

2011年3月28日

皇氏乳业

营销领域扩张，产品结构调整

A **持有**

002329.SZ - 人民币 49.37

目标价格: 人民币 46.50 (▲43.20)

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	1	3	83
相对新华富时A50指数(%)	(5)	(2)	0	92

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)	1,331
3个月日均交易额(人民币 百万)	11
净负债率(%) (2011E)	26.3
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
具备证券投资咨询业务资格

公司2010年实现销售收入4.11亿元,同比增长34.9%,利润总额5,925万元,同比增长40.12%;归属于上市公司股东净利润5,693万元,同比增长35.81%,扣除非经常性损益后净利润4,514万元,同比增长18.99%。每股收益0.53元,低于市场预期。我们将目标价格上调至46.50元,维持持有评级。

支撑评级的要点

- 2010年原材料成本上涨致公司毛利率下降较明显,2011年一季度公司对主要产品售价平均提升10%,预计将能有效缓解成本压力。
- 销售费用率小幅提升,财务费用率下降较快,期间费用率下降。
- 公司目前处战略扩张期的特征明显,2011年省内省外齐发展的营销策略明确。
- 预计未来3-4年内公司依然以高于行业平均的增速发展。

评级面临的主要风险

- 皇氏食品产能不能有效及时释放风险。
- 高端产品推出效果不佳风险。

估值

- 基于公司经营特色和局部市场的领先地位,以及公司相对于行业的成长性,另公司短期内产能提高的推动因素,我们将目标价格由43.20元上调至46.50元,对应2011和2012年市盈率分别为50倍和35倍,维持持有评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	305	411	636	900	1,195
变动(%)	18.7	34.9	54.7	41.5	32.8
净利润(人民币 百万)	46	57	99	142	187
全面摊薄每股收益(人民币)	0.43	0.53	0.93	1.33	1.75
变动(%)	24.2	24.8	74.1	43.6	31.2
原先预测每股收益(人民币)	0.43	0.60	0.96	1.34	-
调整幅度(%)	-	-	(3.50)	(0.74)	-
市盈率(倍)	116	93	53	37	28
每股现金流量(人民币)	0.50	0.50	1.40	1.73	2.07
价格/每股现金流量(倍)	98	98	35	29	24
企业价值/息税折旧前利润(倍)	70.9	76.9	46.1	29.9	22.5
每股股息(人民币)	0.00	0.21	0.37	0.53	0.70
股息率(%)	0.00	0.42	0.75	1.08	1.41

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

业绩略低于预期

公司 2010 年实现销售收入 4.11 亿元，同比增长 34.9%；归属于上市公司股东净利润 5,693 万元，同比增长 35.81%，扣除非经常性损益后净利润 4,514 万元，同比增长 18.99%。每股收益 0.53 元。

公司于 2010 年 10 月收购的皇氏食品全年亏损 710 万元，并表后影响净利润减少 504 万元，约合每股收益-0.047 元，如扣除该项损失，仍略低于市场预期。

成本上涨较快，毛利率下滑

从原奶主产区数据看，2010 年原奶平均收购价格较上年同期增长在 16%-18% 之间。2010 年原奶主产区平均奶价为 2.88 元，其中 2010 年初均价为 2.70 元/公斤左右，至 2010 年 12 月份，主产区原奶价格 3.13 元/公斤左右，较年初增加 0.43 元/公斤。2011 年 1 季度主产区原奶平均价格 3.18 元/公斤，环比增长 3.2%。南方地区原奶价格也基本保持整体上涨态势。

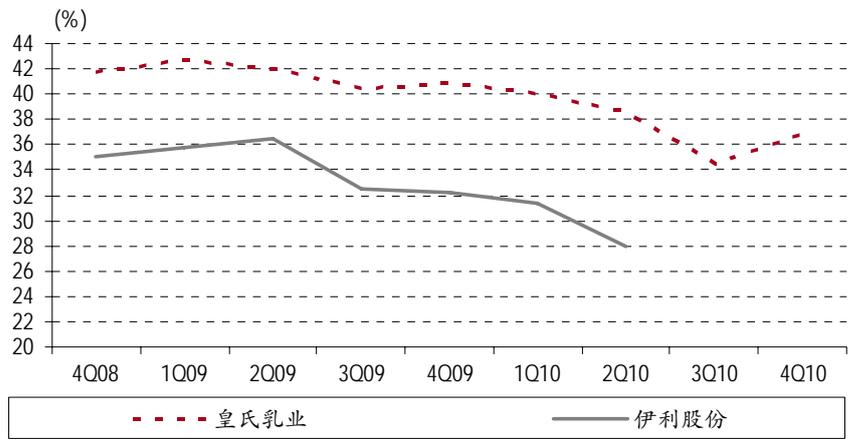
图表 2. 主产区原奶价格走势情况



资料来源：统计局，中银国际研究

公司 2010 年原材料成本平均涨幅在 10%-15% 之间，公司产品售价没有较大变动，因此毛利率出现较为明显下滑，2010 年公司主营毛利率为 37.3%，同比下滑 4.2 个百分点，毛利率全年呈现前高后低特征。

