

2010年11月2日

# 皇氏乳业

## 原奶成本上涨快；产能将有大幅提升

**A** **持有**

002329.SZ - 人民币 42.41

目标价格: 人民币 43.20 (▲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



### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	-	8	50	-
相对新华富时A50指数(%)	-	(8)	38	-

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)	1,144
3个月日均交易额(人民币 百万)	33
净负债率(%) (2010E)	净现金
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

公司第三季度实现销售收入1.06亿元, 同比增长42.1%, 毛利率同比下降5.84个百分点至34.54%。三季度净利润1,086万元, 同比增长8.4%, 利润增速显著低于收入增速; 1-9月份实现销售收入2.88亿元, 同比增长32.0%, 实现净利润4,058万元, 同比增长33.2%。毛利率下降符合我们的预期, 维持全年每股收益0.605元预测不变。基于2010年奶源和产能建设以及营销投入力度的加大, 分别调高2011-2012年每股收益预测15.6%和16.5%至0.96元和1.34元, 目标价上调为43.20元, 维持持有评级。

### 支撑评级的要点

- 3季度销售成本和销售费用上升较快, 分别增长了56.1%和47.7%, 是导致净利润增速单季下降的主要原因。
- 公司销售费用以及长期待摊费用大幅增长, 主要是加大营销网络建设、广告投入和门店扩张所致。
- 公司加大奶源建设力度以配合产能的扩张, 1-9月份生产性生物资产较年初增加44.6%, 系购买奶牛所致。
- 公司收购皇氏食品产能, 克服了新建工厂周期长的缺陷, 能在短期内迅速提高产能支持销售增长。

### 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以及公司短期内产能提高的推动因素, 我们将目标价格由39.10元上调至43.20元, 对应2011和2012年市盈率分别为45倍和32倍, 维持持有评级。

### 图表 1. 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	616	864
变动(%)	23.0	18.7	29.7	55.9	40.2
净利润(人民币 百万)	37	46	65	103	144
全面摊薄每股收益(人民币)	0.34	0.43	0.61	0.96	1.34
变动(%)	21.6	24.2	41.9	58.4	40.0
原先预测每股收益(人民币)	-	-	-	0.83	1.15
调整幅度(%)	-	-	-	15.6	16.5
市盈率(倍)	123.6	99.5	70.1	44.2	31.6
每股现金流量(人民币)	0.28	0.50	0.88	1.25	1.62
价格/每股现金流量(倍)	152	84	48	34	26
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12	5	7	10	12
每股股息(人民币)	0.00	0.20	0.24	0.38	0.54
股息率(%)	0.00	0.52	0.63	0.99	1.39

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博BOCR &lt;GO&gt;, thomsonreuters.com以及中银国际研究网站(www.bociresearch.com.)上获取

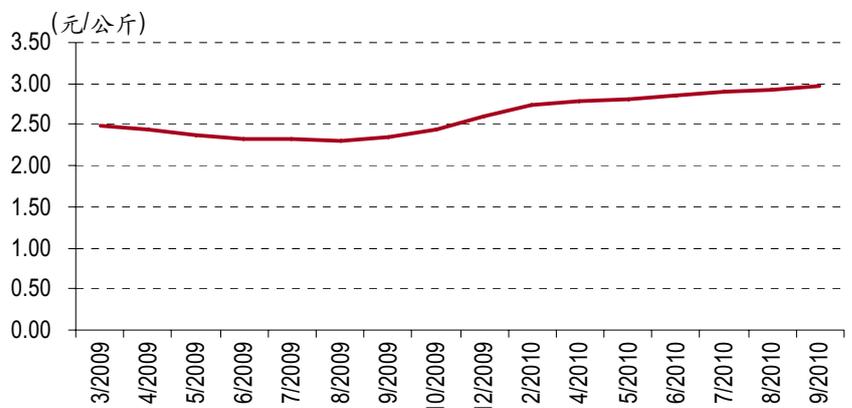
买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

## 成本上涨较快

从原奶主产区看，上半年原奶收购价较上年同期增长在16%-20%之间，第三季度原奶收购价格较上年同期增长25%左右，9月份主产区原奶价格2.98元/公斤，环比增长1.7%。

