消费升级与娱乐研究中心

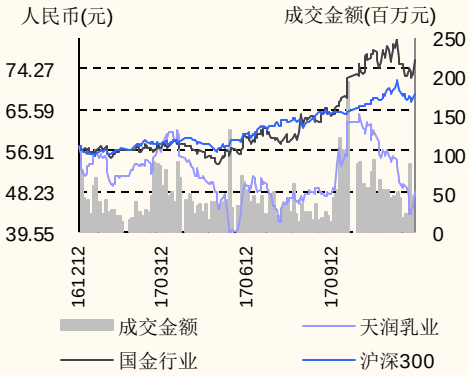
天润乳业 (600419.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：48.21 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	89.50
总市值(百万元)	4,992.49
年内股价最高最低(元)	64.90/39.55
沪深 300 指数	4069.50
上证指数	3322.20



相关报告

1.《收入增长基本符合预期，成长逻辑持续-天润乳业公司点评》，2017.10.24

2.《成长不降速，Q3 大概率延续高增长态势-天润乳业公司点评》，2017.9.18

3.《疆外高速扩张态势不改，Q3 仍值得期待-天润乳业公司点评》，2017.8.25

4.《收入高增速如期而至，三季度增长值得期待-天润乳业公司点评》，2017.7.27

5.《半年报业绩改善确定，三季度高增长有望延续-天润乳业公司点评》，2017.7.24

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

申晟 分析师 SAC 执业编号：S1130517080003
(8621)60230204
shensheng@gjzq.com.cn

资产托管解决同业竞争问题，18 年疆外战略或步伐更大

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.491	0.756	1.150	1.491	1.906
每股净资产(元)	6.37	7.12	8.27	9.76	11.67
每股经营性现金流(元)	0.96	1.50	1.89	2.28	3.42
市盈率(倍)	71.69	75.43	41.93	32.33	25.29
行业优化市盈率(倍)	30.99	30.99	30.99	30.99	30.99
净利润增长率(%)	304.94%	53.90%	52.13%	29.70%	27.81%
净资产收益率(%)	7.71%	10.61%	13.90%	15.27%	16.33%
总股本(百万股)	103.56	103.56	103.56	103.56	103.56

来源：公司年报、国金证券研究所

事件描述

- 公司今日公告称：2015 年 7 月天润乳业向二股东兵团乳业公司发行股份购买所持新疆天澳牧业有限公司 100%股权，为积极配合公司收购期间及完成后的乳品产业整合工作，兵团乳业出具了《新疆兵团乳业关于留存乳业资产同业竞争问题的承诺函》，承诺到期时间为 2017 年 12 月 31 日。根据兵团乳业全资子公司澳利亚乳业（原银桥奎屯乳业）、润达牧业近三年又一期财务报表财务指标，目前两家公司均未培育成熟，不具备良好的盈利能力，公司不宜收购澳利亚乳业及润达牧业股权。经公司受托管理澳利亚乳业及润达牧业 100%股权，并签署《股权托管协议》。

经营分析

- **此举意在解决同意竞争问题：**15 年 7 月公司向二股东兵团乳业购买天澳牧业后，兵团乳业旗下其余乳业资产便与上市公司业务形成同业竞争关系，因此在收购之时上市公司承诺在 2017 年 12 月 31 日之前解决同业竞争问题，但收购前提是该资产恢复盈利能力。到目前为止，澳利亚牧业和润达牧业均未达到盈利要求，故天润乳业以资产托管形式变通解决同业竞争问题。
- **此举不损害上市公司利益，上市公司对澳利亚乳业及润达牧业产品具有优先购买权：**由于资产以托管形式存在，故托管资产在未盈利之前仅需向天润乳业支付涵盖成本的托管费用；而如有盈利，则除前述托管费用外，需另行支付净利润 30%，因此托管澳利亚乳业及润达牧业并不损害上市公司利益。此外，公司前期一直租用澳利亚乳业产能进行生产，托管后预计代工关系维持不变。润达牧业主营奶牛养殖业务，托管后公司对其旗下产品拥有优先购买权，也有利于保障公司原料乳供给。
- **预计 10/11 月收入同比增速在 37-40%一线：**从近期跟踪来看，10/11 月销量均在 1.15-1.2 万吨附近，销量同比增长预计在 32-35%，叠加吨价的增长（预计 4%）预计在 37-40%，总体增长态势仍然健康。9 月份因缺奶导致疆外部分地区、部分品相缺了大约 2-3 个星期的货，再加上今年国庆中秋重叠，对 9 月-10 月初销售略有影响。本周疆外经销商大会将举行，今年全年预计疆外销售占比接近 40%，预计 18 年疆外市场将被置于更为重要的位置，静待疆外经销商大会后对明年疆外战略的明晰。我们认为，18 年将是

