

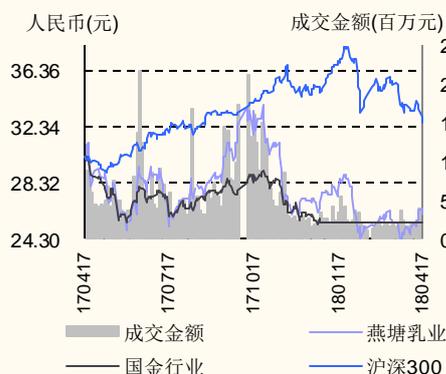
燕塘乳业 (002732.SZ) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 26.01 元

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)	4,092.67
年内股价最高最低 (元)	33.82/24.30
沪深 300 指数	3748.64
深证成指	10395.16



相关报告

- 《定增终过会，迁入新厂扩张在即-燕塘乳业公司点评》，2018.3.5
- 《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

17 年业绩增速稳定，期待 18 年产能释放提速

公司基本情况 (人民币，未考虑股本摊薄影响)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.674	0.768	0.940	1.161	1.464
每股净资产 (元)	5.42	6.03	7.78	7.84	8.46
每股经营性现金流 (元)	0.86	1.07	1.08	1.44	1.78
市盈率 (倍)	56.54	35.96	27.66	22.41	17.77
行业优化市盈率 (倍)	99.47	74.63	78.87	78.87	78.87
净利润增长率 (%)	10.44%	13.84%	22.52%	23.41%	26.14%
净资产收益率 (%)	12.45%	12.72%	10.08%	12.34%	14.42%
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

- 公司 17 年录得收入 12.4 亿元，同比+12.6%，录得净利 1.2 亿元，同比+13.8%。其中 Q4 单季收入同比+11.4%，受 16 年年底税款退回影响，Q4 单季利润同比-10.1%，而完税前利润同比+11.2%，基本与收入增速同步。

经营分析

- 产能吃紧，总销量高个位增长：**2017 年燕塘乳业共销售产品 13.7 万吨，同比+7.24%。去年年底公司搬入日产 600 吨的新生产基地，按计划三年后满产产能将达 19.8 万吨。去年年底公司定增过会，部分募资将用于湛江二期工程建设，预计也将在三年后满产，将新增产能 9 万吨左右，即 2020 年年底公司产能预计将达 30 万吨，将为公司拓展省外市场提供极大的支持。
- 提价+新品影响，产品均价同比+5.1%：**2017 年 2 月由于原奶、包材、运输价格的上涨，燕塘对旗下 30% 的产品进行了调价，提价幅度 2-3%，叠加高端低温酸奶等新品的集中推出，助推产品整体均价同比+5%，扭转了 2016 年由于促销带来的均价下跌的趋势。在竞争较为激烈的一线城市广州，燕塘相较龙头企业处于劣势，唯有差异化经营，发展低温产品才能保住份额。
- 受大包粉价格上涨影响，花式奶和乳酸菌饮料毛利下滑：**16H2 新西兰大包粉拍卖价格开始飙升，影响到以奶粉为主要原材料的花式奶、乳酸菌饮料的毛利率，2017 年分别-6.63ppt/1.88ppt，而受高端低温产品的提振，其他液体乳品类毛利率同比+4.3ppt，但整体毛利率同比-1.5ppt。未来公司发展重点将逐步转向至高端低温产品，特别是巴氏奶和酸奶，预计将会提振毛利。
- 广告费用率下滑，促使销售费用率同比-0.66ppt。**近三年燕塘的广告宣传费用的投放绝对值一直维持在 8800 万左右，而收入一直保持 10% 左右的增速。2017 年广告宣传费用率同比-0.8ppt，助推整体销售费用率同比下滑，预计随着燕塘产能的提升，拓展省外市场将会要求市场费用投放配合，未来销售费用率将会有小幅上升的趋势。

盈利预测

- 预计 2018-2020 年公司收入分别为 14.8 亿元/18.0 亿元/22.5 亿元/，同比+19.5%/21.7%/25.0%，利润分别为 1.48 亿元/1.83 亿元/2.30 亿元，同比+22.5%/23.4%/26.1%。若不考虑定增摊薄影响，则对应 18/19 年 PE 28X/22X。若按增发上限 3,147 万股算，则 18/19 年 PE 33X/27X，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。

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（未考虑股本摊薄影响）

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	1,032	1,101	1,239	1,480	1,801	2,251	货币资金	135	251	128	522	358	318
增长率	6.6%	12.6%	19.5%	21.7%	25.0%		应收款项	35	48	52	61	74	93
主营业务成本	-661	-693	-799	-944	-1,142	-1,417	存货	64	73	80	90	110	136
%销售收入	64.0%	62.9%	64.5%	63.7%	63.4%	63.0%	其他流动资产	235	81	68	47	57	71
毛利	372	408	440	537	659	834	流动资产	469	453	328	721	599	618
%销售收入	36.0%	37.1%	35.5%	36.3%	36.6%	37.0%	%总资产	45.5%	39.3%	24.5%	37.4%	30.0%	28.1%
营业税金及附加	-8	-10	-11	-13	-16	-20	长期投资	60	60	40	40	40	40
%销售收入	0.8%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	419	527	929	1,125	1,309	1,481
营业费用	-197	-212	-232	-281	-345	-436	%总资产	40.7%	45.7%	69.6%	58.5%	65.6%	67.4%
%销售收入	19.1%	19.3%	18.7%	19.0%	19.2%	19.4%	无形资产	32	31	31	39	48	57
管理费用	-52	-59	-65	-79	-97	-123	非流动资产	561	699	1,007	1,205	1,398	1,578
%销售收入	5.1%	5.3%	5.2%	5.3%	5.4%	5.5%	%总资产	54.5%	60.7%	75.5%	62.6%	70.0%	71.9%
息税前利润 (EBIT)	114	127	133	164	200	255	资产总计	1,030	1,152	1,335	1,925	1,997	2,196
%销售收入	11.1%	11.5%	10.7%	11.1%	11.1%	11.3%	短期借款	70	70	9	0	0	0
财务费用	4	1	0	3	6	4	应付款项	127	182	233	212	257	320
%销售收入	-0.4%	-0.1%	0.0%	-0.2%	-0.3%	-0.2%	其他流动负债	22	24	34	154	163	175
资产减值损失	-2	-2	-2	0	0	0	流动负债	219	276	276	366	420	495
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	69	69	69	69
投资收益	6	3	0	1	2	3	其他长期负债	8	9	24	0	0	0
%税前利润	4.9%	2.5%	0.3%	0.6%	0.9%	1.1%	负债	226	285	369	435	489	564
营业利润	123	128	143	181	223	281	普通股股东权益	785	852	949	1,468	1,480	1,597
营业利润率	11.9%	11.7%	11.5%	12.3%	12.4%	12.5%	少数股东权益	18	15	17	22	27	35
营业外收支	-1	2	-2	-2	-2	-2	负债股东权益合计	1,030	1,152	1,335	1,925	1,997	2,196
税前利润	122	130	140	179	221	279							
利润率	11.8%	11.8%	11.3%	12.1%	12.3%	12.4%	比率分析						
所得税	-26	-24	-16	-27	-33	-42		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税率	21.5%	18.6%	11.6%	15.0%	15.0%	15.0%	每股指标						
净利润	96	106	124	153	188	237	每股收益	0.610	0.674	0.768	0.940	1.161	1.464
少数股东损益	0	0	3	5	6	7	每股净资产	4.992	5.416	6.034	7.776	7.839	8.459
归属于母公司的净利润	96	106	121	148	183	230	每股经营现金净流	0.658	0.860	1.070	1.075	1.439	1.785
净利率	9.3%	9.6%	9.7%	10.0%	10.1%	10.2%	每股股利	0.200	0.250	0.600	0.600	0.600	0.600
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	12.23%	12.45%	12.72%	10.08%	12.34%	14.42%
净利润	96	106	124	153	188	237	总资产收益率	9.33%	9.21%	9.04%	7.69%	9.14%	10.49%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	10.28%	11.02%	11.25%	8.95%	10.80%	12.73%
非现金支出	33	36	37	54	67	80	增长率						
非经营收益	5	6	7	9	5	4	主营业务收入增长率	8.69%	6.62%	12.58%	19.45%	21.70%	24.97%
营运资金变动	-30	-12	1	-13	12	16	EBIT增长率	10.11%	10.89%	4.75%	23.47%	22.02%	27.19%
经营活动现金净流	103	135	168	203	272	337	净利润增长率	21.50%	10.44%	13.84%	22.52%	23.41%	26.14%
资本开支	-159	-192	-297	-256	-262	-262	总资产增长率	7.98%	11.88%	15.91%	44.19%	3.72%	9.96%
投资	-273	188	45	0	0	0	资产管理能力						
其他	6	3	2	1	2	3	应收账款周转天数	8.2	12.9	13.6	13.7	13.7	13.7
投资活动现金净流	-426	0	-251	-255	-260	-259	存货周转天数	33.6	35.9	34.8	35.0	35.0	35.0
股权募资	0	0	0	484	-57	0	应付账款周转天数	41.4	43.9	60.1	50.0	50.0	50.0
债权募资	5	0	4	-32	0	0	固定资产周转天数	122.1	112.4	259.0	252.9	234.9	207.7
其他	-36	-19	-45	-5	-118	-118	偿债能力						
筹资活动现金净流	-31	-19	-41	447	-175	-118	净负债/股东权益	-8.12%	-20.93%	-5.16%	-30.42%	-19.20%	-15.28%
现金净流量	-354	116	-124	395	-164	-40	EBIT利息保障倍数	-27.8	-209.4	281.2	-49.1	-32.2	-69.2
							资产负债率	21.99%	24.74%	27.61%	22.61%	24.50%	25.69%

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
买入	0	0	0	1	2
增持	0	0	1	1	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	2.00	1.50	1.60

来源：朝阳永续

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
5	2018-03-05	增持	25.78	N/A

来源：国金证券研究所

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



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