原奶收购价格南高北低，皇氏乳业2009年第三季度黑白花原奶收购价格大约在2.7-2.9元/公斤，较主产区高0.4-0.6元/公斤；今年第三季度涨至3.5-3.6元/公斤，依然高出主产区0.5元/公斤左右。

图表2. 主产区原奶价格走势情况

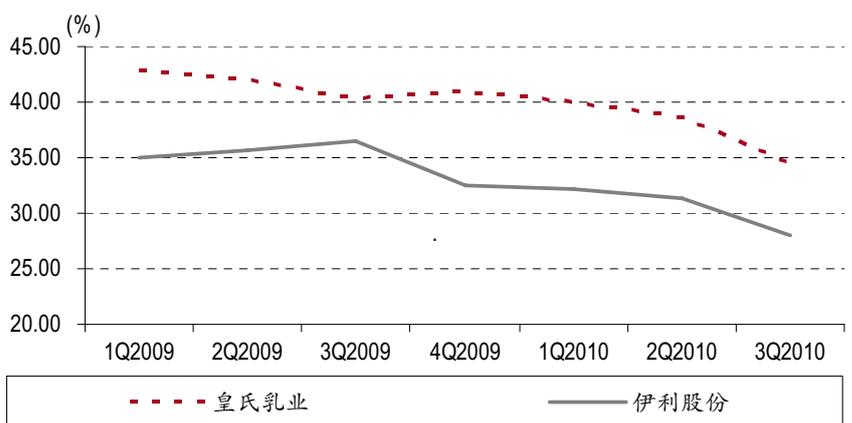


资料来源：统计局，中银国际研究

## 毛利率有所下滑

原奶价格上涨导致公司毛利率有所下滑，全年呈现前高后低特征。伊利股份毛利率也呈现类似走势。

图表3. 毛利率全年呈现前高后低走势



资料来源：公司公告，中银国际研究

## 逐步解决发展瓶颈，蓄势新发展

**努力缓解发展瓶颈。**公司收入增长的主要瓶颈存在于两个方面，一是产能，二是奶源，尤其是水牛奶。公司2010年新增4条利乐线，预计到年底基本实现安装试产，至2011年公司产能有明显提升；此外公司加大了奶源投入，截至9月底，公司生产性生物资产余额4,107万元，较年初增长44.6%。公司目前账面资金充裕，奶场建设和奶牛购买较为积极，我们在10月14日出版的乳制品报告中指出“不排除公司近期收购乳品工厂和奶牛场的可能性”，目前仍然坚持此判断。

**收购皇氏食品，产能将能短期内迅速提高。**10月30日，公司发布公告称收购皇氏投资集团（实际控制人黄嘉棣持股100%）持有的“皇氏食品”71%股权，收购金额为1871万。皇氏食品占地面积约88亩，已建成占地面积1.68万平方米的标准厂房、仓库及配套设施，可满足年产10万吨乳制品生产设备的场地要求，在生产规模上与目前公司本部乳制品生产厂相当。收购完成后，短期内公司将利用其部分厂房设备进行新增酸奶及乳酸饮料生产项目一期工程的建设，预计2011年3月前可投入生产，可实现日处理50吨酸奶及乳酸饮料的产能，按酸奶及乳酸饮料销售均价8,000元/吨计算，达产后公司每年可新增销售收入1.2亿元。

该项收购大大加快公司产能释放和产品结构调整节奏，我们认为这对公司是重大利好。

## 调整产品结构应对毛利率下滑

公司“中高并举”的产品策略在2011年将得到有效实施，公司中档产品是对目前现有产品的升级，高档产品则是新推产品，目标人群是同高附加值的牦牛奶消费人群一致。公司产品结构调整对销售收入增长和毛利率的企稳回升会有较大帮助。

## 调整2011、2012年预测，调高目标价

维持2010年每股收益0.605元预测，分别调高2011年和2012年盈利预测15.6%和16.5%。沿用前次评级市盈率倍数，上调目标价至43.20元，维持**持有**评级。

