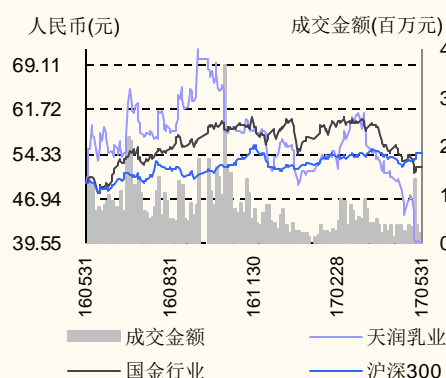


市场价格 (人民币): 39.75 元  
 目标价格 (人民币): 52.00-52.00 元

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)	4,116.40
年内股价最高最低(元)	71.72/39.55
沪深 300 指数	3492.88
上证指数	3117.18



### 相关报告

1. 《疆内放缓但不悲观，疆外增长值得期待-天润乳业公司点评》，2017.4.20
2. 《16 年铸就疆内乳业新龙头，17 年疆外扩展更进一步-天润乳业公...》，2017.2.20
3. 《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
4. 《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
5. 《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

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

## 疆外需求持续向好，产能扩张保障增长

### 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	1.150	1.491	1.905
每股净资产(元)	6.37	7.12	8.27	9.76	11.67
每股经营性现金流(元)	0.96	1.50	1.86	2.27	3.40
市盈率(倍)	71.69	75.43	34.57	26.66	20.86
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%	52.14%	29.67%	27.78%
净资产收益率(%)	7.71%	10.61%	13.90%	15.27%	16.33%
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

### 投资逻辑

- **疆内市场一枝独秀，疆外市场扩展顺利：**公司是 2016 年度新疆市场增速最快的乳制品加工企业，并以超 10 万吨的销售成为疆内市场份额第一、销售量第一的区域龙头。随着公司对疆内市场的进一步深耕，2017Q1 疆内市场延续增长态势，在疆内市场逐渐接近饱和的情况下仍属难能。随着新品的不断推出贡献增量，疆内市场有望继续维持增长；疆外市场进入 2017 年表现突出，针对性的经销商支持计划效果显著，在未来新品推出的带动下，高增长目标有望达成。随着酸奶制品消费旺季的到来，公司产能已出现明显不足，旺盛的市场需求推动公司部署产能扩张计划。
- **研发中心及新车间落成，上游原料保障稳步推进：**公司的研发中心也已经落成并将于近期投入使用。新的研发中心配套齐全便于吸引人才增强公司软实力。此外新落成的车间设计可容纳产能 100~150 吨/天的原乳处理能力，新生产线从确定到试生产周期约 4~6 个月，公司目前正在积极论证新产能内容。在上游供给方面，牧场扩容计划稳步推进，17 年计划在下属芳草天润及天润北亭两个牧场扩大养殖规模，进一步提高公司原料奶自给率，公司盈利受上游影响进一步减小。
- **2017 年疆外继续保持超高速增长，带动公司快速增长。**我们预计 2017 年度公司总计实现销售乳制品 14.18 万吨，实现营业收入 12.03 亿元；预计疆外市场实现销售 4.97 万吨、实现营业收入 4.21 亿元，2017 年公司疆外市场销量约占公司总销量的 35%。

### 盈利预测&估值

- 预计公司 17-19 年实现收入 12.03 亿元、15.79 亿元、18.94 亿元，同比+37.5%、31.2%、20.0%；实现归属母公司利润 1.19 亿元、1.54 亿元、1.97 亿元，同比+52.14%、29.67%、27.78%，折合 EPS 分别为 1.15 元、1.49 元、1.91 元，目前股价对应 PE 为 35X、27X、21X。我们认为目前股价已下跌至合理区间，再次强调“买入”评级。

### 风险提示

- 疆外市场需求不及预期，产能扩张受阻，食品安全问题。

## 内容目录

一、疆内市场一枝独秀，疆外市场拓展顺利.....	3
1.天润乳业成为 2016 年新疆市场增长最快的乳制品公司.....	3
2.疆外市场拓展顺利，高增长推动产能提升计划.....	4
二、研发能力、原料奶、产能扩容逐步推进，后端保障有力.....	5
1.技术中心落成在即，引爆企业长效竞争优势.....	5
2.车间搭建完毕，静待新生产线进驻.....	6
3.养殖规模稳步扩展，水平稳步提升，原料供应稳定.....	7
三、盈利预测与估值.....	7
1.假设条件.....	7
2.2017 年疆外市场销量占比持续提升.....	8
3.盈利预测与估值.....	8
4.风险提示.....	8

