

2015年06月19日

证券研究报告·新股分析报告

科迪乳业 (002770) 食品饮料

合理价格区间

12.98~15.93元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

专注于三四线城市的区域龙头

投资要点

- **河南最大的乳制品企业。**公司主营乳制品、乳饮料的生产和销售，拥有10万吨液态奶的产能，同时拥有现代化奶牛养殖基地2个，自控标准化奶牛养殖小区2个，形成了从奶牛繁育到乳制品加工、销售较为完善的产业链，是河南省销售收入最大的乳制品企业。2014年公司实现收入6.7亿元，净利润0.9亿元。
- **乳制品行业发展空间巨大。**我国乳制品近10年收入和利润保持在20%左右的稳定增速，产量经过高速增长后有所放缓。未来仍将呈现长期稳健增长的态势：1、居民人均消耗乳制品的数量依然偏低，距离发达国家还有巨大的市场空间。2012年我国人均液态奶消费量仅为15.9KG，距离发达国家超过100KG的消费量空间巨大。2、受益于居民收入水平提升：目前，我国乳制品消费主要集中在城镇市场，而在中小城市和农村地区乳制品消费量和消费等级依然偏低，随着收入水平的逐步提升，对于乳制品消费量和消费升级起到很好的促进作用。
- **专注于三四线城市的区域龙头。**公司始终坚持渠道下沉的营销策略，重点发展四线城市及以下市场，并适时推进三线市场。主要采用“一县一商”的经销商模式，省去多级批发产生的销售和市场费用，增加经销商通路利润，缩短了铺货期和货架期。鼓励经销商配合公司建设主导型营销网络、农村渠道建设，每个乡镇市场建3-5家农村渠道终端店，每个行政村建1-2家农村渠道终端店。同时公司于2014年开始与阿里巴巴、天猫商城、淘宝网等多家电商平台进行合作，初步构建了全方位电商平台，实现了线上与线下、网络与实体相结合，对传统渠道和现代渠道进行全面覆盖。一县一商、扁平化市场管理、农村渠道终端店营销体系和电商营销体系的建设确保了公司营销网络优势和公司健康发展。截至2014年，公司共发展经销商270家，终端网点近10万个。
- **募投项目。**公司本次拟公开发行不超过6840万股，拟使用募集资金4.07亿元用于投资：年产20万吨液态奶+科迪乳业现代牧场，进一步完善全产业链，同时增加液态奶产能。
- **盈利预测与估值分析：**按发行后不超过6840万股的总股本测算，我们预计公司2015-2017年EPS分别为0.59元、0.73元和0.89元。综合考虑，我们认为公司2015年动态市盈率在22-27倍较为合理，对应二级市场合理股价区间为12.98-15.93元。
- **风险提示：**产品质量风险；动物疫病风险；募集资金投资项目风险；生鲜乳供应、原材料大幅波动风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	666.21	819.08	977.14	1178.86
增长率	4.29%	22.95%	19.30%	20.64%
归属母公司净利润(百万元)	94.46	121.22	149.96	183.20
增长率	22.81%	28.33%	23.71%	22.16%
每股收益EPS(元)	0.46	0.59	0.73	0.89
净资产收益率ROE	15.53%	10.80%	11.96%	12.95%
PE	0.00	0.00	0.00	0.00
PB	0.00	0.00	0.00	0.00

数据来源：WIND 资讯，西南证券

西南证券研究发展中心

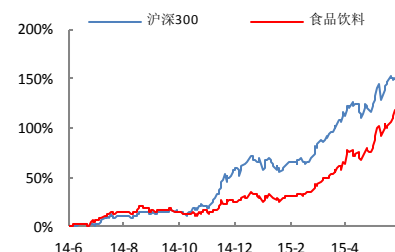
分析师：朱会振

执业证号：S1250513110001

电话：023-63786049

邮箱：zhz@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源：西南证券

本次发行情况

发行前总股本(万股)	27340
本次发行(万股)	6840
发行后总股本(万股)	-
2014年每股收益(摊薄后)(元)	0.46
2014年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	0.44

主要指标(2014年)

