

中期业绩增速向上修正 调升业绩预测与评级		2010年7月15日	
——皇氏乳业（002329）中期业绩修正公告点评		强烈推荐/调升	
		皇氏乳业	事件点评
食品饮料行业分析师			
刘家伟	010-66507309 Email: liujw@dxzq.net.cn ; MSN: ynynljw999@hotmail.com ; 执业证书编号: S148020712000046		

事件:

公司7月15日发布10年中期业绩修正公告: 由于上半年销售收入增长及收到财政补贴收入增加, 使得业绩同比增长从一季报预增不超过30%修正至30%-50%。09年同期净利润约2045.66万元, 按照IPO前总股本8000万股计算EPS为0.26元。

观点:

1. 公司本次业绩增速修正符合我们此前预期, 最大驱动力可能是提价因素。据公司公开披露信息和我们调研情况, 公司的黑白花牛奶和水牛奶上半年的产销量受制于产能所限都没有明显增加, 而原奶涨价导致终端产品涨价可能是主要推动因素。另外, 公司作为覆盖奶牛养殖的农业企业享受到政策扶持即财政补贴以及专项补贴比较正常, 我们预计上半年补贴同比有较大幅度增长, 可能超过500万元, 从而对业绩增长有一定贡献。我们预计今年中期净利润约3000万元, 折合EPS约0.28元。

2. 公司业绩超预期增长的深层次原因则是公司两种牛奶均品质优秀, 大大优于许多奶企, 符合健康经济发展大方向, 是消费升级需求大幅增长的典型受益者, 供不应求和销售增长顺理成章。公司牛奶有黑白花牛奶和水牛奶两个品种, 广西四季常青, 草木葱葱, 物产丰富而价格便宜, 能够投喂奶牛的饲料可谓质优价廉, 奶水牛全国养殖规模第一, 而且作为广西十大支柱产业之一, 大规模的品种改良(广西本地水牛先后与印度和巴基斯坦的水牛杂交, 达到“二代三品杂”), 使得奶水牛所产奶数量大幅增长且品质更优秀; 由于奶牛常年或多数时间可以投喂青草、甘蔗叶甚至胡萝卜、木瓜等高营养价值的新鲜饲料, 牛奶的品质自然卓越, 加之奶牛养殖、挤奶和鲜奶保存加工运输等过程严格, 技术过硬合规, 不添加对人体有害物质, 做到全程可控, 确保了牛奶的高品质性和高营养价值。

3. 公司产品的高品质性和供不应求还与公司的差异化战略——主推巴氏奶有密切关系, 从而也具备其他企业难以企及的竞争优势。目前广西区内公司的黑白花牛奶市场份额高达60%以上, 水牛奶为全国之冠约70%, 竞争优势十分明显。公司产品差异化主要表现为定位巴氏奶和特色水牛奶。巴氏奶营养好但保质期较短, 不便于远距离运输, 在广西销售的其他品牌牛奶则大都是常温奶。由于巴氏奶采用巴氏消毒法, 即以鲜牛奶作原料, 在72-75°C下加热10-15秒, 杀灭有害微生物, 既能最大限度保持鲜牛奶鲜度、最小程度降低营养损失, 自法国人巴斯德于1865年发明后就被誉为一种既能达到消毒目的又不损坏食品品质的好方法, 以此法生产的牛奶也被称为“鲜牛奶”, 而目前市场上纯牛奶一般是利用150°甚至更高的超高温瞬时灭菌消毒的液态奶品, 二者有很多区别: 巴氏奶乳清蛋白质变性率约为15.4%至20%, 超高温灭菌奶为91%; 巴氏奶B乳球蛋白变性率为0.43%, 超高温灭菌奶为94.2%。从营养损失程度看, 巴氏杀菌奶维生素C损失率为10%至25%, 超高温灭菌奶为60%; 巴氏杀菌奶维生素B1损失率为5%至10%, 超高温灭菌奶为20%; 巴氏杀菌奶叶酸损失率为10%, 超高温灭菌奶为30%; 巴氏杀菌奶蛋氨酸损失率为10%, 超高温灭菌奶为34%; 巴氏杀菌奶胱氨酸损失率为4.6%超高温灭菌奶为34%; 巴氏杀菌奶的可溶性钙损失较少, 而超高温灭菌奶的可溶性钙损失较多。由于巴氏奶不易储存具有销售半径较小的特性, 做好巴氏奶既可以避免与伊利、蒙牛等公司的正面竞争, 又可以确保和扩大公司在区内城市和偏远县乡的销售, 不断扩展广西其他二线城市巴氏奶的开发, 同时还将以不同价位的常温奶作为补充, 覆盖区内较偏远、不易冷链保存和运输的农村地带。另外, 广西具有得天独厚的热带水果资源, 果奶也将是公司发展的特色产品, 目前果奶还处在推广阶段, 但凭借丰富的水果资源, 木瓜、香蕉等果奶品种具有成本优势, 一旦推广开会有很好的成效。

