

收购与营销发力 提振水牛奶王者预期

2011年8月23日

强烈推荐/维持

皇氏乳业

财报点评

——皇氏乳业（002329）2011年中报点评

刘家伟	食品饮料行业首席分析师 MSN: yynljw999@hotmail.com	执业证书编号: S1480510120001
联系人: 李德宝	电话: 010-66554063	Email: lidb@dxzq.net.cn

事件:

公司8月23日发布2011年中报:实现营业收入2.24亿元,同比增长22.85%;营业利润2,927.51万元,同比增长23.74%;归属于上市公司股东的净利润3,371.69万元,同比增长14.92%,每股收益0.16元,略低于预期。

表1: 公司分季度财务指标

指标	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
营业收入(百万元)	86.80	74.10	107.48	106.02	123.42	94.94	129.20
增长率(%)	24.01	/	36.70	42.14	42.19	28.12	20.21
毛利率(%)	40.93	40.00	38.59	34.54	36.86	39.44	41.09
期间费用率(%)	27.58	23.90	25.27	25.02	27.97	24.83	27.80
营业利润率(%)	12.06	15.73	11.66	9.17	6.15	14.19	12.23
净利润(百万元)	15.14	15.00	14.71	10.86	16.35	17.34	16.37
增长率(%)	5.41	/	78.36	8.45	8.00	15.64	11.27
每股盈利(季度,元)	0.14	0.14	0.14	0.10	0.15	0.16	0.08
资产负债率(%)	20.91	14.04	15.14	17.92	18.84	20.41	24.73
净资产收益率(%)	3.30	2.05	2.00	1.47	2.19	2.29	2.13
总资产收益率(%)	2.35	1.69	1.71	1.23	1.56	1.81	1.65

评论:

积极因素:

- **毛利率稳中有升。**上半年公司产品总体毛利率同比上升1.21个百分点,其中,乳制品毛利率同比上升1.09个百分点,其他饮料及食品毛利率同比上升9.25个百分点。我们认为这要是跟上半年原奶收购价格上涨趋势放缓,一季度产品提价10%,酸奶产品产能释放以及高端产品摩拉菲尔等高毛利率产品率先在关系本土特别是南宁的推出并大受欢迎有关。
- **区外市场增长迅速,但占比仍然较低。**报告期广西区内实现营业收入2.21亿元,同比增长23.38%,广西区外市场开拓效果初显,实现营业收入304.44万元,同比增长58.26%。但区外市场营业收入仅占总营业收入的1.38%,同比仅增加0.31个百分点,所以区外市场的开拓仍是公司下半年工作的重点,我们认为,随着高端产品摩拉菲尔顺利进军京沪广深和控股云南来思尔,公司区外市场将会得到长足的发展。

- **皇氏食品有可能带来一定的正收益。**公司2010年10月收购的皇氏食品股权在今年有可能从71%增至87.31%，到未来一段时间达到100%。今年上半年皇氏食品由于没有如期达产、生产线安装调试延后，导致60余万元亏损，公司承担40余万元亏损额；全年随着生产线完全到位，销售增加、持股比例增长等，预计能够产生一定净收益。

消极因素：

- **销售和管理费用增幅超过营业收入增幅。**上半年，公司销售费用和管理费用分别为4451.07万元、1467.61万元，同比增长29.25%、24.33%，比营业收入增幅分别高出6.4和1.48个百分点。我们认为这主要是跟公司上半年在区外市场京沪广等地推广新产品摩拉菲尔，渠道和广告宣传等各方面费用明显上升有关，也是导致业绩增长略低于我们此前预期的主要原因。