每股净资产(元)	2.68
毛利率(%)	32.12
流动比率(倍)	0.51
速动比率(倍)	0.4
应收账款周转率(次)	15.05
资产负债率(合并报表)(%)	54.87
净资产收益率(加权平均)(%)	16.69

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1. 河南最大的乳制品企业	1
1.1 公司基本情况	1
1.2 公司财务概况	1
2. 行业情况：乳制品行业发展空间巨大.....	3
3. 公司优势.....	5
3.1 完善的产业链优势	5
3.2 营销网络优势	5
4. 募集资金用途.....	6
5. 盈利预测与估值分析.....	6
6. 风险提示	6

图 目 录

图 1: 发行前公司股权结构	1
图 2: 2011 年以来公司收入增速有所下降	2
图 3: 2011 年公司净利润增速波动较大	2
图 4: 乳制品收入增速继续保持快速增长	2
图 5: 2011 年公司净利润增速波动较大	2
图 6: 2011 年以来公司分业务收入结构（百万元）	2
图 7: 2014 年公司分业务收入结构	2
图 8: 2011 年以来公司分业务毛利结构（百万元）	3
图 9: 2014 年公司分业务毛利结构	3
图 10: 2011 年以来公司毛利率和净利率	3
图 11: 2011 年以来公司三费率	3
图 12: 乳制品长期保持稳定增长	4
图 13: 液体奶产量增速有所下降	4
图 14: 城镇居民人均可支配收入稳定增长	4
图 15: 农村居民人均现金收入稳定增长	4
图 16: 主要国家人均消费液态奶数量（KG/人）	4
图 17: 公司“种、养、加”产业链	5

表 目 录

表 1: 公司募投项目概况	6
附表: 财务预测与估值	7

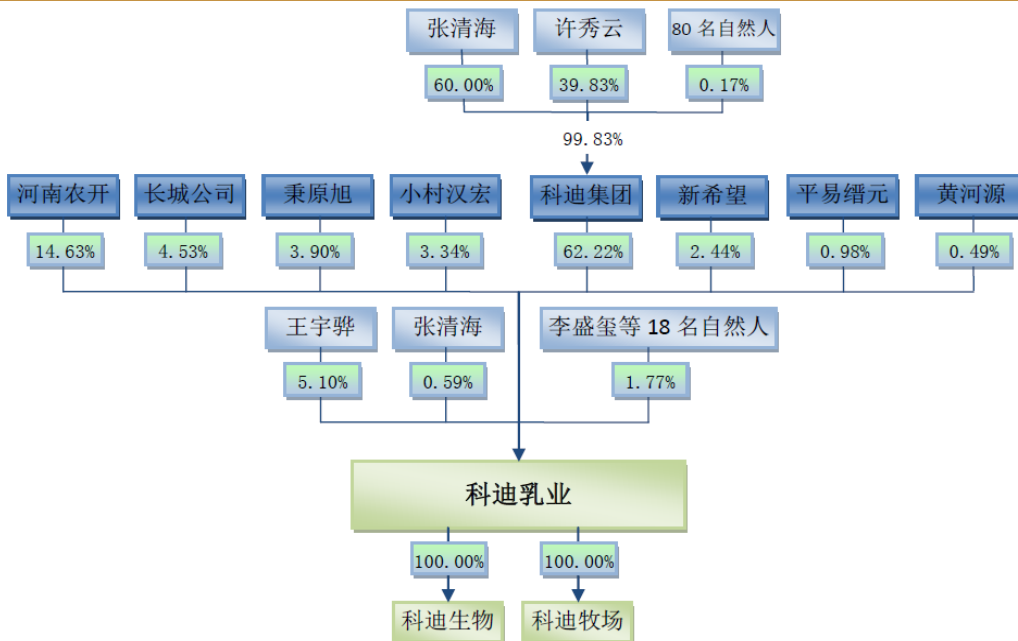
1. 河南最大的乳制品企业

1.1 公司基本情况

科迪乳业主营乳制品、乳饮料、饮料的生产和销售，拥有 10 万吨液态奶的生产能力，同时拥有现代化奶牛养殖基地 2 个，自控标准化奶牛养殖小区 2 个，形成了从奶牛繁育到乳制品加工、销售较为完善的产业链，是河南省销售收入最大的乳制品企业。2014 年公司实现收入 6.7 亿元，净利润 0.9 亿元。