**图表 4. 公司第三季度单季利润表分析**

(人民币, 百万)	2009年 3季度	2010年 2季度	2010年 3季度	同比变动 %	环比变动 %
<b>营业总收入</b>	74.59	107.48	106.02	42.1	(1.4)
营业收入	74.59	107.48	106.02	42.1	(1.4)
营业成本	44.47	66.00	69.40	56.1	5.1
营业税金及附加	0.38	0.64	0.38	0.4	(40.4)
销售费用	13.75	21.99	20.31	47.7	(7.6)
管理费用	4.86	6.57	6.52	34.1	(0.8)
财务费用	1.88	(1.40)	(0.31)	(116.4)	(77.9)
<b>营业利润</b>	9.24	12.53	9.72	5.2	(22.4)
加: 营业外收入	1.44	3.77	2.62	82.2	(30.6)
减: 营业外支出	0.17	1.08	0.44	164.0	(59.4)
<b>利润总额</b>	10.51	15.22	11.90	13.2	(21.8)
减: 所得税	0.50	0.51	1.04	109.1	103.9
<b>净利润</b>	10.02	14.71	10.86	8.4	(26.2)
<b>属母公司所有者的净利润</b>	10.02	14.71	10.86	8.4	(26.2)
基本每股收益(元)	0.09	0.14	0.10		/
<b>盈利能力(%)</b>					
毛利率	40.4	38.6	34.54		
经营利润率	12.4	11.7	9.2		
税前利润率	14.1	14.2	11.2		
净利率	13.4	13.7	10.2		

资料来源: 公司资料, 中银国际研究

**图表 5. 1-9 月份主要财务指标同比分析**

(人民币, 百万)	2009年 1-9月	2010年 1-9月	同比变动%
<b>营业总收入</b>	217.92	287.60	31.98
营业收入	217.92	287.60	31.98
营业成本	127.13	179.86	41.47
营业税金及附加	1.22	1.29	5.33
销售费用	40.38	54.59	35.17
管理费用	14.19	17.99	26.81
财务费用	5.77	(1.18)	(120.50)
投资净收益	0.26	1.15	338.79
<b>营业利润</b>	28.96	33.91	17.08
加: 营业外收入	4.11	10.91	165.31
减: 营业外支出	0.26	1.70	543.11
<b>利润总额</b>	32.81	43.11	31.41
减: 所得税	2.34	2.54	8.72
<b>净利润</b>	30.47	40.58	33.15
<b>属母公司所有者的净利润</b>	30.47	40.58	33.15
基本每股收益(元)	0.28	0.38	
<b>盈利能力(%)</b>			
毛利率	41.7	37.5	
经营利润率	13.3	11.8	
税前利润率	15.1	15.0	
净利率	14.0	14.1	

资料来源: 公司资料, 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	616	864
销售成本	(154)	(178)	(239)	(363)	(506)
运营费用	(63)	(79)	(101)	(156)	(214)
息税折旧前利润	54	64	70	115	165
折旧与摊销	(13)	(17)	(15)	(18)	(21)
营业利润 (息税前利润)	40	47	55	98	144
净利息收入(费用)	(7)	(8)	0	0	0
其他收益/(损失)	5	8	13	12	10
<b>税前利润</b>	<b>38</b>	<b>47</b>	<b>68</b>	<b>110</b>	<b>154</b>
所得税	(1)	(2)	(3)	(7)	(11)
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>36.7</b>	<b>45.6</b>	<b>64.7</b>	<b>102.6</b>	<b>143.6</b>
<b>核心净利润</b>	<b>35.8</b>	<b>45.2</b>	<b>64.3</b>	<b>102.0</b>	<b>143.0</b>
每股收益 (人民币)	0.46	0.43	0.61	0.96	1.34
核心每股收益 (人民币)	0.45	0.42	0.60	0.95	1.34
每股派息 (人民币)	0.00	0.20	0.24	0.38	0.54
收入增长率 (%)	23	19	30	56	40
息税前利润增长率 (%)	n.a.	19.19	8.51	65.19	43.30
息税折旧前利润增长率 (%)	n.a.	16.20	16.06	78.96	47.80
每股收益增长率 (%)	n.a.	(7.12)	41.93	58.43	40.03
核心每股收益增长率 (%)	n.a.	(5.48)	42.12	58.71	40.14

