

00756.HK 中国天溢控股

增持

(维持)

NFC 业务蓬勃发展，基本面拐点有望到来

2015 年 09 月 20 日

相关报告

主要财务指标

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	471	665	888	1,155
同比增长(%)	-17.28%	41.33%	33.45%	30.07%
净利润(百万元)	78	104	222	347
同比增长(%)	-33.24%	33.56%	112.75%	56.66%

分析师:

分析师: 鲁衡军
注册国际投资分析师 CIIA
(SFC: AZF126)

(755) 2382-6005
(852) 3509-5999
luhj@xyzq.com.hk

陈嵩昆
chensongk@xyzq.com.cn
S0190515080001

王晓明
wangxm@xyzq.com.cn
S0190514080001

事件: 中国天溢控股发布年报, 2015FY 实现收入 4.7 亿元, 同比-17.3%, 实现利润 7802.5 万元, 同比-33.2%。

点评:

- **上半年收入下滑趋势减缓, NFC 果汁拉动橙汁业务整体增长。**今年上半年公司实现收入 2.74 亿元, YoY-5.57%, 相较 2014H2 YoY-29.5%, 下降趋势明显减缓。NFC 果汁 3-6 月实现 1329 万元收入, 7 月收入 750 万, 8 月收入破千万, 渠道铺货迅速致销售快速增长。受巴西进口橙汁冲击以及国内消费升级影响, 2015FY 销售浓缩果汁 2.7 万吨, 同比-12.6%; 均价为 1.02 万元, 同比-9.3%。部分鲜橙用于生产 NFC 果汁, 因此 2015H1 鲜橙销售 5224 万元, 同比-13.6%。本财年橙销量 5.7 万吨, 同比-29.3%, 鲜橙价格 2600 元/吨, 同比+23.8%, 部分冲抵销量下滑影响。
- **公司 NFC 橙汁业务铺货顺利, 计划明年实现 3 亿销售, 2020 年目标 24 亿销售。**公司计划到 2016 年中, 实现商超渠道布点 1500 家、电商渠道 50 条、特殊渠道布点 3000 家、便利店、街边店布点 5500 家的目标。各渠道合计市场容量达 6.4 亿元, 乐观估计若公司市占率达到 50%, 即可实现收入 3.2 亿元。公司中期目标是在 2020 年, 实现 24 亿销售, 市占率达到 40%, 目前在上游生产和储存环节, 已经基本一次性建设到位。
- **公司负债率低, 有充足现金开拓市场; 现金流拐点已现, 未来创造现金能力将大幅改善。**公司资产负债率 33.1%, 扣除账上现金 6 亿元, 净负债率约为 23%, 财务十分稳健。低负债水平保证公司有足够现金开拓市场。由于大的固定资产支出都已经完成, 投资性现金流由去年-2.9 亿元转正至今年 907 万元, 未来公司创造现金的能力将大幅改善, 并将择机恢复派息。
- **盈利预测及评级:** 我们预测公司 16-18 年收入 6.65 亿、8.88 亿、11.55 亿, YoY41%、33%、30%, 净利润 1.04 亿、2.22 亿、3.47 亿, YoY34%、113%、57%, EPS0.08、0.16、0.25 元, 对应 PE10X/5X/3X, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 市场拓展不及预期