公司控股股东为科迪集团，持有公司发行前 62.22% 的股份，实际控制人为张清海、许秀云夫妇。公司此次发行股数不超过 6840 万股，且公司股东不进行公开发售股份。发行完毕后，科迪集团持股 46.65%，继续为控股股东。

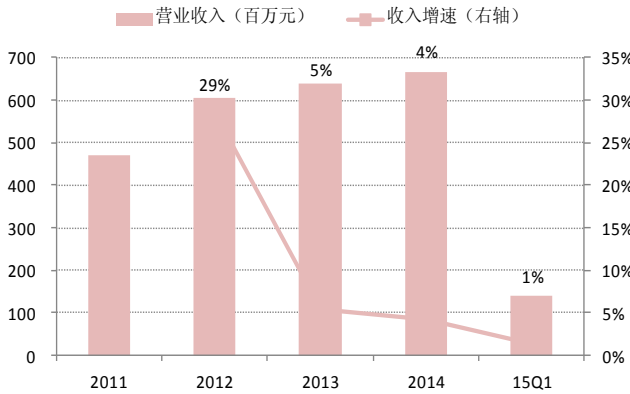
图 1: 发行前公司股权结构



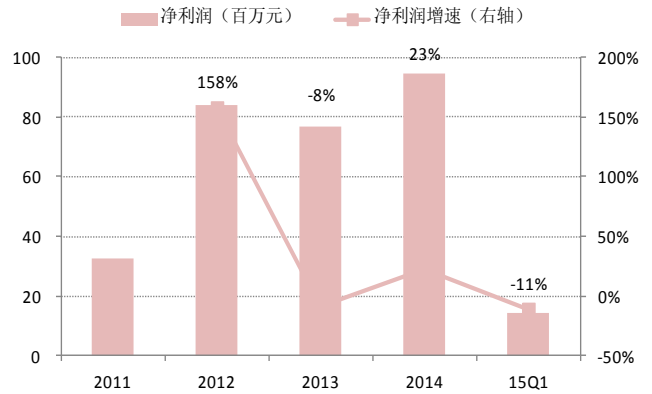
数据来源: 招股意向书, 西南证券

1.2 公司财务概况

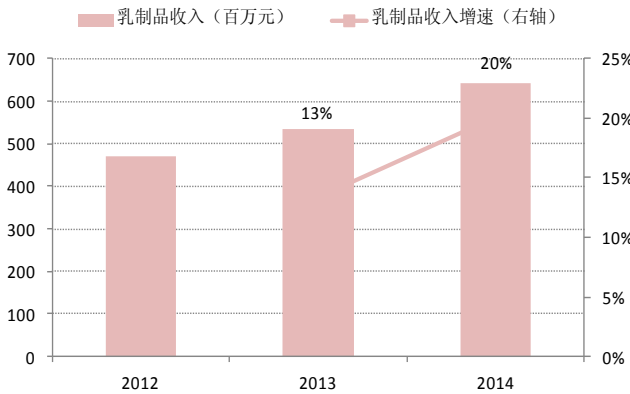
2011 年以来，公司收入增速有所下滑，主因是逐步减少奶牛的销售，单看乳制品行业，继续保持稳定快速增长，2013、2014 年增速分别达到 13%、20%，而奶牛销售自 2012 年的 1.3 亿元减少至 2014 年的 368 万元，基本停止了奶牛的销售。公司净利润增速有所下降，主要受三费率增加及所得税率增加的影响较大。

