

天润乳业 (600419.SH) 买入 (维持评级)

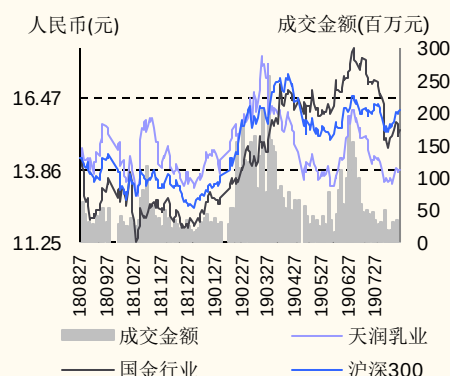
公司点评

市场价格 (人民币): 13.86 元

目标价格 (人民币): 16.50 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	207.11
总市值(百万元)	2,870.61
年内股价最高最低(元)	14.40/13.39
沪深 300 指数	3820.86
上证指数	2897.43

**相关报告**

- 1.《Q1 业绩环比改善明显, 全年目标有望顺利实现-天润乳业一季报点评...》, 2019.4.22
- 2.《业绩略超预期, 渠道转型潜力仍待释放-2018 年天润乳业三季报...》, 2018.10.25

上半年业绩符合预期, 下半年增长有望提速**公司基本情况 (人民币)**

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.96	0.55	0.65	0.77	0.89
每股净资产(元)	8.08	4.45	4.90	5.47	6.16
每股经营性现金流(元)	1.88	1.05	0.73	1.46	1.65
市盈率(倍)	48	25	21	18	16
净利润增长率(%)	26.64%	15.19%	18.72%	17.29%	15.66%
净资产收益率(%)	11.84%	12.39%	13.35%	14.03%	14.42%
总股本(百万股)	103.56	207.11	207.11	207.11	207.11

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简述

- 天润乳业于 8 月 23 日发布 2019 年半年报, 报告期内公司实现乳制品销量 9.33 万吨, 同比增长 16.40%; 营业收入 8.23 亿元, 同比增长 13.52%; 归母净利润 0.78 亿元, 同比增长 11.32%; 实现基本每股收益 0.37 元。

经营分析

- 二季度收入增速略有放缓, 整体上半年业绩符合预期。公司一季度实现营业收入同比增长 15.97%, 二季度营收同比增长 11.79%。二季度收入增速略有放缓, 主要受产能限制: 一方面行业原奶供应紧张, 而公司芳草天润和天润北亭两个标准化示范牧场尚处于试运营状态, 未完全投产; 另一方面公司投资设立的全资子公司天润唐王城计划筹备新的乳品加工厂, 但仍在设计阶段, 产能不足导致二季度收入增速略有放缓。不过整体来看, 公司上半年实现营业收入同比增长 13.52%, 高于全年规划目标增速 (2019 年业绩目标指引为收入同比增长约 9.4%), 增长较为稳健, 业绩符合预期。
- 产品结构优化助推毛利率稳中有升, 利润端逐季环比提升。上半年公司实现毛利率 27.44%, 同比提升 0.04pct。在原奶价格同比上涨背景下, 公司毛利率仍稳中有升, 主要在于产品结构的优化对冲了成本端上涨带来的不利影响。费用端来看, 上半年公司注重精细化发展, 费用投放效率提升, 销售费用率同比下降 0.27pct 至 10.46%, 管理费用率同比下降 0.05pct 至 3.73%。整体来看, 上半年公司利润端呈现出逐季环比提升的特点, 一季度净利率环比提升 6.52pct 至 9.06%, 二季度环比提升 1.13pct 至 10.19%。
- 配股融资有望落地+奶源得到进一步保障+空白渠道拓展, 下半年发展有望提速。公司 7 月 26 日发布公告, 明确了此次配股数量, 我们预计配股融资有望于下半年落地, 将有助于公司进一步完善产业布局, 保障发展目标的实现。同时, 根据公司采购计划, 首批 1800 头进口荷斯坦奶牛已经运回国内, 预计八月底进驻牧场, 将进一步优化现有牛群结构, 同时保障奶源的供应。此外, 公司在深入挖掘新疆市场潜能的同时, 精耕细作疆外市场, 拓展线上业务布局, 随着 19 年渠道精细化工作的不断推进以及全产业链协同优势显现, 19 年有望实现中双位数增速, 下半年发展有望提速。

盈利预测

- 预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 17.12 亿/19.73 亿/22.55 亿, 同比 +17.1%/+15.3%/+14.3%, 归母净利分别为 1.36 亿/1.59 亿/1.84 亿, 同比 +18.7%/+17.3%/+15.7%, 对应 EPS 分别为 0.65 元/0.77 元/0.89 元, 目前股价对应 19/20/21 年 PE 分别为 21X/18X/16X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 原奶价格过高/费用率提升风险/渠道转型不达预期/食品安全问题。

