

日期: 2014 年 1 月 16 日

行业: 食品制造业



滕文飞

021-53519888-1969



tengwenfei@shzq.com

执业证书编号: S0870510120025

上市合理定价 RMB 21.99~26.28 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股)	26.17
发行后总股本 (百万股)	104.66
发行数量占发行后总股本	25.00%
发行方式	网上定价发行 网下询价配售
保荐机构	东方花旗证券

主要股东 (IPO 前)

麦趣尔集团	57.02%
华融渝富	9.56%
李勇	8.94%

收入结构 (13H1)

乳制品	70.31%
烘焙食品	20.06%
节日食品	8.54%

报告编号: TWF14-NSP04

首次报告日期:

新疆乳品烘焙龙头企业

■ 投资要点:

公司为新疆乳品烘焙龙头企业

公司的主营业务是乳制品的生产和销售, 烘焙食品的连锁经营。公司生产的乳制品主要包括灭菌乳、调制乳和含乳饮料三大系列 20 余种产品。公司拥有 39 家烘焙食品直营连锁门店, 总经营面积 6,304.26 平方米, 主要分布在新疆和北京地区乳制品收入构成了公司主营业务收入的主要部分, 各期占比均在 60% 以上。

收入及利润增速较快

公司 2013 年 1-6 月公司乳制品实现收入 11,670.54 万元, 较 2012 年同期增加 259.79 万元, 增幅为 2.28%。2013 年 1-6 月乳制品收入占公司营业收入的比例为 70.31%, 较 2012 年全年的 62.63% 有所增加, 主要原因是上半年尚未实现月饼销售收入导致乳制品收入占比较大。

募投项目扩大规模

公司预计募集资金 2.95 亿元, 拟募投项目为“日处理 300 吨生鲜乳生产线建设项目”、“2000 头奶牛生态养殖基地建设项目”、“烘焙连锁新疆营销网络项目”、“企业技术中心建设项目”等。本次募投项目建成后, 运营资金的充实将使公司的资金实力大幅增强, 技术中心的建设将进一步提升公司的技术水平和技术优势, 生鲜乳项目的建设将进一步提升公司产品的产能, 这些都将显著提高公司的竞争能力, 有利于公司参与市场竞争。

盈利预测

公司在未来几年将保持增长势头, 初步预计 2013-2014 年归属于母公司的净利润将实现年递增 12.10% 和 15.27%, 相应的稀释后每股收益为 0.74 元和 0.86 元。

定价结论

考虑到需募投资金 29,529 万元, 给予公司 13 年净利润 30-35 倍估值, 对应的价格区间为 21.99 元-26.28 元, 预计发行新股数量为 1233.41 万股, 13、14 年摊薄后 EPS 为 0.74 元、0.86 元。我们建议按照 10.00% 的折价率询价, 询价区间为 19.79-23.65 元。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	34,721.42	40,319.20	44,274.34	50,787.50	81,313.03
年增长率	10.65%	16.12%	9.81%	14.71%	60.10%
归属于母公司的净利润	5,331.99	6,009.29	6,736.60	7,765.54	12,750.25
年增长率	21.06%	12.70%	12.10%	15.27%	64.19%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.59	0.66	0.74	0.86	1.40

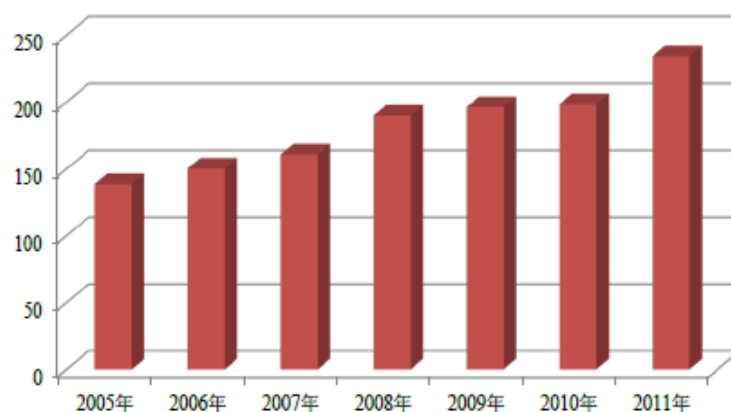
数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理; 按发行 1233.41 万股摊薄

