

燕塘乳业 (002732.SZ)

食品行业

评级：增持 维持评级

业绩点评

市场价格 (人民币): 29.15 元
 目标价格 (人民币): 33.00-35.00 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)	39.35
总市值(百万元)	4,586.75
年内股价最高最低(元)	46.50/14.59
沪深 300 指数	3473.25
深证成指	10915.99



相关报告

1. 《区域龙头乳企业绩平稳，期待产能释放效应-燕塘乳业公司研究》，2015.9.11

创新产品差异化竞争，收入利润继续稳增长

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.591	0.502	0.627	0.643	0.753
每股净资产(元)	2.81	4.58	5.01	5.45	6.00
每股经营性现金流(元)	0.92	0.65	0.84	1.01	1.25
市盈率(倍)	N/A	47.13	48.06	46.89	39.99
行业优化市盈率(倍)	50.65	52.07	128.39	128.39	128.39
净利润增长率(%)	8.22%	13.38%	24.77%	2.50%	17.26%
净资产收益率(%)	21.02%	10.97%	12.52%	11.79%	12.55%
总股本(百万股)	118.00	157.35	157.35	157.35	157.35

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 燕塘乳业 9M15 共录得总收入人民币 7.52 亿元，+9.08%YoY，归母净利为人民币 8.06 千万元，+24.55%YoY；三季度单季总收入为人民币 2.87 亿元，+12.04%YoY，归母净利录得人民币 3.48 千万元，+47.84%YoY。

经营分析

- 花式奶产品创新升级，毛利率大幅提升：15 年前 3 季燕塘毛利率达 36.48%，同比增加近 5 个百分点，并保持逐季抬升的态势。考虑到其原料奶供应合同采取一年一签的形式，价格稳定，毛利率的提升主要来源于产品的升级，特别是销售收入占比达 40% 的花式奶。公司在 2、3 季度陆续推出新式低温花式奶青稞谷物酸奶和泡泡果奶，市场铺货后反映良好，其每盒 5-5.5 元/200g 定价略高于其他低温花式奶平均 4 元/250ml 的定价，对毛利率的提升助力明显。未来燕塘将继续秉持其一贯的创新精神，保证每年都有新品推出市场，以满足广东地区消费者多样化的口味。高附加值产品的推陈出新有利于公司部分缓解华南地区较高原奶价格的影响，同时减少来年原奶价格上涨对毛利率的冲击。
- 日产 600 吨乳品生产基地预计 16 年底陆续投产：新增产能的乳品基地已顺利动工，预计 16 年底陆续投产，19 年项目完全达产后年产能达到 19.8 万吨，未来可逐步缓解燕塘近年来的产能瓶颈问题。
- 应收账款同比增幅明显，主要由于商超和便利店的渠道拓展：前三季度的应收账款周转天数达 7.9 天，高于 2015 年年初的 4.8 天，主要由于燕塘商超、便利店以及机团类客户的增多，授信周期增长的原因，未来随着公司的渠道不断拓展，我们预计公司应收账款周转天数继续上升是大概率事件。同时前三季销售费用较去年同期增长 33.9%，销售费用率同比上升 3.33 个百分点，主要是今年促销费用和新品广告费用的增加所致。随着今年国内牛奶价格战的逐步降温，公司 16 年的销售费用有望同比下降。

投资建议

- 我们维持公司增持评级，目标价 33 元，15-17 年预计 EPS 分别为 0.627 元/0.643 元/0.753 元，对应 PE 为 53X/51X/44X。

