

增 持 调高

光明乳业（600597）

2009 年 3 月 31 日

“三聚氰胺事件”影响小于预期

农林牧渔&食品行业分析师：丁频

dingpin@htsec.com

021-23219405

消费组助理分析师：郭世凯

guosk@htsec.com

021-23219269

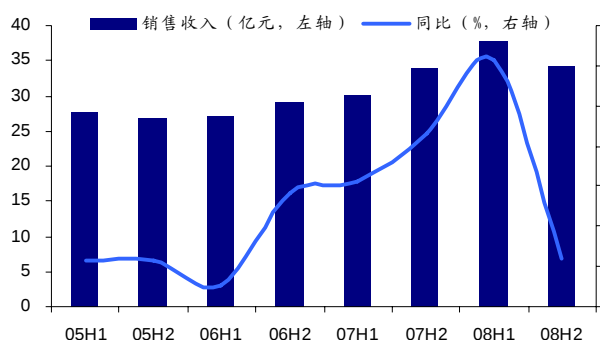
事件：公司今日发布年报，2008 年度实现营业收入 73.59 亿元，营业利润-4.88 亿元，净利润-2.86 亿元，同比分别下降 10.33%、1338.3%和 234.34%，实现每股收益-0.27 元，不进行利润分配；第四季度实现营业收入 14.6 亿元，净利润-1.56 亿元，同比分别下降 24.62%和 315.91%。

点评：

乳品销售受“三聚氰胺”影响小于预期。自 08 年 9 月份以来，由“三聚氰胺”事件所引发的产品召回、退货以及在库产品滞销等问题给乳品企业的销售带来了很大困难，9-11 月份规模以上企业的销售收入同比下降了 10%左右，但公司由于 1) 本地生产产品未被检测出质量问题；2) 产品主销华东地区，在该地拥有强大的市场占有率，市场基础较好；3) 华东地区人民收入水平高，对食品质量更为敏感，而公司主攻中、高层次的巴氏奶和酸奶，且在本地拥有多处集团牧场，较高的产品质量获得更大的信任支持。因此虽然 4 季度经受了较大冲击，但公司产品销售恢复较快，下半年的乳品销售仍实现了 0.9%的同比增长，且进入一季度后各项乳品业务均实现了正增长，预计 09 年公司乳品业务收入增长 13%左右。

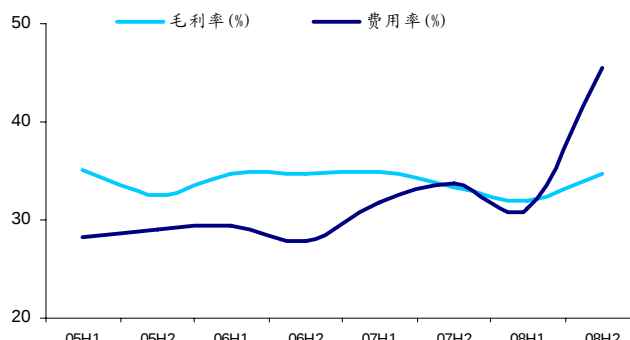
事件促使公司管理费用增长较快。公司全年实现管理费用 4.63 亿元，同比增长 64%，主要是由于要计提存货报废损失，3、4 季度公司管理费用达到了 1.77 和 1.62 亿元，同比大幅增长了 131%和 176%；全年实现销售费用 23.18 亿元，同比下降了 3%左右，其中上半年下降 3%，主要是由于 07 年报表中涵盖“可的”便利店的费用，但 3 季度因应对乳品滞销风险而进行了大量计提，造成 3 季度销售费用增长 14%，但 4 季度却下降了 18%，可能是由于：1) 3 季度已大量计提；2) 出于维护利润的考虑而减少一定投入；3) 因“可的”的费用而致使基数较高；全年财务费用为 1639 万，同比增长 20%，主要是利息支出增长较快所致。

图 1 乳制品业务销售收入及同比增速



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 2 乳制品业务毛利率及公司费用率



资料来源：公司公告，海通证券研究所

4 季度转回资产减值损失 7400 万元。因“三聚氰胺”事件，3 季度公司对库存产品计提了约 1.3 亿元的资产减值损失，但 4 季度又转回了 7400 万元，一方面表明库存商品经检验质量合格后能够顺利进入市场销售，另一方面也证明公司产品质量过硬，从而印证了销售的快速恢复。

盈利预测及投资建议。09 年 2 月，全国液态奶与乳制品产量均同比增长 10.4%和 5.6%，表明“三聚氰胺”的影响已经逐步淡去。我们预计公司一季度乳品业务将实现正增长。同时，此次行业危机使得消费者更加注重产品的安全与质量，这也为光明这样的保鲜奶龙头企业提供了很好的机遇。我们预计公司 09-11 年的 EPS 为 0.11 元、0.21 元和 0.27 元，对应的 PE 为 62.4x、29.7x 和 23.1x。我们认为乳制品消费复苏的态势已经形成，且光明集团将乳制品业务定位于集团的第一主业，将继续大力支持上市公司的发展。我们上调对公司的投资评级至“增持”。

表 1 光明乳业未来三年的盈利预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(万元)	820601	735854	828519	950547	1090879
减：营业成本(万元)	560107	495647	538537	608350	681799
营业税金及附加(万元)	2863	2118	2323	2664	3058
主营业务利润(万元)	257631	238089	287659	339533	406022
减：营业费用（销售费用）(万元)	238939	231810	240271	270906	324536
管理费用(万元)	28130	46254	28998	35170	39272
财务费用(万元)	1371	1639	1200	1000	1000
资产减值损失	6147	7967	1000	1100	1200
加：公允价值变动损益（万元）	0	0	0	0	0
投资收益(万元)	20894	620	700	800	1000
营业利润(万元)	3938	-48768	16890	32157	41013
营业外收入(万元)	27140	19302	2500	2500	2500
减：营业外支出(万元)	3750	2488	2000	2000	2000
利润总额(万元)	27329	-31954	17390	32657	41513
减：所得税(万元)	7243	5199	4347	8164	10378
净利润	20085	-26756	13042	24493	31135
减：少数股东损益(万元)	-1203	1844	2000	2200	2500
归属于母公司净利润(万元)	21288	-28599	11042	22293	28635
摊薄股本(万股)	104189	104189	104189	104189	104189
EPS（元）	0.20	-0.27	0.11	0.21	0.27

资料来源：海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

丁频：农林牧渔&食品行业

重点研究上市公司：登海种业、南宁糖业、通威股份、北大荒、双汇发展、伊利股份、光明乳业、顺鑫农业、好当家、獐子岛。

郭世凯：消费组助理分析师

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。