## 图表目录

图表 1：多款类似竞品未对公司产生影响.....	3
图表 2：新疆地区人均可支配收入增速放缓.....	4
图表 3：疆内市场销售天润乳业增速优于竞争对手.....	4
图表 4：公司爱克林系列产品.....	5
图表 5：公司在 2016 年推出的其他品类的单品.....	5
图表 6：技术人员占比从 7.8%提升到 12.5%.....	6
图表 7：2011-2016 公司本科硕士人才占比不断提升.....	6
图表 8：2014-2016 研发支出高速增长.....	6
图表 9：养殖规模不断扩大.....	7
图表 10：预测 2017 年疆外销售占比持续提升.....	8

天润乳业是一家严格实行以销定产的企业，公司经营思路独特、稳健，重视技术和研发，强调“做乳业就是做奶源”、“得奶源者得天下”并全力实现原料奶 100%自给。本文试图沿着公司生产经营思路对疆内外市场开拓及需求状况进行梳理，同时跟踪公司当前研发及产能投放阶段，展望原料奶保障前景。

## 一、疆内市场一枝独秀，疆外市场拓展顺利

### 1.天润乳业成为 2016 年新疆市场增长最快的乳制品公司

自 2015 年公司凭借爱克林浓缩酸奶发力以来，在当年一跃成为与疆内龙头西域春规模相近的后起之秀。2016 年虽面临竞争对手的反击、新疆区域消费疲软以及区域市场饱和等压力，公司依然保持疆内超 20%的增长，以超 10 万的产量成为疆内当之无愧的区域乳业龙头。

#### ■ 针对性竞品并未对公司销售产生明显影响

天润乳业迅速崛起很大程度上依赖爱克林包装浓缩酸奶。公司与瑞典爱克林公司签订协议，在新疆范围内爱克林公司只给天润乳业供应爱克林包装生产线。为此竞争对手开发了接近爱克林包装的产品，而在实际产品投放中，并未为对天润产品销售产生过多的影响。

图表 1：多款类似竞品未对公司产生影响



来源：公司官网，国金证券研究所

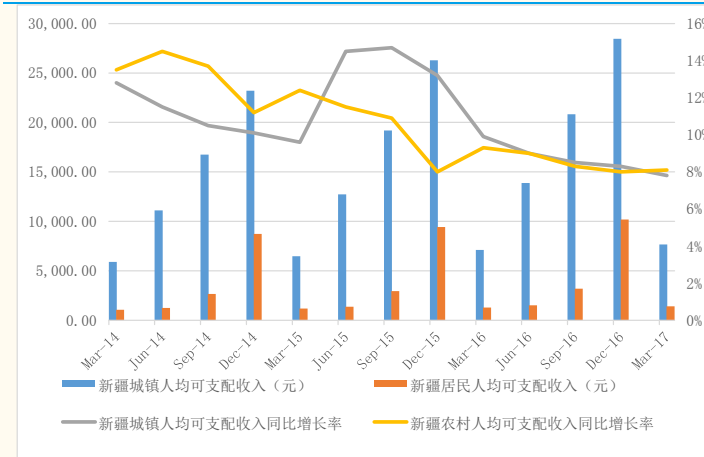
竞品使用的包装来说相对于爱克林包装，并无明显劣势，甚至节省了吸管，携带更加便捷，但根据草根调研显示，竞品销售并不理想。虽然爱克林包装为一定程度上公司浓缩酸奶筑起了护城河，但天润乳业并不是新疆内第一家投入并使用爱克林包装的企业，可见公司研发和销售人员的努力在产品的成功上发挥了更加重要的作用。

