

中航证券金融研究所
 分析师：彭海兰
 证券执业证书号：S0640517080001
 电话：010-64818395
 邮箱：penghl@avicsec.com

天润乳业（600419）2018 年半年报点评： 区位、奶源优势齐发，2018 年下半年发展可期

行业分类：食品饮料

2018 年 08 月 24 日

2018 年半年度报告

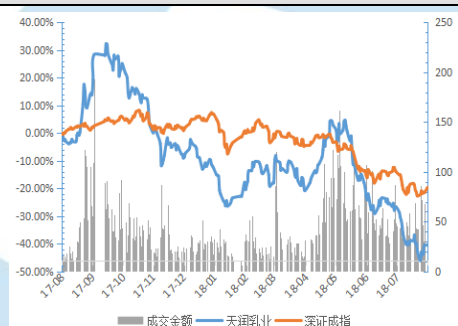
- 2018年上半年，公司实现营业收入72,541.13万元，归属于上市公司股东的净利润6,967.82万元，经营活动产生的现金流量净额16,128.09万元，分别较上年同期增长20.49%、16.42%、56.10%。
- 新品开发持续发力，全方位提升竞争力。** 2018年上半年，公司以创新为引领，紧紧围绕产品创新、产业升级、市场发展、管理提升四大任务，实施强城市型市场体系与全产业链两大核心战略，统筹推进产业化协调发展，实现种养产业提升水平，乳品工业提质增效，市场服务提档升级的发展目标，构建产业化战略布局。公司稳步迈上发展新台阶，屡获殊荣，跻身第二届中国奶业D20企业联盟成员，获得中国奶业协会乳品加工企业全国最具影响力品牌企业荣誉称号。2018上半年公司打造诸多新品，陆续面市被柚惑了、妙趣横生、爆料橙、蜜了个瓜、抹茶冰淇淋等十余款产品，增强市场供给的多样性，提升市场竞争力。
- 稳步推进牧场建设，全方位保障奶源，拓宽疆外市场。** 2017年公司疆外业务增长高达164.5%，公司由新疆本土乳企向区域性乳企拓展之路又进了一步。2018年是公司向国内市场迈进的重要时期，公司成立了新疆天润乳业销售有限公司，进一步加快市场布局。2018年上半年，公司实现乳制品销量8.02万吨，较上年同期增长20.42%。公司根据不同区域，确立了以乌鲁木齐市场为核心，以新疆为基础的全国市场规划，以乌昌、北疆、南疆、南方、北方五大营销中心为第二层管理架构的市场管理模式。公司销售体系不断完善，管理模式更加清晰，市场运营能力得到有效释放。公司深化经销商和营销团队两大队伍建设，与经销商建立共同成长的长期合作伙伴关系，实现共赢。公司为CCTV2《消费主张》上播品牌，大力开发新零售渠道，线下根据区域特点进驻水果店、便利店、商超等实体；线上迎合年轻人消费习惯，借助网络平台等新媒体力量实行全方位营销，多管齐下使产品销量实现增长。
- 风险因素：**公司奶牛养殖的防疫风险、产品质量风险、自然灾害风险。
- 我们预计：**公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.681 元、0.843 元和 1.021 元，对应的动态市盈率分别为 20.22 倍、16.34 倍和 13.48 倍，考虑到公司良好的上升势头，2018 年给予 28 倍动态市盈率的目标价，19.07 元，给予买入评级。

公司投资评级	买入
6-12 个月目标价	19.07 元
当前股价（18.08.24）	14.50 元

基础数据

上证指数	2729.43
深证综指	1460.33
总股本（亿）	2.07
流通 A 股（亿）	1.79
流通 A 股市值（亿）	25.95
每股净资产（元）	4.23
ROE	7.95%
资产负债率	35.81%
动态市盈率	27.56
市净率	3.43

近一年公司指数与上证综指走势对比



资料来源：wind

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼
 公司网址：www.avicsec.com
 联系电话：0755-83692635
 传真：0755-83688539