用使司公限有理管金基银瑞投国供仅告报此
此报告仅供国投瑞银基金管理有限公司使用

疆外业务困难与机遇并存的关键一年，在今年疆外销售规模接近 5 亿元大关的高基数下，18 年疆外业务步伐需要比今年迈得更大。

- **产能扩张正在规划中：**前期公司公告将与建工师国资公司合资成立五团新公司，开展乳制品工厂建设项目，公司持股比例 51%，建工师国资公司 49%。建工师国资公司将给予五团新公司以最大优惠（免费土地，优先基数设施配套及饲草料供应），同时后续计划配套建设 6 万吨乳制品加工产能。从今年全年看，天润乳业整体产能利用率在 80%略上方，明年快速增长需要新产能保障，因此产能扩张规划势在必行。

投资建议

- 前期股价下跌或因为筹码因素所致，我们认为与基本面关系不大。预计公司 17-19 年实现收入 12.35 亿元、15.90 亿元、19.21 亿元，同比增长 41.1%、28.7%、20.8%；实现归属母公司利润 1.19 亿元、1.54 亿元、1.97 亿元，同比增长 52.1%、29.7%、27.8%，折合 EPS 分别为 1.15 元、1.49 元、1.91 元，目前股价对应 PE 为 42X、32X、25X，维持“买入”评级。

风险提示

- **疆外市场扩张不及预期：**公司目前拓展的华东、华南市场竞争激烈，品牌众多；**疆内市场不达预期：**疆内人口净流出，会导致疆内市场表现不达预期；**产能扩张低于预期：**公司目前产能利用率达 80%，若明年配套新产能不能及时到位，将影响生产。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	**327**	**589**	**875**	**1,235**	**1,590**	**1,921**
增长率		80.3%	48.7%	41.1%	28.7%	20.8%
主营业务成本	-247	-390	-604	-830	-1,062	-1,280
%销售收入	75.7%	66.2%	69.0%	67.2%	66.8%	66.6%
毛利	79	199	271	405	528	641
%销售收入	24.3%	33.8%	31.0%	32.8%	33.2%	33.4%
营业税金及附加	0	-3	-5	-8	-10	-13
%销售收入	0.1%	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-39	-87	-124	-189	-234	-283
%销售收入	12.0%	14.8%	14.1%	15.3%	14.8%	14.7%
管理费用	-20	-44	-53	-68	-101	-117
%销售收入	6.3%	7.5%	6.0%	5.5%	6.3%	6.1%
息税前利润（EBIT）	19	65	90	140	182	228
%销售收入	5.9%	11.0%	10.2%	11.3%	11.4%	11.9%
财务费用	-1	-2	0	-2	-2	2
%销售收入	0.3%	0.4%	0.1%	0.1%	0.1%	-0.1%
资产减值损失	0	-5	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	18	58	89	138	180	230
营业利润率	5.5%	9.8%	10.2%	11.2%	11.3%	12.0%
营业外收支	4	7	11	10	10	10
税前利润	22	64	101	148	190	240
利润率	6.7%	11.0%	11.5%	12.0%	11.9%	12.5%
所得税	-4	-9	-16	-22	-28	-36
所得税率	16.8%	13.4%	15.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	18	56	85	126	161	204
少数股东损益	6	5	6	7	7	7
归属于母公司的净利润	**13**	**51**	**78**	**119**	**154**	**197**
净利率	3.8%	8.6%	8.9%	9.6%	9.7%	10.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	18	56	85	126	161	204
非现金支出	18	37	41	55	61	64
非经营收益	6	1	7	-5	-4	-9
营运资金变动	7	5	22	20	18	94
经营活动现金净流	48	100	155	196	236	354
资本开支	**-47**	**-88**	**-198**	**-139**	**-78**	**-60**
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	17	75	37	0	0	0
投资活动现金净流	-30	-13	-161	-140	-78	-60
股权募资	**0**	**85**	**10**	**0**	**0**	**0**
债权募资	2	-69	-55	-7	-106	-34
其他	-4	-23	-4	-5	-6	-1
筹资活动现金净流	-2	-6	-50	-12	-111	-35
现金净流量	**16**	**80**	**-56**	**44**	**46**	**259**

