

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:

当前股价: 49.00元

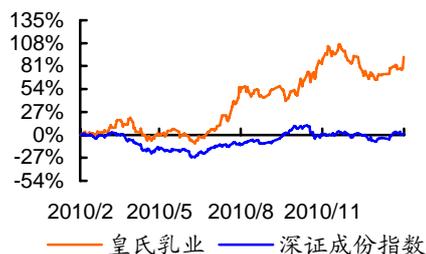
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	12633.88
总股本(百万)	107
流通股本(百万)	62
流通市值(亿)	30
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	16.33	4.43	27.11
深证成份指数	10.37	0.24	15.23



相关报告

《皇氏乳业-高端差异化产品水牛奶即将迈开全国化战略步伐》2010-12-20
《皇氏乳业-水牛奶, 三年即将甲天下》2010-10-29

皇氏乳业

002329

推荐

2010年业绩快报点评: 产能释放效应将在2011年逐步显现

公司于2011年2月25日公告其2010年业绩快报,其2010年营业总收入4.11亿元,同比增长34.94%;净利润5930.8千万,同比增长41.41%;基本每股收益0.55元。

点评:

- 业绩低于预期, 主要原因是新收购甲天下食品还未投产, 其亏损拖累业绩。公司10月份收购了关联企业广西皇氏甲天下食品有限公司71%的股权, 根据新会计准则, 需要将其近两年的业绩合并入报表, 甲天下食品2009年净利润亏损517.5万, 2010年前10个月净利润亏损448.4万, 合并之后2009年公司基本每股收益0.39, 2010年基本每股收益0.55。如果剔除甲天下食品亏损减少公司净利润400多万, 基本每股收益大约0.59。2011年甲天下食品将逐步投产, 实现盈利, 达产后能为公司贡献1.2亿收入。
- 另一方面原因是2010年原奶价格上涨幅度超出预期, 同时常温奶增长较快导致整体毛利下降。常温奶产品毛利相比巴氏奶稍低, 常温奶占比由2009年的30%提升到2010年的40%, 造成公司产品总体毛利率有所下降。2010年原奶价格上涨幅度超过20%, 随着奶牛存栏量逐步上升, 饲料价格涨幅放缓, 我们认为2011年原奶价格增速将放缓, 公司通过产品结构高端化发展将逐步转嫁成本压力。
- 2010年液体乳销量接近7万吨, 销量增幅超过40%, 公司产品需求仍然旺盛, 随着募投项目逐步投产, 支持收入高速增长。募投项目完全达产后液态奶的产能将达到10.5万吨, 加上10月底新购厂房具有日处理酸奶50-100吨的生产能力, 这些产能都将在2011年投产, 6-12个月可以实现100%达产, 公司的产品目前仍是供不应求, 广西本地广阔的市场空间及产能逐步释放支持公司未来3年保持30%以上的增长。公司未来将继续扩大产能, 在高新区新购一块500多亩的地, 计划未来建新液态奶加工基地, 2011年广东地区也是公司发展的重点区域。
- 高端水牛奶在春节期间已经在广西试卖, 销售情况很好, 第一批货5000件在2日内售完, 1个月后将借助两会等政治性活动在北京面世。公司在春节期间在广西推出了高端水牛奶礼品包, 每件8盒, 250ml苗条装, 售价168元, 毛利超过70%, 销售情况很好。3月公司打算借助两会等政治性活动, 在北京开始逐步投放, 仍是走高端路线, 前期是树立品牌, 未来再逐步放量。
- 我们调整2010年-2012年公司的EPS到0.55、0.80和1.06元。虽然今年业绩低于预期, 但我们认为公司通过产能逐步释放和向外拓展市场, 未来仍能够保持30%-50%的增速。如果差异化产品高端水牛奶在省外推广顺利, 为公司业绩带来很大弹性, 我们看好公司基本面, 继续维持“推荐”的评级。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	305	412	586	778
同比(%)	19%	35%	42%	33%
归属母公司净利润(百万元)	42	59	85	113
同比(%)	14%	41%	45%	32%
毛利率(%)	39.8%	37.3%	39.7%	40.4%
ROE(%)	5.8%	7.8%	10.1%	11.8%
每股收益(元)	0.39	0.55	0.80	1.06
P/E	132.36	93.93	64.98	49.11
P/B	7.67	7.29	6.55	5.78
EV/EBITDA	88	101	65	47

