

日期: 2014年11月28日

行业: 食品制造业



滕文飞

021-53519888-1969



tengwenfei@shzq.com

执业证书编号: S0870510120025

IPO 发行价格 RMB 10.13 元  
上市合理定价 RMB 11.70~14.95 元

**基本数据 (IPO)**

发行数量不超过 (百万股)	39.35
发行后总股本 (百万股)	157.35
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	广发证券

**主要股东 (IPO 前)**

广东省燕塘投资有限公司	57.00%
广东省粤垦投资有限公司	16.27%
广东中科白云创业投资有限公司	9.79%

**收入结构 (13Y)**

花式奶	41.24%
液体乳	31.90%
乳酸菌乳饮料	26.17%

报告编号: TWF14-NSP07

首次报告日期: 2014年11月28日

**广东省乳品龙头企业****■ 投资要点:****公司为广东省乳企龙头**

公司主要从事乳制品和含乳饮料的研发、生产和销售,属于食品制造业。公司产品现已形成了以巴氏奶和养生食膳系列产品为优势产品,包括3大类5大系列95个品种规格的产品结构,能满足消费者的多样需求。

**乳制品行业保持平稳增长**

最近两年,我国乳制品产量增速维持在6%以上的水平,2013年我国乳制品产量已达到2,698.03万吨,增幅为6.01%。我国乳制品构成以液体乳为主,液体乳产量的持续增长拉动了乳制品全行业产量的快速提高。

**募投项目扩大规模**

公司本次预计募集资金3.45亿元,拟募集资金投资项目:日产600吨乳品生产基地工程和营销网络建设项目。项目建成后,公司的生产经营模式不会发生变化,但公司经营规模、研发能力、营销实力和资金实力将显著提高,形成深度覆盖整个广东省区域的生产加工基地布局,更有利于公司实现盈利能力的增强和市场竞争力的提升。

**盈利预测**

考虑到公司在所处的广东省市场具有一定竞争优势,若公司募投项目进展顺利,销售结构及毛利率稳定,我们初步预计公司2014-2015年归属于母公司的净利润为0.89亿元和1.02亿元,相应的稀释后每股收益为0.57元和0.65元。

**定价结论**

考虑到公司需募投资金3.45亿元,参考同类型上市公司及公司自身发展前景,我们给予燕塘乳业公司15年净利润18-23倍估值,预计15年摊薄后EPS为0.65元,对应的价格区间为11.70元-14.95元。

**■ 数据预测与估值:**

至12月31日(¥.万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	77,399.44	87,781.30	103,451.43	117,711.91	145,498.70
年增长率	19.25%	13.41%	17.85%	13.78%	23.61%
归属于母公司的净利润	6,443.34	6,973.17	8,908.79	10,219.61	15,899.19
年增长率	26.20%	8.22%	27.76%	14.71%	55.58%
(发行后摊薄)每股收益(元)	0.41	0.44	0.57	0.65	1.01

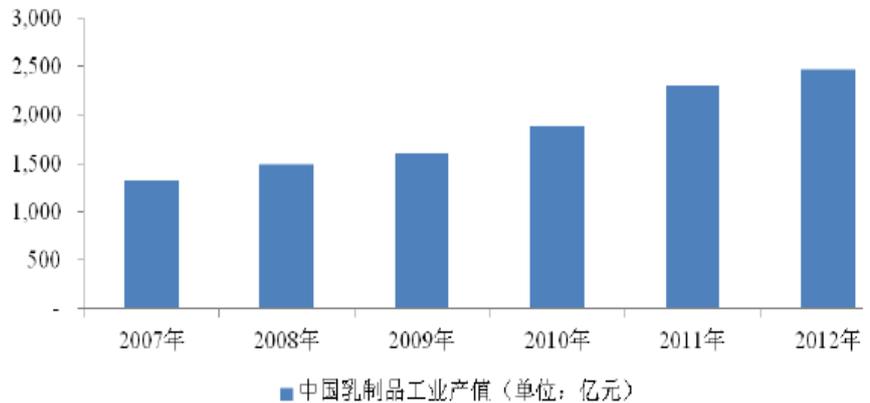
数据来源:公司招股意向书;上海证券研究所整理;按发行3935万股摊薄

## 一、行业背景

### ● 液体乳行业发展趋势

我国含乳饮料在上世纪 80 年代起步，经过 30 多年的发展，产品品种不断丰富，消费群体也不断扩大，近年来含乳饮料品种和数量都呈现较快的发展态势，市场前景十分广阔，已成为各乳制品企业和饮料企业竞相争夺的重要市场。随着含乳饮料消费需求的增长，液体乳企业产品从以液体乳为主的单一产品策略已逐渐发展成为以液体乳和含乳饮料协同发展的多产品策略。目前，我国生产液体乳的企业基本上都从事含乳饮料的生产和销售。例如蒙牛乳业生产的“酸酸乳”系列产品、伊利股份生产的“优酸乳”系列产品、三元股份生产的三元哈酸乳系列产品、皇氏乳业生产的果汁牛奶系列产品、燕塘乳业公司生产的花式奶等。含乳饮料已发展成为乳制品加工行业的重要组成部分。