公司于 2011 年一季度对主要产品进行了超过 10% 的提价，另外通过新的高附加值产品的推出，预计将能有效缓解成本上涨压力。

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

期间费用率下降，营业外收入大增

2010 年公司销售费用 7,868 万元，同比增长 36.74%(追溯调整后报表对比)，期间费用率为 19.1%，较上年同期提高 0.3 个百分点；管理费用率 6.46%，同比下降 0.7 个百分点；财务费用率下降 3.1 个百分点。期间费用率 25.8%，同比下降 3.5 个百分点。

2010 年公司非经常性损益 1,179 万元，同比增长 196.09%，主要因为 2010 年度收到政府补贴 2,004 万元，同比增长 136.60%。扣除非经常性损益，公司净利润同比增幅约 19%，大幅落后于收入增速。

处于战略扩张期

收购皇氏食品，将能短期内迅速提高产能。2010 年 10 月公司收购皇氏投资集团(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 1,871 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 4 月可投入生产，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。

产品开发提速，公司根据目标市场定位及需求分析，持续推出老酸奶、乳果 i 系列果奶、西山牧场原味水牛奶、高端摩拉菲尔水牛奶、果粒酸奶等 20 多种创新系列产品，未来可能继续推出水牛奶酪、咖啡伴侣等新品，目的为全方位满足不同消费层次、不同年龄结构的乳品需求，培育新的市场消费主体。公司开发的摩拉菲尔高端水牛奶以春节礼品市场为突破口，已初步面市。

销售方面，公司于 2010 年亦加大了帐期较长渠道的开拓力度，同时也将覆盖区域扩大，核心市场南宁的销售收入同比增长 30%，桂林、柳州市场销售收入同比增长 60% 左右，广西其他地区销售收入同比增长约 50%，销售收入占比近一半，省内市场开拓效果明显。

省外市场，公司加快了在广西周边地区的市场开发力度。公司在深圳设立全资子公司，在云南和贵州设立办事处负责当地市场营销，公司还在广东惠州通过委托加工形式实现瓶装奶、老酸奶等巴氏奶产品在广东的上市销售。

2011 年扩张仍是主基调

依据《关于在乳品行业开展项目（企业）审核清理工作的通知》开展的审核工作，预计会淘汰全国 20%-25% 的落后产能，乳制品行业发展环境得到有效净化，对优势企业构成中长期利好。公司已顺利通过审核，预计未来在行业内进行局部整合的可能性提升，整合对象包括异地乳企、具有一定规模的奶场等。

奶源和生产方面，公司计划 2011 年至少增加 3,000 头优质奶牛，进一步提高奶源自给率；2011 年将在兴建 10 个标准化的“广西皇氏乳业武宣奶水牛养殖小区”以及一个标准化的奶水牛养殖示范场，发挥自有养殖基地的示范作用，提高水牛原奶的收购质量和数量；2011 年新增购入三条利乐灌装生产线，进一步提升生产能力；

销售方面，公司计划 2011 年在全国范围内至少新增销售网点 3,000 个，为公司未来销售收入快速增长打基础；2011 年公司还将实施全国一线城市产品销售三年规划，以摩拉菲尔等水牛奶系列产品强势进入北京、上海等一线城市，一年内在当地市场站稳脚跟，三年内成为当地有影响力的品牌。

我们对公司坚持走水牛奶、热带水果奶差异化发展和适度进入一线城市高端市场基本表示乐观。

调整盈利预测

基于成本压力，略调低 2011-2012 年每股收益至 0.93 元、1.33 元，2013 年每股收益 1.75 元，上调目标价至 46.50 元，维持持有评级。

图表 4. 公司利润表分析

(人民币, 百万)	2009 年	2010 年	同比变动(%)
营业总收入	304.7	411.0	34.9
营业收入	304.7	411.0	34.9
营业成本	178.4	257.8	44.5
营业税金及附加	1.7	1.8	11.4
销售费用	57.2	78.7	37.5
管理费用	19.4	26.6	36.7
财务费用	7.6	0.7	(91.3)
营业利润	39.4	41.5	5.2
加: 营业外收入	8.7	20.3	133.8
减: 营业外支出	0.6	2.5	317.0
利润总额	47.5	59.3	24.8
减: 所得税	1.9	4.4	133.2
净利润	45.6	54.9	20.3
属母公司所有者的净利润	45.6	56.9	24.8
基本每股收益(元)	0.43	0.53	
盈利能力(%)			
毛利率	41.5	37.3	
经营利润率	12.9	10.1	
税前利润率	15.6	14.4	
净利率	15.0	13.9	