报告正文

- 下半财年收入下滑趋势减缓，NFC 果汁拉动橙汁业务整体增长。2015H1，公司实现收入 2.74 亿元，YoY-5.57%，相较 2014H2 YoY-29.5%，下降趋势明显减缓。
 - NFC 果汁上半年实现 1329 万元收入，7 月收入 750 万，8 月收入破千万，渠道铺货迅速致销售快速增长。公司自今年 3 月推出 NFC 果汁业务，该业务一直处于高速增长状态，8 月份收入已破千万，驱动力主要是铺货加速，截至 8 月底渠道共 615 家，商超渠道铺货 175 家，其他渠道 440 家。电商上线 27 条。
 - 传统冷冻浓缩汁业务受进口橙汁冲击以及国内饮料市场萎靡影响，同比下滑-4.9%。公司 2015H1 传统浓缩汁及相关业务实现 1.84 亿元收入，同比-4.9%。2015FY 销售浓缩果汁 27350 吨，同比-12.6%；均价为 10239，同比下滑-9.3%。虽然浓缩橙汁业务整体出现下滑，但含囊包橙汁销售额却略有增加，表明消费结构仍在升级。
 - 鲜果部分用于 NFC 生产，因此鲜果直接销售下滑，未来鲜果业务占比将逐渐下降。2015H1 公司鲜橙销售实现收入 5224 万元，同比-13.6%。2015FY 鲜果平均单产为 1.8 吨，产量符合预期，鲜橙销量 56888 吨，同比减少 29.3%，主要原因是部分鲜橙用于生产 NFC 果汁。鲜橙销售价格 2600 元/吨，同比+23.8%，部分冲抵销量下滑影响。2016 年底会有新果园开发，但由于未来公司重点是 NFC 果汁业务，产橙将优先保证 NFC 橙汁生产，并逐步减少外购橙。因此未来鲜橙销售业务收入占比会逐渐下滑。
- 公司负债率低，有充足现金开拓市场；固定资产支出已完成，现金流拐点已现，未来公司创造现金的能力将大幅改善。
 - 新业务拓展致库存及应收款大幅增加，公司目前负债率低，财务状况稳健。由于 NFC 果汁业务拓展，公司库存 6933 万元，同比大幅增加 123.8%，应收账款 7859 万元，同比+105.7%。2015FY 公司银行贷款增加 1.3 亿元，赎回可转债 2.3 亿元致融资性现金流为-1 亿元，公司财务状况更为稳健。资产负债率 33.1%，扣除账上现金 6 亿元，净负债率约为 23%，在行业内属于极低水平。
 - 经营性现金流及投资性现金流由负转正，现金流拐点已现，未来公司创造现金的能力将大幅改善。前 2 年公司由于预付租金致使经营性现金流为负，今年经营性现金流为 3900 万元，由负转正。由于大的固定资产支出（上游果园租金，NFC 榨汁生产线、包装线、冷藏仓库等）都已经完成，投资性现金流由去年-2.9 亿元转正至今年 907 万元，说明资本投入高峰期已过。未来公司创造现金的能力将大幅改善。
- 新品推广致销售费用大幅增长，2015H1 净利润下滑 42%，最近 2 个月已达到盈亏平衡。2015H1，公司实现净利润 2773 万元，同比大幅下滑 42%，净利润率 10.1%，同比下滑 6.4pct。其中毛利率为 40.5%，微增 0.2pct。销售

费用 2073.1 万元，同比增加 240.2%，主要由于公司 NFC 橙汁新品还在推广期，但 7-8 月已经越过盈亏平衡点。

- **公司橙园可保证 NFC 果汁产能，若渠道铺货顺利，预计 2016FY 可实现 2-3 亿元收入，并可贡献利润。**
 - **自有果园可满足 NFC 果汁产能。**由于 NFC 果汁榨季和全年销售不匹配，鲜果采摘后需要立即压榨。公司现有几千吨的 NFC 果汁库存，可满足下半年销售。鲜橙出汁率约为 47%，按出厂价 25 元/L 折算，实现 3 亿元销售额需要 1.2 万吨 NFC 橙汁，大致需要 2-3 万吨鲜橙，公司橙园产量完全可以满足。
 - **若公司渠道铺货顺利，乐观估计 2016FY 可实现 3 亿元收入。**公司现有传统渠道共 615 家，其中高超渠道 175 家，其他渠道 440 家。公司现已上线电商渠道 27 条。公司规划到 2016FY 底（2016 年 6 月），公司高超渠道进入 1500 家，市场容量 5.58 亿元；电商渠道进入 50 条，市场容量 670 万；特殊渠道布点 3000 家，市场容量 3400 万，便利店、街边店布点 5500 家，市场容量 4200 万，各渠道合计市场容量达 6.4 亿元，若公司只需完成一半市场容量的销售额，即可实现终端收入 3.2 亿元。未来公司还将通过与小区物业合作，布局 O2O，解决最后一公里问题。
 - **NFC 果汁收入已能覆盖销售费用，我们预计下半年该业务将贡献利润。**3-6 月公司 NFC 果汁业务处于初始推广期，市场费用较高，销售费用略超 NFC 果汁收入，但 7-8 月收入已可覆盖销售费用，我们预计随着公司销售规模进一步扩大，销售费用率下降，NFC 果汁业务将开始贡献利润。
- **通过餐饮渠道开发自有品牌低果饮料“尚果”，探索解决浓缩汁销售下滑问题。**公司通过专门研发团队开发低浓度果汁自有品牌尚果，并将产品直接卖给给餐饮渠道，一方面由于国内餐饮渠道果汁需求增长快，另一方面由于 B2C 需要投入极大的市场费用，而通过餐饮通路销售产品则可极大节省公司销售费用。公司通过向下游延伸，尝试用低成本方式打开新的销售渠道，为浓缩汁销售打开新的市场。
- **盈利预测及评级：**我们预测公司 16-18 年收入 6.65 亿、8.88 亿、11.55 亿，YoY41%、33%、30%，净利润 1.04 亿、2.22 亿、3.47 亿，YoY34%、113%、57%，EPS0.08 元、0.16 元、0.25 元，对应 PE10X/5X/3X，维持“增持”评级。
- **风险提示：**市场开拓不及预期

