

天润乳业 (600419.SH) 乳业行业

评级: 买入 维持评级

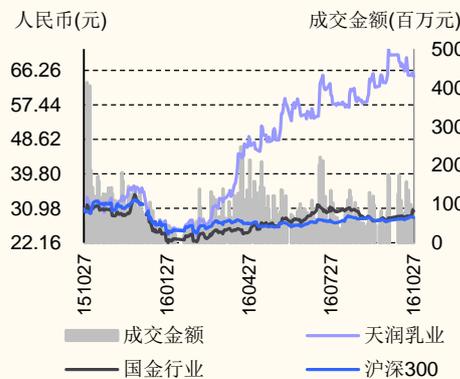
公司点评

市场价格 (人民币): 64.70 元
目标价格 (人民币): 75.00-75.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

| | |
|----------------|-------------|
| 已上市流通 A 股(百万股) | 83.32 |
| 总市值(百万元) | 6,700.15 |
| 年内股价最高最低(元) | 71.72/23.96 |
| 沪深 300 指数 | 3345.70 |
| 上证指数 | 3112.35 |



相关报告

- 《淡季业绩符合预期, 看好旺季销售表现-天润乳业公司点评》, 2016.10.12
- 《产销配套加码, 商超渠道启动-天润乳业公司点评》, 2016.9.30
- 《区域龙头地位巩固, 疆外精耕利好长远-天润乳业公司研究》, 2016.9.14

于杰 分析师 SAC 执业编号: S1130516070001
yujie@gjzq.com.cn

岳思铭 分析师 SAC 执业编号: S1130516080006
yuesiming@gjzq.com.cn

三季度业绩符合预期, 期待来年渠道拓展

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.145 | 0.491 | 0.949 | 1.462 | 1.856 |
| 每股净资产(元) | 3.08 | 6.37 | 7.32 | 8.78 | 10.64 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.57 | 0.97 | 1.99 | 2.11 | 2.48 |
| 市盈率(倍) | 142.38 | 71.69 | 68.17 | 44.25 | 34.85 |
| 行业优化市盈率(倍) | 53.67 | 71.45 | 69.04 | 69.04 | 69.04 |
| 净利润增长率(%) | -63.95% | 304.94% | 93.26% | 54.03% | 26.97% |
| 净资产收益率(%) | 4.71% | 7.71% | 12.97% | 16.65% | 17.45% |
| 总股本(百万股) | 86.39 | 103.56 | 103.56 | 103.56 | 103.56 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件:

- 公司发布 2016 年三季报, 前三季度公司共实现营收 6.48 亿元 (+yoy53.86%), 其中 Q3 为 2.15 亿 (+yoy28.41%), 归属上市公司股东的净利润 7464.53 万元 (+yoy108.45%), 扣非归母净利润 6462.07 万元 (+yoy96.49%), 对应 EPS0.72 元。

分析与判断:

- 淡季业绩符合预期, 促销力保产品消化:** 三季度公司共实现营收 2.15 亿元, 基本符合我们此前三季度 2.2~2.3 亿元之间的判断, 销售各类乳制品 2.53 万吨, 对应吨价 8500 元/吨, 较上半年上涨约 0.7%, 变化不大。由于调研显示三季度疆内奶源部分吃紧, 所以我们判断公司并没有出售自产生鲜乳, 吨价提升幅度不及预期或许是因为公司在三季度淡季加强了搭赠力度。在另一方面, 公司自有牧场不断扩容, 本期子公司处理牛只的营业外收入继续增加, 可见养殖规模和牛只质量不断提升, 丰富的原奶供给也使得公司有了促销产品以保证动销的动力。
- 促销导致毛利率下滑, 费用控制合理:** Q3 单季度公司毛利率为 29.34% (同比-4.28ppt) 这一点也与公司加大淡季促销有关; 另外, 由于公司产能的扩容, 未来如 2015Q4~2016Q1 这种爱克林酸奶供不应求的状态将得到缓解, 加上对手不断推出新的竞品, 虽然我们仍看好公司的产品力, 但是在新的“爆款”推出之前, 30%左右的毛利率水平或许为比较合理的状态。在费用方面, Q3 销售费用为 2803 万元 (+yoy11.34%), 费用率 13.06%, 同比有所下滑, 公司销售费用的上涨主要来自于拓展乌昌核心以外市场的运输费, 而多数运输成本都由经销商承担, 所以公司的收入增速大于销售费用增速, 费用率有所下降。本期管理费用为 1064.84 万元 (+yoy14.73%), 主要由于人员扩充及子公司牛只的保险费。财务费用转为正贡献主要由于子公司偿还借款对应的利息减少。受益于期间费用率的减少, 本期公司净利润率同比提升 0.68ppt, 至 11.45%。
- 大笔投入提升供应销售及研发实力:** 本年度至今公司始终在对上游原料供给进行积极运作, 从子公司购买奶牛, 设立示范农场, 以及乳业大会上与光明乳业进行养牛技术的切磋交流, 都指向公司在力保上游优质奶源 100% 自给, 这是公司未来稳定健康发展的保证。9 月 27 日公司公告购买办公地产自用, 配合股东大会上董事长强调要加强人才储备, 也是公司支持未来销售