资产负债表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	96	177	122	166	212	472
应收款项	15	48	39	64	83	100
存货	26	132	122	136	175	210
其他流动资产	11	59	26	67	86	103
流动资产	147	416	310	434	556	886
%总资产	30.0%	38.7%	26.7%	31.4%	36.3%	47.5%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	300	613	776	872	892	889
%总资产	61.0%	57.0%	66.8%	63.1%	58.3%	47.6%
无形资产	44	46	46	73	82	91
非流动资产	344	660	852	946	974	980
%总资产	70.0%	61.3%	73.3%	68.6%	63.7%	52.5%
资产总计	**492**	**1,076**	**1,162**	**1,380**	**1,530**	**1,865**
短期借款	9	69	15	140	35	0
应付款项	67	151	190	260	334	402
其他流动负债	10	42	42	70	90	187
流动负债	86	261	247	471	459	589
长期贷款	28	0	0	0	0	1
其他长期负债	81	123	132	0	0	0
负债	**195**	**384**	**379**	**471**	**459**	**590**
普通股股东权益	266	660	738	857	1,011	1,209
少数股东权益	31	32	46	53	60	67
负债股东权益合计	**492**	**1,076**	**1,162**	**1,380**	**1,530**	**1,865**

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.145	0.491	0.756	1.150	1.491	1.906
每股净资产	3.084	6.370	7.123	8.273	9.765	11.671
每股经营现金净流	0.560	0.963	1.496	1.889	2.281	3.417
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	4.71%	7.71%	10.61%	13.90%	15.27%	16.33%
总资产收益率	2.55%	4.73%	6.74%	8.63%	10.10%	10.58%
投入资本收益率	4.78%	7.36%	9.47%	11.33%	13.98%	15.21%
增长率						
主营业务收入增长率	273.24%	80.26%	48.70%	41.14%	28.68%	20.83%
EBIT增长率	N/A	235.90%	38.87%	56.07%	29.87%	25.63%
净利润增长率	-63.95%	304.94%	53.90%	52.13%	29.70%	27.81%
总资产增长率	7.58%	118.75%	8.05%	18.79%	10.81%	21.95%
资产管理能力						
应收账款周转天数	23.5	14.0	12.4	14.0	14.0	14.0
存货周转天数	38.0	73.8	76.6	60.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	75.0	57.6	58.5	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	324.6	377.4	298.3	230.8	177.0	140.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-19.77%	-15.64%	-13.72%	-2.84%	-16.60%	-36.91%
EBIT利息保障倍数	19.8	26.0	197.5	86.4	99.6	-107.6
资产负债率	39.59%	35.72%	32.59%	34.12%	30.00%	31.64%

来源：公司年报、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
	0	1	5	7	10
	0	0	1	2	6
	0	0	0	0	1
	0	0	1	1	1
	0.00	**1.00**	**1.57**	**1.50**	**1.61**

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	2017-03-30	买入	60.10	65.00～65.00
2	2017-04-20	买入	53.09	65.00～65.00
3	2017-06-01	买入	39.75	52.00～52.00
4	2017-07-24	买入	45.48	52.00～52.00
5	2017-07-27	买入	46.03	52.00～52.00
6	2017-08-25	买入	47.71	52.00～52.00
7	2017-09-18	买入	49.26	N/A
8	2017-10-24	买入	62.70	N/A

来源：国金证券研究所

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为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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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 7GH