图 2: 2011 年以来公司收入增速有所下降


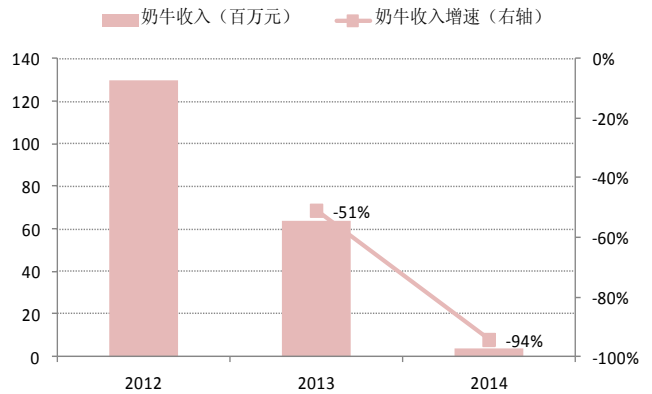
数据来源: 招股意向书, 西南证券

图 3: 2011 年公司净利润增速波动较大


数据来源: 招股意向书, 西南证券

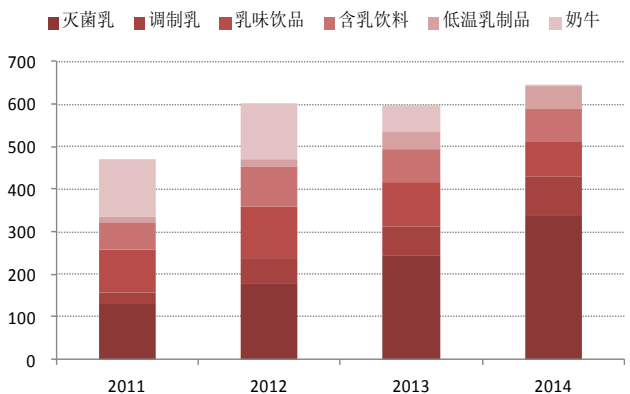
图 4: 乳制品收入增速继续保持快速增长


数据来源: 招股意向书, 西南证券

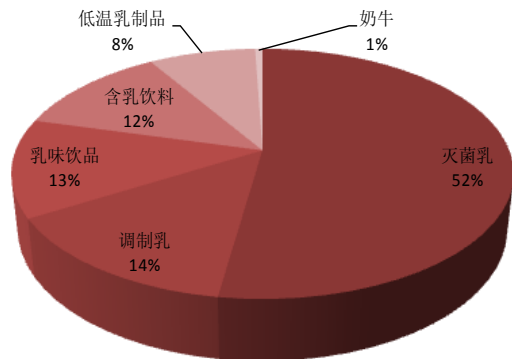
图 5: 2011 年公司净利润增速波动较大


数据来源: 招股意向书, 西南证券

分项来看, 灭菌乳和低温乳制品收入占比逐步增加, 灭菌乳收入占比自 2011 年的 28% 上上升至 2014 年的 52%, 贡献超过一半收入; 低温乳制品自 2011 年的 3% 上升至 2014 年的 8%; 奶牛业务下降最大, 自 2011 年贡献收入的 28% 下降至 2014 年的 1%; 同样, 灭菌乳贡献 44% 的毛利, 低温乳制品贡献 10%, 而奶牛和乳味饮品贡献毛利下降幅度较大。

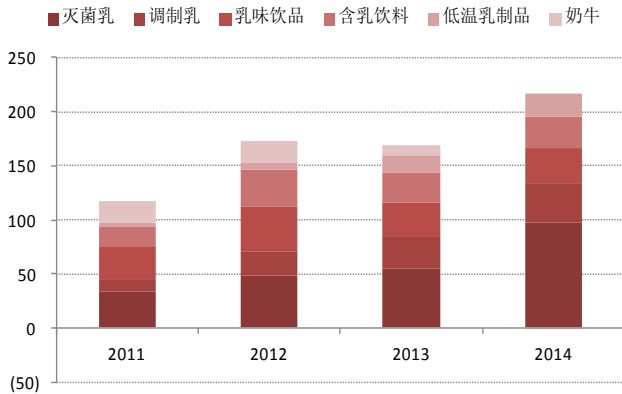
图 6: 2011 年以来公司分业务收入结构 (百万元)


数据来源: 招股意向书, 西南证券

图 7: 2014 年公司分业务收入结构


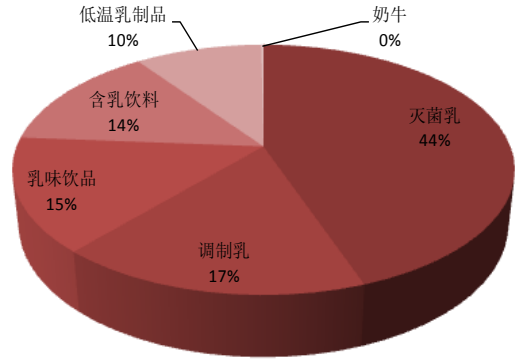
数据来源: 招股意向书, 西南证券

图 8: 2011 年以来公司分业务毛利结构 (百万元)