4. 公司产品差异化战略的另一个重大亮点从而也是新的增长点是水牛奶，有可能从 2011 年下半年或晚些时候出现跳跃增长态势。广西从 2004 年开始加速培育和改良水牛，每年品改牛 10 万头以上，09 年达到 30 多万头，品改站达到 2700 个。广西财政对改良牛每头补贴 10 元（只要农户把牛牵至改良站配种即可获得补贴），所产小牛可以卖到 3000 元/头左右，而非改良小牛只能卖 200-300 元/头，因此农户改良积极性很高，这为公司提供了非常雄厚的资源基础。同时，公司在各类资源整合利用方面可谓得心应手，并且对原奶采取保价收购政策，使得农民忠实度和信任感增强，更有利于公司收集更多奶源。公司目前水牛奶源约占全广西的 80%，依照保价收购和品种改良的思路，按达到二代改良需要 8.5 年左右时间计算，2011 年下半年或稍晚些时候广西水牛奶数量将迅猛增长，由于经过改良后的水牛个体和产奶量都有大幅提高，每头奶牛从年产不到 1 吨奶到 3 吨，且品质更优秀，据有关分析检测，水牛奶营养价值远高于黑白花牛奶，其乳脂肪、蛋白质和干物质的含量为 7.5%、5% 和 18% 左右，分别为黑白花牛奶的 2 倍、1.6 倍和 1.5 倍。公司未来 1-3 年内水牛奶量将有突飞猛进增长，为公司做大水牛奶奠定了强大基础。借助水牛奶的战略扩张和其自身丰富的营养价值，水牛奶方面，正成为公司差异化战略的亮点，保持稳定毛利率并扩大水牛奶销售（深挖广西市场、进军一线城市）将成为公司业绩的增长点。

5. 公司差异化战略还体现在直销与经销模式创造营销新特色。公司巴氏奶以直销为主，主要是送奶站瓶装投递，以宣传“新鲜奶就在家门口”而赢得区内比较稳定的市场，占有率将竞争者远远抛在后面；常温奶则以经销为主，通过扁平化销售主导冷链不完善地区，目前已在区内各县开展；果奶和水牛奶目前仍在培育和发展阶段，考虑到消费者认知需要一个过程，公司目前水牛奶和果奶还参加如“移动积分送牛奶”等活动，通过和机构的联系来培育消费习惯；在终端方面，公司在发展初期就通过酒楼终端拦截树立了高端品牌形象，未来这种定位和营销模式将得到强化。值得关注的是不久的将来公司有可能在北京、上海、广州和深圳这四个一线城市开展水牛奶的宣传营销，不排除 2011 年及以后开始出现水牛奶单项业务快速增长的可能。

