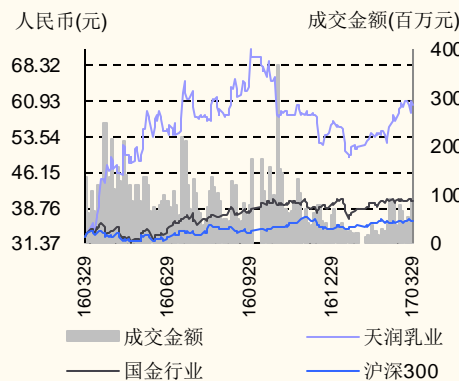


市场价格 (人民币): 60.10 元  
 目标价格 (人民币): 65.00-65.00 元

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)	89.50
总市值(百万元)	6,223.79
年内股价最高最低(元)	71.72/32.61
沪深 300 指数	3465.19
上证指数	3241.31



### 相关报告

- 《业绩基本符合预期，疆外扩张值得期待-天润乳业公司点评》，2017.1.24
- 《三季度业绩符合预期，期待来年渠道拓展-天润乳业点评报告》，2016.10.28
- 《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

申晟 联系人  
 (8621)60230204  
 shensheng@gjzq.com.cn

## 16 年铸就疆内乳业新龙头，17 年疆外扩展更进一步

### 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.491	0.756	1.350	1.784	2.169
每股净资产(元)	6.37	7.12	8.47	10.26	12.43
每股经营性现金流(元)	0.96	1.50	2.09	2.50	3.64
市盈率(倍)	71.69	75.43	44.53	33.69	27.71
行业优化市盈率(倍)	30.99	30.99	30.99	30.99	30.99
净利润增长率(%)	304.94%	53.90%	78.58%	32.15%	21.62%
净资产收益率(%)	7.71%	10.61%	15.93%	17.39%	17.46%
总股本(百万股)	103.56	103.56	103.56	103.56	103.56

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 公司 2016 年实现营业收入 8.75 亿元，同比+48.70%；归属上市公司业绩 7827 万元，同比+53.90%，折合 EPS0.76 元。收入端完全符合预期，利润为前期业绩预告区间中值。Q4 单季度收入为 2.27 亿元，同比+35.68%；Q4 单季度利润 362.8 万元，同比-75.90%。主营业务发生核心子公司——天润生物科技股份有限公司，全年实现收入 8.62 亿，实现净利润 9711 万，这一数字能够更加直观体现天润乳业真实核心业务情况。

### 经营分析

- 乳制品销售首次迈上 10 万吨台阶，超越西域春成为新疆乳业第一。2016 年天润乳业销售乳制品为 10.44 万吨，符合我们前期“上 10 万吨”的判断。公司也于 2016 年真正超越西域春成为疆内乳业实至名归的龙头。其中，疆内出货量占比约 80%，实现收入 7.05 亿元，同比增长 24.05%，接近我们前期 25%左右增速的判断。根据我们草根调研来看，非乌市地州市场增速显著高于乌市基地市场，预计非乌地州市场增速在 50%左右，远高于乌市基地市场的 17~18%。疆外出货量占比 19%，实现收入 1.68 亿元，同比增长 864%，实现跨越式发展。华东（江浙沪）、华南（广东）市场仍然是公司疆外主要销售地。
- 拳头产品酸奶系列挑大梁，UHT 受益显著。2016 年酸奶系列贡献收入 6.11 亿元，同比+77.20%，占公司总收入约 70%，贡献 2016 年度收入增量的近 90%。年内公司的爱克林酸奶系列增加了三大核心产品玫瑰红了、巧克力碎了、冰淇淋化了以及 HELLO 酸奶系列的车厘子及青柠口味，持续创新能力巩固了公司新疆乳品领军企业地位。于此同时，酸奶的畅销亦有效带动了白奶销售，年内 UHT 产品取得 1.87 亿收入，同比+19.65%，为公司业绩增长的第二大动力源。但乳饮料业务（奶啤）2016 年表现不尽人意，仅录得收入 4475 万元，同比-13.56%，主要是公司销售重心倾向于酸奶及白奶业务。
- 2017 年疆外市场扩张将是核心看点，草根调研显示疆外市场正进入快速上量期。以 2016 年疆外 1.68 亿估算，预计 2016 年公司疆外实现出货约 1.8-1.9 万吨，略高于此前 1.7 万吨的判断。2016 年公司已超越西域春成为疆内

乳业第一品牌，但疆内市场空间整体较为有限，2017 年疆外市场将是核心看点。公司规划 2017 年疆外实现翻倍目标，为此从物料试饮支持、继续挖潜（华东、华南）拓新（华北）、产品创新（如青柠爱克林）、KA 扩展等多个方面开展工作。据了解目前疆外经销商已遍布 30 多个省市、数量已超过 200 个，且根据草根调研显示，在经历半年到一年的市场培育期后，疆外市场正进入快速上量期，预计 Q1 疆外出货量同比增长在 2-3 倍。以目前势头演进，预计今年疆外销售翻倍目标有望超额完成。

#### 盈利预测&估值

- 在不考虑其他外延式增长的假设下，预计公司 17-19 年实现收入 12.50 亿元、15.75 亿元、18.9 亿元，同比+43%、26%、20%；实现归属母公司利润 1.40 亿元、1.85 亿元、2.25 亿元，同比+79%、32%、22%，折合 EPS 分别为 1.35 元、1.78 元、2.17 元，目前股价对应 PE 为 45X、34X、28X，维持“买入”评级。