图 1 2007 年-2012 年我国乳制品工业产值



资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所整理

乳制品加工行业作为国家鼓励类发展行业，发展较快，生产企业数量较多，到 2013 年我国乳品企业已达 658 家。虽然我国乳企数量众多，但规模化企业较少，到 2010 年我国拥有日处理能力在 1000 吨以上、500 吨以上、300 吨以上的乳制品生产企业分别为 13 家、8 家、11 家。从 2000 年开始我国乳制品产量呈现出逐年增长的态势，2007 年之前增速均保持在 10% 以上，并于 2007 年达到 22.46% 的增速高峰。受 2008 年国内奶粉产量下降因素影响，2008-2009 年乳制品产量增速显著回落；经过 2009-2010 年的复苏期，我国乳制品产量增速开始提高。最近两年，我国乳制品产量增速维持在 6% 以上的水平，2013 年我国乳制品产量已达到 2,698.03 万吨，增幅为 6.01%。我国乳制品构成以液体乳为主，2007-2013 年，液体乳产量占乳制品产量比重分别为 80.62%、84.24%、84.83%、85.47%、86.32%、84.34% 和 86.58%，液体乳产量的持续增长拉动了乳制品全行业产量的快速提高。

图 2005-2013 年我国乳制品行业产量增长图



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

我国乳制品行业快速发展的十多年间，经历了价格战、2008 年质量风波事件、行业洗牌等不同历史时期，目前已经形成了相对稳定的竞争格局，市场集中度不断提高。中国奶业的高速发展曾经催生了近 5000 家乳制品加工企业，经过市场洗礼，市场份额开始向品牌知名度高、实力强、规模效益显著的大企业集中。特别是 2010 年 11 月至 2011 年 3 月，国家工信部、国家发改委、国家质检总局联合对乳品行业进行的项目（企业）审查清理及生产许可证重新审核工作，审查完成后，全国 1100 多家乳制品企业中只有 648 家企业通过审核，乳制品生产企业数量大幅减少，市场份额进一步向全国一线品牌和区域性龙头品牌乳企集中。目前，我国液态奶生产企业主要为全国一线品牌蒙牛乳业、伊利股份、光明乳业和区域性龙头乳企三元股份、皇氏乳业、公司等以及其他地方性品牌乳企。2012 年，蒙牛乳业、伊利股份占全国液态奶市场份额分别为 15% 和 16%；蒙牛乳业、伊利股份均以常温奶为主要产品，2012 年在全国常温奶市场占有率分别排名第一、第二。2012 年，伊利股份在酸奶市场份额占有率排名第一，光明乳业排名第二，蒙牛乳业排名第三。广东省液态奶企业主要包括燕塘乳业、广州风行牛奶有限公司、广美香满楼畜牧有限公司、深圳市晨光乳业有限公司、绿雪生物工程（深圳）有限公司等，2011-2012 年燕塘乳业公司乳制品工业总产值以及乳品销售收入在广东省液态奶生产企业中排名第一（数据来源：《2012 年度全国乳制品企业经济技术指标资料汇编（第三十一期）》）。根据 2014 中国奶业统计摘要统计数据及燕塘乳业液体乳销量计算，燕塘乳业占 2013 年广东省液体乳市场份额为 5.68%。