数据来源: 招股意向书, 西南证券

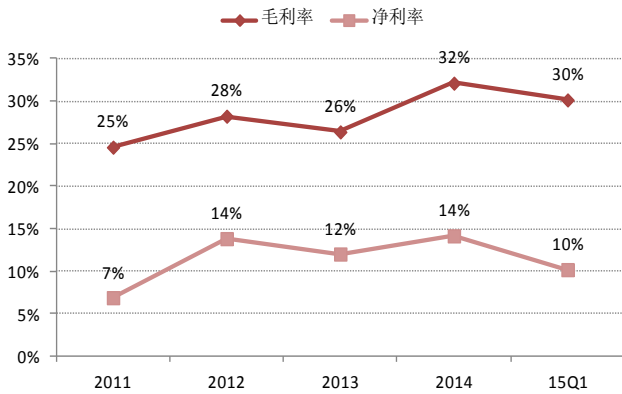
图 9: 2014 年公司分业务毛利结构



数据来源: 招股意向书, 西南证券

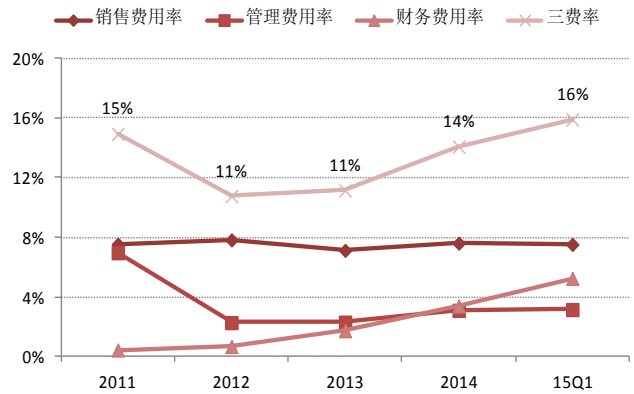
公司毛利率和净利率相对较为稳定, 且呈现逐步上升趋势。同时三费率也呈现上升趋势, 主要是财务费用率上升较为明显, 预计增发完毕后有所下降。

图 10: 2011 年以来公司毛利率和净利率



数据来源: 招股意向书, 西南证券

图 11: 2011 年以来公司三费率



数据来源: 招股意向书, 西南证券

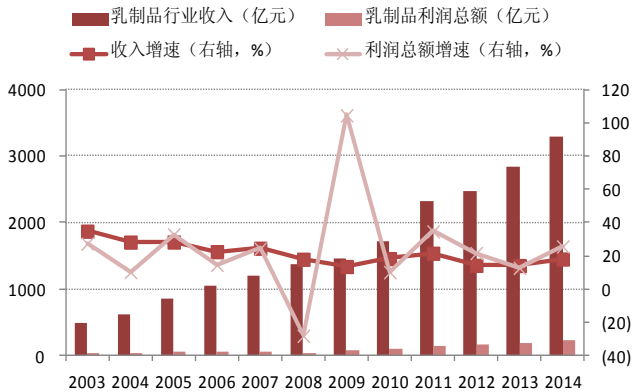
2. 行业情况: 乳制品行业发展空间巨大

我国乳制品长期保持稳定的增长, 近 10 年来收入和利润保持在 20% 左右的稳定增速, 产量经过高速增长后有所放缓。我国乳制品未来仍将呈现长期稳健增长的态势:

(1) 我国居民人均消耗乳制品的数量依然偏低, 距离发达国家还有巨大的市场空间。2012 年我国人均液态奶消耗量仅为 15.9KG, 距离发达国家超过 100KG 的消费量空间巨大。