一、行业背景

● 乳制品行业发展趋势

乳制品行业是将奶牛、羊等动物自然分泌的乳汁通过杀菌消毒处理，制成可供消费者直接饮用的乳制品的食品工业。随着市场竞争日趋激烈，行业集中度逐步提高，基地型和城市型的乳制品企业均开始向多元化产品结构、完整产业链与跨界升级的方向发展。一方面，基地型乳制品企业为适应市场需求不断完善产品线，逐步拓展巴氏杀菌乳、酸奶等冷链产品，例如：内蒙古蒙牛乳业（集团）股份有限公司已开始在无锡、杭州、苏州等江浙多个城市以及安徽部分城市正式上市巴氏杀菌乳产品。另一方面，“三聚氰胺事件”、“黄曲霉素事件”后，城市型乳制品企业愈发认识到从源头控制奶源质量的重要性，随着企业规模的增长，城市型乳制品企业进一步在全国奶源优势地区加快了奶源基地的建设步伐，例如光明乳业股份有限公司在黑龙江松鹤和内蒙古呼伦贝尔等奶源丰富且成本较低的地区建立了常温产品生产基地。根据中国乳制品工业协会统计的数据，2010 年我国乳制品产量达到 2,159.39 万吨，是 2000 年的 9.93 倍，2009 年、2010 年我国乳制品产量分别同比增长 6.88% 和 11.59%。就液态奶而言，2009 年、2010 年我国液态奶产量分别达到 1,641.64 万吨和 1,845.59 万吨，同比增长 7.63% 和 12.42%。我国乳制品行业保持了稳定的高增长的态势。

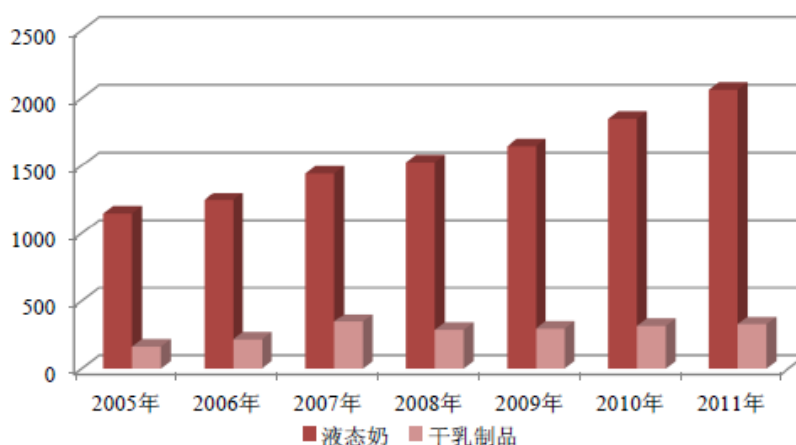
图 1 2005 年-2011 年全国城镇居民乳制品消费支出（元/人）



资料来源：公司招股意向书

从供给情况来看，根据中国乳制品工业协会统计的数据，2011 年我国乳制品产量达到 2,387.49 万吨，是 2005 年的 1.82 倍，2009 年、2010 年和 2011 年我国乳制品产量分别同比增长 6.88%、11.59% 和 10.56%。就液态奶而言，2009 年、2010 年和 2011 年我国液态奶产量分别达到 1,641.64 万吨、1,845.59 万吨和 2,060.79 万吨，同比增长 7.63%、12.42% 和 11.66%。我国乳制品行业保持了稳定的高增长的态势。