#### ■ 新疆区域市场消费疲软，天润乳业增速明显

2016 年，新疆地区整体经济状况疲软，人均可支配收入增速明显放缓，同时，受地区维稳形势影响，一定程度上限制了当地的经济活动，影响了消费。而天润乳业在这样的市场环境当中，在疆内市场占有率进一步提升，以近 50%的同比增速和超 10 万吨的销售规模坐稳新疆乳业龙头的地位。

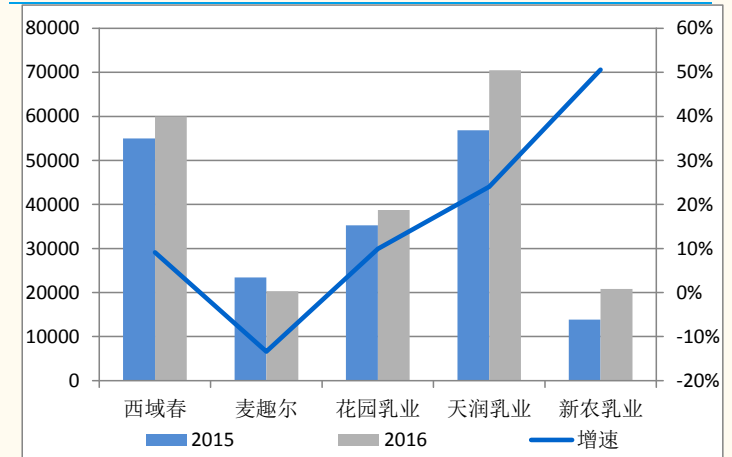
从下图中可以看出，根据调研，新疆传统乳业领导品牌西域春依然保持 10%左右的增速，收入规模在 6 亿以上，考虑到有小部分产品出疆销售，我们预计疆内实际销售规模在 6 亿左右；区域高端品牌麦趣尔因区域维稳形势对直营店渠道冲击较大，去年同比出现下滑；而花园乳业和新农乳业有部分的原料粉业务，16 年海外大包粉上涨刺激了疆内大包粉对内地市场的输出，所以增速明显。如不考虑这部分因素，天润乳业是新疆内部销售规模最大、市占率最高、销售增速最快的企业，是当之无愧的区域龙头。

图表 2：新疆地区人均可支配收入增速放缓



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 3：疆内市场销售天润乳业增速优于竞争对手



来源：公司公告，国金证券研究所（注：新农乳业及花园乳业涉及工业大包粉业务，2016 年向疆外市场处理部分库存无法剔除）

■ 疆内精耕继续推进，2017 年销售稳健增长

**渠道精耕力保增长：**由于 2016 年的快速增长，2017 年新疆市场的增长空间在逐渐缩小。公司自乌鲁木齐昌吉地区开始拓展，至今已完成北疆、东疆等大部分市场的覆盖。由于新疆的南疆地区为典型的绿洲经济，城市之间的运距很长，所以仅选择个别交通较便利人口较多的城市进入。公司表示 2017 年更多要做的是对新疆市场进行精细化管理，渠道深耕。根据调研显示，2017Q1 疆内市场收入同比继续保持了接近 10% 增长，优于行业竞争对手。

**新品扩展提供增量：**公司主力产品为酸奶，在产品结构中占比 60% 以上。据我们测算，新疆区域品牌酸奶产品市场规模约 12 亿元。虽然随着酸奶产品的强势带动，公司其他品类的产品增速也有一定增长，但是仍需要加强新品类的开发给疆内市场销售提供新的增量。在今年年度股东大会上，公司表示已有丰富的产品储备，将于 2017 年夏季开始陆续推出与市场上现有产品具有明显差异的新品。同时，公司也在积极运作特有产品奶啤，争取以更加吸引人的方式推向市场。

2. 疆外市场拓展顺利，高增长推动产能提升计划

由于疆内市场已逐渐趋于饱和，所以公司在 2017 年将疆外市场提到核心的战略地位。在 17 年初的经销商大会上鼓励疆外经销商在 2016 年 1.68 亿的基础上实现高速增长，2017 年达成至少 3 万吨的销售目标。这一销售目标较为保守，为实现这一目标公司的支持手段包括但不限于：