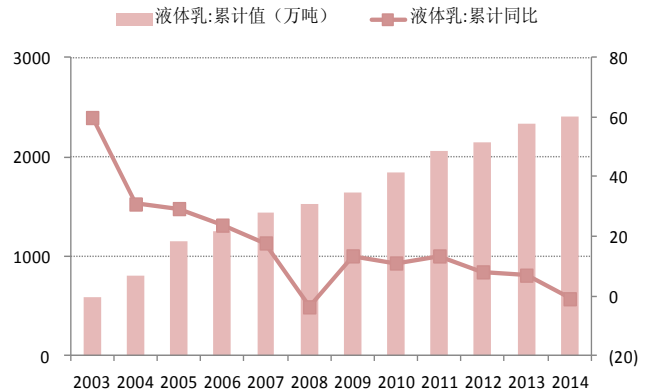
(2) 受益于居民收入水平提升: 目前, 我国乳制品消费主要集中在城镇市场, 而在中小城市和农村地区乳制品消费量和消费等级依然偏低, 随着收入水平的逐步提升, 对于乳制品消费量和消费升级起到很好的促进作用。

图 12: 乳制品长期保持稳定增长



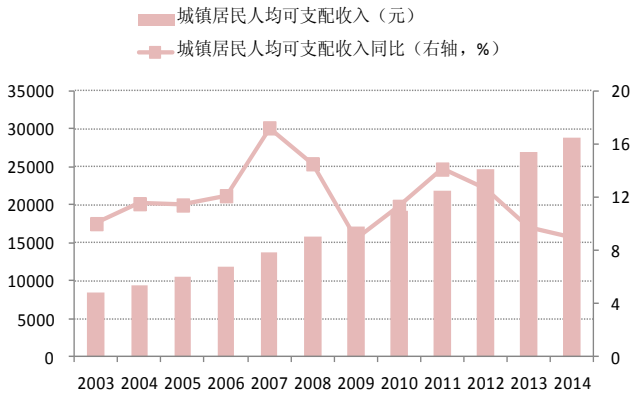
数据来源: WIND 资讯, 西南证券

图 13: 液体奶产量增速有所下降



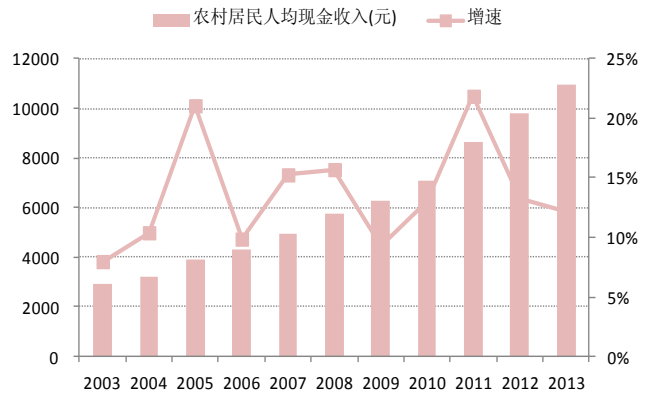
数据来源: WIND 资讯, 西南证券

图 14: 城镇居民人均可支配收入稳定增长



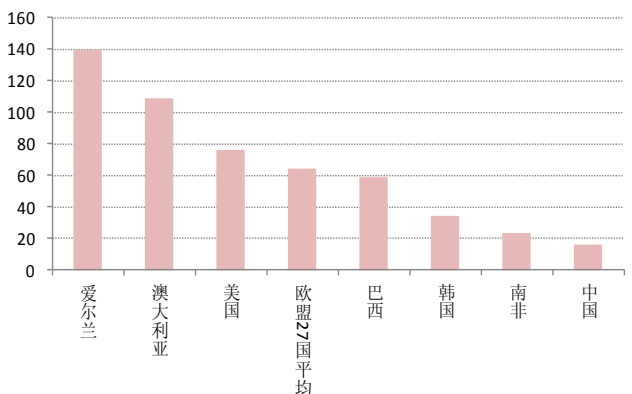
数据来源: WIND 资讯, 西南证券

图 15: 农村居民人均现金收入稳定增长



数据来源: WIND 资讯, 西南证券

图 16: 主要国家人均消费液态奶数量 (KG/人)



