



2017-03-17

公司点评报告

增持/首次

广泽股份(600882)

目标价: 13.5

昨收盘: 11.08

采掘 其他采掘 II

业绩扭亏，未来看内生增长和外延扩张

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	399/399
总市值/流通(百万元)	4,424/4,424
12个月最高/最低(元)	12.63/7.88

相关研究报告:

证券分析师: 黄付生

电话: 010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030002

事件: 广泽股份公告 2016 年年报, 报告期内公司共实现营收 51156.92 万元、归母净利润 3155.25 万元, 同比增长 41.76%、111.39%, EPS 为 0.08。公司整体的经营业绩较 2015 年改善明显, 扭亏为盈。

同时, 公司公告了《2017 年限制性股票激励计划(草案)》, 拟授予限制性股票 1200 万股, 激励对象包括董事、高管、中层管理人员及核心技术(业务)人员共 71 人, 首次授予价格为每股 5.52 元。该计划设立公司层面业绩考核和个人层面绩效考核两个层次指标, 业绩考核中 2017-19 年的营收目标为分别不低于 8 亿元、12 亿元、16 亿元。若 2017 年 5 月授予, 2017、2018 年分别对应 1666.61 万元、1220.24 万元的费用摊销。

核心观点:

公司 2016 年完成重大资产置换, 彻底转型成以奶酪为战略核心的特色乳制品企业。主业转变后, 公司聚焦并深耕乳制品, 提升了整体盈利能力, 业绩改善明显, 扭亏为盈。目前公司积极布局奶酪等乳制品业务走向全国市场, 乳业平台的雏形渐趋完善, 外延扩张的意图比较明显, 未来有望借助协同整合做大做强, 收入和利润有望快速提升。

近期公司的股价走弱, 主因是公司的市值尚无足够的盈利支撑。再融资新规出台后, 公司非公开发行也面临着调整。但是我们判断, 增发方案调整后控股股东的成本价将大概率高于原先预期的 11 元, 也高于当前的市场价从而形成安全垫。随着公司渠道建设的强化, 以及营销模式的完善, 再结合公司新公告的股权激励计划预案和员工持股计划预案, 同时考虑外延扩张的可能性, 我们认为, 未来几年公司收入规模有望大幅度扩大, 业绩也将快速提升, 看好公司的长期发展。

投资要点:

◆ 广泽乳业业绩达成, 妙可蓝多稳步增长

广泽乳业 2016 年实现扣非净利润 5860.56 万, 达成《重大资产置换暨关联交易报告书(草案)》所约定的不低于 4494.96 万的盈利目标。广泽乳业自 2014 年开始进行产品结构调整, 在低温乳制品

及含乳饮料领域尤其是高毛利率的发酵乳、巴氏杀菌乳市场上着重发力，毛利率提升明显。2016年公司液奶的毛利率提升至34.27%。同时，广泽乳业的净利率稳定保持在行业较高水平，这主要得益于较低的费用率。毛利率得到提升、净利率具有竞争力，广泽乳业的盈利能力在逐步提升。

妙可蓝多2016年实现扣非净利润2463.94万，虽未达成对赌中2500万的盈利目标，但差距很小。目前妙可蓝多已发展成为全国性奶酪品牌，具备明显先发优势，在马苏里拉等品类中处于第一梯队。未来奶酪业务收入利润稳增长的确信性比较大。一方面，公司16年在奶酪销售方面新增了工业渠道，原有的电商和餐饮渠道也取得了长足的发展。另一方面，当前奶酪产能处于满负荷运转的状况，预计募投项目得以推进后，产能瓶颈问题将得到有效解决，带动收入的增长。与伊利、光明和三元相比，妙可蓝多净利率更高，主因是妙可蓝多专营奶酪，其单位售价远高于液态奶和乳饮料，盈利能力强。

除了确保广泽乳业和妙可蓝多的业绩增长外，公司还积极推进新品开发。公司策略上响应产品升级的需要，立足中高端消费人群，开发一系列新的产品。报告期内公司完成了新的产品群开发规划——澳醇牧场系列、餐饮产品系列以及零售产品系列，这些产品都将陆续投放市场。预计公司此番推出的新品能够成为新的利润增长点，进一步增强公司在奶酪特色细分市场方面的竞争优势。液态奶方面，公司积极调整产品结构，进行产品的转型升级，增加了高附加值的长白山人参奶、松竹梅等特色液态乳制品，进一步巩固了公司液态奶业务在传统东北地区的市场地位。

◆ 乳业平台雏形已现，有望通过外延完善

目前，公司打造的乳业平台已拥有五家下属公司，包括一家液态奶生产企业（广泽乳业）和四家奶酪生产企业（妙可蓝多、天津芝然乳品、上海芝然乳品、吉林广泽乳品），此外还通过增资北京兄弟之恒将触角伸向餐饮食材采购移动互联网平台。我们认为公司在乳制品行业的布局尚未完成，预计未来仍有收购或参股的举措，主要是基于以下事实及合理分析：

1、蒙牛前总裁孙伊萍以及法国保健然集团的两位高管此前都曾经担任过公司的董事（现均已辞去董事职务）。广泽乳业曾与保健然合资建设奶酪工厂；蒙牛拟出资1亿元认购公司非公开发行股份，未来公司与保健然及蒙牛的合作极具想象空间。

2、2015年11月，公司曾有意向“宝宝树”的运营方北京众鸣世纪增资。尽管由于双方就交易细节未能达成一致而终止了该事项，但充分说明了公司管理层的战略意图。通过与深耕母婴市场多年的“宝宝树”合作可以把公司的乳制品直接面向孕妇进行精准营销和

品牌培育。未来公司仍很有可能再次以业务合作、参股、收购等方式切入母婴市场。

3、2016年7月，公司停牌筹划收购某乳制品上游产业类公司，随后因双方未能达成一致而终止。当前公司旗下没有奶牛养殖资产，与公司有供应合作关系的养殖企业主要集中在吉林省内，而今公司已将奶酪业务拓展至天津和上海，因此为保障奶源质量和供应而收购上游养殖资产是意料之中的举措。因此，我们认为未来公司仍将择机将乳制品产业链向上游延伸。

◆ 股权激励激发活力，员工持股统一利益

公司新公告的限制性股票激励计划预案和员工持股计划预案如果顺利实施，将极大地提升中高管和核心技术（业务）人员的工作热情和效率，同时能有效地将包括普通员工在内的多方利益统一起来，有利于公司的规模扩张和业绩提升。

盈利预测与评级：

公司作为国内唯一以奶酪为战略核心的乳制品上市公司，战略布局已初显成效，成长空间巨大，未来通过内生增长及外延并购做大规模、提升业绩的前景值得期待。

根据公司的实际经营状况，并参考股权激励预案的约束条件，我们预测公司2017-18年营收增速为56%、50%，净利润增速为84%、95%，对应EPS为0.15、0.29。

目标价13.5元，“增持”评级。

风险提示

再融资新规后非公开发行面临调整；销售不及预期；外延拓展不及预期等。

重要财务指标	单位：百万元		
主要财务指标	2016	2017E	2018E
营业收入	512	800	1200
收入同比(%)	42%	56%	50%
归属母公司净利润	32	59	115
净利润同比(%)	-88%	84%	95%
毛利率(%)	26.7%	39.0%	39.0%
ROE(%)	2.8%	4.8%	8.6%
每股收益(元)	0.08	0.15	0.29
P/E	137.33	74.82	38.41
P/B	3.81	3.63	3.32
EV/EBITDA	69	36	24

资料来源：WIND, 太平洋证券整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。