

高溢价购得更高价值资产 大幅调升11年预测

——皇氏乳业（002329）资产收购公告点评

2010年11月1日

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10月30日公告: 董事会26日通过决议同意与大股东皇氏投资集团签订《股权转让协议书》的议案, 用超募资金1871.60 万元收购其控股的广西皇氏甲天下食品有限公司全部71%股权, 并将继续洽谈收购剩余的29%股权, 最终实现对该公司100%控股, 收购目的在于扩大乳制品生产线。

观点:

1. 本次收购对公司将产生重大而积极影响, 大幅溢价的背后是公司找到了迅速解决产能不足问题的重大捷径, 用较少的现金获得了更高价值的优良资产。任何企业的资产收购都会带来多层面的影响, 包括负债的处理、原有人员的安置、新的产能协调和营销的积极跟进等。本次交易表面上容易被理解为两层意思: 一是溢价率过高, 公司用 1871 万元现金去购买大股东广西皇氏甲天下投资集团有限公司控股的皇氏食品 585 万元净资产 (4220 万元总资产扣除 3636 万元总负债的余额), 溢价率高达 351%; 二是皇氏投资集团控股股东为公司董事长黄嘉棣 100% 控股, 这笔交易似乎成为黄嘉棣本人向上市公司实现资产变现的举动。仔细分析发现, 本次关联交易的实质在于为上市公司供不应求的产品找到了新的重大产能供给通道, 是用小资金博得大资产。主要理由如下:

其一, 若单纯依靠新建产能将错失更多市场机会。近几年公司黑白花牛奶和水牛奶总体上由于产能不足而供不应求, 曾经和正在考虑异地扩张、购买土地、引进生产线等方式实现扩产, 但由于建设周期较长无法尽快达产而错过了较多产品销售机会, 如果继续单纯依靠新建产能将会错过更多机会;

其二, 皇氏食品的资产本身就是乳制品加工生产性资产, 短期内就可以投产。皇氏食品公司 03 年由四家公司合资设立: 黑龙江完达山哈尔滨乳品有限公司投资 1785 万元占 51% 股权、广西金光实业总公司和南宁市农村经济经营管理站各出资 700 万元占比均为 20%、广西鑫盛源畜牧有限公司出资 315 万元占比 9%, 主体资产为可以直接生产乳制品的厂房、生产线等。06 年为退出广西市场, 控股股东完达山乳品公司将股权转让给皇氏投资集团, 名称从广西完达山更名为皇氏食品; 08 年皇氏投资集团从南宁市农村经济管理站购得 20% 皇氏食品股权, 持股合计达到 71% 成为第一大股东。根据公司公告, 11 年 3 月之前就可以投产, 距离签订日期只有 5 个月左右, 效率之高可见一斑;

其三, 相当于现有业务规模翻翻。我们认同公司关于本次收购会带来收入大幅增长等的预期。据公告披露, 皇氏食品占地面积约 88 亩, 仅比公司本部使用面积 93 亩少了 5 亩或 5%, 而已建成占地面积 16793 平方米的未经使用的标准厂房、仓库及配套设施, 比本部厂房面积 15000 平方米多出 1793 平方米或 11.95%, 可满足年产 10 万吨乳制品生产设备的场地要求, 而本部设计产能也只有年处理液态奶 10 万吨。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, 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 8000 元/吨计算, 达产后公司每年可新增销售收入 1.2 亿元, 如果加班加点生产及产品提价, 则收入规模会更大, 公司还将考虑引进 PET 灌装生产线项目以利用其中一部分富余厂房及闲置配套设施, 进一步提升产能和业绩预期;

其四，资产作价标准实际上是向公司倾斜。根据皇氏食品包括土地在内的资产所在地理位置位于南宁市国家经济开发区内这一情况分析，该地块处于南宁市正在重点开发建设的功能复合城市中心，未来北部湾建设步伐加速等原因将推动这一区域地价上升，据公司公告目前该区域工业用地出让价格为 30 万--80 万元/亩不等，而本次作价水平为 29 万元/亩左右，与其所处同一区域其他地块的招拍成交价相比处于较低水平，“皇氏投资集团为了支持上市公司的发展，基于平价出让的交易原则，相关资产并未设置溢价条款，在利益平衡方面作出了让步”，未来向小股东收购剩余 29% 股权的报价有可能高于本次收购价格。我们根据公司本次公告披露的南宁市 2008 年确定的有关土地报价标准计算，皇氏食品所在地被界定为四级工业用地，其基本价格也应该定为 26.13 万元/亩，本次评估价仅高出约 3 万元/亩或 10.98%，溢价幅度较小。

2. 公司其他主要看点较多，构成可持续良性发展的扎实基础。一是产品的高品质。无论是黑白花牛奶还是水牛奶，其品质由于地处南方湿润地带广西、可食饲料青鲜占比大、管理优良、奶牛品质好等原因而出众，尤其是经过“二代三品杂”之后的奶水牛能够高产稳产优质水牛奶，在国内奶企中独树一帜；二是实行差异化的产品和营销战略。公司产品以巴氏奶或新鲜奶为主，配以较多的果奶等新产品，直销与经销相结合，在发展初期就通过酒楼终端拦截树立了高端品牌形象，10 年年底将在北京、上海和广州等一线城市开展水牛奶的宣传营销，进一步提升品牌形象，做大市场；三是产品毛利率均显著高于行业平均水平，大幅高于乳业龙头伊利股份，尤其是水牛奶高于黑白花牛奶，显示出很高的盈利能力。06 到 08 年水牛奶毛利率为 52.7%、51.8% 和 47.5%，高于荷斯坦牛奶 10 到 11 个百分点；2007-2010 年三季度，公司销售净利率为 14.57%、14.3%、14.97% 和 14.11%，而伊利为 -0.02%、-8.02%、2.74% 和 2.39%，悬殊巨大；四是提价较为方便。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，总体提高幅度达到 15% 以上，在严格控制费用支出的情况下，净利率也会随之保持稳中有升态势。

结论：

公司作为区域性乳品龙头，拥有天然的牛奶资源、产品高品质、营销差异化、各类社会资源等优势，一直在寻求规模扩张，本次收购堪称“天上掉下的大馅饼”，可迅速推进公司将资源优势转化成为产品加工优势、市场扩张优势和盈利增长优势。我们一直认为公司的高成长持续性至少可以达到 5 年以上。鉴于本次收购将给公司带来重大而积极的影响，我们通过模型测算，除维持 2010 年预测不变以外，调高 2011 年业绩预测：收入增速从 58% 调升至 96.87%，调高 38.78 个百分点，收入规模从 6.64 亿元调升至 8.46 亿元，净利润增速从 66% 调升至 100.3%，净利润规模从 1.18 亿元调升至 1.398 亿元，调高 2180 万元或 18.5%，EPS 从 10 年 8 月份联合调研后的第一次调高值 1.10 元再次调升至 1.31 元，2010-2012 年 EPS 约为 0.66 元、1.31 元和 1.97 元，对应 PE 为 59 倍、30 倍和 20 倍，以较大幅度低于中小板估值重心如 40-45 倍测算，2011- 年目标价可达 52 元~60 元，与现价 39 元相比还有 40~70% 左右提升空间，故维持“强烈推荐”评级。

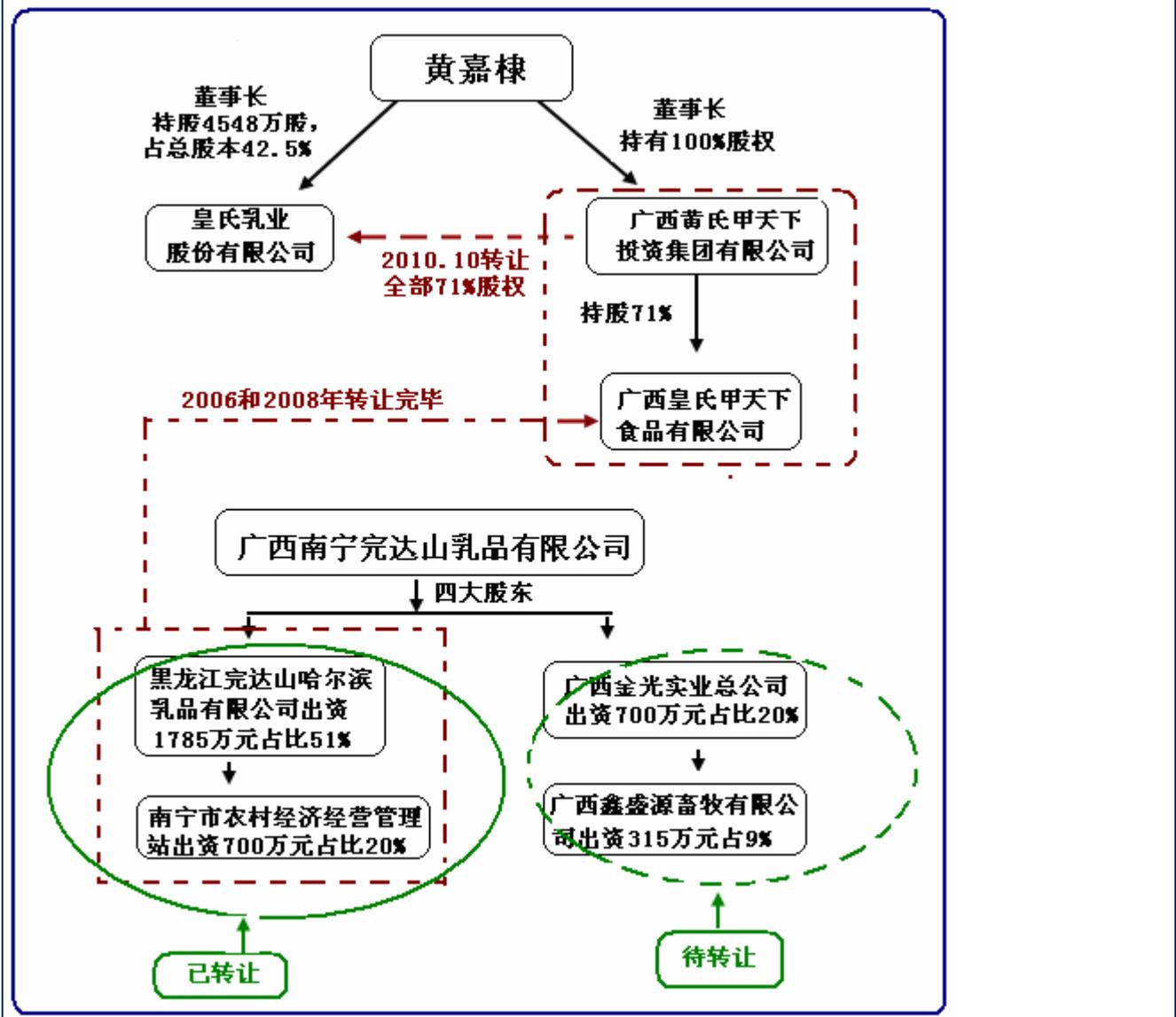
表 1 南宁市市区级别地面基准地价表

土地用途/ 土地级别	商业		住宅		工业	
	元/平方米	万元/亩	元/平方米	万元/亩	元/平方米	万元/亩
一级	5688	358.80	1890	126.00	641	42.73
二级	4480	292.20	1575	105.00	488	32.53
三级	2807	185.73	1146	76.40	421	28.07
四级	1410	93.87	728	48.53	392	26.13
五级	948	63.13	466	31.07	212	14.13
六级	694	46.20	—	—	—	—

备注：该表对应的平均容积率分别为商业 1.8、住宅 2.2、工业 1.0。

资料来源：《广西皇氏甲天下乳业股份有限公司关于使用部分超募资金收购广西皇氏甲天下食品有限公司 71% 股权暨关联交易的公告》

公司从大股东手中收购皇氏食品 71% 股权等相关交易关系图



资料来源：东兴证券研究所

表 2 皇氏乳业 2010-2012 年业绩预测表

指标(百万元)	08A	09A	10E	11E	12E
营业收入	256.77	304.72	422.97	832.71	1189.00
增长率	23.04%	18.68%	38.81%	96.87%	42.79%
净利润	36.72	45.62	69.78	139.77	210.88
增长率	8.37%	10.50%	52.98%	100.30%	50.88%
EPS (元)	0.46	0.57	0.66	1.31	1.97
ROE	25.29%	10.28%	6.17%	8.02%	10.42%
PE	-	-	59	30	20

资料来源：招股说明书

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，1993 年进入证券市场，2007 年加盟东兴证券研究所。

2009 年 10 月开始机构服务以来，主推金种子酒、五粮液、惠泉啤酒、圣农发展、黑牛食品 and 皇氏乳业等，主要报告：《历经风雨 巨人应更强大——五粮液深度报告之二》、《苏醒巨人 二线品牌典范——金种子酒深度报告》、《六力铸就超预期高增长——金种子酒调研报告》、《四个法宝降压力 五大机遇迎拐点——惠泉啤酒调研报告》、《鸡肉标杆企业 健康经济龙头——圣农发展调研报告》、《升级美食转型酒 健康经济新诉求——东兴证券研究所 2010 年食品饮料行业中期策略》、《“双蛋”饮料销量猛增 调升盈利预测与评级——黑牛食品调研快报》、《发力健康经济的黑牛——黑牛食品调研报告》、《中期业绩向上修正 调升业绩预测与评级——皇氏乳业中期业绩增速向上修正公告点评》、《即将发力京沪广 全年增长有望超五成 维持评级——皇氏乳业 10 年中报点评》、《进入全面提速时代 调升预测 维持评级——皇氏乳业(002329)调研快报》等。

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。本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。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。