

乳制品

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 蒋鑫

S0960110110022

0755-82026708

jiangxin@cjis.cn

6-12个月目标价: 55.00元

当前股价: 49.50元

评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	12759.60
总股本(百万)	107
流通股本(百万)	27
流通市值(亿)	14
EPS (TTM)	0.52
每股净资产(元)	6.77
资产负债率	20.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
皇氏乳业	21.08	37.10	93.96
深证成份指数	7.07	13.84	25.56



相关报告

《皇氏乳业-水牛奶, 三年即将甲天下》  
2010-10-29

皇氏乳业

002329

推荐

高端差异化产品水牛奶即将迈开全国化战略步伐

近日我们与皇氏乳业的管理层对公司的经营状况和战略规划进行了深入交流, 我们依然看好公司未来的发展, 将密切跟踪公司产品在省外市场的推广情况等对基本面对有重大影响的因素。

投资要点:

- 公司控制了广西70%的可控水牛奶奶源, 并一直通过异地收购的形式加大水牛奶的供给, 预计2年后公司的水牛奶奶源将达到10万吨每年。通过控制水牛奶奶源, 公司基本已经在水牛奶领域构建了较高的壁垒, 实现了在差异化领域的绝对优势。随着广西省水牛奶的品改项目的不断推进, 水牛奶的供给瓶颈预计在2012/2013年将逐步得到缓解, 奶水牛供给量将超过7万头, 按公司可以控制5万头, 每头每年2万吨的产量计算, 2年后公司的水牛奶奶源将达到10万吨每年。
- 水牛奶奶源的高速增长与公司未来水牛奶产品产能的释放将实现良性循环, 市场空间非常广阔。公司将开始加快省外市场的拓展速度, 以差异化的高端水牛奶为突破口, 待水牛奶在省外的销售实现了规模化之后, 将激发农户收集更多的奶水牛, 实现一个良性循环。我们认为公司对水牛奶奶源的需求将在较长时间保持高速增长, 公司未来对其的需求不仅体现在高端水牛奶产品的放量, 待水牛奶的供给达到一定规模后, 公司有可能加大水牛奶奶酪等产品的开发, 考虑到欧洲国家对水牛奶奶酪的巨大需求, 我们认为公司未来水牛奶产品的市场空间将非常广阔。
- 2011年上半年本部的募投项目将投产, 液态奶的产能将达到10.5万吨, 支持公司省外扩张。加上10月底公告的新购厂房具有日处理酸奶50-100吨的生产能力, 预计明年3月份投产, 按照8000元/吨的价格, 每年生产300天计算, 每年将为公司增加1.2亿元的销售收入。公司未来还计划引进乳饮料生产线扩大产能。
- 预计高端水牛奶产品在春节前可以在省外面世。高端水牛奶产品目前只欠包材设备到位, 产品设计规划等准备都已就绪。预计本月可以完成所有准备工作, 调试后春节前可以推向市场。目前规划的水牛奶产品价格在10元/瓶、15元/瓶(250ml)左右, 毛利率约70%。预计明年省外市场能为公司带来至少1-2亿的收入。
- 新产品的销售渠道计划走团购形式, 先在高端写字楼进行示范工程。公司的高端水牛奶产品面向的消费人群主要是白领等高收入人群, 计划先在北京、上海等发达地区的写字楼进行试水。如果销售情况良好, 将在超市等渠道进行大规模铺货, 同时加大广告投入力度。目前公司已经聘用了经验丰富销售人员准备在北京上海开始推广新产品, 考虑到公司的水牛奶在国内并没有竞争对手, 我们认为公司产品的推广能够在新市场获得成功。

