶在一线城市拓展空间广阔; 二是控股子公司皇氏甲天下食品酸奶业务有序推进以及其他可能的省内并购; 三是增资控股的云南皇氏来思尔乳业发展速度向公司靠拢, 以及不排除新的省外拓展收购计划。
- **预计2011-2013年EPS为0.42/0.57/0.70, 对应PE为54/40/33倍。**目前估值不具备吸引力, 考虑省外拓展空间较大, 并且存在收购等事项催化, 维持推荐评级。股价催化剂: 原材料价格下降、股权激励方案落实、收购事项
- **投资风险: 省外拓展低于预期**

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	411	642	891	1182
同比(%)	35%	56%	39%	33%
归属母公司净利润(百万元)	57	91	122	150
同比(%)	36%	59%	35%	22%
毛利率(%)	37.3%	39.6%	39.9%	39.1%
ROE(%)	7.6%	11.0%	12.9%	13.6%
每股收益(元)	0.27	0.42	0.57	0.70
P/E	85.63	53.70	39.89	32.58
P/B	6.52	5.89	5.13	4.43
EV/EBITDA	69	48	35	28

资料来源: 中投证券研究所

## 1. 省内空间仍支撑 20%-30%增速，省外差异化产品和收购并进

公司市场占有率仅 27%，还有很大提升空间。公司是广西乳制品龙头企业，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末省内能够实现 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。公司收入中荷兰牛奶占 58%，水牛奶占 34%。目前广西每年约 20-30%的增长率，公司作为龙头企业，获得高于行业的增速在未来仍将维持。未来五年将是公司的高速发展期。

公司产品在广西省内仍然保持高速增长。2010 年南宁市场同比增长 30%；桂林、柳州市场同比增长 60%；除上述三个城市之外，广西其余二、三线城市及县级市场，销售额同比增长近 50%，其总量已接近公司全年销售总收入的一半。

上海北京摩拉菲尔高端水牛奶按计划推进，预计上海今年能实现 3000 万收入。摩拉菲尔高端水牛奶 6 月 15 日在上海铺货，全部直营，已经进入上海 5 大卖场系统，包括乐购、大润发、家乐福、百盛精品店等大卖场和大连锁，到 6 月份已经进驻 70 多家，并借助第三方平台开设网上店铺。宣传方面，公司与分众传媒完成谈判，6 月份在商业楼宇视频媒体、卖场终端视频媒体、公寓电梯平面媒体等进行宣传，大约有 2000 个网点铺广告。这种方式更有针对性，能以较低的成本迅速传导。公司第一期进驻不考虑电视、报纸等媒介，主要是目标消费者以年轻白领和高端人士为主，在甲级写字楼、高档公寓居多，同时量比较小，暂时不需要大规模使用电视广告宣传。产品主要包括原味和木瓜味两种，普通水牛奶产品售价 5.5 一盒，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，该产品毛利率超过 60%，预计上海今年能实现 3000 万收入。此外公司将在新浪首页设有摩拉菲尔的广告窗口。7 月 15 日公司在广西大厦开推介会，已找好北京合作经销商进入北京市场。

去年收购的甲天下食品公司今年将贡献业绩，预计实现销售收入约 3500 万元。公司去年 10 月收购了皇氏甲天下食品公司 71% 股权，新增产能主要生产酸奶和乳酸饮料。甲天下食品 2009 年净利润亏损 517.5 万，2010 年前 10 个月净利润亏损 448.4 万。第一期 6 条生产线已经投产，包括老酸奶、六连杯、红枣酸奶等，日处理酸奶 20 吨，生产出的原味和红枣味的酸奶和乳酸饮料已经销售。政府 3 月抓食品安全，要求 QS 认证，对生产、原料供应影响很大，公司花费大量费用提高成本和质量，上半年受 QS 认证影响，甲天下食品原计划 3 月底投产拖到 4 月底，7 月才正常运转，预计今年甲天下食品能够实现微利。6-12 个月可以实现 100% 达产，完全达产之后日产量由原计划的 50 吨酸奶和乳酸饮料增加至 60 吨，每年可贡献 1.2 亿收入。预计今年该新厂的平均生产量将达到 40 吨，实现销售收入约 3500 万元。公司的产品目前仍是供不应求，广西本地广阔的市场空间及产能逐步释放支持公司未来 3 年保持 30% 以上的增长。公司未来将继续扩大产能，在高新区新购一块 500 多亩的地，计划未来建新液态奶加工基地。

预计来思尔今年可以贡献 8000 万收入，400 万净利润。公司今年控股了大理来思尔乳业有限公司 55% 的股权。该公司在云南的市场份额排名第四，2010 年的销售额约 1.2 亿元，日加工能力 150 吨，有连锁专卖店 560 家，销售网络 4000 多个，覆盖云南多个州、县。08 和 09 年净利润分别为 10.28% 和 12.15%，因为主要做巴氏奶所以净利率较高，2010 年原奶价格大幅上涨，净利率下滑至 4.41%。2011 年 1-4 月略微回升至 5.75%，以前来思尔从未对产品提过价，所以净利润波动很大，但 4 月份下旬提价之后，5 月实现 226 万

