

朱卫华 86-755-82943101
 zhuweihua@cmschina.com.cn
 董广阳、黄琨 86-755-82943140
 donggy@cmschina.com.cn

光明乳业(600597.SH)/10.10元

股权激励方案点评

2010年1月21日

日用消费·食品饮料

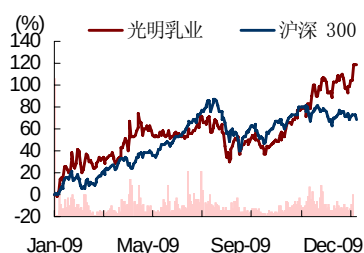
中性-B(维持)

基础数据

上证综指	3152
总股本(万股)	104189
已上市流通股(万股)	51727
总市值(亿元)	105
流通市值(亿元)	52
每股净资产(MRQ)	2.0
ROE(TTM)	-1.9
资产负债率	51.2%
主要股东	上海牛奶(集团)公司
主要股东持股比例	35.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	13	28	114
相对表现	13	33	47



相关报告

- 1、《食品饮料业 2010 年 1 月月报-把握春节行情》2010/1/7
- 2、《食品饮料业-关注世博会主题投资机会》2010/1/5
- 3、《食品饮料业 2010 年度投资策略-消费泡沫化》2009/12/9
- 4、《光明乳业(600597)-壮士断臂,弃子江西》2009/3/9
- 5、《中国乳业-“三鹿事件”震后分析》2008/10/14

光明乳业昨日发布股权激励草案,计划向 104 位中高层以上管理者定向授予 869 万限制性股票,购买价格为 4.7 元。我们认为方案合理,但股价仍不具备吸引力。

- **上海市国资改革新政孕育新气象。**2010 年上海国资国企工作会议于 1 月 12 日召开,上海国资委拟在今年推出一系列国资政策改革和制度安排,其中两个重点改革,一是试行股权激励,将选择 2-3 家主业明确、法人治理结构良好、经营稳健的国有控股上市公司,试行企业负责人的股权激励改革。二是经营层任免权放至董事会。全面落实经营层负责制、将企业经营层负责人的任免权放至董事会,而不再走行政审批程序。今年一季度,政府将首期选择包括上汽集团、上海电气、光明集团等在内的 6 家企业作为改革试点。
- **本次股权激励方案较为合理。**公司采用限制性股票的激励方式,激励对象覆盖面较为广泛,激励数量适中,具有稳定团队和激励团队的效果。方案在授予条件、解锁条件上设置了相对目前而言可望达到但也并不宽松的业绩限制。从预期股票收益看,激励对象如只达到业绩条件下限,收益按照 2013 年 158 亿元收入,PS=1 测算,公司股价在 15 元附近,较成本 4.7 元涨幅为 3.2 倍,4 年收益率约 220%,如能将业绩做得更佳,则有望获得更高预期收益率。
- **股权激励成本摊销提高业绩要求。**单位限制性股票的成本为 5.3 元,根据授予的限制性股票数量和单位限制性股票成本,公司需要摊销的股权激励成本约为 4698 万元,自 2010 年起分四年摊销,且作为经常性损益。该项要求对激励团队的经营业绩提出更高要求。
- **略微上调 2009-2011 年盈利预测,股价仍不具备吸引力。**根据方案,09 年授权条件达成,公司股本增加至 10.52 亿股,我们略微调整 09-11 年盈利预测至 0.16 元,0.20 元,0.23 元。公司目前市值达 100 亿元,按照方案中 09 年盈利,动态 PE 将近 100 倍,即使以 2013 年预期业绩算动态 PE 仍在 33 倍,估值较伊利明显偏高。郭本恒接手后在光明乳业经营上做了很多革新动作,然机动性上不如北方基地型乳企蒙牛、伊利,竞争力很难重占上风。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	8206	7359	8082	9906	11936
同比增长	10%	-10%	10%	23%	20%
营业利润(百万元)	39	-487.7	172.9	225	273.4
同比增长	-82%	-1338%	-135%	30%	22%
净利润(百万元)	213	-286	165	214	246
同比增长	33%	-234%	-158%	30%	15%
每股收益(元)	0.20	-0.27	0.16	0.20	0.23
PE	49.4	-36.8	64.3	49.5	43.1
PB	4.4	5.3	4.8	4.4	4.1

资料来源:招商证券

光明乳业股权激励方案六要素

股：股票来源为公司向激励对象定向发行的普通股。

人：本限制性股票激励计划的激励对象为 104 人（不含预留），包括：公司高级管理人员，公司中层管理人员及子公司高管，经公司董事会认定的对公司经营业绩和未来发展有直接影响的核心营销、技术和管理骨干。

价：本限制性股票激励计划的授予价格为 10.10 元/股，购买价格为 4.70 元/股。

量：本限制性股票激励计划拟授予的股票数量不超过 869.53 万股，即公司总股本的 0.84%，其中预留 60 万股。

时：本限制性股票激励计划的有效期为 5 年，包括禁售期 2 年和解锁期 3 年。解锁期内，若达到本计划规定的限制性股票的解锁条件，激励对象在三个解锁日依次可申请解锁股票上限为该期计划获授股票数量的 40%、30%与 30%，实际可解锁数量应与激励对象上一年度绩效评价结果挂钩。

条件：本限制性股票激励计划授予限制性股票的业绩条件为：（1）2009 年度营业总收入不低于 79 亿元，归属于母公司的净利润不低于 1.2 亿元；（2）2009 年度加权平均净资产收益率不低于 4.3%；（3）2009 年度扣除非经常性损益的净利润占净利润的比重不低于 75%。

表1：光明乳业限制性股票解锁的业绩条件

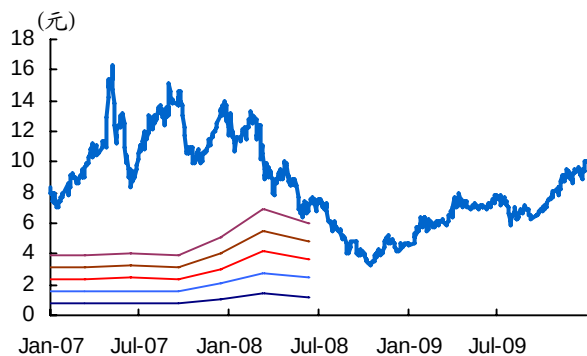
	2009	2010	2011	2012	2013
解锁时间及数量	禁售期	解锁 40%	解锁 30%	解锁 30%	
收入（亿元）	79	94.8	113.76	136.51	158.42
增速		20.0%	20.0%	20.0%	16.1%
净利润（亿元）	1.2	1.9	2.28	2.73	3.17
增速		58.3%	20.0%	19.7%	16.1%
ROE(%)	4.3	8	8	8	8
经营性收益比例(%)	75	85	85	85	85
激励成本摊销（万元）		1762	1762	822	352

资料来源：股权激励草案 注：担任公司高级管理职务的激励对象获授限制性股票总量的 20%（及就该等股票分配的股票股利），应锁定至任职（或任期）期满后，根据其担任高级管理职务的任期考核或经济责任审计结果确定是否解锁。公司高级管理人员在其任职期间每年转让股份不得超过其所持有本公司股份总数的 25%；在离职后六个月内，不得转让其所有的本公司股份。

表 2: 光明乳业单季度及年度利润表

单位: 百万元	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	08Q1-3	09Q1-3
一、营业总收入	1874	1973	2051	1460	1842	2010	2231	5898	6082
二、营业总成本	1894	1962	2382	1617	1818	1944	2158	6237	5920
其中: 营业成本	1334	1298	1352	974	1156	1240	1409	3983	3804
营业税金及附加	3	6	7	5	6	8	7	16	21
营业费用	492	576	705	545	587	622	675	1773	1884
管理费用	59	65	177	162	65	63	63	301	190
财务费用	5	6	0	5	3	6	6	11	16
资产减值损失	1	11	141	-74	2	6	-2	154	5
三、其他经营收益	2	0	1	5	0	-4	1	3	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	0	1	5	0	-4	1	3	-3
四、营业利润	-18	12	-330	-152	24	63	73	-336	159
加: 营业外收入	171	8	3	11	11	4	31	182	46
减: 营业外支出	3	4	3	15	10	5	6	9	21
五、利润总额	150	16	-329	-156	25	61	97	-163	184
减: 所得税	34	-11	-55	-20	19	25	31	-32	75
六、净利润	116	27	-274	-136	6	36	67	-131	108
减: 少数股东损益	1	1	-3	19	-3	-1	-4	-1	-7
七、归属母公司所有者净利润	116	25	-271	-156	9	37	71	-130	116
EPS	0.11	0.02	-0.26	-0.15	0.01	0.04	0.07	-0.13	0.11
主要比率									
毛利率	29%	34%	34%	33%	37%	38%	37%	32%	37%
营业费用率	26%	29%	34%	37%	32%	31%	30%	30%	31%
营业费用率	3%	3%	9%	11%	4%	3%	3%	5%	3%
营业利润率	-1%	1%	-16%	-10%	1%	3%	3%	-6%	3%
实际税率	22%	-66%	17%	13%	76%	41%	32%	20%	41%
净利率	6%	1%	-13%	-11%	0%	2%	3%	-2%	2%
YoY									
收入增长率	0%	-5%	-11%	-25%	-2%	2%	9%	-6%	3%
营业利润增长率	-130%	-147%	-751%	228%	-	-	-	-	-
净利润增长率	176%	-58%	-794%	-316%	-	-	-	-	-

