

燕塘乳业 (002732.SZ) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 25.78 元

定增终过会, 迁入新厂扩张在即

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	155.60
总市值(百万元)	4,056.48
年内股价最高最低(元)	37.35/24.34
沪深 300 指数	4018.10
深证成指	10875.68



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	0.764	0.877	1.044
每股净资产(元)	4.99	5.42	8.09	8.69	9.40
每股经营性现金流(元)	0.66	0.86	0.90	1.08	1.30
市盈率(倍)	58.64	56.54	36.11	29.40	24.69
行业优化市盈率(倍)	123.42	99.47	74.63	71.44	71.44
净利润增长率(%)	21.50%	10.44%	13.38%	14.71%	19.09%
净资产收益率(%)	12.23%	12.45%	8.40%	8.97%	9.87%
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

- 公司发布公告, 2017 年 12 月底发布的 2016 年度非公开发行股票预案第四次修改稿终过会。此次非公开发行预计募集金额不超过 49,355.05 万元, 发行股票数量不超过 3,147 万股, 最终发行数量根据公开发行价格决定。
- 此次发行对象不超过 10 名特定投资者。目前已经确定的投资者为粤垦投资和湛江农垦, 认购金额分别不低于 5,800 万元和 2,200 万元。按照本次非公开发行上限 3,147 万股、粤垦投资和湛江农垦认购满额测算, 发行完成后, 公司总股本将增加至 18,882 万股, 其中, 燕塘投资持有本公司 34.14% (VS 目前 40.97%) 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 50.78% (VS 目前 57.69%) 的股份, 实际控制人未变。

经营分析

- 募集资金主要用于扩建产能: 募集资金中近 70% 用于湛江的二期扩建工程, 其余分别用于电商平台建设以及研究中心项目。燕塘目前产能约为 12 万吨, 17 年年底公司已经搬入上市募集建设的日产能 600 吨的新生产基地, 按计划新工厂投产三年后满产产能将达 19.8 万吨。此次定增募集的湛江二期工程日产能 300 吨, 预计也将在三年后满产, 将新增产能 9 万吨左右, 未来公司产能将达 30 万吨, 成功解决现有的产能瓶颈。
- 2017 年公司业绩平稳, 差异化低温产品贡献增量: 公司前期发布业绩快报, 2017 年收入 12.37 亿元, 同比+12.4%, 归母净利 1.20 亿元, 同比+13.3%, 中规中矩。在竞争较为激烈的一线城市广州, 燕塘相较伊利、蒙牛两大龙头企业处于劣势, 唯有差异化经营, 发展低温产品, 特别是利用自身牧场和加工工厂距离消费地较近的优势发展低温奶产品才能保份额。
- 期待配套市场营销方案落地: 搬入新工厂后, 燕塘的产能瓶颈已经得到解决, 公司 2016 年也开始积极拓展广东省及周边市场, 但目前广州及周边市场占比依然较高。期望公司能积极制定配套市场营销方案, 以辅助消化新增产能, 持续提升自身在华南地区的市场份额。

投资建议

- 我们预计 2017-2019 年公司收入分别为 12.37 亿元/14.25 亿元/16.91 亿元, 净利润分别为 1.20 亿元/1.38 亿元/1.64 亿元, 不考虑定增的话 (数量未定), 则 EPS 分别为 0.764 元/0.877 元/1.044 元, 维持“增持”评级。

风险提示

- 市场投入不及预期, 费用率上行; 华南市场竞争加剧, 收入不达预期。

相关报告

1. 《Q2 毛利率环比提升, 期待年底新工厂投产释放产能-燕塘乳业公...》, 2017.8.8
2. 《低基数利润高增长, 定增继续推动中-燕塘乳业公司点评》, 2017.4.12
3. 《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