营业利润，1-5月净利润上升至8.64%，但与皇氏的净利率比仍有提升空间。来思尔一季度收入增长了15%，公司收购之后预计全年增长30%。来思尔在云南排第四，90%是巴氏奶，常温奶占比很小，大约每天10吨，云南市场每天常温奶销量450吨，市场第一是雪兰，收入大约4.5亿。公司收购之后会发展常温奶。预计收购的来思尔下半年可以计入报表，今年预计可以贡献8000万收入，400万净利润。来思尔没有水牛奶，基本都是黑白花奶牛，产能2.5万吨，每天可生产70吨，目前产能利用率不到一半，合理水平应该有70%，预计因此收购之后公司会加大水牛奶的投入力度，云南是全国水牛奶的主产区之一，水牛奶数量仅次于广西，居全国第二，占全国水牛奶总数的12%，全省奶牛存栏数约6万头，其中产奶牛1.68万头。公司通过收购的方式，可以利用其已经成熟的市场和渠道将皇氏的产品迅速导入当地市场并逐步扩展；并且为今后发展控制除广西外中国第二大奶水牛产地云南的奶源。

## 2. 在奶源环节，不断提高控制力度，奶源供给有保障

公司掌控广西80%以上水牛奶和黑白花，广西水牛奶奶源30%增长还是可以满足的。云南有水牛但是没有龙头企业收，目前已经品改的有2万多头，大约1万头可以产奶，公司未来会在来思尔开始生产水牛奶。

奶水牛改良技术利用二代三品杂胚胎进行品改，使得实际产奶周期由原来的8.5年缩短至4-5年，预计11年可推广3000多头，公司目前拥有自有奶水牛约为1000头，加上签约奶农，公司已控制的奶水牛接近1万多头，基本控制广西境内可收集的奶源的70%左右。公司计划未来逐步提高自有奶源所占比重，自有基地增加到5个，合作基地预计从12个增加到16个，拥有的奶源基地数量将增加到21个，公司控制的奶牛存栏数将达到41962头，自有奶牛存栏数8232头，自有奶牛占控制奶牛比例为19.62%，签约农户奶牛存栏数占控制奶牛比例为80.38%。

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。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。

## 3. 在产品环节，不断进行产品结构高端化，提升毛利率

2010年公司收购的原奶价格上涨10-15%，且常温奶产品毛利相比巴氏奶稍低，常温奶占比由2009年的30%提升到2010年的40%，造成公司产品总体毛利率有所下降。今年劳动力成本全年上涨15%，鲜奶配送人力较多，不计入成本计入销售费用，黑白花去年3.3元每公斤，涨到3.7-3.8元每公斤，水牛奶从去年7.3元/公斤涨到7.8-8.0元/公斤，最近原奶上涨压力有所缓解，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，下半年水牛奶暂时没有提价计划。

产品结构高端化促进毛利率不断提升。随着摩拉菲尔高端水牛奶的推出，未来公司高端产品的销售占比将有所提高。预计摩拉菲尔的毛利在 60% 以上，高毛利产品销售占比的提高将提升公司整体毛利。

水牛奶产业链易于延伸。水牛奶除了制成各类液态奶、酸奶、含乳饮料等外，还可制成高端奶酪作为中间产品或配料供相关食品行业使用，对于营养成分要求很高的婴幼儿奶粉行业来说水牛奶也有很大前景。

#### 4. 在渠道环节，深耕广西市场，同时积极开拓周边省区

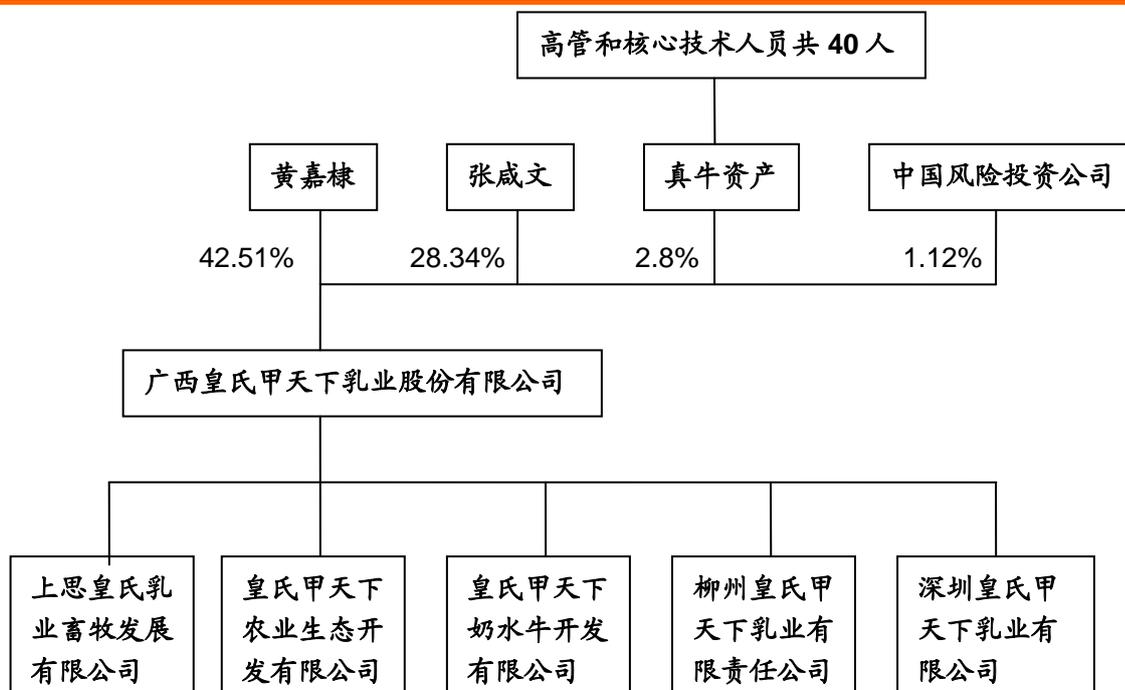
公司在广西市场深耕，培养重点经销商，11 年在全国范围内至少新增销售网点 3000 个；除南宁、桂林等地较为成熟市场之外，其他地区增长空间仍很大，未来渠道建设重心下移，产品销售下沉至乡镇乃至村屯等三线市场。