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	305	411	636	900	1,195
销售成本	(178)	(258)	(390)	(531)	(699)
运营费用	(79)	(111)	(164)	(232)	(309)
营业利润 (息税前利润)	47	42	82	137	187
折旧与摊销	17	28	23	26	29
息税折旧前利润	64	70	105	162	216
净利息收入(费用)	(8)	(1)	(0)	(4)	(6)
税前利润	47	59	104	150	198
所得税	(2)	(4)	(7)	(10)	(15)
少数股东损益	0	2	2	3	3
净利润	46	57	99	142	187
核心净利润	46	57	99	142	187
每股收益 (人民币)	0.43	0.53	0.93	1.33	1.75
核心每股收益 (人民币)	0.43	0.53	0.93	1.33	1.75
每股派息 (人民币)	0.00	0.21	0.37	0.53	0.70
收入增长率 (%)	18.68	34.89	54.71	41.51	32.76
息税前利润增长率 (%)	16.20	(10.38)	94.86	66.20	37.12
息税折旧前利润增长率 (%)	27.76	(4.38)	65.49	53.30	32.03
每股收益增长率 (%)	24.23	24.80	74.12	43.58	31.20
核心每股收益增长率 (%)	24.23	24.80	74.12	43.58	31.20

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	47	59	104	150	198
折旧与摊销	16	24	23	26	29
净利息费用	8	1	0	4	6
运营资本变动	(529)	(370)	(376)	(393)	(430)
税金	(2)	(4)	(7)	(10)	(15)
其他经营现金流	513	343	407	409	433
经营活动产生的现金流	54	54	150	185	222
购买固定资产净值	(0)	(0)	(75)	(94)	(103)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(57)	(148)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(57)	(148)	(75)	(94)	(103)
净资产增加	0	0	0	0	0
净增债务	35	(31)	0	0	0
支付股息	0	(21)	(39)	(56)	(73)
其他融资现金流	515	(47)	55	77	27
融资活动产生的现金流	543	(97)	(3)	4	(61)
现金变动	540	(191)	72	95	57
期初现金	589	373	445	540	597
公司自由现金流	(3)	(91)	75	92	119
权益自由现金流	24	(123)	56	74	104

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	589	373	445	540	597
应收帐款	35	74	96	135	180
库存	27	38	70	80	105
其他流动资产	12	29	24	27	35
流动资产总计	663	514	635	782	917
固定资产	128	209	235	270	307
无形资产	39	41	39	37	35
其他长期资产	86	159	186	220	259
长期资产总计	253	409	460	527	601
总资产	915	923	1,095	1,310	1,518
应付帐款	11	26	39	53	70
短期债务	85	80	116	179	197
其他流动负债	38	37	104	157	220
流动负债总计	134	144	259	389	487
长期借款	54	23	23	23	23
其他长期负债	4	7	7	7	7
股本	107	107	107	107	107
储备	617	641	701	788	901
股东权益	724	748	808	895	1,008
少数股东权益	0	1	(2)	(5)	(8)
总负债及权益	915	923	1,095	1,310	1,518
每股帐面价值(人民币)	6.77	6.99	7.56	8.36	9.42
每股有形资产(人民币)	6.40	6.60	7.19	8.02	9.10
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.76)	(0.72)	(0.69)	(0.63)	(0.63)

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	21.1	17.0	16.5	18.0	18.1
息税前利润率 (%)	15.4	10.3	12.9	15.2	15.7
税前利润率 (%)	15.6	14.4	16.3	16.7	16.6
净利率 (%)	15.0	13.9	15.6	15.8	15.6
流动性					
流动比率(倍)	5.0	3.6	2.5	2.0	1.9
利息覆盖率(倍)	6.2	63.7	365.0	36.9	30.9
净权益负债率 (%)	20.9	18.8	26.3	32.0	34.1
速动比率(倍)	4.8	3.3	2.2	1.8	1.7
估值					
市盈率(倍)	115.8	92.8	53.3	37.1	28.3
核心业务市盈率(倍)	115.8	92.8	53.3	37.1	28.3
目标价对应核心业务					
市盈率(倍)	109.1	87.4	50.2	35.0	26.6
市净率(倍)	7.3	7.1	6.5	5.9	5.3
价格/现金流(倍)	9.8	(27.6)	73.1	55.7	92.0
企业价值/息税折旧前					
利润(倍)	70.9	76.9	46.1	29.9	22.5
周转率					
存货周转天数	31.8	34.1	40.2	32.3	32.0
应收帐款周转天数	42.1	65.5	54.8	54.8	54.8
应付帐款周转天数	21.6	37.5	36.5	36.5	36.5
回报率					
股息支付率 (%)	0.0	0.0	39.0	39.2	39.3
净资产收益率 (%)	6.3	7.3	12.0	15.7	18.3
资产收益率 (%)	5.0	6.2	9.0	10.9	12.3

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资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

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