图2 我国乳制品产量



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 公司所处的行业竞争结构及公司的地位

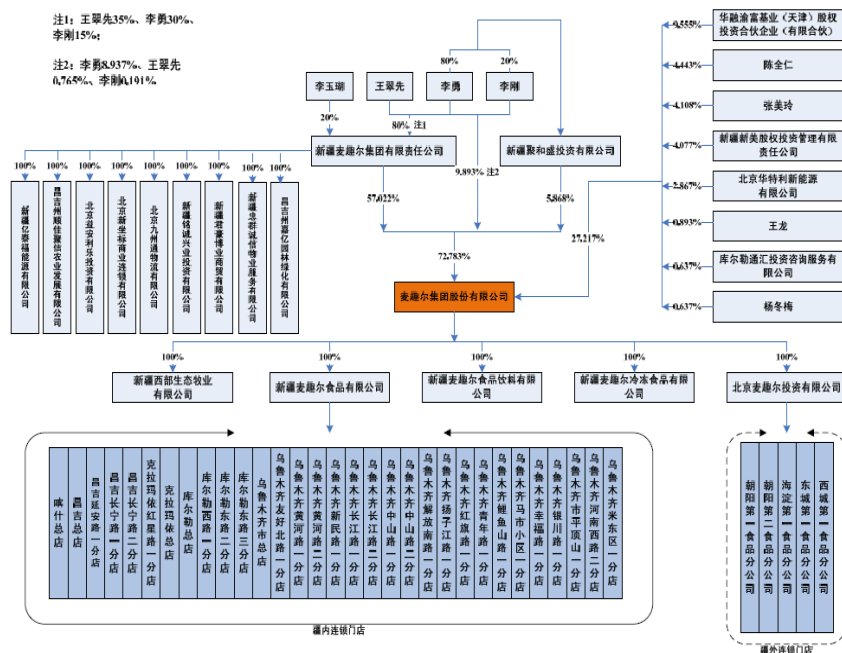
我国乳制品产品种类与品牌数量丰富，市场竞争激烈。麦趣尔公司生产的多种液态乳产品主要在自治区内销售，其中包括灭菌乳、调制乳与含乳饮料。公司因产品种类与市场定位差异而面临来自乳制品全国性品牌与疆内区域性品牌并存的多层次竞争局面。公司在新疆地区高端液态乳制品细分市场处于行业领先地位。新疆烘焙连锁市场主要由低端市场和中高端市场组成。其中，低端市场门槛较低，行业进入者众多，竞争激烈；中高端市场门槛较高，故行业竞争相对集中。公司定位于中高端烘焙连锁行业，在新疆地区处于行业领先地位。目前，公司的主要竞争对手包括爱里食品有限公司、面包新语食品集团等。

二、公司分析及募集资金投向

● 公司历史沿革及股权结构简况

麦趣尔公司系由麦趣尔集团、聚和盛、新美投资和通汇投资四名法人，以及李勇、陈全仁、张美玲、王龙、王翠先、杨冬梅、李刚七名自然人以麦趣尔乳业截至2009年9月30日的净资产90,843,263.91元作为出资，其中75,000,000.00元计入股本，余额15,843,263.91元计入资本公积，依法整体变更设立的股份有限公司。麦趣尔集团持有公司44,755,752股，占发行前总股本的57.022%，为公司控股股东。麦趣尔集团成立于1993年7月，注册资本为33,999万元人民币，法定代表人为李玉瑚。麦趣尔公司实际控制人为李玉瑚、王翠先、李勇、李刚四名自然人。上述四人的家庭关系如下：李玉瑚与王翠先为夫妻关系，为李勇、李刚之父母。李刚系李勇之三弟。王翠先、李勇、李刚。本次发行前通过直接和间接方式合计持有公司72.783%的股份，本次发行后公司实际控制人控制的股权比例仍然较高。实际控制人可能会利用其地位，对公司发展战略、生产经营决策、利润分配、人事安排等重大事项的决策实施重大影响。