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	491	481	484
应收帐款	26	35	59	93	130
库存	23	27	43	54	76
其他流动资产	13	12	14	17	24
<b>流动资产总计</b>	<b>109</b>	<b>663</b>	<b>607</b>	<b>646</b>	<b>714</b>
固定资产	120	128	150	193	241
无形资产	40	39	37	35	33
其他长期资产	44	86	132	176	220
<b>长期资产总计</b>	<b>204</b>	<b>253</b>	<b>319</b>	<b>403</b>	<b>495</b>
<b>总资产</b>	<b>313</b>	<b>915</b>	<b>926</b>	<b>1,049</b>	<b>1,209</b>
应付帐款	15	11	24	36	51
短期债务	93	85	0	0	0
其他流动负债	20	38	82	131	190
<b>流动负债总计</b>	<b>128</b>	<b>134</b>	<b>106</b>	<b>167</b>	<b>241</b>
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	717	804
<b>股东权益</b>	<b>163</b>	<b>724</b>	<b>763</b>	<b>824</b>	<b>911</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>总负债及权益</b>	<b>313</b>	<b>915</b>	<b>926</b>	<b>1,049</b>	<b>1,209</b>
每股帐面价值(人民币)	2.04	6.77	7.13	7.70	8.51
每股有形资产(人民币)	1.55	6.40	6.78	7.38	8.20
每股净负债/(现金)(人民币)	0.80	(4.19)	(4.06)	(3.98)	(4.00)

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	110	154
折旧与摊销	13	16	15	18	21
净利息费用	7	8	(0)	(0)	(0)
运营资本变动	(6)	4	4	10	13
税金	(1)	(2)	(3)	(7)	(11)
其他经营现金流	(27)	(19)	11	6	(3)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>22</b>	<b>54</b>	<b>94</b>	<b>134</b>	<b>173</b>
购买固定资产净值	(46)	(57)	(82)	(103)	(113)
投资减少/增加	8	1	0	0	0
其他投资现金流	(0)	0	0	0	0
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(39)</b>	<b>(57)</b>	<b>(82)</b>	<b>(102)</b>	<b>(113)</b>
净资产增加	0	0	0	0	0
净增债务	13	35	0	0	0
支付股息	0	(21)	(26)	(41)	(57)
其他融资现金流	9	537	(85)	0	0
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>15</b>	<b>543</b>	<b>(111)</b>	<b>(41)</b>	<b>(57)</b>
现金变动	(2)	542	(99)	(9)	3
期初现金	49	47	589	491	481
公司自由现金流	(16)	(3)	16	33	62
权益自由现金流	(11)	24	12	32	60

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
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率 (%)	21.0	21.1	17.7	18.7	19.1
息税前利润率 (%)	15.8	15.4	13.8	15.9	16.7
税前利润率 (%)	14.7	15.6	17.2	17.8	17.9
净利率 (%)	14.3	15.0	16.4	16.7	16.6
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.9	5.0	5.7	3.9	3.0
利息覆盖率(倍)	5.5	6.2	(285.2)	(201.0)	(9003.8)
净权益负债率 (%)	39.4	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.7	4.8	5.3	3.5	2.7
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	92.4	99.5	70.1	44.2	31.6
核心业务市盈率(倍)	94.8	100.3	70.6	44.5	31.7
目标价对应核心业务	94.1	101.3	71.4	45.1	32.2
市盈率(倍)					
市净率(倍)	20.8	6.3	5.9	5.5	5.0
价格/现金流(倍)	(1995.7)	8.4	(46.0)	(478.5)	1495.5
企业价值/息税折旧前	85.4	86.9	58.8	35.7	24.9
利润(倍)					
<b>周转率</b>					
存货周转天数	33.0	31.8	39.8	32.2	32.1
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
<b>回报率</b>					
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	12.4	15.8
资产收益率 (%)	11.7	5.0	7.0	9.8	11.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市集团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编:100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371