

2010年10月13日

皇氏乳业

成长性突出的区域性乳企

公司在广西市场拥有鲜奶最高市场份额，是全国最大的水牛奶加工企业，水牛奶源供应是公司业务发展的主要瓶颈。公司目前着力加强奶源以及产能建设，2011公司产能将有明显提升，随着公司可控奶源的增加，公司业绩将得到大幅提升。给予买入评级。

支撑评级的要点

- 公司以巴氏奶业务为主，巴氏奶销售收入比重约占70%，水牛奶是其特色产品，巴氏水牛奶在巴氏奶中的占比约为40%。
- 公司目前是国内最具规模的水牛奶加工企业，公司水牛奶产量在广西地区市场份额第一，达40%以上，第二名企业产量和销售规模与其有较大差距。广西自治区是我国奶水牛资源最丰富的省份之一，公司占据广西可收集水牛奶70%份额，奶源控制力强。
- 公司积极扩张产能，加强渠道开拓能力，推进产品的创新和升级。我们认为随着广西奶水牛品改工程效果呈现，公司奶源供给瓶颈将得到有效突破，销售规模将迎来大幅跃升。
- 公司在区域性乳企当中规模较小，增长基数低，但主要业务具备明显的差异性，其成长性仍有较大释放空间，未来三年内，公司收入和利润增速将显著快于行业平均水平。

评级面临的主要风险

- 乳制品安全问题对公司经营造成负面影响
- 奶源供应达不到预期，产能无法充分释放

估值

- 基于公司经营特色以及在局部市场的领先地位和成长性，我们给予公司39.10元目标价，对应2011和2012年市盈率分别为46倍和32倍，**持有**评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	257	305	395	534	759
变动(%)	23.0	18.7	29.7	35.1	42.2
净利润(人民币 百万)	37	46	65	91	131
全面摊薄每股收益(人民币)	0.34	0.43	0.61	0.85	1.22
变动(%)	21.6	24.2	42.0	39.8	44.4
全面摊薄市盈率(倍)	114	92	65	46	32
每股现金流量(人民币)	0.28	0.50	0.88	1.16	1.49
价格/每股现金流量(倍)	140	78	45	34	26
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12	5	7	9	11
每股股息(人民币)	0.00	0.20	0.24	0.34	0.49
股息率(%)	0.00	0.51	0.62	0.86	1.25

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

持有
A

002329.SZ - 人民币 39.18

目标价格: 人民币 39.10

刘都

(8621) 6860 4866 分机 8511

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110254

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	-	0	57	-
相对新华富时A50指数(%)	-	(8)	46	-

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	107
流通股(%)	25.2
流通股市值(人民币 百万)	1,058
3个月日均交易额(人民币 百万)	30
主要股东(%)	
黄嘉棣	42.5

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*苏斌为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

广西市场具备较强增长潜力

广西地区奶类产量和人均消费量大大低于全国平均水平。2007年广西地区奶类产量仅为7.42万吨，占全国奶类产量的0.2%；广西地区2007年人均奶类占有量为1.47千克，同期全国人均均为27.5千克；广西城镇和农村消费水平相差较大，2007年城镇居民人均乳制品（包括液态奶、奶粉等合计）消费量12.28千克，农村居民人均乳及乳制品消费量为0.13千克，同期全国平均水平为24.87公斤和3.52公斤。

我们认为人均奶类占有量和乳制品消费量增长是大趋势。未来人均乳制品消费增长最快的仍数奶业欠发达地区以及人均消费基数低地区，近年来广西奶类产量速度已经显著快于全国整体水平，2006，2007年奶类产量增速分别为16.7%和17.8%，同期全国奶类产量增速为16.0%和10.39%。

我们认为未来广西地区奶类消费的释放，受益者将是已经建立起品牌优势的领先企业，皇氏乳业即是其中最主要的受益者。

主营巴氏鲜奶，占据水牛奶龙头地位

我国奶源呈现北多南少特征，奶源基地具有一定的区域性，本地化的生产企业在控制奶源方面具有一定优势；此外，由于低温奶的保质期有严格限制（通常在7天以内），产品受到物流条件，特别是冷链配送系统的限制而存在一定的销售半径。

本地公司以依托当地奶源控制，通过低温奶和有地方特色的乳制品参与市场竞争，能够获得较好的区域市场地位。

我们在南宁调研时发现，蒙牛、伊利和光明的常温奶产品在大型商超当中均有销售，但产地都位于武汉和广州等地，运输距离较远，鲜奶产品较少进入南宁市场。

公司主营巴氏鲜奶，具备区域性乳企的一般特性。公司在广西巴氏鲜奶市场份额居首位。以产量计，公司2005年鲜奶产量占广西地区鲜奶产量的41.4%，2007年进一步提高至62.67%。

同时公司依托广西当地奶水牛资源优势成长为水牛奶龙头企业，在广西当地水牛奶产量占比达到40%以上。

公司巴氏奶业务收入占比达70%，巴氏水牛奶在巴氏奶业务当中收入占比约40%，公司水牛奶业务同其他主要竞争对手有较大差异性，使公司业务具有鲜明特色。经过多年的消费者教育和产品宣传，公司品牌在广西地区具有很强的知名度和影响力，水牛奶业务市场占有率最高。