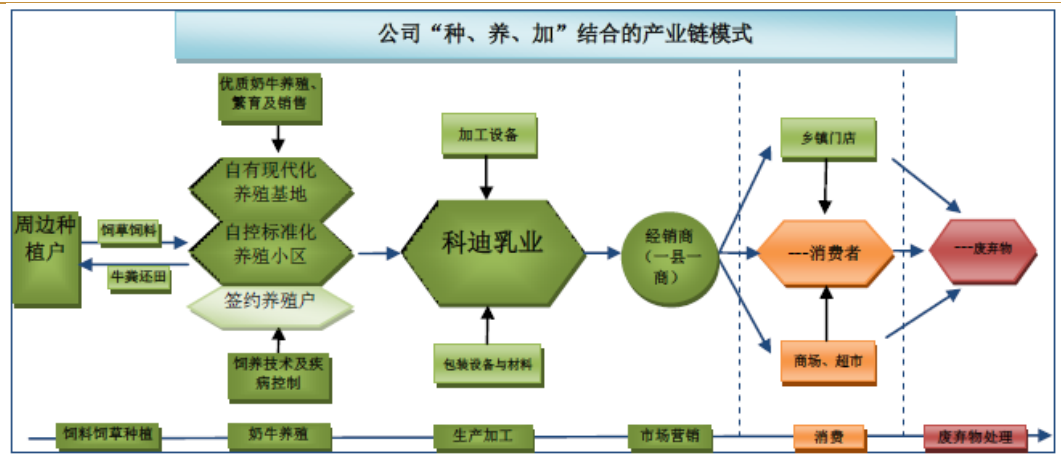
数据来源: 招股意向书, 西南证券

3. 公司优势

3.1 完善的产业链优势

（1）“种、养、加”结合的产业链模式：公司结合企业发展理念，通过纵向资源整合，形成了具有自身特点、符合乳制品行业发展趋势的“种、养、加”结合的产业链模式，公司对饲草饲料种植和收购、奶牛养殖等环节进行了更有效的控制，“种、养、加”模式在将产业链延伸的同时，也将各利益主体更为有机地结合在一起。

图 17：公司“种、养、加”产业链



数据来源：招股意向书，西南证券

（2）“工农一体化”发展模式是指以种植业、养殖业为基础，以公司为龙头，带动种植户、养殖户成为市场主体，形成相互依存、共同发展的利益共同体。公司将继续扩大标准化奶牛养殖小区建设，并以此带动周边农户扩大种植养殖规模，提升产业化水平，进一步提高周边农户经济效益。

3.2 营销网络优势

公司始终坚持渠道下沉的营销策略，重点发展四线城市及以下市场，并适时推进三线市场。公司根据销售区域市场特点，结合自身优势，主要采用了“一县一商”的经销商模式，省去了多级批发产生的销售和市场费用，增加了经销商的通路利润，提高了经销商的积极性，同时又缩短了铺货期和货架期。

大力发展一县一商的同时鼓励经销商配合公司建设主导型营销网络、农村渠道建设，每个乡镇市场建 3-5 家农村渠道终端店，每个行政村建 1-2 家农村渠道终端店。同时，为进一步扩展销售区域，公司于 2014 年开始与阿里巴巴、天猫商城、淘宝网等多家电商平台进行合作，初步构建了全方位电商平台，实现了线上与线下、网络与实体相结合，对传统渠道和现代渠道进行了全面覆盖。

一县一商制、扁平化市场管理、农村渠道终端店营销体系和电商营销体系的建设确保了公司营销网络优势和公司健康发展。截至 2014 年 12 月 31 日，公司共发展经销商 270 家，终端网点近 10 万个。

4. 募集资金用途

公司本次拟公开发行不超过 6840 万股，拟使用募集资金 4.07 亿元用于投资以下项目：

表 1：公司募投项目概况

编号	项目名称	总投资	募集资金投资
1	年产 20 万吨液态奶项目	37,029	37,029
2	科迪乳业现代牧场建设项目	22,452	3,669

数据来源：招股意向书，西南证券

5. 盈利预测与估值分析

按发行后不超过 6840 万股的总股本测算，我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.59 元、0.73 元和 0.89 元。综合考虑，我们认为公司 2015 年动态市盈率在 22-27 倍较为合理，对应二级市场的合理的股价区间为 12.98-15.93 元。