资料来源: 中投证券研究所

图 1: 新产品广告



资料来源: 中投证券研究所

表 1 分产品量价预测

销量 (吨)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
荷兰牛奶	19885	25275	28903	41909	58673	76275
水牛奶	8468	10239	12261	16552	22346	30167
果奶	4011	4736	5316	6645	8306	10383
合计	32364	40250	46480	65107	89325	116824
均价 (元/吨)						
荷兰牛奶	4917	5644	5907	5730	5672	5616
水牛奶	7497	7847	7968	7729	8888	9333
果奶	5933	6727	6756	6553	6488	6423
营业收入 (百万元)						
荷兰牛奶	97.77	142.65	170.73	240.13	332.82	428.34
水牛奶	63.48	80.34	97.70	127.93	198.62	281.54
果奶	23.80	31.86	35.91	43.55	53.89	66.69
合计	185.06	254.86	304.34	411.61	585.33	776.57
Yoy%				35.25%	42.20%	32.67%
毛利率						
荷兰牛奶	40.70%	37.82%	38.80%	36.00%	36.00%	36.00%
水牛奶	51.70%	47.50%	47.80%	46.00%	48.00%	50.00%
果奶	36.40%	32.40%	36.90%	32.00%	32.00%	32.00%
营业成本 (百万元)						
荷兰牛奶	57.98	88.70	104.49	153.68	213.01	274.14
水牛奶	30.66	42.18	51.00	69.08	103.28	140.77
果奶	15.14	21.54	22.66	29.61	36.64	45.35
合计	103.78	152.42	178.15	252.38	352.93	460.26

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
流动资产	663	685	772	907	营业收入	305	412	586	778
现金	589	535	563	631	营业成本	184	259	354	464
应收账款	35	78	111	148	营业税金及附加	2	2	3	4
其它应收款	5	7	9	12	营业费用	57	78	117	156
预付账款	6	13	18	23	管理费用	19	29	41	54
存货	27	51	70	92	财务费用	8	-1	-1	-2
其他	0	1	1	1	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	253	283	274	275	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	145	149	147	营业利润	34	45	72	101
无形资产	39	39	39	39	营业外收入	9	18	18	18
其他	85	92	78	82	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	915	968	1046	1182	利润总额	42	62	89	118
流动负债	134	182	173	196	所得税	0	2	4	5
短期借款	85	76	76	76	净利润	42	59	85	113
应付账款	11	26	35	46	少数股东损益	0	0	0	0
其他	38	81	62	74	归属母公司净利润	42	59	85	113
非流动负债	58	24	26	26	EBITDA	58	51	78	107
长期借款	54	24	24	24	EPS (元)	0.39	0.55	0.80	1.06
其他	4	0	2	2					
负债合计	191	206	199	222	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	107	107	107	107	成长能力				
资本公积	488	488	488	488	营业收入	18.7%	35.2%	42.2%	32.7%
留存收益	129	166	252	365	营业利润	3.5%	30.1%	61.5%	39.9%
归属母公司股东权益	724	762	847	960	归属于母公司净利润	14.2%	40.9%	44.5%	32.3%
负债和股东权益	915	968	1046	1182	获利能力				
					毛利率	39.8%	37.3%	39.7%	40.4%
					净利率	13.8%	14.3%	14.6%	14.5%
					ROE	5.8%	7.8%	10.1%	11.8%
					ROIC	14.4%	13.3%	17.7%	22.3%
					偿债能力				
					资产负债率	20.9%	21.3%	19.0%	18.8%
					净负债比率	73.54	48.39%	50.12	44.95%
					流动比率	4.95	3.75	4.47	4.63
					速动比率	4.75	3.47	4.06	4.15
					营运能力				
					总资产周转率	0.50	0.44	0.58	0.70
					应收账款周转率	10	7	6	6
					应付账款周转率	14.36	14.21	11.55	11.35
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.39	0.55	0.80	1.06
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	0.28	0.33	0.69
					每股净资产(最新摊薄)	6.77	7.12	7.92	8.97
					估值比率				
					P/E	132.36	93.93	64.98	49.11
					P/B	7.67	7.29	6.55	5.78
					EV/EBITDA	88	101	65	47

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