业务展望：

- **广西区内市场仍然有较大开拓空间。**一方面是开发程度较高的南宁、桂林和柳州市场还有增长潜力，二是其他地级市和县级市甚至乡村都有较大发展空间。公司在本次中报中已经披露，在销售区域拓展上，一是完善经销商和分销商网络体系布局，冷链渠道下沉至乡镇一级，努力填补市场空白；二是加强商超及流通渠道的市场开发，扩大市场覆盖面，销售额同比增长较快。我们预计公司的营销深化将带来区内持续较高增长。
- **区外市场通过两个途径来开拓：一是主打高端水牛奶常温奶，二是兼并收购。**前者主要是用摩拉菲尔高端奶进军京沪广深等一线城市，吸引高端客户；后者主要是收购云南大理来思尔乳业，以及可能的收购目标。收购来思尔对公司来说有三大利好，首先，来思尔地处云南，云南的奶水牛保有量占全国的12%，仅次于广西，目前已有品改奶水牛12万余头，二代三品杂已达到3万多头，这些独特而庞大的奶水牛资源对于开始布局全国水牛奶市场的皇氏乳业来说实属重大利好；其次，来思尔将会成为公司在区外重要的生产基地，同时增强公司在西南区域的市场地位，所以入主来思尔是公司实施走出广西战略的重要一步；最后，来思尔不仅有丰富的奶资源和产品线，而且资产优良，盈利能力较强，我们预计2011-2013年公司可能从来思尔分享到收入5445万元、10725万元和19305万元，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。
- **破解产能瓶颈难题，夯实高速发展基础。**产能瓶颈一直是制约公司高速发展的关键因素，近年来，公司通过各种努力，逐渐摆脱产能瓶颈的困扰。首先，公司与广西大学合作利用二代三品杂胚胎进行品改，将奶水牛品改周期由10-12年缩短至4年左右，预计11年可推广3000多头，能控制95%或以上为母牛，生产高品质和高产量水牛奶的奶水牛也将从8.5年周期缩短至5年左右，这将大大提升了水牛奶奶源的数量；其次，上半年以及年内公司的募投项目将陆续全部竣工投产，未来两年液态奶的产能有望超过10万吨。另外，公司有可能在南宁寻找新的项目基地，产能会远远大于目前的水平。
- **积极推进股权激励。**今年内，公司将积极推进股权激励计划，真正做到管理层与公司股东的利益相统一，有效激励管理层和业务骨干，为公司的高速发展注入新的动力。

盈利预测和投资建议：

公司作为国内水牛奶之王，正在迎来收购、销售扩张和股权激励等新时期，从2012年开始将不再为水牛奶奶源发愁，其成长性将随着销售力度的加大而提升，而且将坚定地朝着水牛奶方向前进，在液态奶、固体

奶、巴氏奶、常温奶、奶酪、奶粉等各类水牛奶产品领域施展拳脚，有可能成为国内乃至全球的著名水牛奶龙头，因此，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年达到0.48元、0.82元和1.43元，对应PE47倍、28倍和16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60%和160%空间，故维持强烈推荐评级。

风险提示：

摩拉菲尔产品推广达不到预期，区外市场扩张受阻，食品安全问题。

表 2：公司 2011-2013 年盈利预测表

主要指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	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）（百万元）	39.43	41.50	73.14	125.59	217.74
(+/-)	19.14%	21.25%	76.24%	71.72%	73.37%
净利润（百万元）	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
市盈率	40	43	47	28	16

资料来源：东兴证券研究所

表 3：公司主要财务数据同比发生重大变化的情况及主要原因

序号	指标变动情况	主要原因
1	营业收入增长 22.85%，	公司加大营销网络建设、加大区外市场开拓力度、广告宣传力度以及新品开发带动销售增长所致
2	营业利润增长 23.74%	公司销售收入增长
3	净利润增长 14.92%	公司销售收入增长
4	财务费用增长 134.03%	公司银行借款利息支出增加以及随着募投资金的投入使用，利息收入减少所致
5	长期股权投资增长 344.11%	公司以净资产溢价方式认购大理来思尔乳业有限责任公司增资扩股额所致
6	预付款项较期初增长 218.09%	公司预期大宗原材料价格仍在上涨，提前与供应商签订采购合同锁定采购价格并预付了部分货款及贸易款所致
7	其他流动负债较期初增长 163.43%	公司报告期内预提运输费用增加所致。
8	营业外收入增长-0.05%	公司收到财政补贴减少
9	总资产较年初增长 11.10%	货币资金增加以及规模扩大致存货增加等引起
10	归属于母公司所有者权益较年初增长 3.08%	本期盈利抵减利润分配后引起的所有者权益增加

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘家伟

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

联系人简介

李德宝

食品科学硕士，2011年加盟东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

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。