申晟

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

刘枝花

分析师 SAC 执业编号: S1130515060001
 (8621)61038289
 liuzhieh@gjzq.com.cn

图表 1: 财务预测模型

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	774	878	950	1,033	1,148	1,322
增长率		13.4%	8.2%	8.7%	11.2%	15.1%
主营业务成本	-533	-613	-649	-659	-750	-852
% 销售收入	68.9%	69.8%	68.4%	63.8%	65.3%	64.5%
毛利	241	265	300	374	398	470
% 销售收入	31.1%	30.2%	31.6%	36.2%	34.7%	35.5%
营业税金及附加	-5	-5	-6	-8	-9	-10
% 销售收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-119	-129	-146	-186	-200	-235
% 销售收入	15.4%	14.7%	15.4%	18.1%	17.4%	17.8%
管理费用	-33	-39	-45	-55	-62	-73
% 销售收入	4.2%	4.4%	4.7%	5.3%	5.4%	5.5%
息税前利润 (EBIT)	85	91	104	124	128	152
% 销售收入	10.9%	10.4%	10.9%	12.0%	11.1%	11.5%
财务费用	-4	-2	-2	2	1	0
% 销售收入	0.5%	0.3%	0.2%	-0.2%	-0.1%	0.0%
资产减值损失	0	0	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	1	1	1
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	1.0%	0.9%
营业利润	81	89	101	128	131	153
营业利润率	10.5%	10.1%	10.7%	12.4%	11.4%	11.6%
营业外收支	1	1	-1	-1	-1	-1
税前利润	81	89	100	127	130	152
利润率	10.5%	10.1%	10.6%	12.3%	11.3%	11.5%
所得税	-16	-19	-21	-28	-28	-33
所得税率	19.9%	21.0%	21.4%	21.8%	21.5%	21.6%
净利润	65	70	79	99	102	119
少数股东损益	1	1	0	1	1	1
归属于母公司的净利润	64	70	79	99	101	119
净利率	8.3%	7.9%	8.3%	9.6%	8.8%	9.0%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	65	70	79	99	102	119
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	20	23	27	32	43	56
非经营收益	5	5	5	2	4	6
营运资金变动	25	10	-9	-1	9	15
经营活动现金净流	115	108	102	132	158	197
资本开支	-50	-44	-75	-140	-211	-161
投资	-10	-8	0	-232	115	117
其他	0	0	0	1	1	1
投资活动现金净流	-60	-52	-75	-371	-95	-42
股权募资	0	0	357	0	0	0
债权募资	0	10	-5	-20	20	7
其他	-4	-4	-46	-5	-36	-38
筹资活动现金净流	-4	6	306	-25	-16	-31
现金净流量	51	62	332	-264	48	123

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	94	157	489	225	273	396
应收款项	12	13	15	23	26	31
存货	43	53	58	63	70	77
其他流动资产	16	19	17	272	165	58
流动资产	165	241	579	582	534	562
% 总资产	36.0%	41.6%	60.2%	54.2%	44.8%	42.4%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	256	300	332	431	588	683
% 总资产	55.7%	51.7%	34.6%	40.1%	49.3%	51.6%
无形资产	34	33	33	43	52	61
非流动资产	294	339	382	492	658	763
% 总资产	64.0%	58.4%	39.8%	45.8%	55.2%	57.6%
资产总计	460	580	961	1,074	1,192	1,325
短期借款	60	70	65	45	65	72
应付款项	106	133	118	131	151	176
其他流动负债	17	18	31	84	92	104
流动负债	184	221	214	260	307	352
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	10	8	7	7	7	7
负债	193	228	221	267	315	359
普通股股东权益	262	332	721	788	858	945
少数股东权益	4	20	19	19	20	21
负债股东权益合计	460	580	961	1,074	1,192	1,325

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	0.546	0.591	0.502	0.627	0.643	0.753
每股净资产	2.221	2.812	4.581	5.008	5.451	6.004
每股经营现金净流	0.976	0.919	0.646	0.840	1.006	1.249
每股股利	0.000	0.000	0.200	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	24.59%	21.02%	10.97%	12.52%	11.79%	12.55%
总资产收益率	14.02%	12.02%	8.23%	9.18%	8.48%	8.95%
投入资本收益率	20.78%	17.12%	10.15%	11.41%	10.66%	11.49%
增长率						
主营业务收入增长率	19.25%	13.41%	8.21%	8.72%	11.21%	15.09%
EBIT增长率	29.09%	8.11%	13.67%	19.64%	2.95%	18.86%
净利润增长率	26.20%	8.22%	13.38%	24.77%	2.50%	17.26%
总资产增长率	17.87%	26.20%	65.63%	11.82%	10.99%	11.09%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.1	4.8	4.8	7.2	7.4	7.6
存货周转天数	27.0	28.4	31.1	35.0	34.0	33.0
应付账款周转天数	51.5	51.1	48.0	45.0	45.9	46.5
固定资产周转天数	119.8	123.4	126.5	133.5	154.2	146.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-12.89%	-24.61%	-57.29%	-51.05%	-37.05%	-33.55%
EBIT利息保障倍数	22.5	37.0	45.8	-56.5	-96.1	1,043.2
资产负债率	42.09%	39.35%	22.99%	24.84%	26.38%	27.08%

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	2015-09-11	增持	23.49	28.00~32.00

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 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 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%以下。

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