图3 麦趣尔发行前股权结构

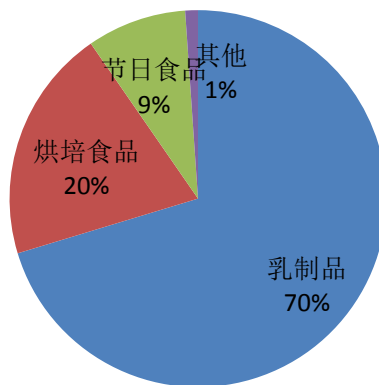


资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 主业简介

公司的主营业务是乳制品的生产和销售，烘焙食品的连锁经营。公司生产的乳制品主要包括灭菌乳、调制乳和含乳饮料三大系列 20 余种产品。公司拥有 39 家烘焙食品直营连锁门店，总经营面积 6,304.26 平方米，主要分布在新疆和北京地区，公司建有烘焙食品加工厂、区域性的加工中心和连锁店的现场烤制及加工间，烘焙连锁所需产品绝大部分由公司自主生产，目前公司生产的烘焙食品包括面包、蛋糕、中西式糕点、月饼四大系列共 400 余种产品。乳制品收入构成了公司主营业务收入的主要部分，各期占比均在 60% 以上。乳制品主要包括灭菌乳、调制乳、含乳饮料三个大类，往下分为 250ML、200ML 和学生饮用奶等小类，小类可再分为多个单品。

图4 麦趣尔主营收入结构（分产品，2013 年 H1）



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 募资项目

本次预计募集资金 2.95 亿元，拟募投项目为“日处理 300 吨生鲜乳生产线建设项目”、“2000 头奶牛生态养殖基地建设项目”、“烘焙连锁新疆营销网络项目”、“企业技术中心建设项目”等。本次募投项目建成后，运营资金的充实将使公司的资金实力大幅增强，技术中心的建设将进一步提升公司的技术水平和技术优势，生鲜乳项目的建设将进一步提升公司产品的产能，这些都将显著提高公司的竞争能力，有利于公司参与市场竞争。

表 1 麦趣尔 IPO 项目概况

项目名称	投资金额（万元）	建设期（月）	项目是否备案
日处理300吨生鲜乳生产线建设项目	14990	12	已备案
2000头奶牛生态养殖基地建设项目	6205	24	已备案
烘焙连锁新疆营销网络项目	5649	12	已备案
企业技术中心建设项目	2685		已备案
合 计	29529	--	--

资料来源：公司招股意向书

（一）日处理 300 吨生鲜乳生产线建设项目

项目拟在现有日处理 100 吨生鲜乳生产线的基础上新建日处理 300 吨生鲜乳生产线。募投项目投产后，超高温乳制品生产在原有产能基础上分别增长 40.13%、108.81%，16.46%。项目总投资 14,990 万元，其中建设投资 13,092 万元，铺底流动资金 1,898 万元，项目投资第二年正式投产，当年生产能力达到设计能力的 50%，第三年生产能力达到设计能力的 80%，第四年生产能力达到设计能力的 100%。项目正常生产年平均收入为 76449 万元，平均税后净利润为 5782 万元，内部收益率为 35.10%，投资回收期为 4.2 年。

（二）2000 头奶牛生态养殖基地建设项目

项目依托新疆丰富的自然资源，以现有生物技术与适用技术相结合的方式，建立以优质高产的奶牛繁育、饲养管理和高产奶牛疫病防治三大技术体系为主的新型奶源基地，为公司提供优质、丰富的奶源。同时，为保证养殖场牧草供应，提高牧草品质，继以提高生鲜乳的品质，公司建设配套 2,500 亩牧草种植基地。项目建设总投资 6,205 万元，其中项目建设投资 6,151 万元，铺底流动资金 54 万元。项目正常生产年平均收入为 3819 万元，平均税后净利润为 790 万元，内部收益率为 13.57%，投资回收期为 7.40 年。

（三）烘焙连锁新疆营销网络项目

项目计划在新疆地区建设 42 家连锁门店和 6 家中央工厂，连锁店面遍布新疆南北疆各地区，并在喀什、阿克苏、库尔勒、哈密、伊犁和克拉玛依建设 6 家中央工厂，支持公司连锁店扩张。项目建设的主要产品为：面