同时积极开拓周边省区市场。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，采用当地的奶源，公司提供配方，派驻技术人员进行技术和质量监督。公司还收购了云南来思尔乳业，进入云南巴氏奶市场。预计明年广西区外市场如贵州、云南、广东等省份将开始贡献利润。

不断增加北京上海卖场网点，以摩拉菲尔水牛奶差异产品为市场突破口，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。

积极开发特殊渠道。公司除了商超、网购、社区便利店等多渠道投放各类品种外，还针对大客户专门组织相应的营销。

图 1：公司股权及经营公司



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2: 按生产工艺来分销量情况 (吨)

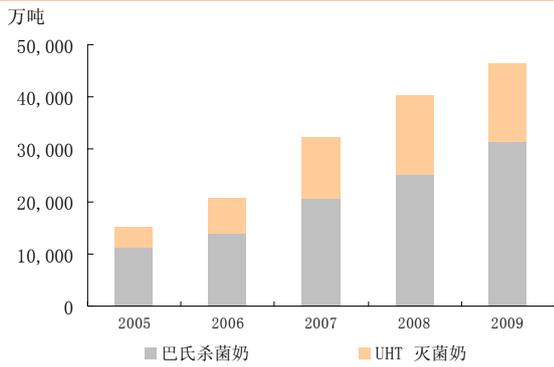
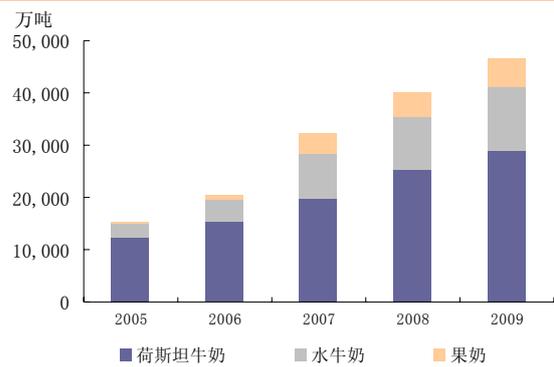


图 3: 按主要生产原料来分销量情况 (吨)



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 4: 各类产品占销售收入比重

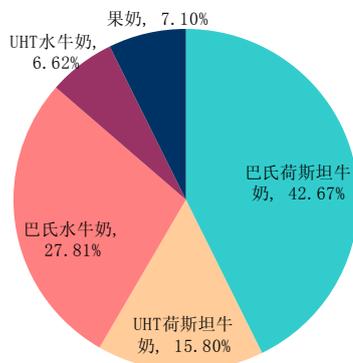
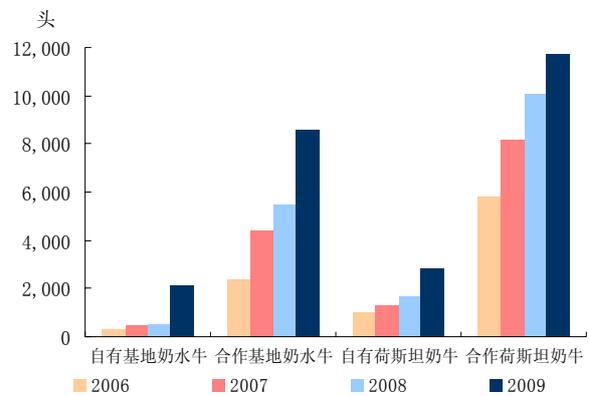
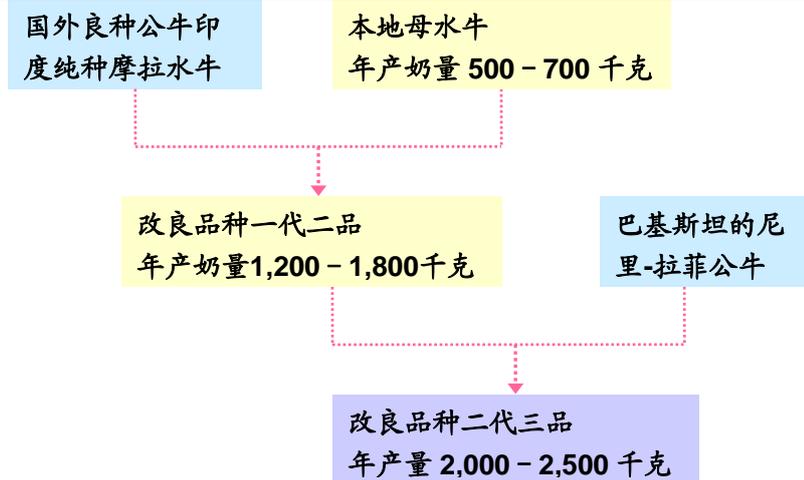