6. 风险提示

产品质量风险；动物疫病风险；募集资金投资项目风险；生鲜乳供应、原材料大幅波动风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	666.21	819.08	977.14	1178.86	净利润	94.46	121.22	149.96	183.20
营业成本	452.21	555.05	663.45	801.62	折旧与摊销	22.04	24.71	33.26	39.72
营业税金及附加	1.17	1.44	1.72	2.07	财务费用	22.60	21.62	17.31	16.08
销售费用	50.68	62.31	74.34	89.68	资产减值损失	1.55	0.00	0.00	0.00
管理费用	20.64	25.37	30.27	36.52	经营营运资本变动	66.64	-49.55	-21.34	-39.01
财务费用	22.60	21.62	17.31	16.08	其他	-146.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	1.55	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	61.30	117.99	179.20	199.98
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-360.22	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	148.36	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-211.86	-30.00	-30.00	-30.00
营业利润	117.36	153.29	190.06	232.90	短期借款	146.00	-148.00	-50.00	-50.00
其他非经营损益	4.59	3.20	3.52	3.59	长期借款	32.94	0.00	0.00	0.00
利润总额	121.94	156.48	193.59	236.49	股权融资	0.00	407.00	0.00	0.00
所得税	27.48	35.26	43.62	53.29	支付股利	-11.60	-14.25	-18.28	-22.62
净利润	94.46	121.22	149.96	183.20	其他	-23.64	-83.35	-17.31	-16.08
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	143.70	161.40	-85.59	-88.69
归属母公司股东净利润	94.46	121.22	149.96	183.20	现金流量净额	-6.87	249.39	63.60	81.29
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	87.69	337.09	400.69	481.98	成长能力				
应收和预付款项	128.02	179.12	205.22	251.29	销售收入增长率	4.29%	22.95%	19.30%	20.64%
存货	58.91	72.31	86.43	104.43	营业利润增长率	24.95%	30.62%	23.99%	22.54%
其他流动资产	5.42	6.66	7.95	9.59	净利润增长率	22.81%	28.33%	23.71%	22.16%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	35.70%	23.22%	20.55%	19.97%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	843.72	851.36	850.44	843.06	毛利率	32.12%	32.23%	32.10%	32.00%
无形资产和开发支出	26.44	25.54	24.64	23.74	三费率	14.10%	13.34%	12.48%	12.07%
其他非流动资产	122.10	120.66	119.22	117.78	净利率	14.18%	14.80%	15.35%	15.54%
资产总计	1272.31	1592.74	1694.58	1831.87	ROE	15.53%	10.80%	11.96%	12.95%
短期借款	398.00	250.00	200.00	150.00	ROA	8.66%	7.42%	7.61%	8.85%
应付和预收款项	78.74	92.92	110.96	134.95	ROIC	13.24%	13.96%	15.80%	18.36%
长期借款	32.94	32.94	32.94	32.94	EBITDA/销售收入	24.32%	24.37%	24.63%	24.49%
其他负债	154.38	94.66	96.78	99.49	营运能力				
负债合计	664.07	470.52	440.68	417.39	总资产周转率	0.62	0.57	0.59	0.67
股本	205.00	273.40	273.40	273.40	固定资产周转率	3.33	2.43	2.07	2.10
资本公积	109.73	448.33	448.33	448.33	应收账款周转率	15.05	14.34	14.15	14.22
留存收益	293.51	400.49	532.17	692.75	存货周转率	6.62	8.46	8.36	8.40
归属母公司股东权益	608.24	1122.22	1253.90	1414.48	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	105.33%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	608.24	1122.22	1253.90	1414.48	资产负债率	52.19%	29.54%	26.01%	22.78%
负债和股东权益合计	1272.31	1592.74	1694.58	1831.87	带息债务/总负债	64.89%	60.13%	52.86%	43.83%
					流动比率	0.51	1.68	2.16	2.82
					速动比率	0.40	1.48	1.89	2.47
					股利支付率	12.28%	11.75%	12.19%	12.35%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	161.99	199.61	240.64	288.70	每股收益	0.46	0.59	0.73	0.89
PE	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	2.97	5.47	6.12	6.90
PB	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	0.30	0.58	0.87	0.98
PS	0.00	0.00	0.00	0.00	每股股利	0.06	0.07	0.09	0.11
EV/EBITDA	—	—	—	—					
股息率	—	—	—	—					

数据来源: WIND 资讯, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-50755210

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn