

2016年1月14日

公司研究

评级：增持

研究所

证券分析师：余春生 S0350513090001
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn

非公开发行股票预案公布，低温乳制品发展潜力大

——科迪乳业（002770）非公开发行股票点评

事件：

1月13日晚，公司发布《2016年非公开发行A股股票预案》，拟非公开发行股票不超过29,801,264股，发行价25.31元/股，募集资金总额不超过75,427.00万元。募集资金用于低温乳品改扩建及冷链物流建设项目、品牌媒体推广项目、偿还银行贷款。同时股票将于2016年1月14日复牌。

点评：

1、低温乳制品需求前景广阔

我国乳制品行业受制于生产和消费市场分布不均衡、物流水平较低等因素，目前主要以采用超高温（UHT）灭菌处理、保质期长且运输半径长、条件低的常温奶为主。但是，与超高温（UHT）灭菌处理相比，采用巴氏杀菌即可达到杀菌效果，又能最大程度保护营养成分和活性物质，蛋白质、氨基酸和维生素等受破坏和损失程度比较小。随着我国居民消费水平不断提高以及消费观念中对健康重视程度的日益增加，未来采用巴氏杀菌、营养价值更高的巴氏鲜奶和酸奶等低温乳制品会越来越受人们的青睐。

同时，国家政策也大力支持发展巴氏杀菌奶。农业部制定的《全国奶业“十一五”发展规划和2020年远景目标规划》中提出要严格区别和规范液态奶标示，鼓励企业生产巴氏杀菌奶。2014年8月，中国奶业协会谷继承发表《发展巴氏鲜奶，推进奶业持续健康发展》讲话。总体而言，由于国家政策的支持，消费者对健康的进一步重视，以及随着冷链运输的进一步发达，未来低温乳制品将有更为广阔的市场空间。

2、募投项目将增强公司低温乳制品实力

目前，公司以常温奶生产为主，低温乳制品产能相对不足，为了满足公司主要市场对低温乳制品快速增加的需求，巩固和提高公司在主要市场竞争优势和占有率，公司需要尽快增加低温乳制品产能，并建立配套的冷链运输体系。

公司IPO筹资建设的“年产20万吨液态奶项目”和自建项目预计于2016年投产。本次募集资金中有4.7427亿元资金用于低温乳品改扩建及冷链物流建设项目，改扩建完成后公司低温乳制品日产能将达到340吨，产能大幅度提高有利于公司把握乳制品市场蓬勃发展的机会。另外还有6000万元募集资金将用于品牌媒体推广项目，主要通过电视媒体、网络媒体等平台投放广告，提高科迪乳业品牌知名度和认知度，促进公司销售规模持续增长、提高市场占有率，这也有助于消化公司改扩建项目新增产能。

表1、募集资金用途

序号	项目名称	项目投资总额
1	低温乳品改扩建及冷链物流建设项目	47,427.00
2	品牌媒体推广项目	6,000.00
3	偿还银行贷款	22,000.00
	合计	75,427.00

资料来源：公司公告、国海证券研究所

3、盈利预测与投资建议

我们预测科迪乳业 2015/16/17 年 EPS（不考虑增发）分别为 0.36/0.45/0.56 元，对应 2014/15/16 年 PE 分别为 65.02/52.07/41.88，鉴于看好低温巴氏奶发展前景，首次给予公司“增持”评级。

4、风险提示

募投项目不及预期，市场拓展不及预期。

表 2、科迪乳业盈利预测（不考虑增发）

证券代码:	002770.SZ				股票价格:	23.28	投资评级:	增持		日期:	2016/1/13
财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E		
盈利能力					每股指标						
ROE	15.53%	14.57%	16.27%	17.89%	EPS	0.46	0.36	0.45	0.56		
毛利率	32%	35%	35%	35%	BVPS	2.97	2.46	2.75	3.11		
期间费率	14%	16%	16%	15%	估值						
销售净利率	14%	14%	15%	16%	P/E	50.52	65.02	52.07	41.88		
成长能力					P/B	7.85	9.47	8.47	7.49		
收入增长率	4%	3%	19%	20%	P/S	7.16	9.26	7.81	6.53		
利润增长率	23%	4%	25%	24%							
营运能力					利润表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E		
总资产周转率	0.52	0.51	0.57	0.63	营业收入	666	688	815	974		
应收账款周转率	10.42	10.42	10.42	10.42	营业成本	452	448	530	631		
存货周转率	7.68	7.68	7.68	7.68	营业税金及附加	1	3	3	4		
偿债能力					销售费用	51	53	64	76		
资产负债率	52%	50%	47%	45%	管理费用	21	25	31	39		
流动比	0.51	0.50	0.64	0.81	财务费用	23	32	31	29		
速动比	0.40	0.39	0.51	0.67	其他费用/(-收入)	(2)	(2)	(2)	(2)		
资产负债表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E	营业利润	117	125	155	193		
现金及现金等价物	88	78	124	185	营业外净收支	5	1	3	3		
应收款项	64	66	78	94	利润总额	122	126	158	196		
存货净额	59	59	69	83	所得税费用	27	28	36	44		
其他流动资产	69	72	85	102	净利润	94	98	122	152		
流动资产合计	280	274	357	463	少数股东损益	0	0	0	0		
固定资产	256	245	266	274	归属于母公司净利润	94	98	122	152		
在建工程	588	668	658	658	现金流量表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E		
无形资产及其他	26	26	24	21	经营活动现金流	61	122	102	122		
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	94	98	122	152		
资产总计	1272	1336	1426	1539	少数股东权益	0	0	0	0		
短期借款	398	398	398	398	折旧摊销	18	28	27	29		
应付款项	53	53	63	75	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	7	7	8	10	营运资金变动	(51)	(4)	(48)	(59)		
其他流动负债	89	89	89	89	投资活动现金流	(212)	(69)	(10)	(8)		
流动负债合计	547	547	558	572	资本支出	(360)	(69)	(10)	(8)		
长期借款及应付债券	33	33	33	33	长期投资	0	0	0	0		
其他长期负债	84	84	84	84	其他	148	0	0	0		
长期负债合计	117	117	117	117	筹资活动现金流	141	(34)	(43)	(53)		
负债合计	664	664	675	689	债务融资	179	0	0	0		
股本	205	273	273	273	权益融资	0	0	0	0		
股东权益	608	672	751	850	其它	(38)	(34)	(43)	(53)		
负债和股东权益总计	1272	1336	1426	1539	现金净增加额	(10)	18	49	60		

资料来源：公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

余春生，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。