公司上市后,加大奶源和产能建设,增强产品开发和升级能力,将能进一步巩固市场地位。

毛利率显著高于行业平均水平

公司巴氏鲜奶主要采用直销方式,送奶到户的直销模式收入占比占50%,直销模式使得公司营销环节少,费用相对较低,有利于保持公司较高毛利率水平。

公司目前在广西地区有41余万订奶户,日均送奶量达50余万瓶。公司送奶到户人工约1,000~1,400元/人/月,多劳多得。

另外采用瓶装奶也大大节约公司生产成本和包装成本。一条瓶装奶生产线投入不到一条无菌生产线投入的十分之一;同时玻璃瓶可重复使用,实际成本也不到无菌包装成本的十分之一(玻璃瓶折合0.02~0.03元/个/次,无菌包装成本约为0.3~0.5元/个)。

此外特色奶业务推高公司毛利率水平。公司大力发展营养价值高的水牛奶、南方特色鲜明的果奶和具有益生作用的发酵型酸奶,规避了常温奶的激烈竞争。水牛奶品质优良且日益为市场所认可,水牛奶产品售价约为普通荷斯坦牛奶产品售价的1.4-2倍,而产品成本约为普通荷斯坦牛奶产品的1.2-1.5倍,产品毛利率接近50%。公司作为全国水牛奶最大的生产销售公司,近年来该类产品的销售比重稳中有升,有力的支持着公司的高毛利率水平。

2010年原奶收购价格有较大幅度提升,公司面临一定成本压力,公司将以扩大奶源自给以及产品升级等多种举措来应对。

产品及营销策略改变促收入增长

公司营销策略有所转变,增加了帐期较长的渠道的覆盖,除送奶到户直销和酒店直销等,大幅增加了商超渠道的拓展力度,此外还同开拓了其他营销渠道,如同广西移动合作的积分兑换活动,进入中国石化的分销系统等。

2010年上半年,公司应收账款同比增长133.7%,预收账款同比增长15.4%,与此对应的是收入同比增长达26.7%。

公司目前正酝酿产品创新和升级,未来将“中高并举”,进一步提升公司盈利能力。公司中档产品定价将在5~8元,目标群体为消费高端奶特仑苏及金典的消费者,高档产品向牦牛奶看齐,定价在10~20元(以250ML计),高端奶目标产量10吨/天,高端常温奶将直接推向全国中心城市,预计达产后年销售额将超过1亿元,毛利贡献则在7,000万元以上。

奶源瓶颈将得到有效突破

公司目前奶源建设和产能扩张两手齐抓。奶源建设方面，公司自建桂平养殖基地、来宾养殖基地等三个基地于 2010 年底之前可陆续投入使用，公司外购良种奶牛力度加大，每月自有奶牛数量都在增长。

比较新的数据是拥有和签约/合作 23,000 头牛，其中自有 2,500 头黑白花奶牛，1,200 头奶水牛(另签约合作 7,800 头左右)。

公司近期在广西云南等地考察力度加大，不排除会发生收购行为，目标既包括工厂也包括奶场。

广西水牛资源丰富，未来良种奶水牛存栏数仍将大幅增长。广西畜牧总站统计，2007 年广西奶水牛年末存栏数为 33,128 头，较上年同比增长 25.28%。2008 年广西良种奶水牛年末存栏数为 37,199 头，同比增长 12.29%。目前良种奶水牛在 40,000 头左右，公司约控制其中 30%，同时在可收集水牛奶所占份额达到 70%，公司在水牛奶这一领域构建了较高的壁垒，包括现有的控制力度，以及长期以来参与广西地区的奶牛品改、繁育饲养、扶持奶农，同政府等方方面面保持较好的合作关系积累。

我们认为至 2012~2013 年，良种奶水牛数量能够逐步达到 65,000~75,000 头，加上整体产奶水平的提高，公司维持 60% 的可采集奶源份额，则公司未来 3 年收入规模快速增长基本确定。

产能建设方面，主要增加常温奶生产线，一条利乐线已完成安装调试，另外 3~4 条线将于年底前陆续投入使用，每条线年处理能力在 4,000~8,000 吨(满负荷运作会更高)，公司常温奶产量会提升，市场份额会提高。

盈利预测

公司收入增长受多因素推动：奶源及产能扩张，扩大常温奶比重，加大渠道扩张力度；产品创新和升级。

公司常温奶收入的增长会给公司毛利率水平带来负面影响，但公司水牛奶产量的释放以及产品升级等，会部分抵消原奶价格上升以及常温奶增长的带来的影响。

收入假设

收入增长假设	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币, 百万元)					
乳制品	255	302	391	528	750
同比(%)	37.7	18.5	29.5	35.0	42.0
其他	1.9	2.2	3.1	4.1	5.9
同比(%)	26.3	17.5	40.0	30.0	45.0