- 继续对经销商进行物料及试饮装支持，并增加试饮装种类。如经销商有额外活动需求可向公司申请进行额外的物料和试饮支持，帮助经销商全面开拓市场。
- 加强经销商之间相互学习，组织在某一特种渠道做出突出成绩的经销商将经验与其他地区的经销商进行分享，促进厂商与经销商共同进步。
- 推出新品开拓新的领域，如前文所述，公司将在 17 年下半年推出有别于市场现有产品的新品，先在疆内试水，如效果好复制至疆外市场。
- 鼓励经销商开拓卖场 KA 渠道，倘若开拓该渠道公司会有额外的帮助和支持（需审批），整体上也会在人员和费用上进行适应性改进。
- 对运输费用进行补贴，随着疆外市场冷链车配送比例的提升，考虑到公路运输受天气等因素的影响较大，公司将在运输费方面对经销商进行补贴确保经销商每车货物的到岸价格固定，方便经销商制订销售计划，控制成本。

年初至 5 月份以来，公司疆外市场销售持续保持高速增长，疆外销售占比已由 2016 年的整体 17% 攀升至 30% 以上，绝大多数市场出货量完成了至少翻倍的计划。据草根调研显示，华北市场经销商因为需求量增长，也在考虑拼单

采用冷链车进行配送，降低有效降级运输成本；北京、上海、重庆等地也完成了当地便利店系统的谈判，开始进入便利店销售。

进入 2 季度以来随着气温逐渐升高，低温酸奶等产品市场需求大增，公司 400 吨/天的原料奶处理量即便打满仍不能满足市场需求，通过增加生产班次虽然能够释放出一定的产能弹性，但是不利于机器寿命，疆外市场订单已出现生产不及的状况，为此公司已着手论证新生产线的添置工作，新生产线从下订单到调试完成进行试生产大约需要 4~6 个月的时间，最乐观的情况下，最新的产能有望在本年底投入使用。

## 二、研发能力、原料奶、产能扩容逐步推进，后端保障有力

### 1. 技术中心落成在即，引爆企业长效竞争优势

#### ■ 研发能力领先，新品迭次推出

产品研发能力一直是公司的长项，在推出爱克林浓缩酸奶一炮而红之后，公司利用特殊节日推出了系列产品，每一款新品均结合当季的热门话题，便于消费者对产品留下深刻印象。

图表 4：公司爱克林系列产品

2015 年春节	爱克林浓缩酸奶（原味）
2015 年 9 月收获季节	爱克林酸奶熟了（枫糖味）
2016 年 3 月妇女节	爱克林玫瑰红了（玫瑰味）
2016 年 6 月儿童节	爱克林巧克力碎了（巧克力味）
2016 年盛夏	爱克林冰淇淋化了（冰淇淋味）
2016 年秋盗墓笔记热映	盗墓笔记主题爱克林酸奶（原味）

来源：国金证券研究所整理

除爱克林酸奶以外，公司每个季度至少有一款新的品类推出，产品线不断丰富。调研时公司表示，公司面世的产品不到内部开发产品的十分之一，每一款产品的推出均要经过研发人员及市场人员的反复讨论并在最合适的时间点推出，保证产品能够被市场记住。