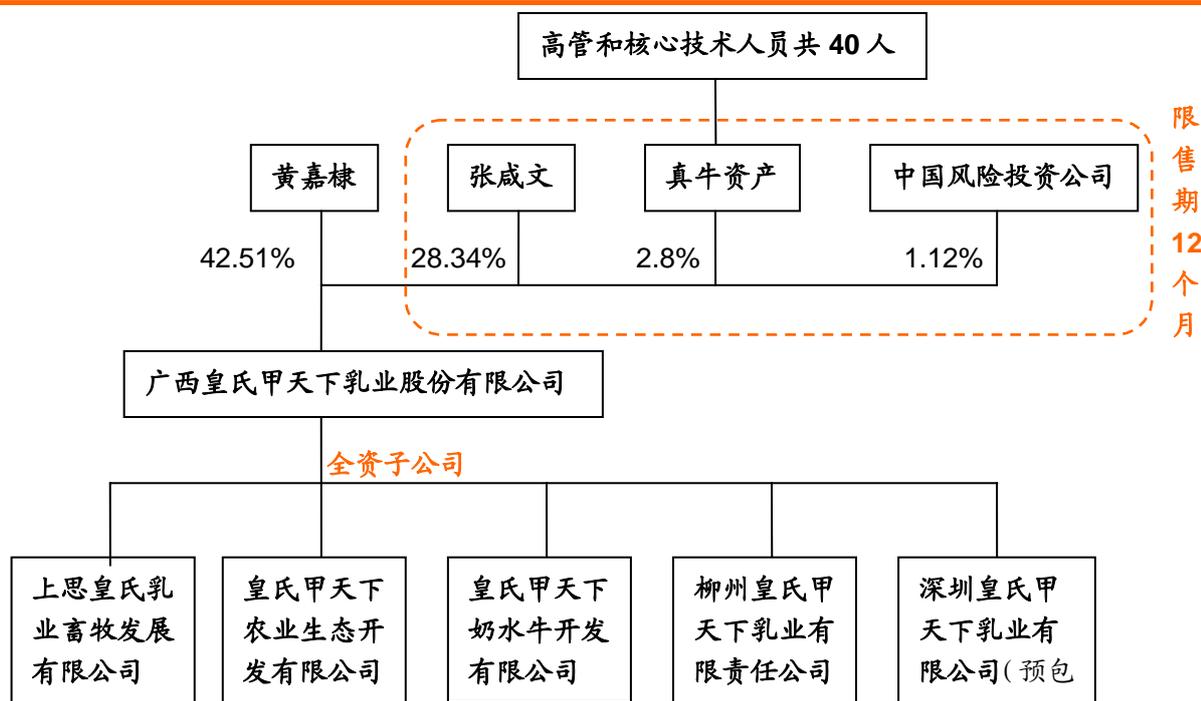
主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	305	439	653	874
同比(%)	19%	44%	49%	34%
归属母公司净利润(百万元)	46	69	107	151
同比(%)	24%	52%	55%	41%
毛利率(%)	41.5%	40.3%	41.6%	42.9%
ROE(%)	6.3%	9.0%	12.2%	14.7%
每股收益(元)	0.43	0.65	1.00	1.41
P/E	114.4	75.69	49.5	34.89
P/B	5.53	5.19	4.56	3.89
EV/EBITDA	56	51	32	22

资料来源: 中投证券研究所

- 在省内市场，公司将逐步从规模和销售水平两方面提升经销商的质量，加大网点的建设力度。公司规划在未来几年在广西省内建设 300 多个专卖店，在自建网点规模不断壮大的同时，加大合作网点的数量，提高省内的市场份额。
- 公司拥有完善的激励机制，高管持股比例占 2.8%。公司董事长黄嘉棣先生持股比例 42.51%，副董事长张咸文先生持股比例 28.34%，其他高管持股比例占 2.8%，我们认为管理层与公司利益高度一致。通过对董事长管理理念的了解，我们认为公司未来在市场推广过程中将会聘请更多的管理人员，有可能在未来通过股权激励等方式激励管理层。
- 我们预计 2010 年-2012 年公司的 EPS 分别为 0.65、1.00 和 1.41 元。公司目前正不断扩充生产能力，我们认为销售规模增速将保持在 50% 的水平。我们看好公司未来在省外市场的拓展能力，认为公司目前正处于成长期，考虑到公司未来几年的增长速度更加确定并结合当前食品饮料行业中小板上市公司的估值水平，我们继续维持对公司“推荐”的评级。

图 1：公司股权及经营公司



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2：按主要生产原料来分销量情况（吨）

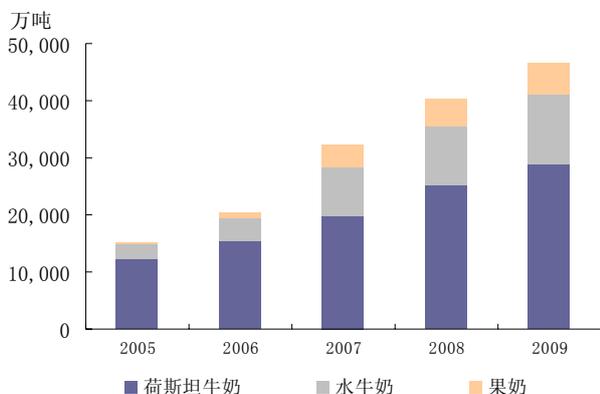
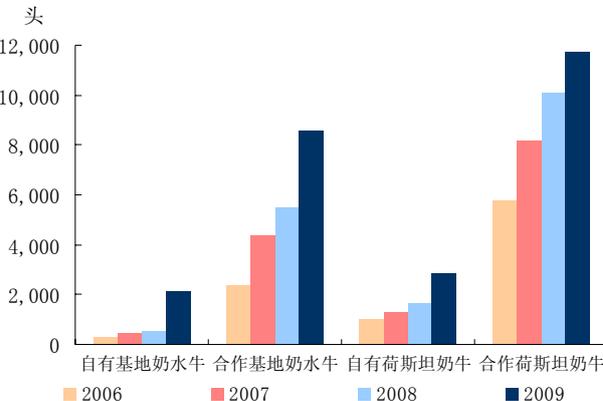


图 3：2006-2009 公司可控的奶牛存栏量变化



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 4: 2009 年各类产品毛利率水平

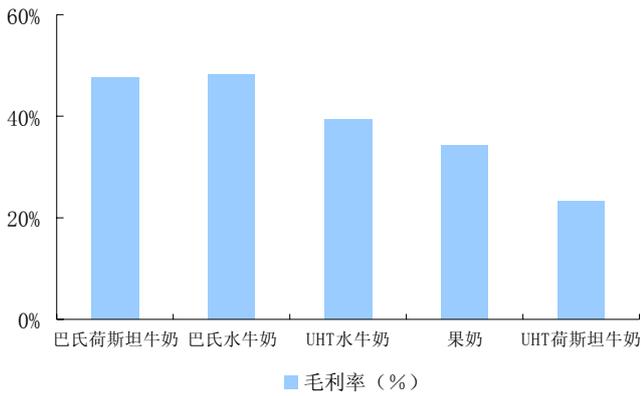
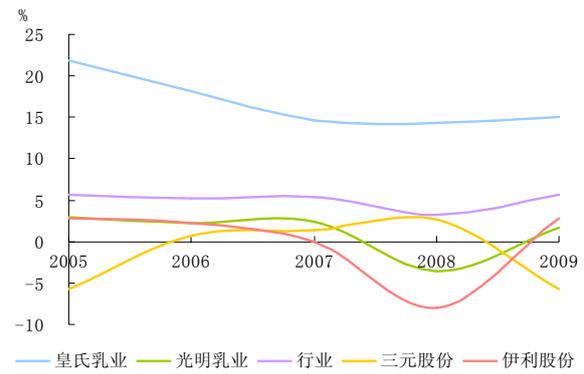


图 5: 各乳制品公司销售净利率水平



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 1 预计公司未来几年产能释放进程 (万吨)

产品	2008	2009	2010	2011	2012	2013
水牛奶	1.00	1.2	1.7	2.1	2.6	3
荷兰牛奶	2.50	2.9	3.5	4.5	5.5	6
果奶	0.50	0.5	0.7	0.8	1	1.5
小计	4	4.8	5.9	7.4	9.1	10.5

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	663	667	752	900	<b>营业收入</b>	305	439	653	874
现金	589	504	512	582	营业成本	178	262	382	499
应收账款	35	88	131	175	营业税金及附加	2	2	3	4
其它应收款	5	9	13	17	营业费用	57	83	124	166
预付账款	6	13	19	25	管理费用	19	29	42	57
存货	27	52	76	100	财务费用	8	-1	-1	-1
其他	0	1	1	1	资产减值损失	1	1	1	1
<b>非流动资产</b>	253	312	331	358	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1	7	7	7	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	128	174	206	230	<b>营业利润</b>	39	63	102	148
无形资产	39	39	39	39	营业外收入	9	10	10	10
其他	85	92	78	82	营业外支出	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	915	979	1083	1258	<b>利润总额</b>	47	72	111	157
<b>流动负债</b>	134	184	178	203	所得税	2	3	4	6
短期借款	85	76	76	76	<b>净利润</b>	46	69	107	151
应付账款	11	26	38	50	少数股东损益	0	0	0	0
其他	38	81	64	77	<b>归属母公司净利润</b>	46	69	107	151
<b>非流动负债</b>	58	24	26	26	EBITDA	63	69	111	159
长期借款	54	24	24	24	<b>EPS (元)</b>	0.43	0.65	1.00	1.41
其他	4	0	2	2					
<b>负债合计</b>	191	207	204	228	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	107	107	107	107	<b>成长能力</b>				
资本公积	488	488	488	488	营业收入	18.7%	44.0%	48.9%	33.8%
留存收益	129	177	284	435	营业利润	19.1%	59.0%	62.8%	44.9%
归属母公司股东权益	724	772	879	1030	归属于母公司净利润	24.2%	51.7%	54.6%	41.1%
<b>负债和股东权益</b>	915	979	1083	1258	<b>获利能力</b>				
					毛利率	41.5%	40.3%	41.6%	42.9%
					净利率	15.0%	15.8%	16.4%	17.3%
					ROE	6.3%	9.0%	12.2%	14.7%
					ROIC	15.7%	16.7%	20.8%	25.8%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	20.9%	21.2%	18.8%	18.1%
					净负债比率	73.54	48.12%	48.94	43.69%
					流动比率	4.95	3.63	4.23	4.44
					速动比率	4.75	3.35	3.80	3.95
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.50	0.46	0.63	0.75
					应收账款周转率	10	7	6	6
					应付账款周转率	13.96	14.26	11.86	11.33
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.43	0.65	1.00	1.41
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	0.27	0.42	1.00
					每股净资产(最新摊薄)	6.77	7.21	8.21	9.62
					<b>估值比率</b>				
					P/E	114.4	75.69	49.5	34.89
					P/B	5.53	5.19	4.56	3.89
					EV/EBITDA	56	51	32	22

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

张 镭: 中投证券研究所首席行业分析师。

蒋 鑫: 中投证券研究所食品行业分析师, 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士。

柯海东: 中投证券研究所酒类行业分析师, 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学工业设计工学学士, 武汉大学营销管理双学士。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434