

## 09年广西增长较好 来年水牛奶可望爆发

——皇氏乳业（002329）09年报点评

2010年3月25日

推荐/维持

皇氏乳业

财报点评

食品饮料行业分析师

**刘家伟** 010-66507309 Email: [liujw@dxzq.net.cn](mailto:liujw@dxzq.net.cn); MSN: ynynljw999@hotmail.com ; 执业证书编号: S148020712000046

**王昕** 010-66507312 Email: [wangxin@dxzq.net.cn](mailto:wangxin@dxzq.net.cn) MSN: wangxin200810@hotmail.com

### 事件:

公司3月25日发布09年报: 营业收入、营业利润、归属上市公司股东净利润分别为30471.85万元、3943.01万元和4561.51万元, 同比增长18.68%、19.14%和24.23%, 每股收益0.57元。由于09年12月23日发行A股2700万股总股本从8000万股增至10700万股, 总资产同比增长192.01%, 归属于上市公司所有者权益同比增长342.93%, 加权平均净资产收益率从08年的25.31%降至24.49%, 减少0.82个百分点。

表 1 公司分季度财务指标

指标	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4
营业收入(百万元)	1710.41	2403.35	2820.83	1311.89	1891.82	3002.67	3390.69	1204.93
增长率(%)	16.42%	3.83%	8.10%	25.80%	10.61%	24.94%	20.20%	-8.15%
毛利率(%)	33.45%	41.60%	40.04%	24.67%	35.09%	41.20%	43.36%	33.70%
期间费用率(%)	20.72%	17.60%	17.14%	23.24%	21.43%	17.06%	20.33%	18.05%
营业利润率(%)	1.88%	13.65%	9.93%	-11.20%	2.58%	12.38%	11.22%	1.46%
净利润(百万元)	24.89	269.26	238.15	8.53	36.03	338.46	311.02	66.80
增长率(%)	14.71%	30.31%	0.77%	-70.23%	44.77%	25.70%	30.59%	682.76%
每股盈利(季度, 元)	0.019	0.212	0.175	0.011	0.020	0.243	0.203	0.052
资产负债率(%)	42.66%	43.56%	40.18%	30.37%	30.46%	27.91%	26.07%	27.11%
净资产收益率(%)	0.38%	3.97%	3.39%	0.11%	0.44%	3.99%	3.59%	0.77%
总资产收益率(%)	0.22%	2.24%	2.03%	0.07%	0.31%	2.87%	2.66%	0.56%

资料来源: 公司09年报, 东兴证券研究所

### 评论:

#### 积极因素:

- **金融与行业双重危机之下增长可观, 区内增长远好于区外。** 团购新渠道的拓展、新品销售不俗等原因是促成公司销售收入增长近20%的主要原因; 随着销售规模的扩大和毛利率的提高, 公司净利润增长亦超24%, 创历史新高。从地区结构看, 广西区内销售收入增长25.26%, 区外市场则由于采取保守策略和受“三聚氰胺”事件余波影响所致大幅减少达76.92%。
- **各项产品毛利率均有不同程度提升, 驱动因素各异。** 09年公司乳制品毛利率41.5%, 较08年提高1.31个百分点; 其他饮料和食品毛利率33.63%, 高于去年33.53%水平0.1个百分点; 主要得益于巴氏奶包装成本低廉且可循环利用, 直销模式减少了中间环节降低了成本, 水牛奶较高的毛利率带动整体毛利率略有上涨。

- **技术创新使公司保持领先优势，附加值提高。**公司是广西唯一一家拥有省级产品研发中心的企业，多项奶牛和奶水牛的技术改良和公关获得了农业部或科技部的审核，目前还有2项关于奶水牛应用于奶酪和干酪的技术正在研发中。这两项技术在国内处于领先地位，对公司提高附加值、保持持续盈利能力有积极作用，同时使公司产品结构更加合理，得以在市场中继续保持竞争优势。

#### 消极因素：

- **三项费用增长较多。**09年公司销售费用、管理费用和财务费用分别达5722万元、1944万元和762万元，同比增长29.77%、10.61%和3.05%，这主要是因公司营销力度加大，广告宣传费用增加所致，管理财务等费用相应增长。
- **市场份额与品牌差距不小。**公司在全国性市场总体占有率及全国品牌知名度还与骨干企业存在差距。