6. 公司产品毛利率均显著高于行业平均水平，显示出很高的盈利能力。（1）巴氏奶多采用可以循环使用的玻璃瓶、塑料桶，成本远较常温产品包装材料使用的铝复合纸包装材料低廉；（2）直销模式降低了成本，瓶装送奶用户的增加为这部分利润提供了保障；（3）水牛奶毛利率较高，06 到 08 年水牛奶毛利率为 52.7%、51.8%和 47.5%，高于荷兰牛奶 10 到 11 个百分点，从而就提高了公司的整体毛利率；（4）销售净利率持续高位且有提升趋势。2007-2010 年一季度，公司销售净利率为 14.57%、14.3%、14.97%和 20.24%，而伊利为-0.02%、-8.02%、2.74%和 1.79%，悬殊巨大；（5）今年上半年由于原奶成本上涨推动收购价上涨，公司相应提高了销售价格特别是订购奶的价格，使得毛利率有一定幅度的提升，在严格控制费用支出的情况下，净利率也会随之保持升势。

结论：

公司作为区域性乳品龙头，拥有独特产品和稳定消费群体，未来水牛奶的发展将是其从区域走向全国的主要驱动力；从目前水牛的增长速度看明年将迎来爆发或跳跃增长——几何级数增长，同时考虑到巴氏奶的推进、常温奶区内市场的拓展和果奶消费群体培育基本成熟；公司正在加快推进募投项目建设，新增利乐包装生产线有可能近期投产。综合考虑，我们预计公司高成长持续性至少可以达到 5 年以上。按照公司本次业绩修正公告及我们的测算，2010 年销售收入从此前的增长 30%或 3.96 亿元调升至增长 38%或 4.11 亿元，调增 8 个百分点或增长 6.15%约 2438 万元，净利润增速从 44%或 6668 万元调升至增长 51.8%或 7078 万元，调升 8 个百分点或增长 6.15%达 410 万元，EPS 调升 0.04 元至 0.66 元，预计 2011-2012 年净利润增速均会超过 50%，且随着销售的到位有可能提速，2010-2012 年 EPS 约为 0.66 元、1.02 元和 1.58 元，对应 PE 为 37.9 倍、24.62 倍和 16 倍，考虑到沪深市场整体估值水平的不确定性，以较大幅度低于中小板估值重心如 40-45 倍测算，2010-2011 年目标价可达 29.77 元~45.84 元，与现价 25 元相比还有 18~84%左右升幅，故调升评级至“强烈推荐”。

皇氏乳业 2010-2012 年业绩预测表

万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	20,869.03	25,676.65	30,473.05	42,052.80	58,873.92	82,423.49
(+/-)	40.15%	23.04%	18.68%	38.00%	40.00%	40.00%
净利润	3,039.85	3,671.88	4,662.84	7,113.50	10,954.80	16,870.39
(+/-)	10.59%	21.62%	26.99%	52.56%	54.00%	54.00%
每股净收益(元)	0.38	0.46	0.58	0.66	1.02	1.58
毛利率	39.69%	40.15%	40.95%	41.77%	42.60%	43.45%
销售净利率	14.57%	14.30%	14.97%	16.92%	18.61%	20.47%
每股净资产(元)	1.5900	2.0400	6.7700	7.4470	8.1917	9.0109
市盈率(倍)			0.00	37.72	24.50	15.91
市净率(倍)				3.37	3.06	2.78

资料来源: 招股说明书

附: 今年以来公开发布报告一览

序号	报告名称	评级	时间
1	“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月13日
2	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月19日
3	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月19日
4	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月2日
5	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月8日
6	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月11日
7	食品饮料: 1月涨价未超预期 2月继续看好	看好	2月22日
8	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月22日
9	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月23日
10	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月23日
11	第七周食用农产品与生资价格小涨 ——商务部36个城市价格监测一周数据点评	看好	2月24日
12	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月25日
13	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月26日
14	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月26日
15	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月2日
16	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月2日
17	第八周食用农产品价格降1% 继续看好食品饮料-商务部36个城市价格监测一周数据点评	看好	3月4日
18	洋河股份: 全面攀高 势头正猛——洋河股份(0020304)09年报点评	推荐	3月5日
19	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月8日
20	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月8日
21	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个城市价格监测数据点评	看好	3月10日

22	2月食品CPI上涨6.2%略超预期 3月可能回落——2月份食品类价格数据点评	看好	3月12日
23	皇氏乳业(002329)调研快报:水牛奶巨头 跳跃增长待来年	推荐	3月15日
24	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月17日
25	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月18日
26	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月18日
27	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月18日
28	“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月23日
29	第11周食用农产品价格连降四周但降幅趋缓——商务部36个城市价格监测数据点评	看好	3月24日
30	受益自养自宰 预期更可向好——黑牛食品(002299)09年报点评	推荐	3月26日
31	得利斯山东肉制品龙头横纵布局——得利斯(002330)09年报点评	推荐	4月1日
32	净利润增长227% 争做省内第一品牌——金种子酒(600199)09年报点评	强烈推荐	4月1日
33	东兴证券研究所2010年联合调研系列之一:海西大消费品之圣农发展	强烈推荐	4月3日
34	第12周食用农产品价格继续下降 西南干旱影响有限——商务部36个城市监测数据点评	看好	4月3日
35	增发预案通过 高管换届不换届 维持评级——金种子酒10年第一次临时股东大会公告点评	强烈推荐	4月7日
36	第13周食用农产品价格降幅扩大 猪价下跌将缓解——商务部36个城市监测数据点评	看好	4月8日
37	第14周食用农产品价格连降七周 猪价跌幅收窄——商务部36个城市监测数据点评	看好	4月14日
38	1季度CPI食品类上涨5.1% 啤酒等进入旺季——国家统计局一季度食品类价格数据点评	看好	4月16日
39	近期猪价难大涨 若反弹对鸡肉是利好——关于近期猪肉价格走势的一些看法	看好	4.16
40	第15周农产品价格连降七周后首次回升 猪价止跌反弹——商务部36个城市监测数据点评	看好	4月22日
41	第16周猪价环比连涨两周 五一节日刺激消费增长——商务部36个城市价格监测点评	看好	4月29日
42	鸡肉标杆企业 健康经济龙头——圣农发展(002299)深度报告	强烈推荐	5月4日
43	第17周猪价环比连涨三周涨幅收窄 粮价或继续上扬——商务部36个城市价格数据点评	看好	5月5日
44	4月CPI食品类涨5.9% 部分品种中线价值凸显——国家统计局4月食品类价格数据点评	看好	5月12日
45	酱酒推迟上市 小幅下调盈利预测 维持评级——五粮液(000858)5月13日北京交流会快报	强烈推荐	5月13日
46	第18周菜价回落猪价略跌 粮价延续涨势——商务部36个城市价格监测数据点评	看好	5月13日
47	第19周猪菜价连跌两周 粮价略涨 维持看好评级——商务部36个城市价格数据点评	看好	5月19日
48	五粮液金种子酒等公司估值偏低 可考虑买入——食品饮料部分公司股价异动点评	强烈推荐	5月21日
49	第20周菜价续跌 猪肉跌幅增大 维持看好评级——商务部36个城市价格监测数据点评	看好	5月26日
50	功能糖巨人 健康经济功臣——保龄宝(002286)调研快报	强烈推荐	5月28日
51	第21周菜肉降幅收窄 粮价上涨0.2% 好看啤酒饮料——商务部36个城市价格监测数据点评	看好	6月3日
52	“双蛋”饮料销量猛增 调升盈利预测与评级——黑牛食品(002387)调研快报	强烈推荐	6月3日
53	营养美食转型酒 健康经济新趋势——食品饮料09年报和10年一季报回望	看好	6月8日
54	第22周菜价跌猪价升 行业四大看点 维持评级——商务部36个城市价格监测数据点评	看好	6月10日
55	10年中期业绩预增152%-184% 维持评级——金种子酒10年中期业绩预增公告点评	强烈推荐	6月18日
56	第23周猪肉水产略涨 看好“世界杯”与健康饮食相关公司——商务部36个城市数据点评	看好	6月22日
57	水灾损失冲减因素多 维持业绩预测与评级——圣农发展(002299)水灾受损公告点评	强烈推荐	6月22日
58	第24周健康饮食、配料和中报预增公司值得关注——商务部36个城市价格数据点评	看好	6月25日
59	鸡价低迷 暂调低预测与评级 长期继续看好——圣农发展(002299)中期业绩修正公告点评	推荐(调降)	7月9日

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。

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。