管理队伍发展的举措。我们认为公司在上游原料保障以及终端销售筹备上的积极运作体现了清晰的经营管理思路，此外，公司还投入大笔资金建设兵团乳业技术研发中心和网络协同项目，旨在吸引优秀人才，提升公司研发实力，同时更好地利用网络技术提升管理效率，未来将体现出更强的竞争力。

- **商超渠道拓展，持续成长可期：**自 15 年 7 月起公司开启疆外战略，一年多时间以来公司疆外销售规模成长迅速，目前我们认为维持今年疆外销售收入上看 2 亿元的判断。同时根据我们调研显示，华东、华南、华中部分经销商在销售体量达到一定规模之后都在谋求进入 KA 渠道以获得更大的出货量。前期调研中，公司也提到目前大量疆外卖场主动上门接触，而公司正在梳理可合作企业。我们认为，2017 年将成为公司疆外 KA 渠道发力的元年。如果疆外商超渠道扩展顺利，公司营收明年有望继续保持 40% 以上快速增长态势。

盈利调整：

- 公司上游原料乳供给储备积极，销售管理端人才有望扩容以及 2017 年公司加大疆外商超渠道扩展力度，我们预计 2016/2017/2018 公司有望实现营收 9.24/13.87/17.86 亿元，实现净利润 0.98/1.51/1.92 亿元，对应 EPS 为 0.95/1.46/1.86 元。