#### 业务展望：

1. **广西配套政策支持当地经济及乳业发展，公司将受益于区内行业发展。**09年颁布的乳制品产业政策和广西发展意见对促进区内奶水牛发展有积极作用；中国—东盟自由贸易区的启动和广西北部湾经济区的建设从政策上鼓励广西和周边相关省市的发展，这必将带动当地消费，对公司形成间接利好；09年底成功登陆资本市场后，公司知名度和资金运用能力都有提高，有利于公司做大做强主业；

2. **产品差异化是公司坚定不移的路线。**公司通过“以鲜为主”的竞争策略，以巴氏杀菌奶为主导，以水牛奶、热带水果奶等特色乳制品为两翼，有效避开了常温奶的市场价格竞争，获得了广西奶业龙头的地位。我们认为未来公司仍将坚持走差异化发展路线，在巩固巴氏奶市场的同时以常温奶攻占区内偏远地区，进一步提高公司在广西区内的占有率；水牛奶和热带水果奶是公司差异化的另一法宝，未来这两种产品将是公司走出去战略的重要承担者；

3. **巩固和扩大巴氏奶份额是公司扩张关键，水牛奶市场扩张是公司差异化重点。**巴氏杀菌奶是公司营业收入的重要来源，未来公司将在巩固广西一线城市份额的同时扩展区内其他二线城市，试点周边沿海省份，在完成情况较好时通过整合上述地区乳业资源、进入当地市场实现主业扩张。水牛奶方面，04年广西开始大面积改良水牛，按照7年周期计算，明后年公司水牛奶可收购量将大幅提高，公司因奶源不足导致的水牛奶系列产品供不应求现象将大为改善，水牛奶或将现“井喷式”增长。预计今年公司还将加大对水牛奶推广和宣传的力度，把水牛奶推向几个一线城市。

4. **2010力争收入、利税和占有率均增长。**公司力争在2010年实现销售收入4亿元，利税总额增长15%以上，广西区域市场占有率提高5%的目标。主要从以下几方面加以改善：营销方面——加大商超渠道建设，不断提高产品附加值和客户忠诚度；品牌推广——加强广告宣传特别是水牛奶产品，提高公司品牌知名度；研发——投入募集资金1940万元扩建研发中心；生产技术——加大奶源基地的建设与管理。

#### 盈利预测及投资建议

公司作为区域性乳品企业，市场占有率较高、拥有相对稳定的消费群体和显著高于同行的毛利率水平，产品方面以巴氏奶主导，水牛奶和热带水果奶两翼齐飞。未来巴斯奶将进一步深耕细作，挖掘广西二三线城市市场，不断扩大覆盖面；水牛奶将向国内京沪广深等一线城市销售，相关销售公司（如深圳）逐步成立，奶水牛明后年或将迎来爆发增长，成为业绩增长的最大看点。考虑到股本扩张因素，保守预计2010-2012年EPS

分别为0.60元、0.83元和1.18元，与目前股价对应PE为43倍、31倍和22倍，鉴于公司是小股本的中小市值高成长区域龙头，估值空间较为广阔，故维持“推荐”评级。

**表 2 2009 年公司主要财务数据同比发生重大变化的情况及主要原因**

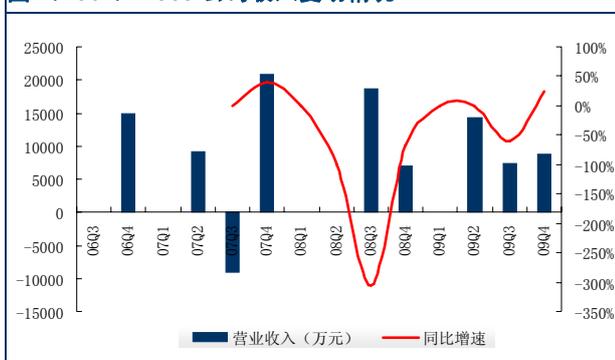
序号	指标变动情况	主要原因
1	资产总额较上年同期增加 1143.24%	首次公开发行股票
2	应收账款较上年同期增加 35.26%	销售规模扩大，销售收入增加
3	在建工程较上年同期减少 19.77%	投资建设根竹坡奶牛养殖生态园和奶牛养殖示范推广项目桂平基地
4	预收款项较上年同期增长 74.10%	年末订奶客户增加以及部分客户结算方式改变
5	应付职工薪酬较上年同期增长 32.57%	计提 2009 年度生产奖及其他奖励
6	应交税费较上年同期增长 76.81%	增值税期末余额增加
7	其他应付款同比增长 88.54%	应付未付的上市费用
8	长期借款同比增长 186.67%	为提高公司流动比率，增加两年期流动资金借款
9	销售费用较上年同期增加 29.77%	广告宣传费用增加
10	所得税较上年同期增加 88.25%	销售规模扩大、利润总额增加，以及免税与非免税产品结构发生变化
11	营业活动产生现金流量净额同比增 140.39%	销售规模扩大、销售商品收到货币资金增加及 09 年收到政府补助增加
12	投资活动产生现金流量净额同比减 46.27%	部分募集资金投资项目使用自筹资金先期投入及新增自筹资金项目投入
13	筹资活动产生现金流量净额同比 3,586.76%	偿还银行贷款以及去年受到增发融资款

资料来源：公司 09 年报，东兴证券研究所

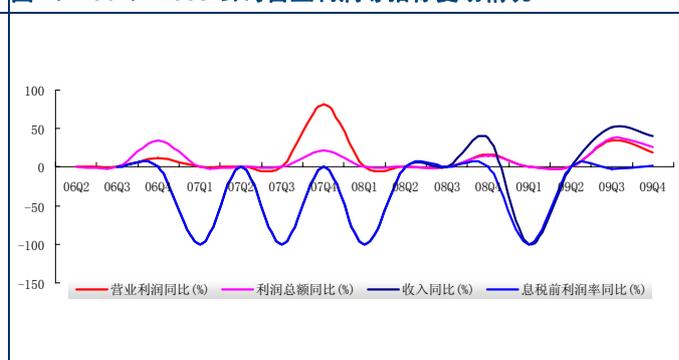
**表 3 皇氏乳业 2009-2011 年业绩预测表**

指标	07A	08A	09A	10E	11E	12E
营业收入(百万元)	20,869.03	25,676.65	30,473.05	37,938.94	47,992.76	61,814.68
增长率(%)	40.15%	23.04%	18.68%	24.50%	26.50%	28.80%
营业利润(万元)	2,855.72	3,309.52	4,006.29	5,237.22	6,956.34	9,407.75
增长率(%)	81.84%	15.89%	21.05%	30.73%	32.83%	35.24%
净利润(百万元)	3,039.85	3,671.88	4,662.84	6,385.76	8,885.79	12,589.39
增长率(%)	10.59%	21.62%	26.99%	36.95%	39.15%	41.68%
每股收益(元)	0.38	0.46	0.57	0.60	0.83	1.18

资料来源：东兴证券研究所

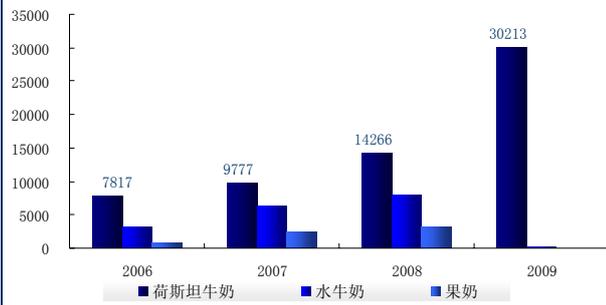
**图 1：06Q2-2009 公司收入变动情况**


资料来源：公司披露，东兴证券研究所

**图 2：06Q2-2009 公司营业利润等指标变动情况**


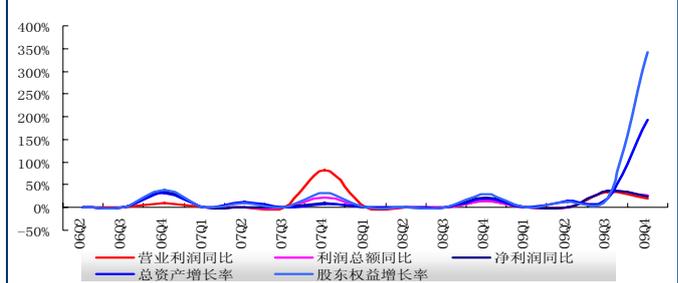
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 3：2004-2009 公司产品与地区收入结构变化情况



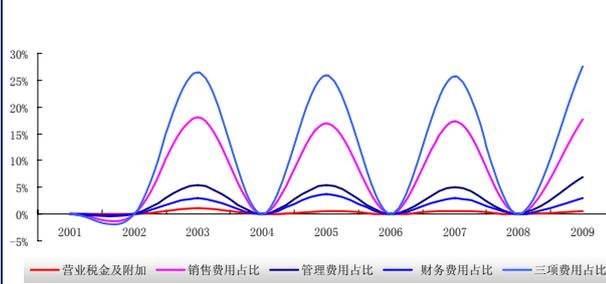
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 4：06Q2-2009 公司成长能力变动情况



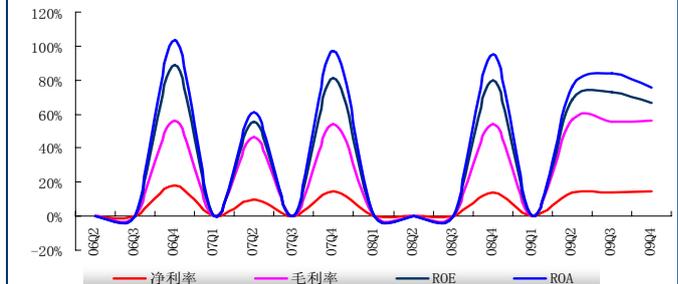
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 5：06Q2-2009 公司税金及各项费用占比变化情况



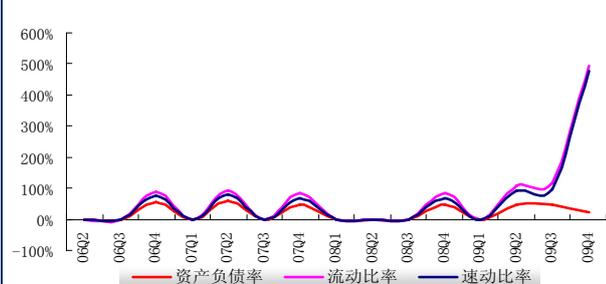
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 6：06Q2-2009 公司盈利质量与盈利能力变动情况



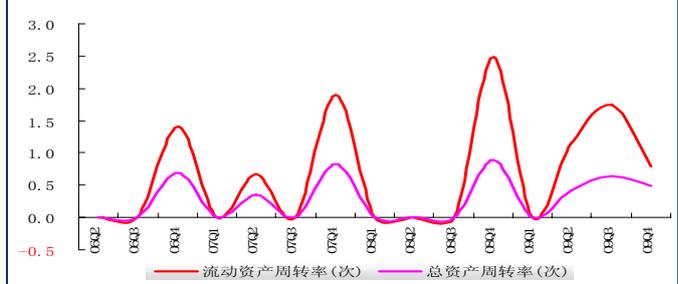
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 7：06Q2-2009 公司资本结构与偿债能力变化情况



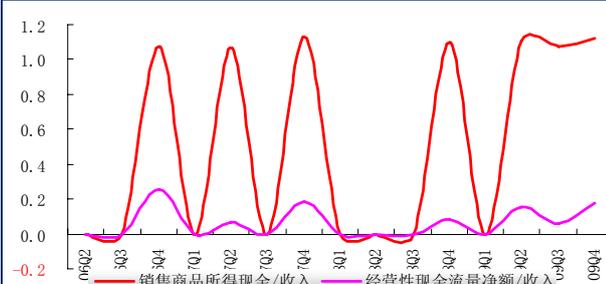
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 8：06Q2-2009 公司运营能力变化情况



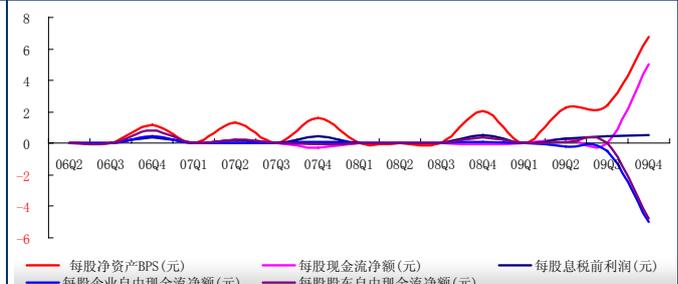
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 9：06Q2-2009 公司现金流变动情况



