

增 持 维持

光明乳业（600597）

2009 年 4 月 28 日

公司战略开始转变，突破常温成为重点

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

4 月 28 日，我们参加了光明乳业的年度股东大会，并与公司总经理郭本恒先生就公司目前的经营业绩、经营发展的现状及未来发展规划等进行了深入的交流。

公司经营战略变化，常温奶将成为今年经营发展的重点。今年初公司正式确立了新鲜、常温、奶粉为公司发展的三大战略支柱品类，常温奶就此正式跻身“三驾马车”之列，“突破常温”成为 2009 年光明三大市场目标的重要组成部分。两年前的光明新建了常温事业部，并且把公司原来的“聚焦新鲜，突破百亿”战略变为“聚焦乳业、做强新鲜、突破常温、实现百亿”。郭本恒认为，基于冷链建设的限制和乳品消费增长的方便快捷需求，至少在相当长一段时期内，常温奶依然在中国有着巨大的市场需求空间。公司之前一直以鲜奶业务为主，因而错过了常温奶的黄金发展时期，这也是其拱手让出行业龙头地位的重要原因。郭总上位后，在保持原先鲜奶业务发展的同时，开始重点出击常温奶业务，而采取的主要手段则是产品差异化战略。

目前我国乳制品行业的各类产品中，酸奶产品名目繁多，差异化很高，而常温产品则同质化比较严重。公司打算力推常温奶产品的差异化。如今年新推出的首款常温酸奶“莫斯利安”，一季度实现收入 3500 万，刷新了光明常温新品上市的销售记录，预计二季度收入能够达到 5000 万。公司的长远目标是将“莫斯利安”打造成为像畅优那样年销售额 5 亿的优质产品。同时，新近研发的常温产品“优果粒”也将于 4 月 29 日推出。

一直以来，公司常温奶收入的 70% 左右来自于传统市场华东地区。之前在华东，公司保鲜奶的市场占有率一直保持第一，而常温奶由于受到蒙牛、伊利等的挤压，排名比较靠后。从去年开始，通过公司的大力发展以及营销推动，在华东市场的占有率显著上升，目前在不少地区的排名已经攀至第一。公司介绍，目前常温奶在外地的增长速度高于上海本地，例如在四川地区，07 年的收入为 4000 万，08 年为 8000 万，今年的目标是争取做到 2 亿元。我们认为，公司经营策略的转变适应了我国当前冷链建设不足以及消费地域广阔现状。同时，在常温奶市场超过 300 亿的市场份额下，公司的市场占有率仅有 9%，基数较小且具有很大的发展空间，因此我们预计公司的常温奶业务将会成为今年业绩增长的一个亮点。

目前经营业绩情况。08 年公司常温奶业务实现收入 22.5 亿，保鲜奶 30 亿，奶粉 2.5 亿左右。今年公司的目标是常温奶 30 亿，保鲜奶 35 亿，奶粉 5.5-6 个亿。一季度公司收入同比下降 1.74%，主要是非主营业务收入下降，尤其是工业奶粉。目前工业奶粉的进口价格已下滑到 18000 元/吨左右，而公司的生产成本为 2.5-2.6 万吨左右，因此公司主动压缩了这块业务的规模。除此之外，在乳制品行业整体恢复 80% 的大环境下，一季度公司的保鲜奶和奶粉业务基本持平，而常温奶实现了 20% 的增长。公司之前在外地的企业中，主要是江西、成都和西安三地的子公司亏损较大，如 08 年江西光明亏损 3239 万元，成都光明亏损 1950 万元。今年在出售江西英雄的情况下，对成都和西安两地的子公司进行了改组，在单纯的鲜奶业务的基础上增加了常温奶业务，目前基本实现盈利。

将继续坚持高端战略。公司在上海地区的原奶收购价格是由上海市政府定价，目前的收购均价为 3.65 元/公斤，高于其他地区近 1 元。虽然上海地区的奶源只占公司原奶收购的 10% 左右，但上海周边地区的收购价格也不低，再考虑到本地较高的人工成本，因此公司的成本压力较其他乳企大。成本的劣势决定了公司不能依靠销量来冲击市场，而必须走优质高价的高端策略。例如新品“莫斯利安”，1 杯 2.5 元，显著高于其他酸奶产品。

预计今年毛利率将小幅上升。公司 08 年报中的毛利率 32.64%，一季报中为 37.26%，上升的主要原因是外地工厂的毛利率上升，目前达到 30% 左右。公司的旗下产品中，常温奶的毛利率为 26%-30%，保鲜奶为 40% 以上。在外地公司业绩改善的情况下，预计今年的毛利率将会有所上升，但考虑到常温奶的业务占比上升会拉低综合毛利率。因此我们判断毛利率上升幅度并不大。

营销费用将依旧刚性。公司三项费用中，财务费用一直表现平稳，管理费用因去年确认报废存货而大幅增长，但公司今年将压缩管理费用，年初制定的预算就比去年减少了 10%。而对于金额占比最大的营销费用，公司表示今年的主要任务是拓展市场份额，大力发展常温奶，尤其是在常温奶产品要走差异化路线的情况下，此项费用下降的空间并不大。

奶酪依旧等待美好的未来。目前中国奶酪市场的总体份额约为 10 个亿左右，公司占据了半壁江山。但我国消费者还没有直接食用奶酪的习惯，公司的产品大部分是卖给麦当劳等企业作为其他食品的辅料。目前韩国、日本等国家中，奶酪的用奶量已经占到了当地乳制品总用奶量的 20% 的份额，因此公司认为，虽然该项业务目前发展缓慢，但代表了未来乳制品行业发展的方向，因此公司将继续经营以等待未来市场的成熟。

国家奶粉收储意义不大。公司介绍，国家即将推出的奶粉收储政策主要针对工业奶粉。在当前进口奶粉大幅下滑的冲击下，再加上之前“三聚氰胺”的余毒影响，不少企业的奶粉库存积压严重。但国家的奶粉收储并不是指收购，而是以库存的奶粉作为抵押换取流动贷款，国家只是在贷款利息上给予一定的贴息，因此如果将来市场销售不出现回暖，过了保质期的奶粉将依旧面临很大损失。而对于近期市场谣传的增值税减免，公司表示目前虽有市场传闻，但还没有得到政府的正式确认。

上实股权转让给光明集团的可能性较大。为了专营主业，上实控股的领导之前表示将于年内将光明的股权转让。此次会议上，光明的管理层虽没有明确提及此事，但我们认为最大的可能是将股权转让给另一大股东上海牛奶集团，使其控制人——上海光明集团能够完全控股公司，从而将公司打造成上海乳品业务的平台，并在未来有可能将光明集团旗下的牧场等业务也注入上市公司。

盈利预测与投资建议。我们看好公司“突破常温”的发展战略，尤其是在前期基数较小的情况下，预计能够实现不错的增长。公司的短期目标是今年销售收入突破 80 亿，明年 100 亿，且一季度业绩已经实现了扭亏为盈。我们维持公司 09-11 年每股收益 0.11、0.21 和 0.27 元的盈利预测，维持“增持”评级。

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。

免责条款

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。