#### 风险提示

- 疆外市场扩张受阻，食品安全事件发生。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>327</b>	<b>589</b>	<b>875</b>	<b>1,250</b>	<b>1,575</b>	<b>1,890</b>
增长率		80.3%	48.7%	42.8%	26.0%	20.0%
主营业务成本	-247	-390	-604	-819	-1,024	-1,231
%销售收入	75.7%	66.2%	69.0%	65.6%	65.0%	65.1%
毛利	79	199	271	430	551	659
%销售收入	24.3%	33.8%	31.0%	34.4%	35.0%	34.9%
营业税金及附加	0	-3	-5	-6	-8	-9
%销售收入	0.1%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-39	-87	-124	-175	-221	-265
%销售收入	12.0%	14.8%	14.1%	14.0%	14.0%	14.0%
管理费用	-20	-44	-53	-87	-110	-132
%销售收入	6.3%	7.5%	6.0%	7.0%	7.0%	7.0%
息税前利润 (EBIT)	19	65	90	162	212	253
%销售收入	5.9%	11.0%	10.2%	12.9%	13.5%	13.4%
财务费用	-1	-2	0	1	3	10
%销售收入	0.3%	0.4%	0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.5%
资产减值损失	0	-5	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	18	58	89	163	216	263
营业利润率	5.5%	9.8%	10.2%	13.0%	13.7%	13.9%
营业外收支	4	7	11	10	10	10
税前利润	22	64	101	173	226	273
利润率	6.7%	11.0%	11.5%	13.8%	14.3%	14.4%
所得税	-4	-9	-16	-26	-34	-41
所得税率	16.8%	13.4%	15.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	18	56	85	147	192	232
少数股东损益	6	5	6	7	7	7
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>13</b>	<b>51</b>	<b>78</b>	<b>140</b>	<b>185</b>	<b>225</b>
净利率	3.8%	8.6%	8.9%	11.2%	11.7%	11.9%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	18	56	85	147	192	232
非现金支出	18	37	41	54	58	60
非经营收益	6	1	7	-8	-8	-10
营运资金变动	7	5	22	23	17	95
经营活动现金净流	48	100	155	216	259	377
<b>资本开支</b>	<b>-47</b>	<b>-88</b>	<b>-198</b>	<b>-82</b>	<b>-48</b>	<b>-60</b>
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	17	75	37	0	0	0
投资活动现金净流	-30	-13	-161	-83	-48	-60
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>85</b>	<b>10</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
债权募资	2	-69	-55	-90	-57	1
其他	-4	-23	-4	-2	-2	0
筹资活动现金净流	-2	-6	-50	-92	-59	1
<b>现金净流量</b>	<b>16</b>	<b>80</b>	<b>-56</b>	<b>42</b>	<b>151</b>	<b>318</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	96	177	122	164	315	633
应收款项	15	48	39	82	104	124
存货	26	132	122	135	168	202
其他流动资产	11	59	26	67	83	99
流动资产	147	416	310	447	670	1,059
%总资产	30.0%	38.7%	26.7%	33.5%	43.0%	54.1%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	300	613	776	852	845	845
%总资产	61.0%	57.0%	66.8%	63.8%	54.2%	43.2%
无形资产	44	46	46	36	45	53
非流动资产	344	660	852	889	890	899
%总资产	70.0%	61.3%	73.3%	66.5%	57.0%	45.9%
<b>资产总计</b>	<b>492</b>	<b>1,076</b>	<b>1,162</b>	<b>1,337</b>	<b>1,559</b>	<b>1,958</b>
短期借款	9	69	15	57	0	0
应付款项	67	151	190	271	340	408
其他流动负债	10	42	42	78	98	195
流动负债	86	261	247	407	437	604
长期贷款	28	0	0	0	0	1
其他长期负债	81	123	132	0	0	0
<b>负债</b>	<b>195</b>	<b>384</b>	<b>379</b>	<b>407</b>	<b>437</b>	<b>605</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>266</b>	<b>660</b>	<b>738</b>	<b>877</b>	<b>1,062</b>	<b>1,287</b>
少数股东权益	31	32	46	53	60	67
<b>负债股东权益合计</b>	<b>492</b>	<b>1,076</b>	<b>1,162</b>	<b>1,337</b>	<b>1,559</b>	<b>1,958</b>

**比率分析**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.145	0.491	0.756	1.350	1.784	2.169
每股净资产	3.084	6.370	7.123	8.473	10.257	12.426
每股经营现金净流	0.560	0.963	1.496	2.086	2.498	3.639
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	4.71%	7.71%	10.61%	15.93%	17.39%	17.46%
总资产收益率	2.55%	4.73%	6.74%	10.46%	11.85%	11.47%
投入资本收益率	4.78%	7.36%	9.47%	13.91%	16.10%	15.86%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	273.24%	80.26%	48.70%	42.81%	26.04%	20.01%
EBIT增长率	N/A	235.90%	38.87%	80.22%	31.48%	18.96%
净利润增长率	-63.95%	304.94%	53.90%	78.58%	32.15%	21.62%
总资产增长率	7.58%	118.75%	8.05%	15.02%	16.65%	25.58%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	23.5	14.0	12.4	14.0	14.0	14.0
存货周转天数	38.0	73.8	76.6	60.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	75.0	57.6	58.5	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	324.6	377.4	298.3	222.4	167.7	134.1
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-19.77%	-15.64%	-13.72%	-11.46%	-28.07%	-46.70%
EBIT利息保障倍数	19.8	26.0	197.5	-149.4	-69.1	-25.9
资产负债率	39.59%	35.72%	32.59%	30.42%	28.05%	30.88%

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	1	4
增持	0	0	0	1	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.50	1.43

来源：朝阳永续

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

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
4	2016-10-28	买入	64.70	75.00~75.00
5	2017-01-24	买入	50.92	60.00~60.00

来源：国金证券研究所



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