

燕塘乳业（002732）：产能释放周期叠加低温趋势确立，公司迎来黄金发展期

——燕塘乳业 2019H1 中报业绩点评

2019 年 07 月 30 日

推荐/首次

燕塘乳业 公司报告

报告摘要：

事件：公司 2019H1 业绩超预期，营业收入 6.99 亿元，同比+13.85%，归母净利润 0.67 亿元，同比+57.06%，较 2018 年业绩有大幅度改善。其中，2019Q2 营收同比+17.50%，归母净利润同比+69.20%，预计 2019Q3 归母净利润 0.27-0.56 亿元，同比+22.16%-152.40%，三季度仍将持续高增。

公司拥有上游牧场和加工厂产业链，上游牧场产出原奶供给加工厂，加工厂利用原奶生产成品奶。2018 年前公司受制于加工厂的产能限制，2018 年前公司拥有燕隆乳业广州天河工厂和湛江燕塘两个加工厂，我们估测产能共计约为 13.8 万吨（以上两加工厂产能分别为 10.8 万吨、3 万吨），公司 18 年产量 14.4 万吨，产量受产能限制。2018 年内，燕隆乳业广州天河旧工厂已停产并搬迁至黄浦新工厂，该新加工厂于 18 年 5 月正式投产，目前产能处于逐步释放阶段，我们测算 19Q2 广州新加工厂日产量约达 423 吨，预计工厂未来完全达产后，日产能将达到 600 吨，彼时公司年总产能将达到约 25 万吨，约是 18 年前产能的两倍，公司的产能束缚问题将逐步得以解决。

19H1 公司业绩超预期高速增长，一方面是由于 18 年基数较低，另外主要受益于 19Q2 的广州黄浦新加工厂的产能释放，关于该新工厂 18 年 5 月投产而 19Q2 才实现放量的原因，我们认为主要系新工厂的人员设置、经营磨合等问题，19 年随着新工厂产能利用率的提高，19H2 将持续业绩高增。根据 16-18 年各季度产量占比情况估算，我们预计 19 年各季度产量同比增速为 9%/18%/19%/18%，即 2-4 季度持续高增长，19 年总产量预计 16.8 万吨，对应营收同比增长 16.4%（公司公告披露预计 2019 年营收及产量增速所处区间为 0-25%）。

（注：公司自有加工厂及上游牧场产能情况见下附表）

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,239.22	1,297.20	1,510.28	1,736.82	2,014.71
增长率（%）	12.58%	4.68%	16.43%	15.00%	16.00%
净利润（百万元）	120.77	42.20	114.37	145.41	173.69
增长率（%）	13.84%	-65.06%	171.02%	27.14%	19.45%
净资产收益率（%）	12.72%	4.70%	11.64%	13.32%	14.21%
每股收益（元）	0.77	0.27	0.73	0.92	1.10
PE	26.97	76.93	28.58	22.48	18.82
PB	3.44	3.64	3.32	2.99	2.67

资料来源：公司财报、东兴证券研究所（按照 2019 年 7 月 29 日收盘价计算）

公司简介：

公司是已成立 63 年的广东老牌乳企，主要生产和销售乳酸菌饮料、低温和常温液体奶等乳制品，拥有上游牧场和加工厂产业链。是华南地区规模最大的乳制品制造商之一，主要深耕广东区域市场。

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

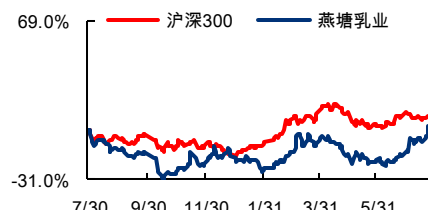
发债及交叉持股介绍：

无

交易数据

52 周股价区间（元）	21.56-20.24
总市值（亿元）	33.92
流通市值（亿元）	33.54
总股本/流通 A 股（万股）	15735/15558
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.73

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

首席分析师：刘畅

010-66554017

liuchang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

研究助理：张东雪

zhangdx@dxzq.net.cn

公司自有产业链上游牧场奶源供给稳定，自有牧场和战略合作牧场可满足公司需求。公司自有牧场的自产生鲜乳占比为 1/3，我们分析公司旗下三个自有牧场的年产能分别为：阳江牧场 1.8 万吨，澳新牧业 2.25 万吨，新澳牧业 1 万吨（满负荷约 2.5 万吨），故公司目前上游可获原奶产量约为 15 万吨，未来有望增长至 16.5 万吨。公司上游牧场产能预计能够满足未来市场的拓展，目前公司深耕广东区域市场，但在深圳等地的市占率仍较低，未来将逐步打开深圳以及广东省外的空白市场。

公司 19Q2 毛利率上行叠加期间费用率下降，净利润表现超预期。19H1 期间费用率 19H1 为 23.66%（同比-0.64pct），Q2 期间费用率 21.44%（环比-5.53pct）。公司销售费用率回落的原因主要在于新工厂产能释放拉动二季度营收提升，销售费用的投放效率更高。Q2 公司管理费用率平稳回落，之前 18、19 年管理费用率较高，主要系旧厂区生产系统折旧的计入以及新厂区启用后各项管理费用的支出大幅增加。19H1 公司毛利率 34.88%（同比+1.61pct），归母净利率 9.52%（同比+2.62）。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 1.14、1.45 和 1.74 亿元，对应 EPS 分别为 0.73、0.92 和 1.10 元。2019 年 7 月 29 日收盘价对应 2019-2021 年 PE 值分别为 29、22 和 19 倍。我们给予公司 2020 年 35X 估值，对应目标价 32.2 元，上行空间 49.4%，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：公司产能释放不及预期，公司深圳以及广东外市场拓展不及预期。

表 1：公司自有牧场情况

牧场名称	牧场与公司关系	牧场建设时间	牧场估计年产能
阳江牧场	五月良种奶牛场分公司	2009 年开始建设	约 1.8 万吨
澳新牧业（湛江）	全资子公司	2013 年收购	约 2.25 万吨
新澳牧场（陆丰）	全资子公司	2018 年投产	约 1 万吨，满负荷可达约 2.5 万吨

资料来源：公司公告，公开资料整理，东兴证券研究所

注：公司上游牧场分为自有牧场和战略合作牧场两种模式，其中自有牧场生产的生鲜乳占比 1/3

表 2：公司自有加工厂情况

加工厂名称	加工厂与公司关系	加工厂建设情况	加工厂估计年产能
燕隆乳业（原广州天河工厂）	全资子公司	2011 年公司成立，2018 年内停产，搬迁至黄浦新工厂，老工厂日产 300 吨	约 10.8 万吨（已停产）
燕隆乳业（新广州黄浦工厂）	全资子公司	2015 年开始建设，2017 年转固数占预算数 88%，2018 年 5 月正式投产，全部投产后日产将达 600 吨（在建工程预算数 5.92 亿元，工程进度 100%）	全部投产约 21.6 万吨，最高可达 25 万吨
湛江燕塘	全资子公司	2007 年建设，初建产能约 3 万吨，目前二期扩建工程在建，预算数 3.91 亿元，截至 2017H1 工程进度仅 0.71%，预计 2020 年建设完成，全部投产后日产将达 300 吨	保守预计目前 3 万吨，二期扩建全部投产将达约 10.8 万吨

资料来源：公司公告，公开资料整理，东兴证券研究所

注：公司产品绝大多数是由自己的加工厂生产，有极少部分代加工项目对外招标（按照广州老工厂 10.8 万吨、湛江燕塘 3 万吨初始年产能，预计 2018 年自产 13.8 万吨，占总产量 14.4 万吨的近 96%）

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	东兴证券乳制品行业三部曲之一：齿轮模型探究乳业趋势，低温需求重估牧场价值	2019-03-14