图 5: 公司可控的奶牛存栏量变化



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 6: 奶水牛品种改良过程及对应产量



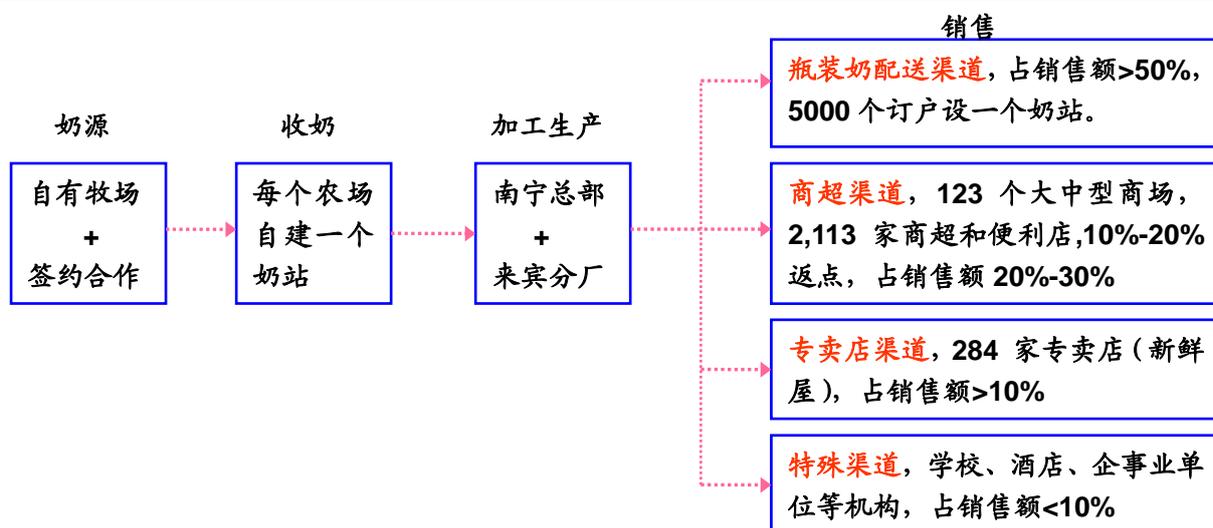
资料来源: 中投证券研究所

图 7: 公司在来宾市的自有奶牛养殖基地



资料来源: 中投证券研究所

图 10: 公司业务流程及各类销售渠道



资料来源: 中投证券研究所

图 11: 各乳制品公司销售毛利率水平

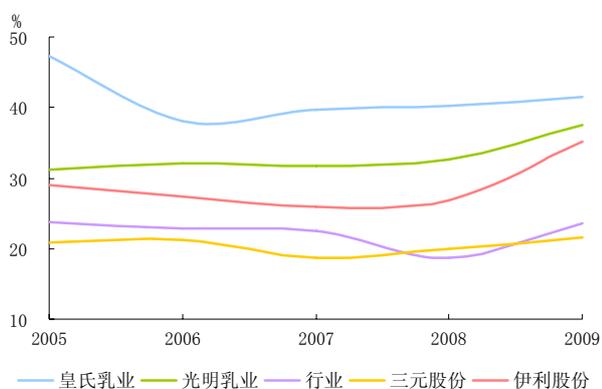
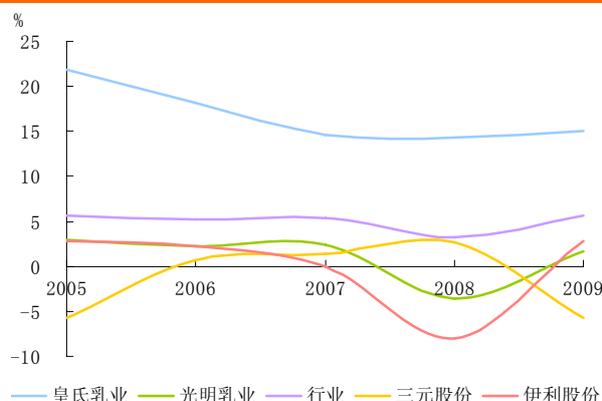