投资建议：

- 目前股价对应 2016/17/18 年 PE 为 68/44/35 倍，维持买入评级，看好公司长期发展。

风险提示：

- 新疆反常天气的发生。

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|------------|------------|------------|-------------|--------------|--------------|----------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 主营业务收入 | 87 | 327 | 589 | 924 | 1,387 | 1,786 | 货币资金 | 79 | 96 | 177 | 314 | 464 | 593 |
| 增长率 | | 273.2% | 80.3% | 57.0% | 50.1% | 28.8% | 应收款项 | 29 | 15 | 48 | 68 | 103 | 142 |
| 主营业务成本 | -66 | -247 | -390 | -628 | -929 | -1,186 | 存货 | 26 | 26 | 132 | 126 | 186 | 237 |
| %销售收入 | 75.4% | 75.7% | 66.2% | 68.0% | 67.0% | 66.4% | 其他流动资产 | 16 | 11 | 59 | 96 | 141 | 180 |
| 毛利 | 22 | 79 | 199 | 296 | 458 | 600 | 流动资产 | 150 | 147 | 416 | 604 | 894 | 1,152 |
| %销售收入 | 24.6% | 24.3% | 33.8% | 32.0% | 33.0% | 33.6% | %总资产 | 32.8% | 30.0% | 38.7% | 42.8% | 50.3% | 51.9% |
| 营业税金及附加 | 0 | 0 | -3 | -4 | -6 | -8 | 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %销售收入 | 0.3% | 0.1% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 固定投资 | 263 | 300 | 613 | 773 | 850 | 1,035 |
| 营业费用 | -10 | -39 | -87 | -120 | -180 | -241 | %总资产 | 57.5% | 61.0% | 57.0% | 54.8% | 47.8% | 46.6% |
| %销售收入 | 11.3% | 12.0% | 14.8% | 13.0% | 13.0% | 13.5% | 无形资产 | 45 | 44 | 46 | 31 | 31 | 30 |
| 管理费用 | -39 | -20 | -44 | -55 | -89 | -116 | 非流动资产 | 307 | 344 | 660 | 806 | 882 | 1,067 |
| %销售收入 | 44.9% | 6.3% | 7.5% | 6.0% | 6.4% | 6.5% | %总资产 | 67.2% | 70.0% | 61.3% | 57.2% | 49.7% | 48.1% |
| 息税前利润 (EBIT) | -28 | 19 | 65 | 116 | 183 | 235 | 资产总计 | 457 | 492 | 1,076 | 1,411 | 1,777 | 2,219 |
| %销售收入 | n.a | 5.9% | 11.0% | 12.6% | 13.2% | 13.1% | 短期借款 | 5 | 9 | 69 | 208 | 276 | 399 |
| 财务费用 | -2 | -1 | -2 | -3 | -8 | -11 | 应付款项 | 82 | 67 | 151 | 237 | 352 | 451 |
| %销售收入 | 2.0% | 0.3% | 0.4% | 0.3% | 0.6% | 0.6% | 其他流动负债 | 0 | 10 | 42 | 66 | 97 | 125 |
| 资产减值损失 | -5 | 0 | -5 | 0 | 0 | 0 | 流动负债 | 88 | 86 | 261 | 511 | 725 | 975 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 29 | 28 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他长期负债 | 59 | 81 | 123 | 110 | 110 | 110 |
| %税前利润 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 负债 | 176 | 195 | 384 | 621 | 836 | 1,086 |
| 营业利润 | -34 | 18 | 58 | 114 | 175 | 224 | 普通股股东权益 | 254 | 266 | 660 | 758 | 909 | 1,102 |
| 营业利润率 | n.a | 5.5% | 9.8% | 12.3% | 12.6% | 12.5% | 营 | 27 | 31 | 32 | 32 | 32 | 32 |
| 营业外收支 | 72 | 4 | 7 | 0 | 0 | 0 | 少数股东权益 | 457 | 492 | 1,076 | 1,411 | 1,777 | 2,219 |
| 税前利润 | 37 | 22 | 64 | 114 | 175 | 224 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 42.8% | 6.7% | 11.0% | 12.3% | 12.6% | 12.5% | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 所得税 | -2 | -4 | -9 | -15 | -24 | -31 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 4.2% | 16.8% | 13.4% | 13.5% | 13.5% | 14.0% | 每股收益 | 0.403 | 0.145 | 0.491 | 0.949 | 1.462 | 1.856 |
| 净利润 | 36 | 18 | 56 | 98 | 151 | 192 | 每股净资产 | 2.939 | 3.084 | 6.370 | 7.319 | 8.781 | 10.638 |
| 少数股东损益 | 1 | 6 | 5 | 0 | 0 | 0 | 每股经营现金净流 | -0.135 | 0.570 | 0.972 | 1.990 | 2.109 | 2.477 |
| 归属于母公司的净利润 | 35 | 13 | 51 | 98 | 151 | 192 | 每股股利 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 净利率 | 39.8% | 3.8% | 8.6% | 10.6% | 10.9% | 10.8% | 回报率 | | | | | | |
| | | | | | | | 净资产收益率 | 13.72% | 4.71% | 7.71% | 12.97% | 16.65% | 17.45% |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 总资产收益率 | 7.62% | 2.55% | 4.73% | 6.97% | 8.52% | 8.66% |
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | 投入资本收益率 | -8.44% | 4.78% | 7.36% | 10.09% | 13.00% | 13.17% |
| 净利润 | 36 | 18 | 56 | 98 | 151 | 192 | 增长率 | | | | | | |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 主营业务收入增长率 | -45.64% | 273.24% | 80.26% | 57.04% | 50.08% | 28.75% |
| 非现金支出 | 19 | 18 | 38 | 40 | 44 | 45 | EBIT 增长率 | -13.44% | -169.17% | 235.90% | 80.24% | 57.14% | 28.39% |
| 非经营收益 | -54 | 6 | 1 | 8 | 16 | 22 | 净利润增长率 | N/A | -63.95% | 304.94% | 93.26% | 54.03% | 26.97% |
| 营运资金变动 | -13 | 7 | 5 | 60 | 7 | -3 | 总资产增长率 | 100.67% | 7.58% | 118.75% | 31.16% | 25.94% | 24.92% |
| 经营活动现金净流 | -12 | 49 | 101 | 206 | 218 | 257 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 资本开支 | -8 | -47 | -88 | -187 | -120 | -230 | 应收账款周转天数 | 82.6 | 23.5 | 14.0 | 14.0 | 14.0 | 14.0 |
| 投资 | -13 | 0 | 0 | -1 | 0 | 0 | 存货周转天数 | 141.5 | 38.0 | 73.8 | 73.0 | 73.0 | 73.0 |
| 其他 | 87 | 17 | 75 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转天数 | 170.7 | 75.0 | 57.6 | 70.0 | 70.0 | 70.0 |
| 投资活动现金净流 | 65 | -30 | -13 | -188 | -120 | -230 | 固定资产周转天数 | 1,089.7 | 324.6 | 377.4 | 264.2 | 170.0 | 129.0 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 85 | 0 | 0 | 0 | 偿债能力 | | | | | | |
| 债权募资 | -15 | 2 | -69 | 127 | 68 | 124 | 净负债/股东权益 | -15.78% | -19.77% | -15.64% | -13.39% | -20.00% | -16.99% |
| 其他 | 27 | -4 | -23 | -8 | -16 | -22 | EBIT 利息保障倍数 | -15.9 | 19.8 | 26.0 | 42.4 | 23.3 | 20.8 |
| 筹资活动现金净流 | 12 | -2 | -6 | 119 | 52 | 102 | 资产负债率 | 38.51% | 39.59% | 35.72% | 44.02% | 47.03% | 48.94% |
| 现金净流量 | 66 | 17 | 81 | 137 | 150 | 129 | | | | | | | |

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 增持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|-------|-------------|
| 1 | 2016-09-14 | 买入 | 63.66 | 68.00~68.00 |
| 2 | 2016-09-30 | 买入 | 71.72 | 80.00~80.00 |
| 3 | 2016-10-12 | 买入 | 68.55 | 80.00~80.00 |

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD