

# 新乳业 (002946)

证券研究报告

2019年07月19日

## 7亿元入股现代牧业，打造产业链协同效应

### 事件：

7月18日，新乳业公告拟出资3.29亿元认购现代牧业新发行的2.76亿股股份；拟出资3.8亿元向现代牧业股东购买3.19亿股股份。合计拟以7.09亿元购买现代牧业5.95亿股股份，占发行后总股本的9.28%。交易完成后，新乳业将成为现代牧业第二大股东，第一大股东蒙牛合计持有现代牧业60.76%股份。在认购完成后，双方将在30日内签署原奶供销协议，并按约定量价供奶。

### 点评：

#### 1、旺季前保障原奶供应，未来更加专注于市场

随着上游散户产能淘汰出局，今年以来原奶价格有所回升。本次合作完成后，新乳业将能在今年旺季之前做好准备，更好保障上游优质原奶供应。新希望乳业作为区域性龙头乳制品企业，以“鲜战略”为品牌纲领，着重发展低温乳制品，对高端优质原奶需求较大。此次合作有助于提升公司对产业链中下游产品以及市场的专注度，达成整个产业链的利益协同和效益最大化。

#### 2、双方空间布局重叠，增强新乳业区域优势

现代牧业在四川、安徽、河北、山东等7个省市运营26个万头规模牧场，这与新希望在西南、华东、华中、华北的布局高度相符。我们认为低温鲜奶的区域性特征显著，由于低温冷链配送、保质期短等客观条件，产品销售半径受到限制，双方在空间布局上的重合将有助于公司在各区域增强奶源优势，供应链管理以及成本控制。

#### 3、现代牧业奶源优质，助力新乳业“新鲜战略”

现代牧业是国内最大的养牛养殖和原奶生产企业，公司原奶在乳脂肪、乳蛋白质、菌落总数等关键指标上领先进口奶平均标准，且合作双方均是“优质乳工程”的深耕者。现代牧业是国内唯一一家巴氏杀菌奶和UHT灭菌奶同时通过“优质乳工程”验收的企业，新乳业则是全国首家通过“优质乳工程”的企业。这一合作高度协同，未来双方将在新鲜优质乳品的打造上共同发力。

**盈利预测：**预计2019-2021年营收61.7/77.3/96.6亿元，净利润3.29/4.86/6.81亿元，EPS 0.39/0.57/0.80元，参考可比公司，给予2020年30倍PE，目标价17.1元，维持增持评级。

**风险提示：**对外投资的实施和交割完成尚存在不确定性，食品安全风险，行业竞争格局加剧

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,421.82	4,971.95	6,165.22	7,728.38	9,655.82
增长率(%)	9.09	12.44	24.00	25.35	24.94
EBITDA(百万元)	(3,917.58)	591.68	508.01	687.47	909.21
净利润(百万元)	222.24	242.73	329.10	486.26	681.21
增长率(%)	47.95	9.22	35.58	47.76	40.09
EPS(元/股)	0.26	0.28	0.39	0.57	0.80
市盈率(P/E)	56.70	51.91	38.29	25.91	18.50
市净率(P/B)	10.27	8.64	6.73	5.34	4.14
市销率(P/S)	2.85	2.53	2.04	1.63	1.30
EV/EBITDA	0.00	0.00	24.66	18.70	12.92

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6个月评级	增持(维持评级)
当前价格	14.76元
目标价格	17.10元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	853.71
流通A股股本(百万股)	85.37
A股总市值(百万元)	12,600.77
流通A股市值(百万元)	1,260.08
每股净资产(元)	2.21
资产负债率(%)	55.22
一年内最高/最低(元)	25.31/6.54

### 作者

刘鹏 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516070001  
liupeng1@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《新乳业-公司点评:新希望进军即饮奶茶市场，消费升级助力未来发展》2019-07-08
- 《新乳业-首次覆盖报告:管理赋能，对标迪安食品，以创新和并购高速增长》2019-05-28

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	397.19	304.61	493.22	618.27	772.47	营业收入	4,421.82	4,971.95	6,165.22	7,728.38	9,655.82
应收票据及应收账款	305.36	363.11	422.99	577.00	682.59	营业成本	2,886.72	3,288.99	4,081.99	5,076.41	6,291.83
预付账款	37.57	39.69	54.32	64.44	82.20	营业税金及附加	30.96	30.29	41.08	50.90	62.25
存货	272.94	285.70	433.49	457.82	636.16	营业费用	939.04	1,069.28	1,312.58	1,639.55	2,050.80
其他	125.63	52.97	311.52	49.78	357.42	管理费用	4,701.80	284.22	332.92	394.15	473.13
<b>流动资产合计</b>	<b>1,138.69</b>	<b>1,046.10</b>	<b>1,715.55</b>	<b>1,767.32</b>	<b>2,530.84</b>	研发费用	18.74	30.91	36.99	46.37	57.93
长期股权投资	360.31	385.59	385.59	385.59	385.59	财务费用	75.23	68.69	43.52	30.61	11.23
固定资产	1,851.28	1,990.95	2,136.40	2,375.51	2,686.82	资产减值损失	14.92	10.49	0.00	0.00	0.00
在建工程	159.29	66.33	75.80	93.48	86.09	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	235.24	223.70	211.38	199.06	186.73	投资净收益	30.48	30.94	30.94	30.94	30.94
其他	536.26	528.28	550.79	520.63	523.32	其他	(4,501.18)	(99.83)	(61.88)	(61.88)	(61.88)
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,142.39</b>	<b>3,194.85</b>	<b>3,359.95</b>	<b>3,574.26</b>	<b>3,868.55</b>	<b>营业利润</b>	<b>225.10</b>	<b>257.97</b>	<b>347.07</b>	<b>521.34</b>	<b>739.58</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,381.08</b>	<b>4,240.95</b>	<b>5,108.83</b>	<b>5,386.03</b>	<b>6,425.31</b>	营业外收入	18.12	14.09	10.00	10.00	6.00
短期借款	1,195.46	1,071.00	614.36	915.55	61.05	营业外支出	2.60	1.81	1.81	3.50	1.30
应付票据及应付账款	395.13	403.50	784.23	628.34	1,074.75	<b>利润总额</b>	<b>240.62</b>	<b>270.25</b>	<b>355.26</b>	<b>527.84</b>	<b>744.28</b>
其他	1,056.20	816.28	1,587.12	1,157.15	2,005.52	所得税	24.68	23.63	31.06	46.15	65.07
<b>流动负债合计</b>	<b>2,646.78</b>	<b>2,290.78</b>	<b>2,985.71</b>	<b>2,701.04</b>	<b>3,141.33</b>	<b>净利润</b>	<b>215.94</b>	<b>246.62</b>	<b>324.20</b>	<b>481.69</b>	<b>679.20</b>
长期借款	260.35	234.90	0.00	81.99	0.00	少数股东损益	(6.30)	3.89	(4.90)	(4.58)	(2.00)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>222.24</b>	<b>242.73</b>	<b>329.10</b>	<b>486.26</b>	<b>681.21</b>
其他	164.19	173.05	171.34	169.53	171.31	每股收益(元)	0.26	0.28	0.39	0.57	0.80
<b>非流动负债合计</b>	<b>424.54</b>	<b>407.95</b>	<b>171.34</b>	<b>251.52</b>	<b>171.31</b>						
<b>负债合计</b>	<b>3,071.33</b>	<b>2,698.73</b>	<b>3,157.05</b>	<b>2,952.56</b>	<b>3,312.64</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	82.69	83.03	78.13	73.55	71.55	<b>成长能力</b>					
股本	768.34	768.34	853.71	853.71	853.71	营业收入	9.09%	12.44%	24.00%	25.35%	24.94%
资本公积	229.16	218.56	218.56	218.56	218.56	营业利润	86.97%	14.60%	34.54%	50.21%	41.86%
留存收益	458.72	690.85	1,019.95	1,506.21	2,187.42	归属于母公司净利润	47.95%	9.22%	35.58%	47.76%	40.09%
其他	(229.16)	(218.56)	(218.56)	(218.56)	(218.56)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,309.76</b>	<b>1,542.22</b>	<b>1,951.78</b>	<b>2,433.47</b>	<b>3,112.68</b>	毛利率	34.72%	33.85%	33.79%	34.31%	34.84%
<b>负债和股东权益总</b>	<b>4,381.08</b>	<b>4,240.95</b>	<b>5,108.83</b>	<b>5,386.03</b>	<b>6,425.31</b>	净利率	5.03%	4.88%	5.34%	6.29%	7.05%
						ROE	18.11%	16.63%	17.56%	20.61%	22.40%
						ROIC	15.11%	13.57%	15.19%	27.96%	26.18%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	70.10%	63.64%	61.80%	54.82%	51.56%
						净负债率	107.71%	79.09%	16.41%	26.13%	-15.64%
						流动比率	0.47	0.46	0.59	0.67	0.81
						速动比率	0.36	0.33	0.44	0.50	0.61
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	15.84	14.88	15.69	15.46	15.33
						存货周转率	16.95	17.80	17.14	17.34	17.65
						总资产周转率	1.00	1.15	1.32	1.47	1.64
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.26	0.28	0.39	0.57	0.80
						每股经营现金流	0.54	0.51	1.31	0.09	1.80
						每股净资产	1.44	1.71	2.19	2.76	3.56
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	56.70	51.91	38.29	25.91	18.50
						市净率	10.27	8.64	6.73	5.34	4.14
						EV/EBITDA	0.00	0.00	24.66	18.70	12.92
						EV/EBIT	0.00	0.00	32.08	23.30	15.65

资料来源:公司公告,天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com