申晟

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

于杰

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

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	950	1,032	1,101	1,237	1,425	1,691	货币资金	489	135	251	403	528	644
增长率	8.7%	6.6%	12.4%	15.2%	18.7%		应收账款	15	35	48	62	63	66
主营业务成本	-649	-661	-693	-793	-907	-1,070	存货	58	64	73	93	107	126
%销售收入	68.4%	64.0%	62.9%	64.1%	63.7%	63.3%	其他流动资产	17	235	81	179	70	76
毛利	300	372	408	445	517	621	流动资产	579	469	453	736	767	912
%销售收入	31.6%	36.0%	37.1%	35.9%	36.3%	36.7%	%总资产	60.2%	45.5%	39.3%	43.3%	41.6%	45.0%
营业税金及附加	-6	-8	-10	-12	-14	-16	长期投资	0	60	60	60	60	60
%销售收入	0.6%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	332	419	527	690	795	822
营业费用	-146	-197	-212	-236	-276	-333	%总资产	34.6%	40.7%	45.7%	40.6%	43.0%	40.6%
%销售收入	15.4%	19.1%	19.3%	19.1%	19.4%	19.7%	无形资产	33	32	31	41	50	59
管理费用	-45	-52	-59	-62	-73	-88	非流动资产	382	561	699	966	1,079	1,116
%销售收入	4.7%	5.1%	5.3%	5.0%	5.1%	5.2%	%总资产	39.8%	54.5%	60.7%	56.7%	58.4%	55.0%
息税前利润 (EBIT)	104	114	127	135	155	184	资产总计	961	1,030	1,152	1,702	1,847	2,028
%销售收入	10.9%	11.1%	11.5%	10.9%	10.9%	10.9%	短期借款	65	70	70	0	0	0
财务费用	-2	4	1	1	1	3	应付款项	118	127	182	201	231	274
%销售收入	0.2%	-0.4%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	其他流动负债	31	22	24	55	63	75
资产减值损失	0	-2	-2	0	0	0	流动负债	214	219	276	255	294	349
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	6	3	4	4	4	其他长期负债	7	8	9	0	0	0
%税前利润	0.0%	4.9%	2.5%	2.8%	2.5%	2.1%	负债	221	226	285	255	294	349
营业利润	101	123	128	139	160	191	普通股股东权益	721	785	852	1,432	1,538	1,665
营业利润率	10.7%	11.9%	11.7%	11.3%	11.2%	11.3%	少数股东权益	19	18	15	15	14	14
营业外收支	-1	-1	2	2	2	2	负债股东权益合计	961	1,030	1,152	1,702	1,847	2,028
税前利润	100	122	130	141	162	193	比率分析						
利润率	10.6%	11.8%	11.8%	11.4%	11.4%	11.4%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-21	-26	-24	-21	-24	-29	每股指标						
所得税率	21.4%	21.5%	18.6%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.502	0.610	0.674	0.764	0.877	1.044
净利润	79	96	106	120	138	164	每股净资产	4.581	4.992	5.416	8.086	8.686	9.401
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.646	0.658	0.860	0.901	1.084	1.302
归属于母公司的净利润	79	96	106	120	138	164	每股股利	0.200	0.250	0.150	0.156	0.179	0.213
净利率	8.3%	9.3%	9.6%	9.7%	9.7%	9.7%	回报率						
							净资产收益率	10.97%	12.23%	12.45%	8.40%	8.97%	9.87%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	8.23%	9.33%	9.21%	7.07%	7.47%	8.10%
净利润	79	96	106	120	138	164	投入资本收益率	10.15%	10.28%	11.02%	7.91%	8.48%	9.33%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	27	33	36	37	46	54	主营业务收入增长率	8.21%	8.69%	6.62%	12.40%	15.17%	18.68%
非经营收益	5	5	6	-4	-6	-6	EBIT增长率	13.67%	10.11%	10.89%	6.08%	15.05%	18.99%
营运资金变动	-9	-30	-12	7	14	19	净利润增长率	13.38%	21.50%	10.44%	13.38%	14.71%	19.09%
经营活动现金净流	102	103	135	160	192	231	总资产增长率	65.63%	7.17%	11.88%	47.76%	8.49%	9.80%
资本开支	-75	-159	-192	-302	-158	-88	资产管理能力						
投资	0	-273	188	-117	115	2	应收账款周转天数	4.8	8.2	12.9	17.0	15.0	13.0
其他	0	6	3	4	4	4	存货周转天数	31.1	33.6	35.9	43.0	43.0	43.0
投资活动现金净流	-75	-426	0	-415	-39	-82	应付账款周转天数	48.0	41.4	43.9	45.0	45.0	45.0
股权募资	357	0	0	487	0	0	固定资产周转天数	126.5	122.1	112.4	118.8	117.1	98.2
债权募资	-5	5	0	-79	0	0	偿债能力						
其他	-46	-36	-19	-2	-28	-32	净负债/股东权益	-57.29%	-8.12%	-20.93%	-35.91%	-34.11%	-38.38%
筹资活动现金净流	306	-31	-19	406	-28	-32	EBIT利息保障倍数	45.8	-27.8	-209.4	-155.4	-111.0	-62.9
现金净流量	332	-354	116	151	125	117	资产负债率	22.99%	21.99%	24.74%	15.01%	15.92%	17.19%

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	0	1	1	2
	0	0	0	0	2
	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0
	0.00	0.00	1.00	1.00	1.50

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	2016-08-31	增持	28.30	N/A
2	2017-03-06	增持	34.78	35.00~37.00
3	2017-04-12	增持	31.29	N/A
4	2017-08-08	增持	27.18	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