

2017年04月28日

广泽股份 (600882.SH)

收入符合预期，建议关注奶酪业务发展进度

■ **事件：公司发布 2017 年一季报。** 一季度实现收入 1.99 亿，同比增长 123%；归属于上市公司股东的净利润 454 万元，同比增加 118.65%；经营活动产生的现金流量净额-4771 万元，同比减少 92.74%。

■ **一季度收入同比大幅增长，全年股权激励考核目标完成压力不大：** 一季度公司实现收入 1.99 亿，同比大幅增长原因主要系资产重组后主营业务改变。考虑到奶酪目前主要依托妙可蓝多原有产能开展，预计一季度大部分收入仍来自液奶业务贡献，奶酪业务收入占比仍然较低。公司此前公告的股权激励方案中 17 年收入考核目标为 8 亿，一季度已完成近 25%，之后随奶酪新厂投产收入增长有望提速，故全年来看完成股权激励业绩目标压力不大。

■ **液体奶致力推进产品结构升级，持续关注奶酪业务发展进度：** 公司的液体奶业务主要专注于产品升级，从传统的常温产品逐渐转向高端液体乳和低温巴氏配送，从而提升产品附加值及盈利性。奶酪业务方面，公司依然坚定看好行业发展前景，已在积极推进产能建设及扩张，对消费量较大的核心品类已形成一定新品储备。目前公司奶酪业务仍主要集中于妙可蓝多的马苏里拉产品，未来若能推出下一个明星大单品，公司收入规模有望快速再上台阶，建议持续关注发展进度。

■ **内部调整有望年内收尾，激励充分有望激发管理层潜力：** 去年公司在完成资产置换后进行了较多的调整与磨合工作，目前来看人事调整与团队建设已基本到位，渠道和区域拓展工作也在稳步推进，调整有望年内收尾。同时公司此前推出的股权激励和员工持股方案力度较大，将充分发挥管理层及员工潜力，从而提升团队凝聚力和经营效率。

■ **投资建议：** 我们预计公司 2017 年-2018 年的收入增速分别为 59%、51%，净利润增速分别为 4%、145%，维持买入-A 的投资评级，略下调 6 个月目标价至 13.00 元。

■ **风险提示：** 定增推进缓慢，奶酪业务拓展不达预期，原材料成本上涨。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	360.9	511.6	812.5	1,226.5	1,670.0
净利润	-274.9	32.2	33.5	82.2	151.3
每股收益(元)	-0.69	0.08	0.08	0.21	0.38
每股净资产(元)	2.69	2.91	2.54	2.74	3.12

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	-14.7	125.2	120.4	49.1	26.6
市净率(倍)	3.8	3.5	4.0	3.7	3.2
净利润率	-76.2%	6.3%	4.1%	6.7%	9.1%
净资产收益率	-25.6%	2.8%	3.3%	7.5%	12.1%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-23.3%	7.0%	4.7%	7.7%	13.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

农药

投资评级 **买入-A**

维持评级

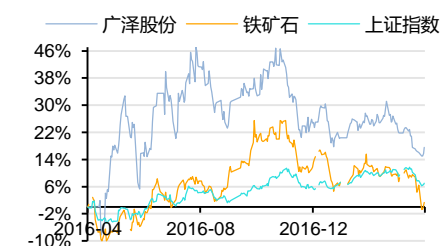
6 个月目标价：**13.00 元**

股价 (2017-04-27) **10.10 元**

交易数据

总市值(百万元)	4,032.30
流通市值(百万元)	4,032.30
总股本(百万股)	399.24
流通股本(百万股)	399.24
12 个月价格区间	7.88/12.63 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.18	-2.1	8.99
绝对收益	-5.7	-2.32	15.72

苏斌

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

毕晓静

报告联系人

bixj@essence.com.cn
021-35082689

相关报告

- 广泽股份：内部调整盼收
尾，大力度激励迈向新征
程 2017-03-17
- 广泽股份：转型乳品脱胎
换骨，奶酪黑马呼之欲出 2016-12-27

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	360.9	511.6	812.5	1,226.5	1,670.0	成长性					
减:营业成本	359.5	374.7	520.2	773.3	1,040.9	营业收入增长率	-55.5%	41.8%	58.8%	51.0%	36.2%
营业税费	3.1	7.0	8.1	12.3	16.7	营业利润增长率	-295.0%	-101.7%	457.7%	181.6%	93.2%
销售费用	2.5	36.4	80.4	115.3	146.9	净利润增长率	-341.5%	-111.7%	4.0%	145.3%	84.1%
管理费用	63.7	109.1	146.9	206.1	256.3	EBITDA 增长率	-213.2%	-123.2%	86.0%	77.7%	58.0%
财务费用	3.7	21.1	20.5	25.4	31.8	EBIT 增长率	-288.5%	-108.2%	93.8%	119.2%	78.0%
资产减值损失	262.1	13.7	10.0	11.0	12.0	NOPLAT 增长率	-323.2%	-120.2%	-21.7%	119.2%	78.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-32.3%	16.7%	32.6%	1.9%	22.1%
投资和汇兑收益	2.5	56.2	5.0	5.0	5.0	净资产增长率	-20.6%	6.4%	-12.6%	8.2%	13.9%
营业利润	-331.3	5.6	31.3	88.2	170.4	利润率					
加:营业外净收支	5.0	9.4	8.5	9.5	9.5	毛利率	0.4%	26.7%	36.0%	37.0%	37.7%
利润总额	-326.3	15.0	39.8	97.7	179.9	营业利润率	-91.8%	1.1%	3.9%	7.2%	10.2%
减:所得税	-49.3	-16.5	6.0	14.7	27.0	净利润率	-76.2%	6.3%	4.1%	6.7%	9.1%
净利润	-274.9	32.2	33.5	82.2	151.3	EBITDA/营业收入	-72.6%	11.9%	13.9%	16.4%	19.0%
						EBIT/营业收入	-90.8%	5.2%	6.4%	9.3%	12.1%
						运营效率					
						固定资产周转天数	609	286	167	163	157
						流动资产周转天数	143	16	49	38	29
						流动营业资本周转天数	604	585	348	162	148
						应收账款周转天数	108	80	75	60	50
						存货周转天数	83	43	32	29	26
						总资产周转天数	1,642	1,337	846	506	434
						投资资本周转天数	997	615	485	370	305
						投资回报率					
						ROE	-25.6%	2.8%	3.3%	7.5%	12.1%
						ROA	-17.0%	1.5%	2.1%	4.6%	6.9%
						ROIC	-23.3%	7.0%	4.7%	7.7%	13.5%
						费用率					
						销售费用率	0.7%	7.1%	9.9%	9.4%	8.8%
						管理费用率	17.6%	21.3%	18.1%	16.8%	15.3%
						财务费用率	1.0%	4.1%	2.5%	2.1%	1.9%
						三费/营业收入	19.4%	32.6%	30.5%	28.3%	26.1%
						偿债能力					
						资产负债率	33.1%	46.6%	38.4%	39.1%	43.9%
						负债权益比	49.5%	87.2%	62.5%	64.3%	78.4%
						流动比率	1.32	1.23	0.90	0.81	0.93
						速动比率	1.22	1.15	0.78	0.63	0.80
						利息保障倍数	-89.32	1.27	2.53	4.47	6.36
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	-	-	-
						分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	-277.0	31.6	33.5	82.2	151.3	EPS(元)	-0.69	0.08	0.08	0.21	0.38
加:折旧和摊销	65.9	34.0	61.1	87.0	114.7	BVPS(元)	2.69	2.91	2.54	2.74	3.12
资产减值准备	262.1	13.7	-	-	-	PE(X)	-14.7	125.2	120.4	49.1	26.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.8	3.5	4.0	3.7	3.2
财务费用	1.6	33.2	20.5	25.4	31.8	P/FCF	12.2	8.9	-5.5	85.5	83.4
投资损失	-2.5	-56.2	-5.0	-5.0	-5.0	P/S	11.2	7.9	5.0	3.3	2.4
少数股东损益	-2.1	-0.7	0.3	0.8	1.5	EV/EBITDA	-16.2	67.0	37.8	21.0	13.7
营运资金的变动	166.9	-15.0	-160.6	117.3	-135.9	CAGR(%)	-166.9%	69.2%	-33.4%	-166.9%	69.2%
经营活动产生现金流量	190.5	90.0	-50.1	307.8	158.5	PEG	0.1	1.8	-3.6	-0.3	0.4
投资活动产生现金流量	-119.1	133.6	-10.0	-230.0	-260.0	ROIC/WACC	-2.3	0.7	0.5	0.8	1.3
融资活动产生现金流量	211.1	200.0	-655.3	-36.4	145.8	REP	-2.3	6.4	7.5	4.4	2.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

苏铖声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034