图表 5：公司在 2016 年推出的其他品类的单品

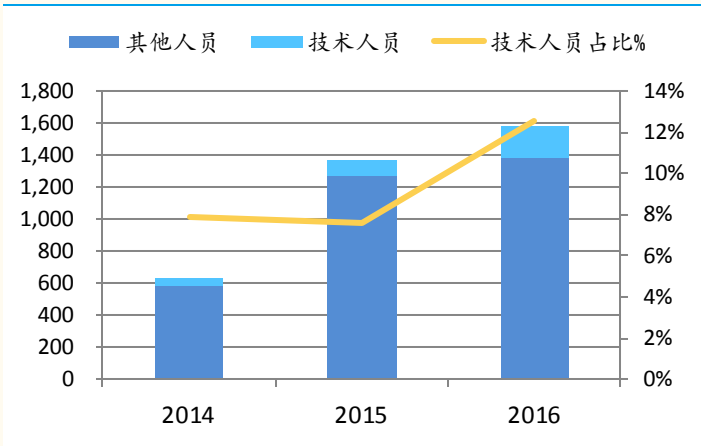


来源：国金证券研究所整理

#### ■ 兵团研发中心条件优渥，筑巢引凤

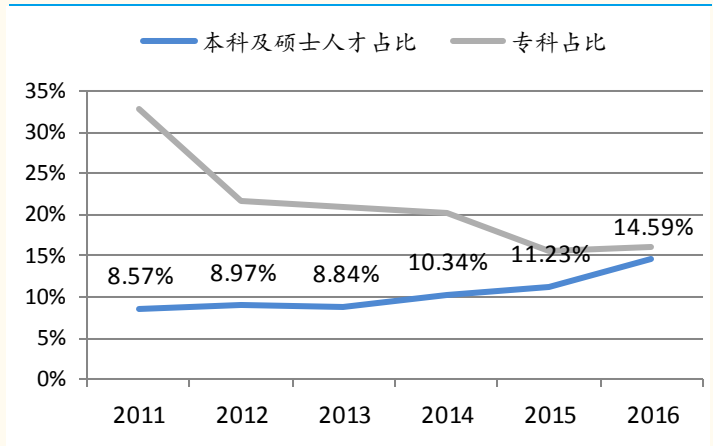
公司设立的兵团乳业技术研发中心将于今年三季度初落成，建成后技术研发中心，紧邻公司厂房，交通便利，办公条件优渥，具有宿舍食堂等一系列配套设施，确保研发人员工作生活的便利。公司领导曾表态，打造这样的研发中心就是为了筑巢引凤，吸引全疆乃至全国优秀的乳制品研发人员的加入，不能亏待人才。公司也已接洽了部分科研团队，待研发中心落成后迅速进驻，投入工作。未来还拟设立工作站的模式，以更加开放的方式接纳人才。

图表 6: 技术人员占比从 7.8% 提升到 12.5%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

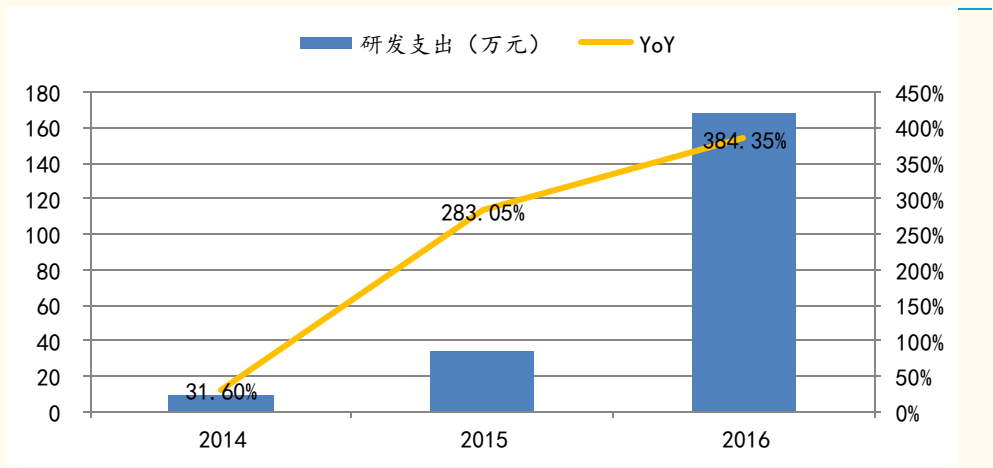
图表 7: 2011-2016 公司本科硕士人才占比不断提升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

同时, 公司人才结构不断调整, 技术人员及高学历人才比重攀升。技术人员数量从 2014 年 96 名提升至 2016 年 197 名, 翻了一番; 技术人员比重也由 7.84% 提升至 12.50%。公司大力引进硕士及本科高学历人才, 截至 2016 年总计 230 人, 占总人数 14.59%, 人力资源结构得到较大改善。研发支出方面, 公司 2014-2016 年分别支出 9.05 万元、34.67 万元、167.90 万元, 年复合增长率 CAGR=330.73%。