公司财务报表预测

财务和估值数据摘要						
单位: 百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	588.57	875.18	1240.20	1543.92	1865.31	2195.36
增长率(%)	80.26%	48.70%	41.71%	24.49%	20.82%	17.69%
归属母公司股东净利润	50.86	78.27	90.49	141.01	174.49	211.52
增长率(%)	304.94%	53.90%	15.61%	55.83%	23.74%	21.22%
每股收益(EPS)	0.246	0.378	0.437	0.681	0.843	1.021
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股经营现金流	0.486	0.757	0.951	0.100	2.582	0.532
销售毛利率	33.77%	30.98%	27.97%	27.20%	27.20%	27.20%
销售净利率	9.49%	9.68%	7.79%	9.75%	9.99%	10.29%
净资产收益率(ROE)	7.71%	10.61%	10.81%	14.42%	15.14%	15.51%
投入资本回报率(ROIC)	16.54%	10.51%	14.25%	16.21%	15.22%	21.61%
市盈率(P/E)	56.07	36.44	31.52	20.22	16.34	13.48
市净率(P/B)	4.32	3.87	3.41	2.92	2.47	2.09
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

报表预测						
利润表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	588.57	875.18	1240.20	1543.92	1865.31	2195.36
减: 营业成本	389.82	604.09	893.26	1123.97	1357.95	1598.22
营业税金及附加	2.79	5.08	8.25	10.27	12.40	14.60
营业费用	87.16	123.78	155.61	193.72	234.04	275.45
管理费用	44.23	52.55	49.22	61.27	74.03	87.13
财务费用	2.49	0.45	-0.40	4.13	0.58	-5.89
资产减值损失	4.58	0.06	9.37	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	57.51	89.15	124.89	150.57	186.32	225.85
加: 其他非经营损益	6.98	11.39	-15.51	0.00	0.00	0.00
利润总额	64.49	100.54	109.37	150.57	186.32	225.85
减: 所得税	8.62	15.79	12.75	0.00	0.00	0.00
净利润	55.87	84.75	96.62	150.57	186.32	225.85
减: 少数股东损益	5.01	6.47	6.13	9.55	11.82	14.33
归属母公司股东净利润	50.86	78.27	90.49	141.01	174.49	211.52
资产负债表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	25.76	-38.50	3.23	15.44	271.59	251.89
应收和预付款项	107.15	65.84	63.99	165.03	111.67	213.98
存货	131.72	121.92	129.60	271.52	213.10	357.26
其他流动资产	0.00	0.00	87.54	87.54	87.54	87.54
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	612.57	776.01	924.22	934.82	940.13	933.53
无形资产和开发支出	43.34	42.40	41.42	38.32	35.22	32.12
其他非流动资产	3.14	32.93	8.78	8.78	6.74	6.74
资产总计	923.68	1000.59	1258.79	1521.44	1665.98	1883.06
短期借款	30.00	0.00	20.00	143.29	0.00	0.00
应付和预收款项	150.95	189.75	287.49	276.29	377.80	369.03
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	51.31	27.49	17.22	17.22	17.22	17.22
负债合计	232.26	217.24	324.71	436.80	395.02	386.25
股本	103.56	103.56	103.56	103.56	103.56	103.56
资本公积	607.04	606.78	607.05	607.05	607.05	607.05
留存收益	-50.94	27.33	126.46	267.47	441.96	653.48
归属母公司股东权益	659.66	737.67	837.06	978.07	1152.57	1364.09
少数股东权益	31.77	45.68	97.01	106.57	118.39	132.72
股东权益合计	691.42	783.35	934.07	1084.64	1270.96	1496.81
负债和股东权益合计	923.68	1000.59	1258.79	1521.44	1665.98	1883.06
现金流量表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营性现金净流量	100.74	156.74	197.00	20.64	534.67	110.22
投资性现金净流量	-13.41	-161.30	-204.72	-127.60	-134.66	-135.81
筹资性现金净流量	-6.20	-49.84	57.35	119.16	-143.86	5.89
现金流量净额	81.13	-54.40	49.63	12.21	256.15	-19.70

资料来源: Wind、中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入**：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持**：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

彭海兰，SAC 执业证书号：S0640517080001，中航证券研究所食品饮料行业分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使其独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。