图 12: 各乳制品公司销售净利率水平



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 8: 各类产品毛利率水平

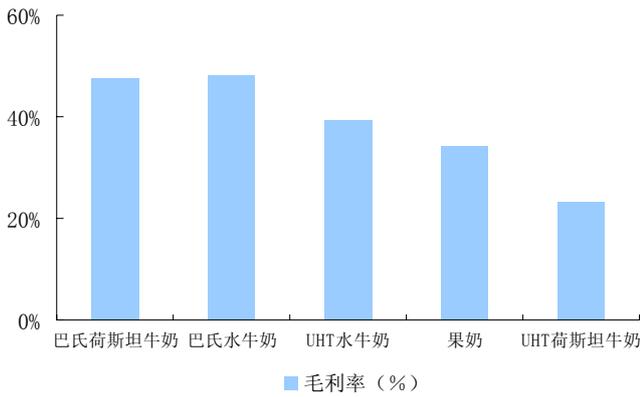
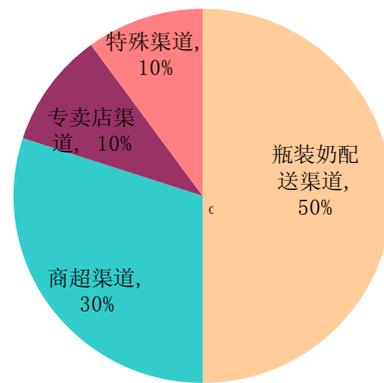
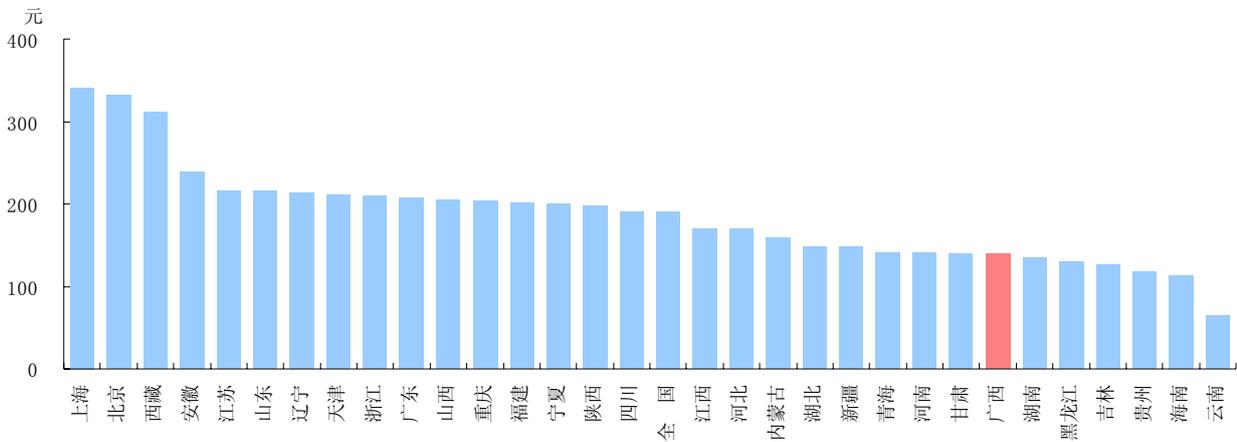


图 9: 各类渠道占销售额比重



资料来源: 中投证券研究所

图 15: 2008 年城镇居民家庭人均奶及奶制品支出



资料来源: 国家统计局、中投证券研究所

图 16: 2007 年广西和全国人均牛奶占有量对比

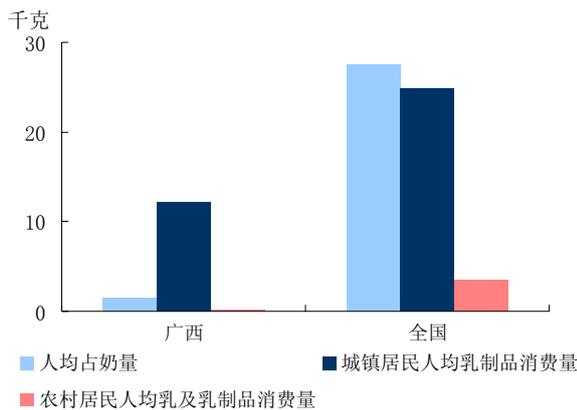
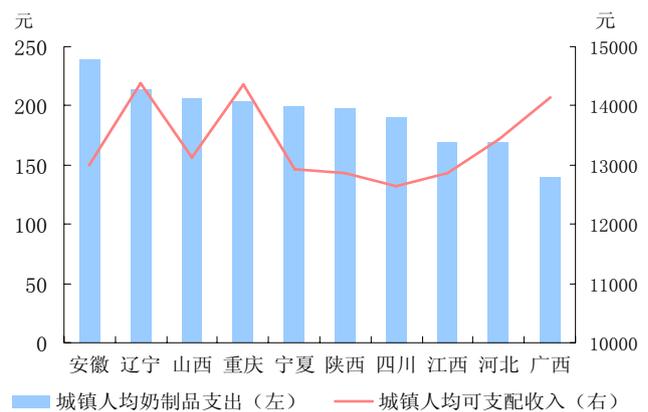
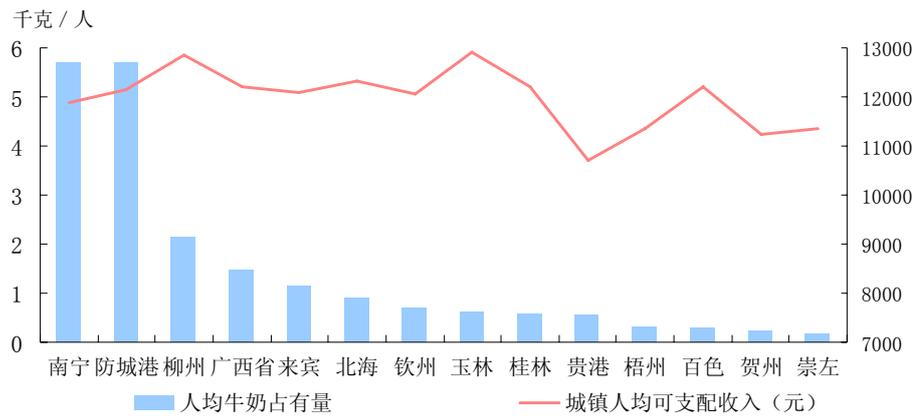


图 17: 收入水平相当的地区乳制品消费差距悬殊



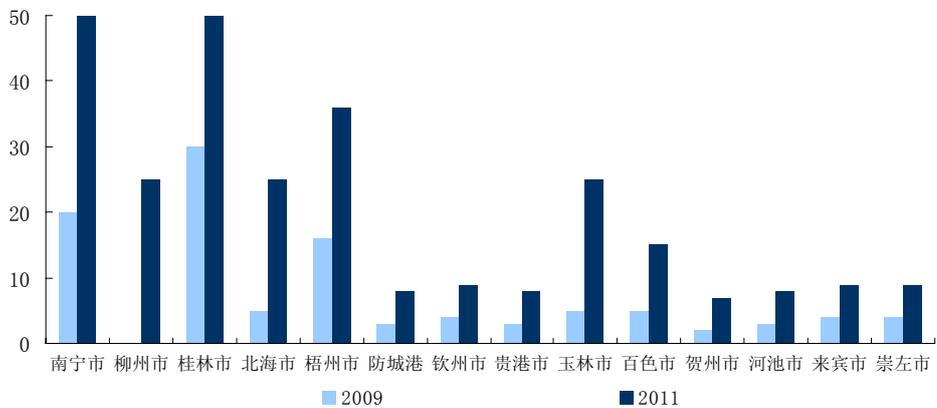
资料来源: 国家统计局、中投证券研究所

图 18: 2007 年广西各市人均牛奶占有量



资料来源: 广西 2007 年统计年鉴、中投证券研究所

图 19: 2009 年和 2011 年公司计划开设专卖店数量



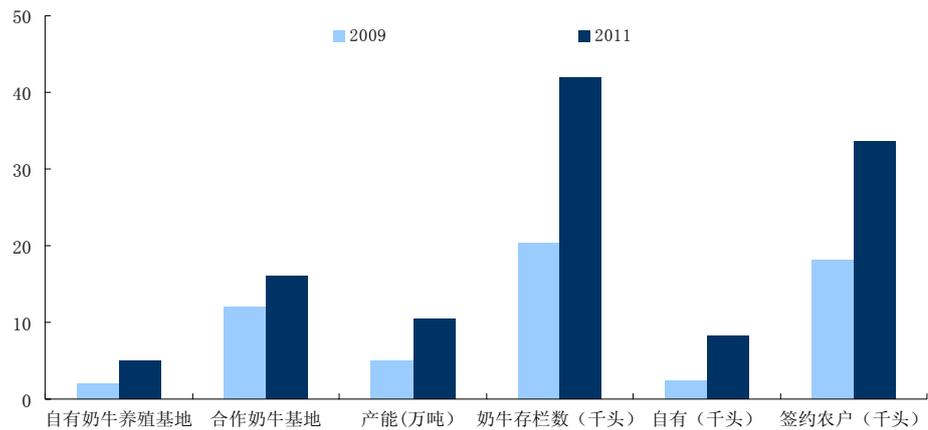
资料来源: 公司资料、中投证券研究所

表 1 预计 2011 年各地送奶到户数量

	南宁市	柳州市	桂林市	其他地级市	合计
人口 (万)	684	363	505	3511	5061
家庭户数 (万户)	196	105	155	961	1416
城镇人均可支配收入 (元)	11877	12866	12202	11841	12200
2007 年人均牛奶占有量	5.72	2.16	0.58	1.07	1.47
2009 年专卖店数量	20	0	30	54	104
2011 年专卖店数量	50	25	50	159	284
2009 年奶品投递站数量	33	9	7	8	57
2011 年奶品投递站数量	48	24	22	8	102
2009 年送奶到户用户数 (万户/日)	30	5	3	4	42
2011 年送奶到户用户数 (万户/日)	44	22	20	12	98