图表 8: 2014-2016 研发支出高速增长



来源: 公司公告, 国金证券研究所

## 2. 车间搭建完毕, 静待新生产线进驻

与研发中心一起竣工的还有公司为新产能准备的厂房, 研发中心还在装修而新的厂房一切停当, 只等生产线进驻。

**在原址扩建新厂房主要是出于地理位置的考虑。**公司原址紧邻新疆经济最发达的乌昌城市群, 同时距离天山北坡的优质饲养基地路程短, 方便原料奶运抵厂区, 节省费用, 同时工厂门口就是乌昌高速公路, 通过高速可迅速切入出疆主干道, 为产品出疆提供了便利。

如前文所述, 由于整体需求旺盛, 旺季来临, 公司正在论证新产能的投放, 并确定以冷链产品为主。新车间规模可容纳 100~150 吨原料奶处理能力, 对应公司目前产能将带来 25% 至 37.5% 的增量。公司在新产能的投放始终比较谨慎, 此前曾进行过深入的考察, 结合下游需求, 我们有理由相信, 新产能就位后就会以较高的产能利用率为公司贡献业绩。

### 3. 养殖规模稳步扩展，水平稳步提升，原料供应稳定

#### ■ 公司原奶自给尚存缺口

2016 年公司共生产原料乳 10.44 万吨，其中自产生鲜乳 5.7 万吨，年度原料乳自给率为 54.60%。而公司的自有牛只供给量是有递增的过程，所以到目前为止，公司的原料奶自给率随淡旺季在 60%~80%波动，这与公司原料奶 100%自给的目标尚有较大距离。

#### ■ 高质量奶源价格高于市场平均价格

根据我们前期草根调研显示，新疆虽为我国重要的原料乳产区，不同模式的饲养水平之间原料乳质量价格差距较大，公司生产所需的高品质原料奶价格居于整体市场前列，由于高品质原料奶稀缺的问题，有时候乳企还会溢价收购。譬如，2017 年一季度，由于春节旺季影响，乌鲁木齐地区的乳企原料乳收购平均价格达到 3.75 元/公斤，优质奶价格更高，大大高于统计局给出的平均价格。所以为了在原料端不受上游企业钳制，避免高价争夺优质原奶，公司扩张上游的愿望迫切而合理。

#### ■ 自有牧场单产不断提升。

自公司布局上游以来，自有牛场单产不断提升，下属牧场已有两个达到牛均单产 10 吨牧场的级别。据我们测算，公司目前泌乳牛的牛均单产约 8 吨左右，随着 15 年、16 年引入的青年牛逐渐成熟进入泌乳期，自有牧场的产量有望继续提升，同时，2016 年淘汰的部分牛只也有效地改善了公司牛群的结构，整体单产有望继续增长。

#### ■ 新设牧场计划稳步推进。除现有的牧场不断提升产能以外，公司也在新建牛场，计划稳步推进中，在新设的天润烽火台、芳草天润及天润北亭牧业当中，天润烽火台目前已有牛只进驻，未来公司将继续推进芳草天润及天润北亭牧业下设牧场，引入牛只，确保原料奶供应，进一步提高自控比例。

图表 9：养殖规模不断扩大

时间	万头
2014 年底	0.14
2015 年 8 月	收购天澳牧业，新增奶牛 1.1 万头
2015 年 12 月	成立烽火台牧业，预计存栏规模 1000 头
2015 年年底	1.3
2016 年 6 月	为天润烽火台购买 610 头荷斯坦奶牛
2016 年 9 月	设立芳草天润牧业，拟存栏 5000 头
2016 年年底	1.4
2017 年 3 月	设立天润北亭牧业有限公司