资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 10：06Q2-2009 公司每股财务指标变动情况



资料来源：公司披露，东兴证券研究所

**附：近期报告一览**

序号	报告名称	评级	时间
1	稳粮增收，统筹强基-关于中央农村工作会议的点评	看好	1-1
2	“普京”涨价引发多重预期 首次推荐评级——1月12日媒体报道普通燕啤涨价点评	推荐	1-13
3	播“种”正当时，涨声响起——农林牧渔1、2月投资策略	看好	1-15
4	继续推荐燕京啤酒的五大理由——燕京啤酒(000729)调研快报	推荐	1-19
5	五粮液涨价 高增长因素增至六个——五粮液(000858)1月15日提价公告点评	强烈推荐	1-19
6	自培增加提高毛利率，绿化工程推进加快——绿大地(002200)调研报告	推荐	1-19
7	09年增长近80% 维持“强推”——五粮液(000858)09年业绩快报点评	强烈推荐	2-2
8	净利润下降27.34%，增发或是新机会——顺鑫农业(000860)09年报点评	推荐	2-2
9	干旱影响业绩，工程助力发展，长期高成长性不改——绿大地(002200)业绩修正点评	推荐	2-3
10	安琪酵母：出口增速与业绩质量“双高”——安琪酵母(600298)09年报点评	推荐	2-8
11	种业农化展翅齐飞——丰乐种业(000713)年报点评	推荐	2-10
12	玉米种子力挺公司增长——敦煌种业(600354)年报点评	推荐	2-10
13	老窖股权激励：业内之先 骨干更受益——泸州老窖(000568)股权激励授权公告点评	推荐	2-11
14	食品饮料：1月涨价未超预期 2月继续看好	看好	2-22
15	稻谷收购价上调对食品饮料行业影响不大——发改委提高稻谷最低收购价政策点评	看好	2-22
16	深入合作有望提升积极面——水井坊(600779)中外大股东二度深谈合作公告点评	强烈推荐	2-23
17	内外兼得推动青啤净利润大增约八成——青岛啤酒(600600)业绩预增公告点评	推荐	2-23
18	第七周食用农产品与生资价格小涨——商务部36个大中城市价格监测一周数据点评	看好	2-24
19	增长质量提升 销售拐点将现——惠泉啤酒(600573)09年报点评	强烈推荐	2-25
20	四个法宝降压力 五大机遇迎拐点——惠泉啤酒(600573)深度调研报告	强烈推荐	2-26
21	09年平稳增长 10年可能提速——三全食品(002216)业绩快报点评	推荐	2-26
22	燕京啤酒驶入全面提速轨道 上调评级——燕京啤酒(000729)09年报点评	强烈推荐	3-2
23	外资有望必得控股权 继续强推——水井坊(600779)股权转让公告点评	强烈推荐	3-2
24	第八周食用农产品价格降1% 继续看好食品饮料-商务部36个大中城市价格监测一周数据点评	看好	3-4
25	洋河股份：全面攀高 势头正猛——洋河股份(002030)09年报点评	推荐	3-5
26	增长或再超预期 继续强推——金种子酒(600199)北京交流会快报	强烈推荐	3-8
27	农业受益更多 食品饮料等行业全年更可看好——十一届人大三次会议政府工作报告精神简评	看好	3-8
28	第九周食用农产品价格降0.6%继续看好食品饮料——商务部36个大中城市价格监测数据点评	看好	3-10
29	2月食品CPI上涨6.2%略超预期 3月可能回落——国家统计局2月份食品类价格数据点评	看好	3-12
30	皇氏乳业(002329)调研快报：水牛奶巨头 跳跃增长待来年	推荐	3-15
31	基础夯实 世博助力 维持强推——金枫酒业(600616)09年报点评	强烈推荐	3-17
32	求变增强各方信心 维持强推评级——惠泉啤酒(600573)调研快报	强烈推荐	3-18
33	中外合作提升长效积极效应——水井坊(600779)调研快报	强烈推荐	3-18
34	收入首破百亿 预收款剧增3倍达43亿 继续强推——五粮液(000858)09年报点评	强烈推荐	3-18
35	“普京”提价见效 区域增长或超好——燕京啤酒(000729)22日投资者交流会快报	强烈推荐	3-23
36	第11周食用农产品价格连降四周但降幅趋缓——商务部36个大中城市价格监测一周数据点评	看好	3-24

## 分析师简介

---

### 刘家伟

经济学博士，食品饮料行业研究员，消费品行业研究小组负责人，2007 年加盟东兴证券研究所。

### 王昕

英国伯明翰大学经济学硕士，从事食品饮料和农林牧渔行业研究，2009 年加盟东兴证券研究所。

## 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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，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。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 行业评级体系

公司投资评级：

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。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。