

燕塘乳业 (002732.SZ)

食品行业

评级：增持 维持评级

公司点评

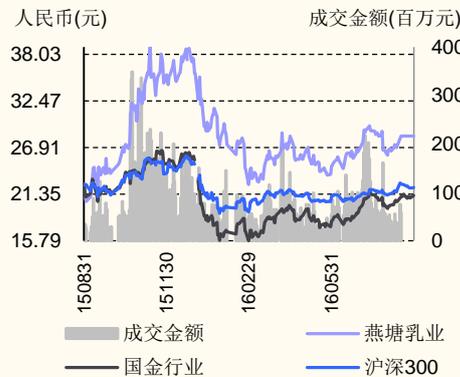
市场价格(人民币)：28.30元

定增扩产能、增渠道，员工持股提动力

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)	60.71
总市值(百万元)	4,453.01
年内股价最高最低(元)	38.90/20.50
沪深300指数	3311.99
深证成指	10729.12



相关报告

- 《创新产品差异化竞争，收入利润继续稳增长-燕塘乳业业绩点评》，2015.10.23
- 《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

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.502	0.610	0.615	0.644	0.668
每股净资产(元)	4.58	4.99	5.41	5.85	6.32
每股经营性现金流(元)	0.65	0.66	1.90	1.01	1.20
市盈率(倍)	47.13	58.64	43.21	41.27	39.80
行业优化市盈率(倍)	52.07	114.29	84.85	84.85	84.85
净利润增长率(%)	13.38%	21.50%	0.81%	4.70%	3.70%
净资产收益率(%)	10.97%	12.23%	11.38%	11.01%	10.57%
总股本(百万股)	157.35	157.35	157.35	157.35	157.35

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 燕塘乳业发布公告(1)非公开发行股票不超过2,121万股，募集资金总额不超过5.2亿元，发行价格为24.68元/股。募集资金将用于“湛江燕塘乳业有限公司二期扩建工程”、“OAO电商平台建设项目”和“广东省乳业工程技术研究中心建设项目”；(2)推行员工持股计划，拟认购公司非公开发行股票金额不超过3,600万元，认购股份不超过145.8万股；(3)未来三年股东分红回报计划。

经营分析

- 扩建工程将有助于缓解产能瓶颈：**公司目前正在建的日产600吨乳品生产基地投产后，短期内公司的产能瓶颈将暂时缓解。但随着公司深入布局粤西市场、加速向外埠市场扩张，公司有必要继续扩大产能，巩固现有优势地位。此工程完工后将新增产能9万吨左右，未来燕塘产能将达近30万吨，远高于现有12万吨的产能。
- 积极拓展线上渠道：**公司通过OAO电商平台建设，将延伸现有客群覆盖面，同时发挥线上线下资源协同效应，不仅为传统线下渠道提供客源补充，摊薄线下渠道的运营成本；而且利用线下渠道用户服务，为网购习惯客群提供品牌消费体验，建立线上线下联动体系。
- 员工持股计划覆盖人群广泛：**燕塘的这次员工持股计划不单是针对管理层，还包括工作四年以上的一般员工，涉及范围较广，更有利于调动员工的积极性。目前参与对象除管理人员外，其他参加员工合计为90人，管理层9人。

投资建议

- 我们认为此次非公开发行将进一步解决燕塘的产能瓶颈，在夯实广东市场份额的同时，为扩展省外市场打下基础，同时燕塘在提升自身产品研发能力，在竞争激烈的一线城市市场差异化经营外，还积极探索新型渠道，力求线上线下的融合。此次募投在引入更多外部投资者的同时，还将员工持股计划纳入其中，对象不仅是管理层还包括老员工，更利于调动员工的积极性。
- 我们预计2016-2018年燕塘的收入分别为11.1亿元/12.3亿元/13.7亿元，净利润分别为0.97亿/1.01亿/1.05亿，若不考虑增发，则对应EPS分别为0.62元/0.64元/0.67元，若考虑增发，则对应EPS分别为0.54元/0.57元/0.59元，目前燕塘停牌前股价对应不考虑增发2016年PE 45X，对应考虑增发后2016年PE 52X。