资料来源：东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	328	288	310	356	562	营业收入	1239	1297	1510	1737	2015
货币资金	128	83	91	104	268	营业成本	799	884	967	1129	1330
应收账款	48	58	62	71	83	营业税金及附加	11	8	11	12	14
其他应收款	4	2	2	3	3	营业费用	232	247	277	318	368
预付款项	39	33	39	44	52	管理费用	65	76	91	104	101
存货	80	103	106	124	146	财务费用	0	7	6	6	4
其他流动资产	29	10	10	10	10	资产减值损失	0	10	15	17	20
非流动资产合计	1007	1032	1120	1223	1177	公允价值变动收益	2.46	3.00	115.00	90.00	90.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	793	853	967	1057	1002	营业利润	0.47	1.17	120.00	120.00	130.00
无形资产	30	29	27	26	24	营业外收入	14.15	6.85	6.85	6.85	6.85
其他非流动资产	5	1	0	0	0	营业外支出	143	68	154	184	223
资产总计	1335	1320	1430	1580	1739	利润总额	1.98	0.36	20.00	20.00	21.00
流动负债合计	276	309	331	357	366	所得税	4.32	14.63	15.00	15.00	15.00
短期借款	0	33	35	30	0	净利润	140	53	159	189	229
应付账款	170	165	185	217	255	少数股东损益	16	8	24	29	35
预收款项	13	13	13	13	13	归属母公司净利润	124	45	134	160	194
一年内到期的非流动	9	23	23	23	23	EBITDA	3	3	20	15	20
非流动负债合计	93	94	76	76	76	EPS (元)	121	42	114	145	174
长期借款	69	69	69	69	69	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	369	403	407	433	442	成长能力					
少数股东权益	17	19	39	54	74	营业收入增长	12.58%	4.68%	16.43%	15.00%	16.00%
实收资本 (或股本)	157	157	157	157	157	营业利润增长	11.15%	-52.49%	126.61%	20.01%	20.77%
资本公积	319	319	319	319	319	归属于母公司净利	13.84%	-65.06%	171.02%	27.14%	19.45%
未分配利润	415	355	423	511	615	获利能力					
归属母公司股东权益	949	897	983	1092	1222	毛利率(%)	35.54%	31.85%	36.00%	35.00%	34.00%
负债和所有者权益	1335	1320	1430	1580	1739	净利率(%)	10.00%	3.49%	8.90%	9.24%	9.61%
现金流量表						总资产净利润 (%)	9.04%	3.20%	8.00%	9.20%	
单位:百万元						ROE(%)	12.72%	4.70%	11.64%	13.32%	14.21%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	偿债能力					
经营活动现金流	168	139	220	228	258	资产负债率(%)	28%	31%	28%	27%	25%
净利润	124	45	134	160	194	流动比率					
折旧摊销	62.87	84.59	75.85	90.65	99.65	速动比率					
财务费用	0	7	6	6	4	营运能力					
应付账款的变化	0	0	-4	-9	-11	总资产周转率	1.00	0.98	1.10	1.15	1.21
预收账款的变化	0	0	0	0	0	应收账款周转率	27	25	25	26	26
投资活动现金流	-251	-125	-161	-167	-17	应付账款周转率	9.41	7.74	8.63	8.64	8.55
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
长期股权投资减少	0	0	40	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.77	0.27	0.73	0.92	1.10
投资收益	0	1	120	120	130	每股净现金流(最新)	-0.79	-0.29	0.05	0.09	1.04
筹资活动现金流	-41	-59	-51	-47	-77	每股净资产(最新摊)	6.03	5.70	6.25	6.94	7.77
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	26.97	76.93	28.58	22.48	18.82
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	3.44	3.64	3.32	2.99	2.67
资本公积增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	15.63	20.81	13.94	11.64	9.44
现金净增加额	-124	-45	8	14	164						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

首席分析师 刘畅

东兴证券研究所大消费组长、首席分析师。先后任职于天风证券研究所、东方基金、泰达宏利基金。杜伦大学金融学一等学位，北京航空航天大学工学、法学双学位。2017 年 11 月加入东兴证券研究所，负责食品饮料、商贸零售、社会服务、轻工造纸、农林牧渔、纺织服装的研究工作。2018 年获得万得 wind 平台综合影响力第一名，万得 wind 食品饮料最佳分析师第三名，同花顺 ifind 食品饮料最佳分析师第二名。

研究助理简介

研究助理：张东雪

南开大学金融学本硕，2019 年加入东兴证券研究所食品饮料组，主要覆盖乳制品、肉制品、保健品及部分白酒板块。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。