包、裱花蛋糕、西点。其中面包年生产 1,500 吨，裱花蛋糕年生产 600 吨，西点年生产 900 吨。项目建设总投资 5,649 万元，其中项目建设投资 5,080 万元，铺底流动资金 569 万元。项目正常生产年平均收入为 19422 万元，平均税后净利润为 2585 万元，内部收益率为 12.687%，投资回收期为 3.40 年。

（四）企业技术中心建设项目

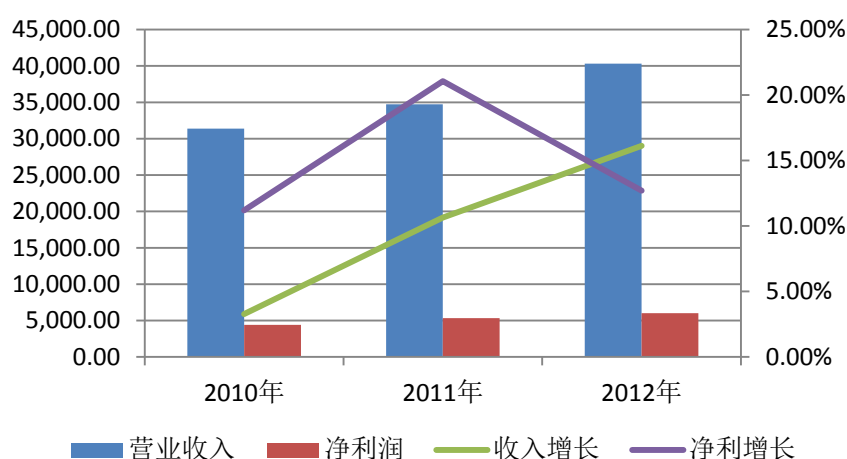
项目拟在原有技术中心的基础上，通过增加设备的投入、扩大研发场地等措施，搭建和完善研发平台，从而使公司研发实力更上一个台阶，最终为公司的发展提供必不可少的技术支持。项目总投资 2,685 万元，项目属企业基础研发项目，不产生直接经济效益。

三、公司财务状况及盈利预测

● 收入和净利润实现较快增长

2013 年 1-6 月公司乳制品实现收入 11,670.54 万元，较 2012 年同期增加 259.79 万元，增幅为 2.28%。2013 年 1-6 月乳制品收入占公司营业收入的比例为 70.31%，较 2012 年全年的 62.63% 有所增加，主要原因是上半年尚未实现月饼销售收入导致乳制品收入占比较大。2012 年公司乳制品实现收入 25,253.65 万元，较 2011 年增加 3,846.42 万元，增幅为 17.79%。2012 年乳制品收入占公司营业收入的比例为 62.68%，较 2011 年基本持平。

图 5 公司近年收入和净利润增速



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 业绩预测

公司在未来几年将保持增长势头，初步预计 2013-2014 年归母公司的净利润将实现年递增 12.10% 和 15.27%，相应的稀释后每股收益为 0.74 元和 0.86 元。

表 2 公司损益简表及预测 (单位: 万元人民币)

指标名称	2011A	2012A	2013E	204E	2015E
营业收入	34,721.42	40,319.20	44,274.34	50,787.50	81,313.03
营业总成本	29,262.62	33,756.29	36,747.42	42,110.92	67,066.94
营业成本	20,943.64	24,777.23	26,962.79	30,886.88	49,096.76
营业税金及附加	312.95	364.82	398.47	457.09	731.82
销售费用	4,400.71	5,204.44	5,711.39	6,551.59	10,489.38
管理费用	2,862.29	2,865.43	3,099.20	3,555.13	5,691.91
财务费用	607.82	431.72	442.74	507.88	813.13
资产减值损失	135.21	112.64	132.82	152.36	243.94
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	5,458.80	6,562.90	7,526.93	8,676.58	14,246.09
加: 营业外收入	482.48	228.89	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	41.32	70.66	0.00	0.00	0.00
利润总额	5,899.96	6,721.14	7,526.93	8,676.58	14,246.09
减: 所得税	567.97	711.85	790.33	911.04	1,495.84
净利润	5,331.99	6,009.29	6,736.60	7,765.54	12,750.25
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	5,331.99	6,009.29	6,736.60	7,765.54	12,750.25
摊薄 EPS	0.59	0.66	0.74	0.86	1.40