申晟

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

于杰

分析师 SAC 执业编号：S1130516070001
yuji@gjqz.com.cn

事件

1. 非公开发行

公司拟向 7 名特定投资者非公开发行股票不超过 21,211,487 股，募集资金总额不超过 52,349.95 万元，非公开发行股票的价格为 24.68 元/股，所有发行对象均以现金方式认购本次非公开发行的股票。募集资金将用于“湛江燕塘乳业有限公司二期扩建工程”、“OAO 电商平台建设项目”和“广东省乳业工程技术研究中心建设项目”三个项目。

2. 员工持股计划

推行员工持股计划“燕塘乳业 1 号”，拟通过资产管理计划认购本公司非公开发行股票金额不超过 3,600 万元，认购股份不超过 1,458,670 股。目前参与对象除公司董事（不含独立董事）、监事和高级管理人员外的其他参加员工合计为 90 人，管理层 9 人。自本次非公开发行结束之日起，锁定期 36 个月，存续期 48 个月。

3. 未来三年股东分红回报计划

2016-2018 年公司将优先考虑现金方式分配利润，每年以现金形式分配的利润不少于当年实现的可供分配利润的 15%，最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%。

非公开发行预案

■ 募集资金用途

本次非公开发行募集资金总额不超过 52,349.95 万元，扣除发行费用后将用于“湛江燕塘乳业有限公司二期扩建工程”、“OAO 电商平台建设项目”和“广东省乳业工程技术研究中心建设项目”三个项目。

图表 1：项目投资具体情况（万元）

序号	募投项目名称	项目投资总额	募集资金拟投入金额
1	湛江燕塘乳业有限公司二期扩建工程	39,063.69	34,341.60
2	OAO 电商平台建设项目	14,516.15	10,324.90
3	广东省乳业工程技术研究中心建设项目	8,667.62	7,683.45
	合计	62,247.46	52,349.95

来源：国金证券研究所

(1) 湛江燕塘乳业有限公司二期扩建工程：扩大产能，增加份额

目前公司本部位于广州市天河区，厂区所处位置属于相对繁华的地区，生产经营规模无法进一步扩大，公司面临产能瓶颈。公司目前正在建的日产 600 吨乳品生产基地投产后，短期内公司的产能将得到一定提升，产能瓶颈将暂时缓解。但随着乳制品消费需求的持续快速增长，以及公司深入布局粤西市场、加速向外埠市场扩张，公司有必要实施本项目以扩大产能，巩固现有优势地位。

目前公司产能约为 12 万吨，燕塘乳业上市募得的资金建设的日产 600 吨乳品生产基地工程，将在 2016 年下半年逐渐投产，达产后年产能为 19.8 万吨（老厂将逐渐搬到新厂）。项目投产期 2 年，投产期第 1 年达产率为 50%，投产期第 2 年达产率为 80%，投产期第 3 年以后达产率为 100%。

图表 2：上市募得日产 600 吨工程 16H1 开始逐渐投产

产品	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年
液体乳	-	2.72	7.08	9.80	10.89
花式奶	-	1.34	3.47	4.81	5.35
乳酸菌乳饮料	-	0.89	2.32	3.21	3.56
合计	-	4.95	12.87	17.82	19.80

来源：招股说明书，国金证券研究所

此次募投项目主要包括新建厂房、车间及配套设施等，并购置、安装和调试生产设备，实现液体乳、含乳饮料日产能 300 吨，工程建设周期约为 18 个月，完工后将新增产能 9 万吨左右，未来燕塘产能将达近 30 万吨。

(2) OAO 电商平台建设项目：加快线上业务发展，拓网络

公司通过 OAO 电商平台建设，将延伸现有客群覆盖面，构筑华南影响力，同时发挥线上线下资源协同效应，不仅为传统线下渠道提供客源补充，摊薄周期性销售下行阶段线下渠道的运营成本；而且利用线下渠道的场景化搭建以及送奶到户服务，为网购习惯客群提供全新的品牌消费体验。通过本项目的建设实施，公司在直营方面的业务占比将进一步提高。取消了中间环节的直营业务即缩短了管理半径，有利于公司对销售终端的控制和管理。