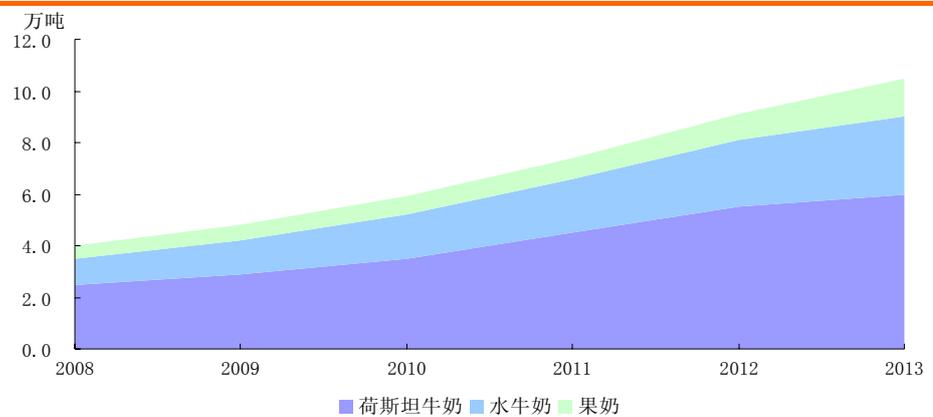
资料来源: 中投证券研究所

图 20: 2009 年和 2011 年预计公司可控奶源情况



资料来源: 公司资料、中投证券研究所

图 22: 2008-2013 年公司产能扩张



资料来源: 中投证券研究所

表 3 预计公司未来几年产能释放进程 (万吨)

产品	2008	2009	2010	2011	2012	2013
水牛奶	1.00	1.2	1.7	2.1	2.6	3
荷兰牛奶	2.50	2.9	3.5	4.5	5.5	6
果奶	0.50	0.5	0.7	0.8	1	1.5
小计	4	4.8	5.9	7.4	9.1	10.5

资料来源: 中投证券研究所

表 2 预计 2012 年各类产品销售额 (亿元)

产品	2009	2012E
送奶到户瓶装巴氏奶	1.5	4
非送奶到户巴氏奶	0.6	2
常温奶	1	3

资料来源: 中投证券研究所

**附录：中投证券食品饮料团队近 1 年来发布的报告**

皇氏乳业-成本拐点已现，期待省外扩张	2011/8/22
双汇发展-中报符合预期，预计三季度环比大幅改善	2011/8/18
五粮液-基本面强劲大超预期，上调 12 个月目标价至 55 元——五粮液调研简报	2011/8/16
青岛啤酒-成本拐点渐显，期待四季度毛利率回升	2011/8/13
伊利股份-中报高增长，净利率出现上行拐点	2011/8/5
葡萄酒-进口酒冲击对国产酒的影响——中投证券葡萄酒行业研讨会会议纪要	2011/8/4
酒鬼酒-基本面向好，定向增发方案获批将成股价催化剂	2011/8/3
洽洽食品-调研简报：基本面持续好转，成长空间巨大	2011/8/1
五粮液-年内团队有望彻底稳定，基本面良好，股价回落正是买入良机——董事会秘书辞职公告点评	2011/8/1
酒鬼酒-费用控制显效，期待省内持续发力	2011/7/28
洽洽食品-中报符合预期，毛利率持续回升	2011/7/27
双汇发展-恢复符合预期，价值回归继续推进	2011/07/24
洽洽食品-股价连续上涨点评：进入利润率拐点的休闲食品新贵	2011/07/22
酒鬼酒 000799-公司点评：营销中心拟前移至长沙，加快决策速度-强烈推荐	2011/7/13
葡萄酒行业深度研究系列报告一以资源、品牌、渠道全产业链视角，畅享葡萄酒行业下一个黄金 10 年	2011/7/12
CPI 再超预期，中报向好，进入旺季催生酒类行情——食品饮料股价异动点评	2011/7/12
洽洽食品-下一个中国旺旺	2011/07/07
双汇发展-利空出尽走出阴霾，重上高速发展轨道	2011/6/22
2011 年食品饮料行业中期策略报告-通胀预期变化下高端品和大众品的轮动表现	2011/6/20
五粮液-重申我们推荐五粮液的三逻辑，公司是抗通胀、增速预期有提升、低估值的绝佳品种	2011/6/12
泸州老窖-集中主业，决战高端——股东大会、投资者交流会点评	2011/6/10
五粮液-增长预期大幅加强，估值相对显著偏低	2011/6/09
洽洽食品-调研简报：二季度毛利率大幅回升，目前市盈率偏低	2011/6/08
双汇发展-发货量已恢复九成，资产重估不改变重组结果	2011/5/30
伊利股份-成本趋稳、提价效果显现、费用控制促进净利润大幅提升	2011/5/25
伊利股份-定向增发项目将加速产能投放进程，支持未来三年高速增长	2011/5/18
青岛啤酒-品牌加速升级，销售持续扩张	2011/5/11
洽洽食品-调研简报：收入有望突破 30 亿，利润弹性来自原材料价格下降	2011/5/02
光明乳业-一季报点评：海外收购贡献收入增长主要来源	2011/4/30
伊利股份-年报、一季报点评：收入保持高速增长，盈利能力逐步回升	2011/4/30
双汇发展-年报、一季报点评：一季度收入增速大幅降低，销量逐步恢复	2011/4/28
水井坊-调整影响短期业绩，期待并购提升价值——2010 年年报点评	2011/4/28
贵州茅台-如期而至的高增长书写十二五开局新篇章——2011 年 1 季报点评	2011/4/23
酒鬼酒-增长仍有余力，增发尚需时日——2011 年 1 季报点评	2011/22
双汇发展-股价逼近要约收购价格，估值偏离基本面	2011/4/21
双汇发展-瘦肉精事件创造绝佳的中长期买入机会	2011/4/19
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	2011/4/14
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	2011/4/14
白酒-整体波澜不惊，个体静待催化剂	2011/4/11
食品饮料-短期禁止涨价不改白酒年内确定性增长——发改委评价酒类企业涨价行为点评	2011/4/7
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	2011/4/4