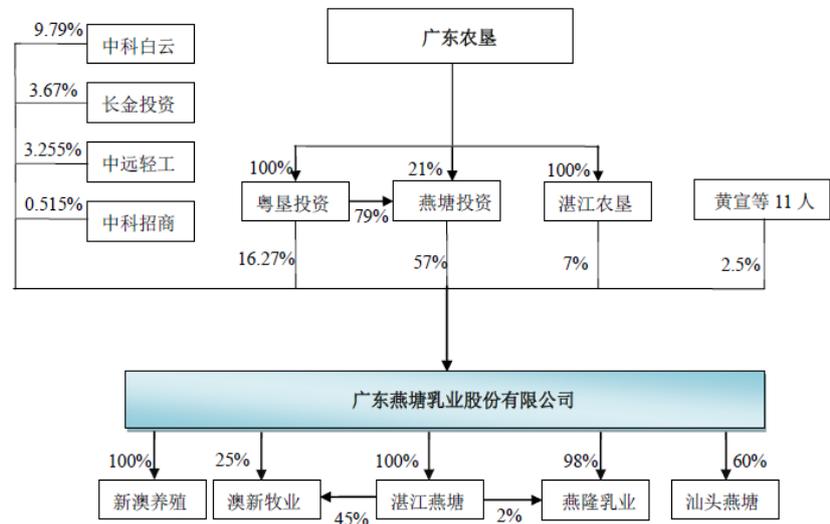
二、公司分析及募集资金投向

● 公司历史沿革及股权结构简况

公司是由燕塘有限原股东燕塘投资等 7 家法人股东和黄宣等 11 名自然人股东作为发起人，以截至 2010 年 6 月 30 日经正中珠江出具的广会所审

字[2010]第 09006320045 号审计报告审计的净资产 137,138,048.93 元为基准,按 1:0.860446834 比例折股,整体变更设立的股份有限公司,注册资本为 118,000,000.00 元,余额 19,138,048.93 元计入资本公积。公司控股股东为燕塘投资,其持有公司 57% 的股权。广东农垦通过燕塘投资、粤垦投资及湛江农垦间接持有公司 80.27% 的股份,为公司实际控制人。广东农垦为农业部直属的全民所有制企业,始于 1951 年创建的华南垦殖局,是农业部两大直属农垦企业之一,现直辖湛江、茂名、阳江、揭阳、汕尾 5 个二级农垦集团,主要从事天然橡胶、蔗糖、乳业、剑麻、畜牧、水果、水产、房地产和物业租赁等产业的生产经营和投资。

图 3 燕塘乳业发行前股权结构

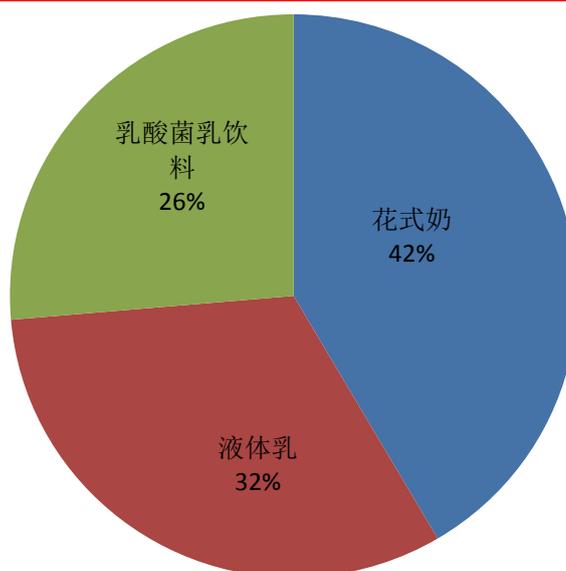


资料来源:公司招股意向书;上海证券研究所整理

● 主业简况

公司主要从事乳制品和含乳饮料的研发、生产和销售,属于食品制造业。公司产品现已形成了以巴氏奶和养生食膳系列产品为优势产品、包括 3 大类 5 大系列 95 个品种规格的产品结构,能满足消费者的多样需求。富有岭南特色的养生食膳系列产品通过在牛奶中添加果汁等,同时满足消费者对营养和口感的追求,受到广大消费者的欢迎,先后获得“广东岭南特色食品”、协会金奖等多个奖项。尤其是红枣枸杞奶饮品深受区域消费者喜爱。

图 4 燕塘乳业主营收入结构（分产品，2013 年）



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 3.45 亿元，拟募集资金投资项目：日产 600 吨乳品生产基地工程和营销网络建设项目。项目建成后，公司的生产经营模式不会发生变化，但公司经营规模、研发能力、营销实力和资金实力将显著提高，形成深度覆盖整个广东省区域的生产加工基地布局。公司优质新鲜的低温奶产品可以更好、更大范围的满足广东省消费者的需求，公司特色产品养生食膳系列产品可以更好的满足广东省以及华南地区消费者的需求。本次募投项目建成后，将有利于公司继续保持和巩固在华南地区乳制品行业中的领先地位，更有利于公司实现盈利能力的增强和市场竞争力的提升。