本项目投资主要为建设投资，包括 OAO 电商平台建设、电商平台营销推广费、办事处及仓库冷链物流投资、专营店建设投资及预备费支出，建设周期 36 个月。

(3) 广东省乳业工程技术研究中心建设项目：增强研发能力，差异化竞争

在产品研发方面，公司秉持“研发一代、储备一代、推出一代”的产品上市原则，每年均有全新产品推出，在竞争激烈的华南市场坚持本土口味经营，差异化竞争。项目预计投资总额为 8,667.62 万元，建设期 12 个月。

点评：“湛江燕塘乳业有限公司二期扩建工程”实施完毕后，公司将新增乳制品和含乳饮料产能合计 9 万吨/年，有利于公司解决产能不足的发展瓶颈，抓住市场需求快速增长的机遇，实现公司产能规模的持续增长；同时，“OAO 电商平台建设项目”的实施有利于公司契合年轻化消费趋势，形成行业先发优势，加速公司业务向外埠市场扩张，在华南地区构建线上线下联动的立体化营销网络；而通过“广东省乳业工程技术研究中心建设项目”的实施，公司食品安全保障水平和新产品研发能力将得到进一步提升，帮助公司巩固差异化竞争优势，为公司的可持续发展打下更坚实的基础。

■ 募集对象

本次非公开发行股票数量不超过 2,121 万股，募集资金总额不超过 5.23 亿元。本次非公开发行股票的发行对象为 7 名特定投资者，所有发行对象均以现金方式认购本次公开发行的股票，非公开发行股票的价格为 24.68 元/股，锁定期 36 个月。

图表 3：募集对象信息

序号	发行对象	认购金额（万元）	认购股份数量（股）
1	粤垦投资	7,749.96	3,140,178
2	湛江农垦	3,000.00	1,215,559
3	长城国融	18,000.00	7,293,354
4	温氏投资	10,000.00	4,051,863
5	现代种业	6,000.00	2,431,118
6	沈汉标	4,000.00	1,620,745
7	燕塘乳业1号	3,600.00	1,458,670
合计		52,349.95	21,211,487

来源：国金证券研究所

截至本预案出具日，广东省燕塘投资有限公司持有公司 40.97%股份，是公司的控股股东；广东农垦通过燕塘投资、粤垦投资及湛江农垦间接控制公司 57.69%的股份，为公司实际控制人。

按照本次非公开发行股票数量上限 21,211,487 股测算，本次发行完成后，公司总股本将增加至 178,561,487 股，其中，燕塘投资持有本公司 36.10%的股份，广东农垦通过燕塘投资、粤垦投资及湛江农垦间接控制公司 53.28%的股份。本次非公开发行不会导致公司的控制权发生变化。

图表 4：主要控股人持股比例占比变化

	定增前占总股本比例(%)	定增后占总持股比例 (%)
燕塘投资	40.97%	36.10%
粤垦投资	11.69%	12.1%
湛江农垦	5.03%	5.1%
员工持股计划		0.8%

来源：公司公告，国金证券研究所

点评：公司不但将引入更多的外部投资者，同时捆绑了员工的利益，彰显了燕塘对未来的信心，加快了体制改革的步伐。

员工持股计划

本员工持股计划设立后全额认购资产管理人设立的资产管理计划，资产管理计划通过认购本公司非公开发行股票的方式持有燕塘乳业股票。本员工持股计划拟通过资产管理计划认购本公司非公开发行股票金额不超过 3,600 万元，认购股份不超过 1,458,670 股。

■ 参与对象不限于高管

公司规定员工持股计划的参加对象应满足以下任一条件：1、在公司任职的董事、监事及高级管理人员；2、公司现任部门助理及以上职务的中层管理人员；3、2014 年 1 月 1 日之前与公司的全资或控股子公司或分公司签订劳动合同、且劳动合同关系未曾中断的中层管理及以上职务的员工；4、2012 年 1 月 1 日（含）之前与公司签订劳动合同、且劳动合同关系未曾中断的员工。