光明乳业-区外市场销售提速，差异化战略见成效	2011/4/1
贵州茅台-放量、提高出厂价平抑终端价过快增速是公司最佳战略措施——季克良接受采访报道点评	2011/3/29
泸州老窖-2011年将重返业绩增长的快车道——2010年业绩年报点评	2011/3/27
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	2011/3/25
金字火腿-巴马火腿在糖酒会上面向全国招商	2011/3/25
水井坊-2011年仍是调整转型年	2011/3/24
贵州茅台-期待“十二五”的开局之年——2010年年报点评	2011/3/21
洽洽食品-稳居炒货龙头 打造休闲食品新贵	2011/3/14
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	2011/3/14
贵州茅台-量价齐升助力茅台市值看至3000亿元	2011/3/10
金字火腿-旧时王谢堂前燕，飞入寻常百姓家	2011/3/4
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	2011/2/27
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	2011/2/26
泸州老窖-业绩超预期，重返快车道——2010年业绩快报点评	2011/2/22
食品饮料-白酒板块股价异动点评——成长确定性强，估值吸引力大	2011/2/21
水井坊-扩产能，五年再造4个水井坊	2011/2/16
双汇发展-以史为鉴，双汇十二期末股价超300元，市值超4000亿	2011/2/16
酒鬼酒-增发方案获批将成股价催化剂	2011/2/14
水井坊-股价凸显套利空间，经营拐点仍需等候	2011/2/10
酒鬼酒-业绩大幅增长，期待省内发力——2010年年报点评	2011/1/28
伊利股份-加码宁夏吴忠液态奶项目，产能布局进一步优化	2011/1/20
泸州老窖-整固已近尾声，再次腾飞在即	2011/1/19
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
白酒行业-以五因素分析模型为工具，前瞻把握地产酒投资机会	2010/12/20
白酒-中国白酒行业的发展趋势和预测——2011年度策略会柴俊发言纪要	2010/12/20
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	2010/12/3
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
古井贡酒-扩产能、布网点，加速回归一线名酒	2010/11/29
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
<b>流动资产</b>	514	718	802	957	<b>营业收入</b>	411	642	891	1182
现金	373	500	500	555	营业成本	258	388	536	719
应收账款	74	122	169	224	营业税金及附加	2	3	4	5
其它应收款	6	10	14	19	营业费用	79	125	174	230
预付账款	18	27	37	50	管理费用	27	42	58	77
存货	38	58	80	107	财务费用	1	3	2	1
其他	5	1	1	1	资产减值损失	4	0	0	0
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	41	82	117	149
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
<b>资产总计</b>	923	1130	1191	1334	<b>利润总额</b>	59	99	134	166
<b>流动负债</b>	144	309	244	237	所得税	4	8	12	17
短期借款	80	183	120	80	<b>净利润</b>	55	91	122	150
应付账款	26	39	54	72	少数股东损益	-2	0	0	0
其他	37	87	70	85	<b>归属母公司净利润</b>	57	91	122	150
<b>非流动负债</b>	30	-7	-3	-4	EBITDA	67	96	133	164
长期借款	23	-7	-7	-7	<b>EPS (元)</b>	0.53	0.42	0.57	0.70
其他	7	0	4	4					
<b>负债合计</b>	174	301	240	234					
少数股东权益	1	1	1	1	<b>主要财务比率</b>				
股本	107	214	214	214	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
资本公积	488	381	381	381	<b>成长能力</b>				
留存收益	153	233	355	505	营业收入	34.8%	56.1%	38.9%	32.6%
归属母公司股东权益	748	828	950	1100	营业利润	21.3%	96.8%	43.6%	27.2%
<b>负债和股东权益</b>	923	1130	1191	1334	归属于母公司净利润	35.8%	59.5%	34.6%	22.4%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率	37.3%	39.6%	39.9%	39.1%
					净利率	13.9%	14.1%	13.7%	12.7%
					ROE	7.6%	11.0%	12.9%	13.6%
					ROIC	7.9%	15.5%	19.0%	21.6%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	18.8%	26.7%	20.2%	17.5%
					净负债比率	60.82	58.34%	47.01	31.20%
					流动比率	3.57	2.33	3.29	4.03
					速动比率	3.30	2.14	2.96	3.58
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.45	0.62	0.77	0.94
					应收账款周转率	7	6	6	6
					应付账款周转率	13.92	11.88	11.60	11.46
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.27	0.42	0.57	0.70
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.13	0.31	0.31	0.45
					每股净资产(最新摊薄)	3.49	3.87	4.44	5.14
					<b>估值比率</b>				
					P/E	85.63	53.70	39.89	32.58
					P/B	6.52	5.89	5.13	4.43
					EV/EBITDA	69	48	35	28

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 ±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。

## 免责声明

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

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434