数据来源: 公司招股意向书 上海证券研究所

四、风险因素

食品安全风险

公司主要产品为液态乳制品及烘焙食品, 均直接关系消费者的身体健康, 近年来“三聚氰胺事件”、“黄曲霉素事件”等食品安全事件时有发生, 消费者及政府对食品安全的重视程度逐年提高。如果公司由于管理上的疏忽造成食品污染, 进而发生食品安全事件, 将对公司造成重大影响; 若乳制品或烘焙食品行业的其他公司或者其他食品企业发生食品安全事件, 也会对公司造成影响; 若国家提高食品安全和食品质量检验标准, 可能相应增加公司的生产成本。

区域市场风险

公司主营业务收入主要来自于新疆的乌鲁木齐、昌吉地区, 2010 年、2011 年、2012 年和 2013 年 1-6 月该区域主营业务收入占公司全部主营业务收入的比例分别为 68.62%、70.06%、67.62%和 69.23%, 来自于新疆地区的主营业务收入占公司全部主营业务收入的比例分别为 99.78%、96.36%、96.13%和 96.16%。新疆地区是乳制品生产大省, 自治区范围内生鲜乳供应量充足, 乳制品生产厂家众多, 市场竞争尤其是中低端奶制品的竞争较为激烈。公司所生产的奶制品和烘焙制品的保存特性决定了公司主要市场是

以工厂为核心辐射周边区域，部分保存期较长的产品可以远距离运输。因此在未来的一段时期内，新疆地区仍是公司业务发展的重点区域，公司存在市场区域集中的风险。

连锁店开业初期的经营风险

公司本次募集资金投资项目计划在新疆地区新建 42 家连锁门店，项目达产后平均年贡献销售收入 19,422 万元。公司已经通过自有资金投入新开连锁门店 11 家，其中 2011 年新开的 6 家连锁门店中开业当年即实现盈利的有 5 家，1 家亏损，共实现盈利 85.42 万元；其中 2012 年新开的 1 家连锁门店开业当年亏损 17.01 万元；2013 年新开 4 家连锁门店，其中上半年新开的 3 家连锁店中实现盈利的有 2 家，1 家亏损，2013 年上半年合计共实现盈利 2.20 万元。由于公司经营烘焙连锁门店的季节性特点，在新疆地区新开门店一般在开业当年的中秋节左右实现盈利，在开业后第 2-3 年可达到成熟门店的盈利水平。但由于新工厂的建设、市场培育期的要求、管理水平和能力提升的要求等因素影响，新建的连锁门店需要一定的适应和发展阶段，因此在连锁店开业初期，公司存在一定的经营风险。

五、估值及定价分析

● 同类公司的比较

目前在 A 股上市的公司中，业务相近的上市公司 13 年平均 PE 为 46.27 倍。

表 3 部分国内可比公司估值情况

股票代码	公司简称	股价	每股收益（元/股）				市盈率（倍）			
			2010A	2011A	2012A	2013E	2010A	2011A	2012E	2013E
600887.SH	伊利股份	38.99	0.97	1.13	1.07	1.43	40.20	34.50	36.44	27.27
002216.SZ	三全食品	23.79	0.66	0.72	0.70	0.38	59.06	54.15	55.70	102.61
600597.SH	光明乳业	22.69	0.19	0.23	0.28	0.39	205.21	169.52	139.25	99.97
平均							101.49	86.06	77.13	46.27

数据来源：WIND 资讯，上海证券研究所；股价以 2014 年 1 月 15 日收盘价计

● 公司可给的估值水平及报价区间

考虑到需募投资金 29,529 万元，给予公司 13 年净利润 30-35 倍估值，对应的价格区间为 21.99 元-26.28 元，预计发行新股数量为 1233.41 万股，13、14 年摊薄后 EPS 为 0.74 元、0.86 元。我们建议按照 10.00% 的折价率询价，询价区间为 19.79-23.65 元。

分析师承诺

分析师 滕文飞

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。