寇星

联系人
kouxing@gjzq.com.cn

唐川

分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	875	1,240	1,462	1,712	1,973	2,255
增长率		41.7%	17.9%	17.1%	15.3%	14.3%
主营业务成本	-604	-893	-1,063	-1,240	-1,417	-1,612
%销售收入	69.0%	72.0%	72.7%	72.5%	71.8%	71.5%
毛利	271	347	399	471	556	643
%销售收入	31.0%	28.0%	27.3%	27.5%	28.2%	28.5%
营业税金及附加	-5	-8	-11	-14	-16	-19
%销售收入	0.6%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%
营业费用	-124	-156	-175	-212	-247	-284
%销售收入	14.1%	12.5%	12.0%	12.4%	12.5%	12.6%
管理费用	-53	-49	-58	-68	-79	-95
%销售收入	6.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.2%
息税前利润 (EBIT)	90	134	154	177	214	245
%销售收入	10.2%	10.8%	10.6%	10.3%	10.8%	10.9%
财务费用	0	0	2	-5	-16	-18
%销售收入	0.1%	0.0%	-0.2%	0.3%	0.8%	0.8%
资产减值损失	0	-9	-11	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	1
%税前利润	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%
营业利润	89	137	157	172	198	227
营业利润率	10.2%	11.0%	10.8%	10.0%	10.1%	10.1%
营业外收支	11	-16	-23	-10	-10	-10
税前利润	101	121	135	162	188	217
利润率	11.5%	9.8%	9.2%	9.4%	9.6%	9.6%
所得税	-16	-16	-17	-21	-25	-28
所得税率	15.7%	13.0%	12.4%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	85	105	118	141	164	189
少数股东损益	6	6	4	5	5	5
归属于母公司的净利润	78	99	114	136	159	184
净利率	8.9%	8.0%	7.8%	7.9%	8.1%	8.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	85	105	118	141	164	189
少数股东损益	6	6	4	5	5	5
非现金支出	41	59	73	79	90	102
非经营收益	7	17	29	18	30	33
营运资金变动	22	13	-3	-86	18	18
经营活动现金净流	155	195	217	151	302	342
资本开支	-198	-136	-338	-319	-262	-263
投资	0	-3	-11	-1	0	0
其他	37	-66	94	0	0	1
投资活动现金净流	-161	-205	-255	-320	-261	-262
股权募资	10	58	74	0	0	0
债权募资	-55	13	-20	257	79	34
其他	-4	-14	-31	-68	-61	-65
筹资活动现金净流	-50	57	22	189	18	-31
现金净流量	-56	47	-17	21	58	49

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	122	172	157	178	236	285
应收账款	39	42	55	56	63	70
存货	122	130	169	170	190	212
其他流动资产	26	110	26	34	38	43
流动资产	310	453	407	437	527	610
%总资产	26.7%	31.7%	22.5%	21.1%	22.7%	23.9%
长期投资	0	0	2	3	2	2
固定资产	776	924	1,346	1,518	1,679	1,827
%总资产	66.8%	64.7%	74.5%	73.4%	72.4%	71.6%
无形资产	46	46	35	47	49	51
非流动资产	852	976	1,400	1,631	1,792	1,942
%总资产	73.3%	68.3%	77.5%	78.9%	77.3%	76.1%
资产总计	1,162	1,429	1,807	2,068	2,319	2,553
短期借款	15	28	9	273	352	386
应付款项	190	287	517	431	474	518
其他流动负债	42	45	59	50	57	65
流动负债	247	361	585	755	884	969
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	132	134	142	135	135	135
负债	379	495	728	890	1,019	1,104
普通股股东权益	738	837	921	1,015	1,133	1,275
少数股东权益	46	97	158	163	168	173
负债股东权益合计	1,162	1,429	1,807	2,068	2,319	2,553

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.756	0.957	0.551	0.655	0.768	0.888
每股净资产	7.123	8.083	4.448	4.902	5.470	6.158
每股经营现金净流	1.496	1.881	1.046	0.731	1.456	1.653
每股股利	0.000	0.290	0.170	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	10.61%	11.84%	12.39%	13.35%	14.03%	14.42%
总资产收益率	6.74%	6.93%	6.32%	6.56%	6.85%	7.20%
投入资本收益率	9.47%	12.10%	12.44%	10.61%	11.25%	11.61%
增长率						
主营业务收入增长率	48.70%	41.71%	17.89%	17.07%	15.25%	14.31%
EBIT增长率	38.87%	49.29%	15.41%	14.58%	20.80%	14.50%
净利润增长率	53.90%	26.64%	15.19%	18.72%	17.29%	15.66%
总资产增长率	8.05%	23.00%	26.39%	14.45%	12.17%	10.06%
资产管理能力						
应收账款周转天数	12.4	9.2	9.8	9.5	9.3	9.0
存货周转天数	76.6	51.4	51.3	50.0	49.0	48.0
应付账款周转天数	58.5	64.7	104.5	90.0	85.0	80.0
固定资产周转天数	298.3	244.2	298.8	281.3	264.4	247.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-13.72%	-15.39%	-13.77%	8.06%	8.92%	6.97%
EBIT利息保障倍数	197.5	-338.4	-69.2	33.9	13.6	13.4
资产负债率	32.59%	34.66%	40.27%	43.02%	43.92%	43.26%

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	1	2	3	5
增持	0	0	0	0	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.38

来源：贝格数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-09-18	买入	49.26	N/A
2	2017-10-24	买入	62.70	N/A
3	2017-12-12	买入	48.21	N/A
4	2018-03-27	买入	40.24	N/A
5	2018-04-20	买入	42.76	N/A
6	2018-08-24	买入	13.77	N/A
7	2018-10-25	买入	14.12	N/A
8	2019-04-22	买入	16.03	N/A

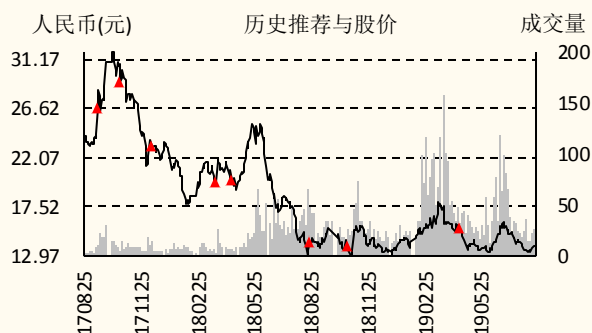
来源：国金证券研究所

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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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