附表

损益表

百万元，财务年度截至6月底

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
收入	569	471	665	888	1,155
其他收入	64	60	60	68	77
营业成本	(361)	(301)	(426)	(508)	(603)
销售费用	(6)	(21)	(60)	(89)	(115)
管理费用	(72)	(82)	(95)	(110)	(139)
无形资产减值损失	(28)	(18)	(8)	0	0
其他开支	(3)	(2)	(3)	(3)	(3)
营业利润	163	107	134	246	372
财务收入	0	0	0	0	0
财务费用	(49)	(33)	(33)	(26)	(25)
税前利润	114	74	101	220	347
所得税	3	4	4	4	4
税后利润	117	78	105	224	351
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	117	78	104	222	347
EPS	0.09	0.06	0.08	0.16	0.25

资产负债表

百万元，财务年度截至6月底

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
现金	482	431	472	715	869
应收账款	38	79	100	134	174
存货	31	69	169	202	239
其他流动资产	226	213	317	213	213
流动资产	777	791	1,058	1,263	1,495
固定资产	394	427	515	487	459
预付租金	104	105	105	105	105
其它	987	961	972	966	959
总资产	2,262	2,284	2,650	2,821	3,018
应付帐款	10	12	11	13	15
短期银行贷款	230	228	148	198	198
应付即期税项	0	0	0	0	0
其它	17	56	31	37	44
流动负债	257	297	190	248	258
递延税项负债	33	25	25	25	25
其他	181	317	367	367	367
总负债	471	638	582	640	649
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司股东权益	1,562	1,646	1,751	1,942	2,224
每股账面值(元)	1.24	1.22	1.27	1.41	1.62
营运资金	520	494	868	1,015	1,237

财务分析

百万元，财务年度截至6月底

	2015A	2016E	2017E	2018E
盈利能力				
营业利润率(%)	36.1%	36.0%	42.8%	47.8%
税前利润率(%)	15.8%	15.2%	24.8%	30.0%
EBITDA 利率(%)	30.8%	26.0%	32.1%	35.6%
净利率(%)	16.6%	15.7%	25.0%	30.1%
增长率(%)				
营业收入	-17.3%	41.3%	33.4%	30.1%
经营利润	-34.6%	25.5%	83.3%	51.1%
净利润	-33.2%	33.6%	112.8%	56.7%
EBITDA	-24.4%	19.3%	64.7%	44.2%
财务状况				
负债/总资产	0.28	0.22	0.23	0.22
收入/总资产	0.21	0.25	0.31	0.38
总资产/股东权益	1.39	1.51	1.45	1.36
盈利对利息倍数	2.38	3.16	8.51	13.94

现金流量表

百万元，财务年度截至6月底

	2015A	2016E	2017E	2018E
EBITDA	145	173	285	411
融资成本(收入)	26	33	26	25
营运资金变化	(44)	(75)	(35)	(166)
所得税	4	4	4	4
其它	(92)	(66)	(52)	(50)
营运性现金流	40	70	228	224
资本开支	0	0	(1)	(5)
其他投资活动	9	(1)	(4)	0
投资性现金流	9	(1)	(5)	(5)
负债变化	167	(57)	58	9
股本变化	0	0	0	0
股息	(24)	0	(31)	(67)
其他融资活动	(242)	27	(8)	(9)
融资性现金流	(99)	(30)	19	(67)
现金变化	(50)	39	242	152
汇率影响	1	1	1	1
期初持有现金	482	432	472	715
期末持有现金	432	472	715	869

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推荐: 相对表现优于市场;
- 中性: 相对表现与市场持平
- 回避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
- 增持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
- 中性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
- 减持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人

邓亚萍 021-38565916 dengyp@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn

地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955

北京地区销售经理

姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣斌	010-66290197	zhushd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			

地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200

深圳地区销售经理

姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyuan@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			

地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017

海外销售经理

姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyaoqi@xyzq.com.cn	龚学敏	021-38565409	gongxuemin@xzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn

地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955

私募及企业客户负责人

刘俊文 021-38565559 liujw@xyzq.com.cn

私募销售经理

姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn

地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周 围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。