图表 5：参加对象名单及份额认购情况

姓名	职务	出资金额（万元）	占持股计划的比例
黄宜	董事长兼总经理	350	9.722%
谢立民	董事、副总经理	350	9.722%
邵侠	董事、财务总监	220	6.111%
冯立科	副总经理	280	7.778%
李春锋	副总经理、董事会秘书	120	3.333%
吴乘云	副总经理	240	6.667%
刘世坤	副总经理	240	6.667%
余保宁	总工程师（高级管理人员）	240	6.667%
陈琛	职工监事	150	4.167%
小计		2,190	60.833%
其他员工（合计 90 人）		1,410	39.167%
合计		3,600	100%

来源：国金证券研究所

参加员工持股计划的公司董事（不含独立董事）、监事和高级管理人员合计认购不超过 2,190 万份，其认购份额占员工持股计划的总份额比例为 60.83%。除公司董事（不含独立董事）、监事和高级管理人员外的其他参加员工合计为 90 人，合计认购不超过 1,410 万份，其认购份额占员工持股计划的总份额比例为 39.17%。

点评：燕塘的这次员工持股计划不单是针对管理层，还包括工作四年以上的一般员工，涉及范围较广，更有利于调动员工的积极性。

盈利预测

燕塘上半年实现营业收入 4.97 亿元，同比增长 6.93%；实现归母净利润 4863.24 万元，同比增长 6.08%。基本每股收益为 0.31 元。

我们认为此次非公开发行将进一步解决燕塘的产能瓶颈，在夯实广东市场份额的同时，为扩展省外市场打下基础，同时燕塘在提升自身产品研发能力，在竞争激烈的一线城市市场差异化经营外，还积极探索新型渠道，力求线上线下的融合。此次募投在引入更多外部投资者的同时，还将员工持股计划纳入其中，对象不仅是管理层还包括老员工，更利于调动员工的积极性。

我们预计 2016-2018 年燕塘的收入分别为 11.1 亿元/12.3 亿元/13.7 亿元，净利润分别为 0.97 亿/1.01 亿/1.05 亿，若不考虑增发，则对应 EPS 分别为 0.62 元/0.64 元/0.67 元，若考虑增发，则对应 EPS 分别为 0.54 元/0.57 元/0.59 元，目前燕塘停牌前股价对应不考虑增发 2016 年 PE 45X，对应考虑增发后 2016 年 PE 52X。

图表 6: 财务预测 (未考虑增发)

损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	878	950	1,032	1,111	1,229	1,370
增长率		8.2%	8.7%	7.7%	10.6%	11.5%
主营业务成本	-613	-649	-661	-695	-781	-866
% 销售收入	69.8%	68.4%	64.0%	62.6%	63.6%	63.2%
毛利	265	300	372	416	448	504
% 销售收入	30.2%	31.6%	36.0%	37.4%	36.4%	36.8%
营业税金及附加	-5	-6	-8	-9	-9	-10
% 销售收入	0.6%	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-129	-146	-197	-220	-238	-270
% 销售收入	14.7%	15.4%	19.1%	19.8%	19.4%	19.7%
管理费用	-39	-45	-52	-60	-66	-74
% 销售收入	4.4%	4.7%	5.1%	5.4%	5.4%	5.4%
息税前利润 (EBIT)	91	104	114	127	134	150
% 销售收入	10.4%	10.9%	11.1%	11.4%	10.9%	11.0%
财务费用	-2	-2	4	-6	-7	-18
% 销售收入	0.3%	0.2%	-0.4%	0.6%	0.6%	1.3%
资产减值损失	0	0	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	6	2	2	3
% 税前利润	0.0%	0.0%	4.9%	1.7%	1.8%	1.9%
营业利润	89	101	123	123	129	134
营业利润率	10.1%	10.7%	11.9%	11.0%	10.5%	9.8%
营业外收支	1	-1	-1	1	1	1
税前利润	89	100	122	124	131	136
利润率	10.1%	10.6%	11.8%	11.2%	10.6%	9.9%
所得税	-19	-21	-26	-27	-29	-30
所得税率	21.0%	21.4%	21.5%	22.0%	22.0%	22.0%
净利润	70	79	96	97	102	106
少数股东损益	1	0	0	0	1	1
归属于母公司的净利润	70	79	96	97	101	105
净利率	7.9%	8.3%	9.3%	8.7%	8.2%	7.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	70	79	96	97	102	106
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	23	27	33	33	45	57
非经营收益	5	5	5	6	9	21
营运资金变动	10	-9	-30	162	2	5
经营活动现金净流	108	102	103	298	158	189
资本开支	-44	-75	-159	-165	-209	-159
投资	-8	0	-273	-117	115	2
其他	0	0	6	2	2	3
投资活动现金净流	-52	-75	-426	-280	-91	-154
股权筹资	0	357	0	0	0	0
债权筹资	10	-5	5	81	25	144
其他	-4	-46	-36	-10	-44	-56
筹资活动现金净流	6	306	-31	71	-19	88
现金净流量	62	332	-354	90	48	123