表 1 燕塘乳业 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
日产 600 吨乳品生产基地工程	31034.70	18	已备案
营销网络建设项目	3510.80	30	已备案
合计	34545.50	--	--

资料来源：公司招股意向书

#### （一）日产 600 吨乳品生产基地工程

项目建成后将实现日产 600 吨、年产 19.8 万吨乳制品及含乳饮料的产能，可以有效满足区域市场对公司产品的需求。项目计划总投资为 33,834.70 万元，其中建设投资 32,619.88 万元，流动资金 1,214.82 万元，项目已获广东省发改委核准。作为华南地区规模最大的乳制品加工企业之一，公司有必要扩大产能以满足区域市场需求的持续增加；同时，为巩固现有优势地位、进一步扩大市场份额，扩大产能项目建设显得更为重要。项目建成后，预计将年产液体乳 108900 吨，占比 55%；花式奶 53460 吨，占比 27%；乳酸菌乳饮料 35640 吨，占比 18%。项目生产线对于生产液体乳、花式奶

和乳酸菌乳饮料具有一定的通用性，公司将根据未来乳制品市场需求变化情况，合理调整本项目各年的产品结构，最大程度地提高本项目产能利用率。项目建设期为 18 个月，建设完成项目达产后，每年可新增净利润 8986.54 万元，投资回收期 5.11 年。

## （二）营销网络建设项目

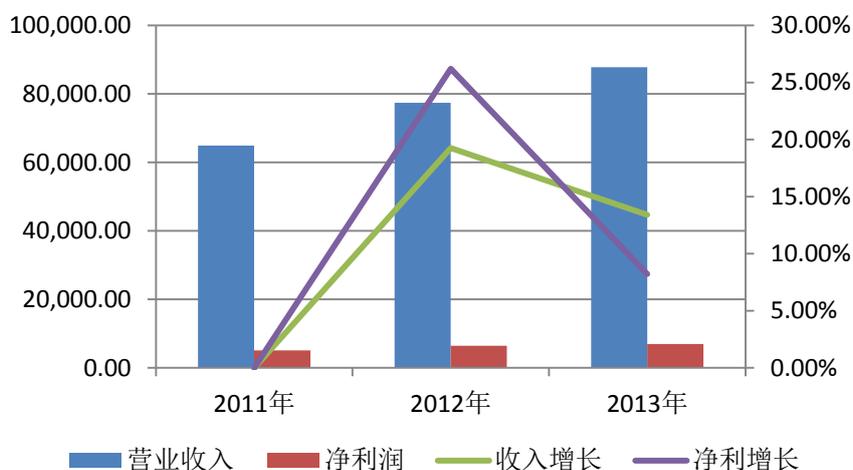
项目将凭借公司显著的区域优势，在现有营销网络基础上，拟以广州市为核心、以广东省为躯干，通过湛江燕塘及汕头燕塘，在广东省及周边省区范围内建设 550 间专营店、50 间送奶服务部及 4 个大型物流配送仓库。公司拟分期投入，专营店建设周期为 36 个月，送奶服务部建设周期为 24 个月。一方面，营销网络建设项目是逐步实施不会导致公司费用短期大幅增加；另一方面，项目建成后公司营销渠道进一步增加，收入、利润规模也将相应增加。

## 三、公司财务状况及盈利预测

### ● 收入和净利润实现较快增长

公司营业收入逐年增加，业务规模不断扩大，营业收入从 2011 年的 64,902.49 万元，增加到 2013 年的 87,781.30 万元，增幅为 35.25%，年复合增长率为 16.30%，增速较快且保持稳定。2012 年，在公司加大市场开拓、区域市场需求继续增长等多重因素作用下，公司营业收入增长较快，与 2011 年同期相比增长了 19.25%。2013 年，得益于乳制品行业的进一步规范发展和消费需求的持续增加，公司营业收入继续保持较快增速，同比增长了 13.41%。公司主营业务突出，最近三年一期主营业务收入占营业收入比重均在 99% 以上。公司主营业务为液体乳、含乳饮料的产品销售，其他业务收入主要是材料销售收入和水电费收入，占营业收入比例较小。

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

国内乳制品行业整体保持平稳发展，考虑到公司在所处的广东省市场具有一定竞争优势，若公司募投项目进展顺利，销售结构及毛利率稳定，我们初步预计公司 2014-2015 年归母公司的净利润为 0.89 亿元和 1.02 亿元，相应的稀释后每股收益为 0.57 元和 0.65 元。