来源：公司公告，国金证券研究所整理

## 三、盈利预测与估值

### 1. 假设条件

公司结合公司现有产能条件以及疆内外市场旺盛的需求，我们做如下假设：

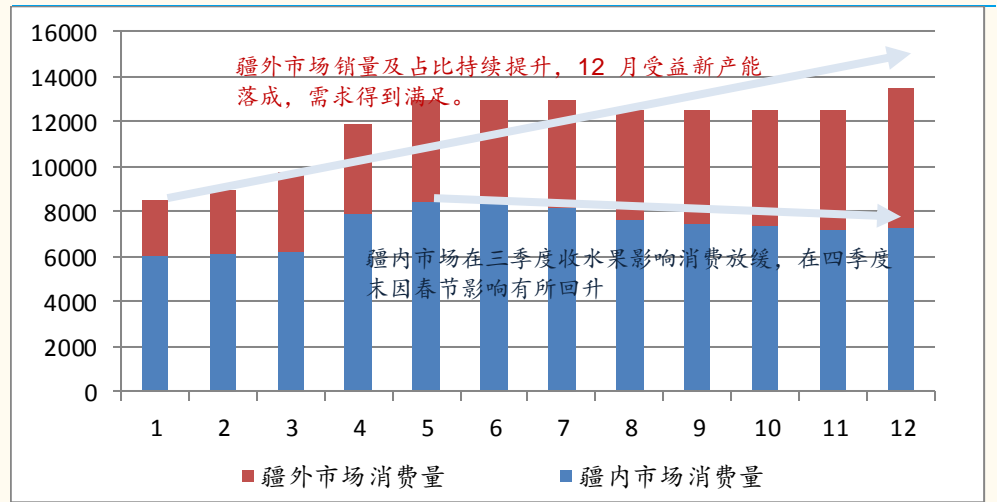
- **产能利用率较高：**参考公司 400 吨每天的原乳处理能力，以及班次增加带来的短期 30%左右的产能弹性（不可长期持续），我们认为公司月处理极限产能在 1.2 万吨~1.4 万吨之间，假设 5、6、7 月为疆内销售旺季，整体产能利用率较高，为 1.3 万吨/月，而 8~11 月份受益疆外市场持续扩张，虽然疆内销售进入淡季，整体出货量仍在 1.25 万吨/月。
- **假设疆外市场 2017Q1 发货量为 9000 吨，占整体销售 33%：**2016 年一月份公司当月生产乳制品 6112 吨，当时疆外市场尚未完全扩展，故推断当时疆内市场消费量在接近 6000 吨左右，则 6000 吨可作为 2017 年疆外市场

1月份的出货量基数，参照2017Q1公司共出货2.73万吨，疆外销售占比大于30%，合理假设1、2、3月公司疆内/疆外市场出货量分比为6000/6100/6200吨和2500/2900/3600吨。

- **假设疆外市场扩张势头持续，疆内市场消费量平稳增长：**由于疆外市场需求旺盛，新市场不断开拓，假设疆外市场月度环比增速为2.5%，且由于产能不足，需求并不能很好满足。另一方面疆内市场需求基本符合既往规律，即Q2旺季，Q3转淡，Q4逐渐进入春节备货。
- **假设产能扩张将在2017年底达产：**假设公司于2017年6月实施产能扩张计划，扩张产能125吨/天，则2017年12月新产能有望投产，由于疆外市场需求旺盛，新产能投产即可满产生产。

## 2.2017年疆外市场销量占比持续提升

图表 10：预测 2017 年疆外销售占比持续提升



来源：国金证券研究所

结合以上假设，我们预计2017年度公司总计实现销售乳制品14.18万吨，实现营业收入12.03亿元；预计疆外市场实现销售4.97万吨、实现营业收入4.21亿元，2017年公司疆外市场销量约占公司总销量的35%。

## 3.盈利预测与估值

预计公司17-19年实现收入12.03亿元、15.79亿元、18.94亿元，同比+37.5%、31.2%、20.0%；实现归属母公司利润1.19亿元、1.54亿元、1.97亿元，同比+52.14%、29.67%、27.78%，折合EPS分别为1.15元、1.49元、1.91元，目前股价对应PE为35X、27X、21X。我们认为，随着前期股价下挫，目前估值已来到合理区间，再次强调“买入”评级。