资料来源: 中银国际研究

费用假设

(人民币, 百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售费用	44.1	57.2	74	99	137
管理费用	17.6	19.4	25	33	47
财务费用	7.39	7.62	(0.18)	(0.43)	0.08

费用率(%)

营业费用	17.2	18.8	18.8	18.5	18.0
管理费用	6.8	6.4	6.3	6.3	6.2
财务费用	2.88	2.50	(0.05)	(0.08)	0.01

资料来源: 中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	257	305	395	534	759
销售成本	(154)	(178)	(239)	(314)	(441)
经营费用	(63)	(79)	(101)	(135)	(188)
息税折旧前利润	54	64	70	102	151
折旧及摊销	(13)	(17)	(15)	(17)	(20)
经营利润(息税前利润)	40	47	55	85	131
净利息收入(费用)	(7)	(8)	0	0	(0)
其他收益/(损失)	5	8	13	12	10
税前利润	38	47	68	97	141
所得税	(1)	(2)	(3)	(6)	(10)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	37	46	65	91	131
核心净利润	36	45	64	90	130
每股收益(人民币)	0.46	0.43	0.61	0.85	1.22
核心每股收益(人民币)	0.45	0.42	0.60	0.84	1.22
每股股息(人民币)	0.00	0.20	0.24	0.34	0.49
收入增长(%)	0.23	0.19	0.30	0.35	0.42
息税前利润增长(%)	NA	19.19	8.34	46.42	47.61
息税折旧前利润增长(%)	NA	16.20	16.11	55.45	53.90
每股收益增长(%)	NA	(8.68)	41.77	39.70	44.25
核心每股收益增长(%)	NA	(7.12)	41.96	39.84	44.40

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	47	589	497	492	496
应收帐款	26	35	59	80	114
库存	23	27	43	47	66
其他流动资产	13	12	14	15	21
流动资产总计	109	663	614	635	698
固定资产	120	128	145	180	221
无形资产	40	39	37	35	33
其他长期资产	44	86	131	173	216
长期资产总计	204	253	312	388	471
总资产	313	915	926	1,023	1,168
应付帐款	15	11	24	31	44
短期债务	93	85	0	0	0
其他流动负债	20	38	82	117	171
流动负债总计	128	134	106	148	215
长期借款	19	54	54	54	54
其他长期负债	3	4	4	4	4
股本	80	107	107	107	107
储备	83	617	656	710	789
股东权益	163	724	763	817	896
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	313	915	926	1,023	1,168
每股帐面价值(人民币)	2.04	6.77	7.13	7.64	8.37
每股有形资产(人民币)	1.55	6.40	6.78	7.31	8.06
每股净负债/(现金)(人民币)	0.80	(4.19)	(4.13)	(4.08)	(4.12)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	38	47	68	97	141
折旧与摊销	13	16	15	17	20
净利息费用	7	8	(0)	(0)	0
运营资本变动	(6)	4	4	10	11
税金	(1)	(2)	(3)	(6)	(10)
其他经营现金流	(27)	(19)	11	8	(1)
经营活动产生的现金流	22	54	94	124	159
购买固定资产净值	(46)	(57)	(75)	(94)	(103)
投资减少/增加	8	1	0	0	0
其他投资现金流	(0)	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(39)	(57)	(75)	(94)	(103)
净增债务	13	35	0	0	0
支付股息	0	(21)	(26)	(36)	(52)
其他融资现金流	9	537	(85)	0	0
融资活动产生的现金流	15	543	(111)	(36)	(52)
现金变动	(2)	542	(92)	(5)	4
期初现金	49	47	589	497	492
公司自由现金流	(16)	(3)	23	33	58
权益自由现金流	(11)	24	19	31	56

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	21.0	21.1	17.6	19.1	19.8
息税前利润率	15.8	15.4	13.8	15.9	17.2
税前利润率	14.7	15.6	17.2	18.1	18.5
净利率	14.3	15.0	16.4	17.0	17.2
流动性(倍)					
流动比率	0.9	5.0	5.8	4.3	3.2
利息覆盖率	5.5	6.2	-	-	1569.8
净权益负债率(%)	39.4	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	0.7	4.8	5.4	4.0	2.9
估值(倍)					
市盈率	85.4	91.9	64.7	46.3	32.1
核心业务市盈率	87.6	92.7	65.2	46.6	32.2
目标价对应核心业务市盈率	85.2	91.7	64.6	46.2	32.0
市净率	19.2	5.8	5.5	5.1	4.7
价格/现金流	NA	7.8	NA	NA	1057.3
企业价值/息税折旧前利润	79.0	79.5	53.8	36.8	24.9
周转率					
存货周转天数	33.0	31.8	39.8	32.2	31.8
应收帐款周转天数	36.9	42.1	54.8	54.8	54.8
应付帐款周转天数	35.7	21.6	36.5	36.5	36.5
回报率(%)					
股息支付率(%)	0.0	0.0	40.0	40.0	40.0
净资产收益率(%)	22.5	6.3	8.5	11.1	14.6
资产收益率(%)	11.7	5.0	7.0	8.9	11.2
已运用资本收益率(%)	11.0	4.1	5.0	7.3	10.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测