

燕塘乳业 (002732.SZ) 乳业行业

评级：增持 维持评级

公司点评

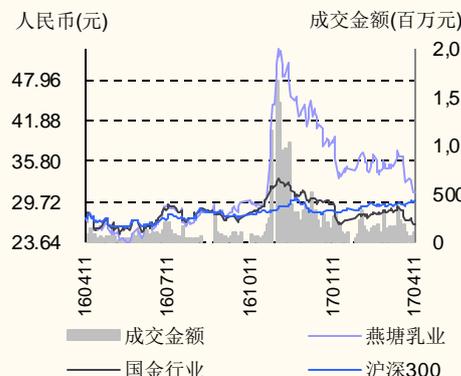
市场价格(人民币)：31.29元

低基数利润高增长，定增继续推动中

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)	4,923.48
年内股价最高最低(元)	52.56/23.64
沪深300指数	3517.33
深证成指	10655.79



相关报告

- 《差异化经营华南市场，定增解决产能瓶颈-燕塘乳业公司研究》，2017.3.6
- 《定增扩产能、增渠道，员工持股提动力-燕塘乳业公司点评》，2016.8.31

于杰 分析师 SAC 执业编号：S1130516070001
yujie@gjzq.com.cn

岳思铭 分析师 SAC 执业编号：S1130516080006
yuesiming@gjzq.com.cn

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

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.610	0.674	0.838	1.150	1.546
每股净资产(元)	4.99	5.42	8.14	8.92	9.98
每股经营性现金流(元)	0.66	0.86	1.30	1.43	1.89
市盈率(倍)	58.64	56.54	37.32	27.21	20.24
行业优化市盈率(倍)	123.42	99.47	94.07	94.07	94.07
净利润增长率(%)	21.50%	10.44%	24.36%	37.15%	34.46%
净资产收益率(%)	12.23%	12.45%	9.15%	11.45%	13.76%
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

业绩简评

■ 2017Q1 公司共录得收入 2.37 亿元，同比+27.84%，取得归母净利 1,203.6 万元，同比+33.96%，业绩超预期。扣非后净利录得 1,270.3 万元，同比+114.14%，主要是由于政府补助（2017 年 30.9 万元/2016 年 428 万元）以及投资、理财收益（2017 年 21.0 万元/2016 年 152.2 万元）的减少。公司预计 17H1 归母净利 5,106 万元-7,294 万元之间。

经营分析

- **新品+提价，收入端提升幅度大：**燕塘乳业一季度录得收入 2.37 亿元，同比+27.84%，超预期。我们认为主要有以下两个原因：**(1) 新品的推出。**2016 年是燕塘成立 60 周年，推出了较多的新品，特别是低温差异化产品增长超预期，如“老广州”、“酸酪乳”、“益生君”、“味嚼”系列等，这些产品普遍口味较为复合浓郁，包装新颖，受到广州消费者的喜爱。配合这些新品的推出，燕塘加快了地推和广告宣传的步伐，从报表上看，17Q1 的销售费用达 4,679 万元，同比增加 1,224 万元/+35.41%，销售费用率也同比+1.2ppt，我们认为其中广告宣传费用增长较多；**(2) 提价的因素。**2 月始，由于原奶、包材价格、运输价格的上涨，燕塘对旗下 30% 的产品进行了调价，涵盖纯牛奶、酸奶、礼品装红枣装枸杞奶等 10 多种产品，提价幅度 2-3%，我们不排除有部分经销商提前备货的行为，助推了收入的增长。
- **Q1 毛利继续保持高位：**受制于市场竞争和春节因素，一季度一直是公司的毛利率低点，15Q1/16Q1 分别录得 29.8%/28.4%，特别是 16 年 Q1 的整体市场促销力度较大，燕塘跟进后毛利率下滑较多，直接导致了 16Q1 的业绩低点（利润同比-18%）。17Q1 虽然市场上也有部分促销行为，但料相比去年稍有所减轻，同时得益于“老广州”系列以及“味嚼”系列产品的推出，燕塘在众多乳制品中差异化经营，缓解了一部分行业竞争的影响。**原材料原奶方面，**由于 16 年天气湿热，部分奶牛非正常死亡，使得南方的原奶价格上涨至 5.5 元/kg 左右。由于燕塘和上游牧场采取供给合同一年一签的形式，南方奶价基本稳定在 5.2 元-5.6 元/kg，2013 年的最高点与相对的低点波动幅度约为 7-8% 左右。公司位于广东省的自有牧场约占奶源供给的 25% 左右，其他约 40% 来源于天津的合作牧场，考虑到运输新规，预计今年燕塘乳业的原奶价格会比去年有所提升，毛利率更多的依靠产品结构升级带来的提升。

- **公布定增调整方案，继续推进扩建产能：**公司亦公布了定增的调整方案，继续推进产能扩建工程。此定增募集用于“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。募集建设的湛江二期扩建工程预计总投资 3.9 亿元，预计进展顺利的话，2019 年完全达产后，新增产能约为 9 万吨。而 IPO 开发的湛江新厂区是 2015 年 10 月份开始建设，预计今年开始打产。我们按照投产期第 1 年（2017 年）达产率为 50%，投产期第 2 年（2018 年）达产率为 80%，投产期第 3 年（2019 年）以后达产率为 100% 计算，预计 2017-2019 年总产能为 21.4 万吨/27.0 万吨/30.8 万吨。假设新增总产能利用率 2017-2019 年分别为 40%/60%/80%，则产量有望分别达到 15.8 万吨/21.0 万吨/27.0 万吨。

投资建议

- 我们预计 2017-2019 年收入分别为 13.68 亿元/18.86 亿元/25.12 亿元，对应销量分别为 15.8 万吨/21.0 万吨/27.0 万吨，由于公司得到高新技术企业认证，我们假设未来对应税率为 15%，则净利润分别为 1.32 亿/1.81 亿/2.43 亿。若不考虑增发，则 2017-2019 年 EPS 分别为 0.84 元/1.15 元/1.55 元，目前燕塘股价对应 2017/18 年 PE 38X/27X，维持“增持”评级。

风险提示

- 原奶价格上涨/运输成本增加/市场竞争激烈

图表 1: 财务预测

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	950	1,032	1,101	1,368	1,886	2,512
增长率		8.7%	6.6%	24.3%	37.8%	33.2%
主营业务成本	-649	-661	-693	-868	-1,191	-1,577
% 销售收入	68.4%	64.0%	62.9%	63.4%	63.2%	62.8%
毛利	300	372	408	500	694	934
% 销售收入	31.6%	36.0%	37.1%	36.6%	36.8%	37.2%
营业税金及附加	-6	-8	-10	-13	-18	-24
% 销售收入	0.6%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-146	-197	-212	-265	-370	-497
% 销售收入	15.4%	19.1%	19.3%	19.4%	19.6%	19.8%
管理费用	-45	-52	-59	-73	-100	-133
% 销售收入	4.7%	5.1%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%
息税前利润 (EBIT)	104	114	127	149	207	280
% 销售收入	10.9%	11.1%	11.5%	10.9%	11.0%	11.1%
财务费用	-2	4	1	0	0	0
% 销售收入	0.2%	-0.4%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	0	-2	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	6	3	4	4	4
% 税前利润	0.0%	4.9%	2.5%	2.6%	1.9%	1.4%
营业利润	101	123	128	153	211	284
营业利润率	10.7%	11.9%	11.7%	11.2%	11.2%	11.3%
营业外收支	-1	-1	2	2	2	2
税前利润	100	122	130	155	213	286
利润率	10.6%	11.8%	11.8%	11.3%	11.3%	11.4%
所得税	-21	-26	-24	-23	-32	-43
所得税率	21.4%	21.5%	18.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	79	96	106	132	181	243
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	79	96	106	132	181	243
净利率	8.3%	9.3%	9.6%	9.6%	9.6%	9.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	79	96	106	132	181	243
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	27	33	36	37	46	56
非经营收益	5	5	6	-2	-6	-6
营运资金变动	-9	-30	-12	64	32	41
经营活动现金净流	102	103	135	230	253	334
资本开支	-75	-159	-192	-158	-208	-208
投资	0	-273	188	-117	115	2
其他	0	6	3	4	4	4
投资活动现金净流	-75	-426	0	-271	-89	-202
股权募资	357	0	0	487	0	0
债权募资	-5	5	0	-70	0	0
其他	-46	-36	-19	0	-30	-42
筹资活动现金净流	306	-31	-19	417	-30	-42
现金净流量	332	-354	116	377	133	90

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	489	135	251	628	762	852
应收款项	15	35	48	53	68	84
存货	58	64	73	86	118	156
其他流动资产	17	235	81	160	62	79
流动资产	579	469	453	927	1,009	1,170
% 总资产	60.2%	45.5%	39.3%	53.1%	50.7%	50.7%
长期投资	0	60	60	60	60	60
固定资产	332	419	527	640	795	940
% 总资产	34.6%	40.7%	45.7%	36.7%	39.9%	40.8%
无形资产	33	32	31	40	49	58
非流动资产	382	561	699	818	982	1,136
% 总资产	39.8%	54.5%	60.7%	46.9%	49.3%	49.3%
资产总计	961	1,030	1,152	1,746	1,991	2,306
短期借款	65	70	70	0	0	0
应付款项	118	127	182	221	304	405
其他流动负债	31	22	24	60	83	110
流动负债	214	219	276	281	387	515
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	7	8	9	9	9	9
负债	221	226	285	290	396	525
普通股股东权益	721	785	852	1,441	1,580	1,768
少数股东权益	19	18	15	15	14	14
负债股东权益合计	961	1,030	1,152	1,746	1,991	2,306

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.502	0.610	0.674	0.838	1.150	1.546
每股净资产	4.581	4.992	5.416	8.137	8.924	9.982
每股经营现金净流	0.646	0.658	0.860	1.299	1.429	1.885
每股股利	0.200	0.250	0.000	0.171	0.235	0.316
回报率						
净资产收益率	10.97%	12.23%	12.45%	9.15%	11.45%	13.76%
总资产收益率	8.23%	9.33%	9.21%	7.56%	9.09%	10.55%
投入资本收益率	10.15%	10.28%	11.02%	8.71%	11.02%	13.36%
增长率						
主营业务收入增长率	8.21%	8.69%	6.62%	24.30%	37.81%	33.20%
EBIT 增长率	13.67%	10.11%	10.89%	17.55%	38.59%	35.43%
净利润增长率	13.38%	21.50%	10.44%	24.36%	37.15%	34.46%
总资产增长率	65.63%	7.17%	11.88%	51.57%	14.04%	15.84%
资产管理能力						
应收账款周转天数	4.8	8.2	12.9	13.0	12.0	11.0
存货周转天数	31.1	33.6	35.9	36.0	36.0	36.0
应付账款周转天数	48.0	41.4	43.9	45.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	126.5	122.1	112.4	107.4	88.5	73.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-57.29%	-8.12%	-20.93%	-51.20%	-47.89%	-47.81%
EBIT 利息保障倍数	45.8	-27.8	-209.4	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
资产负债率	22.99%	21.99%	24.74%	16.63%	19.91%	22.75%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 2：定增主要调整

	调整前	调整后
发行对象	粤垦投资有限公司、湛江农垦集团公司、长城国融投资管理有限公司、广东温氏投资有限公司、现代种业发展基金有限公司、沈汉标等 6 名特定投资者	包括粤垦投资、湛江农垦在内的不超过 10 名特定投资者。除粤垦投资、湛江农垦外的最终发行对象将在本次发行获得中国证监会核准批文后，根据发行对象申购报价情况，遵照价格优先原则确定。
发行价格	24.68 元/股	(1) 定价基准日为本次非公开发行股票发行期的首日，最终发行价格将在公司取得中国证监会关于本次发行的核准批文后，根据发行对象申购报价的情况，遵照价格优先等原则确定。(2) 粤垦投资、湛江农垦参与本次认购，认购金额分别不低于 5,800 万元、2,200 万元。粤垦投资、湛江农垦不参与本次发行定价的询价过程，但承诺接受其他发行对象的询价结果并与其他发行对象以相同价格认购。
发行数量	不超过 1,975.28 万股，募集资金总额不超过 48,749.95 万元	不超过 3,147 万股（发行前总股本 20%），最终发行数量依据本次非公开发行价格确定
限售期	36 个月	粤垦投资、湛江农垦 36 个月，其他 12 个月
募集投向	湛江二期扩建（3.4 亿元），电商平台（6,724 万元），研究中心（7,683 万元）	不超过 5.23 亿元，湛江二期扩建（3.4 亿元），电商平台（1.03 亿元），研究中心（7,683 万元）

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：未来定增顺利，产能预估（吨）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销量（吨）								
花式奶	37,327	43,107	43,602	48,160	49,993	58,312	75,686	94,640
液体乳	32,067	32,053	32,968	36,120	39,738	53,584	75,686	102,752
乳酸菌乳饮料	26,394	30,109	30,841	36,120	38,456	45,704	58,867	73,008
总销量（吨）	95,789	105,269	106,347	120,401	128,188	157,600	210,240	270,400
总产能（吨）	105,000	118,500	118,500	120,000	120,000	214,000	270,400	308,000
累计新增产能（吨）						94,000	150,400	188,000
新增产能利用率						40.0%	60.0%	80.0%
总产能利用率	91.2%	88.8%	89.7%	100.3%	105.0%	73.6%	77.8%	87.8%
销量占比								
花式奶	39%	41%	41%	40%	39%	37%	36%	35%
液体乳	33%	30%	31%	30%	31%	34%	36%	38%
乳酸菌乳饮料	28%	29%	29%	30%	30%	29%	28%	27%

 注释：1. 总产能包括部分外包产能，公司现有产能约为 10 万吨；2. 新增产能假设继续使用 2 万吨 OEM；3. 新增产能利用率为总共累计新增产能利用率。
 来源：公司公告，国金证券研究所

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	1	1	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

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

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
3	2016-08-31	增持	28.30	N/A
4	2017-03-06	增持	34.78	35.00~37.00

来源：国金证券研究所



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