表 2 公司损益简表及预测（单位：万元人民币）

指标名称	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	77,399.44	87,781.30	103,451.43	117,711.91	145,498.70
营业总成本	69,307.33	78,929.95	92,226.20	104,834.55	126,632.63
营业成本	53,298.03	61,312.92	71,742.82	81,527.59	97,823.89
营业税金及附加	464.16	501.52	620.71	706.27	872.99
销售费用	11,891.47	12,924.86	15,207.36	17,303.65	21,388.31
管理费用	3,289.33	3,899.80	4,655.31	5,297.04	6,547.44
财务费用	375.15	247.15	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-10.80	43.70	0.00	0.00	0.00
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	8,092.11	8,851.35	11,225.23	12,877.36	18,866.07
加：营业外收入	215.46	295.09	310.35	353.14	402.53
减：营业外支出	161.02	242.75	258.63	294.28	335.44
利润总额	8,146.55	8,903.68	11,276.95	12,936.22	18,933.16
减：所得税	1,617.41	1,872.60	2,368.16	2,716.61	3,033.97
净利润	6,529.14	7,031.09	8,908.79	10,219.61	15,899.19
减：少数股东损益	85.80	57.92	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	6,443.34	6,973.17	8,908.79	10,219.61	15,899.19
摊薄 EPS	0.41	0.44	0.57	0.65	1.01

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

## 四、风险因素

### 产品质量风险

公司生产的乳制品与含乳饮料是日常消费品，直接供消费者饮用，产品安全、质量状况关系着消费者的健康。虽然公司已建立成熟的产品质量控制体系，制定了严格的控制流程和有效的管理制度，产品质量控制贯穿采购、生产、销售全过程，产品质量及食品安全管理水平处于国内同行业领先水平。但是，乳制品行业生产链条长、管理环节多，公司仍无法完全避免因管理疏忽或不可预见原因导致产品质量问题发生。如果公司因产品质量发生问题，将会导致公司品牌信誉度下降，公司收入和净利润大幅下滑，并可能面临处罚或赔偿等情形，这将对公司造成不利影响。

### 原材料供应不足和价格波动风险

目前，公司通过合作及自有牧场有效满足了公司对原料奶的需求，并在积极通过增建或扩建自有牧场的方式，以实现更有效地保证原料奶的供应；此外，公司还制定了战略采购方案，通过大宗采购主要原料以降低采购成本。但是，如果乳企对原料奶的需求量超出原料奶有效供给量较多，或进口的主要原料受国际市场供需及国内外政府有关进出口政策影响而出现供应不足的情况，公司将面临原材料供应不足的风险。此外，近年来奶牛养殖成本增加，原料奶采购价格持续上涨；同时，公司使用的优质进口奶粉采购价格因受国际市场因素影响而出现较大波动。如未来主要原材料价格出现大幅上涨或异常波动，而公司采购不能有效把握主要原材料价格变动趋势或产品价格未能及时上调，将对公司生产经营产生不利影响。

### 销售区域市场依赖风险

公司产品主要销售于广东地区市场，主营业务收入占比分别为 99.80%、99.52%、99.85% 和 99.83%。未来，随着公司销售区域的扩大和外埠市场的进一步扩展，区域销售市场占比较高对公司生产经营业绩稳定性带来的不利影响将进一步降低。但是，区域销售市场占比较高仍可能给公司经营带来一定风险，如果公司乳制品所覆盖的区域市场情况发生不利变化而公司未能及时做出相应调整，短期内将对公司经营业绩造成不利影响。

## 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，业务相近的公司 15 年平均 PE 为 20.41 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)			
			2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E
600887.SH	伊利股份	24.78	1.07	1.65	1.40	1.72	23.16	15.02	17.70	14.41
600429.SH	三元股份	8.95	0.04	-0.26	0.16	0.40	241.24	(34.96)	55.94	22.38
600597.SH	光明乳业	15.89	0.28	0.33	0.46	0.65	56.75	48.15	34.54	24.45
002329.SZ	皇氏乳业	29.29	0.15	0.17	0.35	0.56	192.07	172.40	83.69	52.30
平均							128.30	50.15	36.06	20.41

数据来源：WIND 资讯，上海证券研究所；股价以 2014 年 11 月 27 日收盘价计

### ● 公司可给的估值水平及报价区间

考虑到公司需募投资金 3.45 亿元，参考同类型上市公司及公司自身发展前景，我们给予燕塘乳业公司 15 年净利润 18-23 倍估值，预计 15 年摊薄后 EPS 为 0.65 元，对应的价格区间为 11.70 元-14.95 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。

## 免责声明

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声明具有修改权和最终解释权。