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	157	489	135	225	273	396
应收款项	13	15	35	30	35	41
存货	53	58	64	67	77	88
其他流动资产	19	17	235	238	131	138
流动资产	241	579	469	559	516	663
% 总资产	41.6%	60.2%	45.5%	44.6%	37.5%	40.8%
长期投资	0	0	60	60	60	60
固定资产	300	332	419	517	673	766
% 总资产	51.7%	34.6%	40.7%	41.2%	48.9%	47.2%
无形资产	33	33	32	42	51	60
非流动资产	339	382	561	695	860	962
% 总资产	58.4%	39.8%	54.5%	55.4%	62.5%	59.2%
资产总计	580	961	1,030	1,254	1,376	1,625
短期借款	70	65	70	151	176	321
应付款项	133	118	127	139	157	176
其他流动负债	18	31	22	87	95	107
流动负债	221	214	219	377	429	604
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	8	7	8	8	8	8
负债	228	221	226	385	436	612
普通股股东权益	332	721	785	851	921	994
少数股东权益	20	19	18	18	18	19
负债股东权益合计	580	961	1,030	1,254	1,376	1,625

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.591	0.502	0.610	0.615	0.644	0.668
每股净资产	2.812	4.581	4.992	5.407	5.852	6.320
每股经营现金净流	0.919	0.646	0.658	1.896	1.006	1.201
每股股利	0.000	0.200	0.250	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	21.02%	10.97%	12.23%	11.38%	11.01%	10.57%
总资产收益率	12.02%	8.23%	9.33%	7.72%	7.37%	6.47%
投入资本收益率	17.12%	10.15%	10.28%	9.72%	9.39%	8.77%
增长率						
主营业务收入增长率	13.41%	8.21%	8.69%	7.66%	10.58%	11.50%
EBIT增长率	8.11%	13.67%	10.11%	11.02%	5.72%	11.74%
净利润增长率	8.22%	13.38%	21.50%	0.81%	4.70%	3.70%
总资产增长率	26.20%	65.63%	7.17%	21.77%	9.72%	18.15%
资产管理能力						
应收账款周转天数	4.8	4.8	8.2	9.0	9.5	10.0
存货周转天数	28.4	31.1	33.6	35.0	36.0	37.0
应付账款周转天数	51.1	48.0	41.4	45.0	43.4	43.4
固定资产周转天数	123.4	126.5	122.1	129.0	148.1	144.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-24.61%	-57.29%	-8.12%	-21.98%	-10.52%	-7.43%
EBIT利息保障倍数	37.0	45.8	-27.8	20.0	18.8	8.3
资产负债率	39.35%	22.99%	21.99%	30.72%	31.73%	37.63%

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
2	2015-10-23	增持	29.15	33.00~35.00

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 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