## 4.风险提示

疆外市场需求不及预期，产能扩张受阻，食品安全问题。



**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>1,203</b>	<b>1,579</b>	<b>1,894</b>
增长率		80.3%	48.7%	37.5%	31.2%	20.0%
主营业务成本	-247	-390	-604	-809	-1,058	-1,270
%销售收入	75.7%	66.2%	69.0%	67.2%	67.0%	67.0%
毛利	79	199	271	395	520	625
%销售收入	24.3%	33.8%	31.0%	32.8%	33.0%	33.0%
营业税金及附加	0	-3	-5	-6	-8	-10
%销售收入	0.1%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-39	-87	-124	-183	-233	-279
%销售收入	12.0%	14.8%	14.1%	15.2%	14.7%	14.7%
管理费用	-20	-44	-53	-66	-100	-113
%销售收入	6.3%	7.5%	6.0%	5.5%	6.3%	6.0%
息税前利润 (EBIT)	19	65	90	139	179	223
%销售收入	5.9%	11.0%	10.2%	11.5%	11.4%	11.8%
财务费用	-1	-2	0	0	1	7
%销售收入	0.3%	0.4%	0.1%	0.0%	0.0%	-0.4%
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	138	180	230
营业利润率	5.5%	9.8%	10.2%	11.5%	11.4%	12.2%
营业外收支	4	7	11	10	10	10
税前利润	22	64	101	148	190	240
利润率	6.7%	11.0%	11.5%	12.3%	12.0%	12.7%
所得税	-4	-9	-16	-22	-28	-36
所得税率	16.8%	13.4%	15.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	18	56	85	126	161	204
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>119</b>	<b>154</b>	<b>197</b>
净利率	3.8%	8.6%	8.9%	9.9%	9.8%	10.4%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	18	56	85	126	161	204
非现金支出	18	37	41	55	61	64
非经营收益	6	1	7	-6	-7	-10
营运资金变动	7	5	22	18	20	94
经营活动现金净流	48	100	155	193	235	352
<b>资本开支</b>	<b>-47</b>	<b>-88</b>	<b>-198</b>	<b>-102</b>	<b>-78</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	-103	-78	-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	-47	-100	1
其他	-4	-23	-4	-3	-3	0
筹资活动现金净流	-2	-6	-50	-51	-103	1
<b>现金净流量</b>	<b>16</b>	<b>80</b>	<b>-56</b>	<b>39</b>	<b>53</b>	<b>293</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	96	177	122	162	215	508
应收账款	15	48	39	63	82	99
存货	26	132	122	133	174	209
其他流动资产	11	59	26	66	86	103
流动资产	147	416	310	423	557	918
%总资产	30.0%	38.7%	26.7%	31.8%	37.3%	49.4%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	300	613	776	872	892	889
%总资产	61.0%	57.0%	66.8%	65.5%	59.7%	47.8%
无形资产	44	46	46	36	45	53
非流动资产	344	660	852	909	936	942
%总资产	70.0%	61.3%	73.3%	68.2%	62.7%	50.6%
<b>资产总计</b>	<b>492</b>	<b>1,076</b>	<b>1,162</b>	<b>1,332</b>	<b>1,493</b>	<b>1,860</b>
短期借款	9	69	15	100	0	0
应付款项	67	151	190	254	333	398
其他流动负债	10	42	42	69	90	186
流动负债	86	261	247	422	422	584
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>422</b>	<b>422</b>	<b>585</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>266</b>	<b>660</b>	<b>738</b>	<b>857</b>	<b>1,011</b>	<b>1,208</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>1,332</b>	<b>1,493</b>	<b>1,860</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	1.150	1.491	1.905
每股净资产	3.084	6.370	7.123	8.273	9.764	11.670
每股经营现金净流	0.560	0.963	1.496	1.860	2.270	3.397
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%	13.90%	15.27%	16.33%
总资产收益率	2.55%	4.73%	6.74%	8.94%	10.34%	10.61%
投入资本收益率	4.78%	7.36%	9.47%	11.68%	14.23%	14.85%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	273.24%	80.26%	48.70%	37.49%	31.19%	19.99%
EBIT增长率	N/A	235.90%	38.87%	54.65%	29.29%	24.34%
净利润增长率	-63.95%	304.94%	53.90%	52.14%	29.67%	27.78%
总资产增长率	7.58%	118.75%	8.05%	14.58%	12.14%	24.58%
<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	236.9	178.2	142.2
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-19.77%	-15.64%	-13.72%	-6.80%	-20.09%	-39.78%
EBIT利息保障倍数	19.8	26.0	197.5	406.8	-289.7	-29.9
资产负债率	39.59%	35.72%	32.59%	31.70%	28.29%	31.46%

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	1
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.50

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
6	2017-03-30	买入	60.10	65.00~65.00
7	2017-04-20	买入	53.09	65.00~65.00

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