资料来源: 公司公告、招商证券研究

图 1: 光明乳业历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 光明乳业历史 PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《食品饮料业 2010 年 1 月月报-把握春节行情》 2010/1/7
- 2、《食品饮料业-关注世博会主题投资机会》 2010/1/5
- 3、《食品饮料业 2010 年度投资策略－消费泡沫化》 2009/12/9
- 4、《光明乳业（600597）－壮士断臂，弃子江西》 2009/3/9
- 5、《中国乳业-“三鹿事件”震后分析》 2008/10/14

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2147	1985	2187	2755	3233
现金	831	701	1097	1402	1603
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	2	3	3	4	5
应收款项	569	537	460	563	679
其它应收款	65	43	47	58	70
存货	556	607	485	609	734
其他	124	94	94	119	143
非流动资产	2015	2053	1844	1660	1536
长期股权投资	8	16	16	16	16
固定资产	1557	1553	1485	1407	1338
无形资产	120	119	113	107	102
其他	330	366	230	130	80
资产总计	4161	4038	4031	4415	4769
流动负债	1508	1803	1660	1890	2085
短期借款	183	247	180	180	180
应付账款	568	696	710	892	1075
预收账款	216	229	234	294	354
其他	542	631	536	524	476
长期负债	187	155	95	47	47
长期借款	162	108	48	0	0
其他	25	47	47	47	47
负债合计	1695	1958	1755	1937	2132
股本	1042	1042	1051	1051	1051
资本公积金	427	427	459	459	459
留存收益	917	516	681	895	1068
少数股东权益	81	95	85	73	59
母公司所有者权益	2385	1985	2190	2405	2577
负债及权益合计	4161	4038	4031	4415	4769

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	309	166	419	460	416
净利润		(286)	165	214	246
折旧摊销		0	193	183	173
财务费用		0	5	(2)	(4)
投资收益		0	0	0	0
营运资金变动		0	132	(49)	(64)
其它		452	(75)	113	64
投资活动现金流	(27)	(202)	59	(97)	(97)
资本支出		0	(97)	(97)	(97)
其他投资		(202)	157	0	0
筹资活动现金流	(98)	(95)	(82)	(58)	(118)
借款变动		0	(118)	(60)	(48)
普通股增加		0	9	0	0
资本公积增加		0	32	0	0
股利分配		0	0	0	(74)
其他		(95)	(5)	2	4
现金净增加额	184	(131)	397	304	201

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	8206	7359	8082	9906	11936
营业成本	5601	4956	5061	6355	7658
营业税金及附加	29	21	23	29	34
营业费用	2389	2318	2546	2972	3581
管理费用	281	463	275	327	394
财务费用	14	16	5	(2)	(4)
资产减值损失	61	80	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	209	8	0	0	0
营业利润	39	(488)	173	225	273
营业外收入	271	193	0	0	0
营业外支出	37	25	0	0	0
利润总额	273	(320)	173	225	273
所得税	72	(52)	17	22	41
净利润	201	(268)	156	202	232
少数股东损益	(12)	18	(9)	(12)	(14)
母公司所有者净利润	213	(286)	165	214	246
EPS (元)	0.20	(0.27)	0.16	0.20	0.23

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	10%	-10%	10%	23%	20%
营业利润	-82%	-1338%	-135%	30%	22%
净利润	33%	-234%	-158%	30%	15%
获利能力					
毛利率	31.7%	32.6%	37.4%	35.8%	35.8%
净利率	2.6%	-3.9%	2.0%	2.2%	2.1%
ROE	8.9%	-14.4%	7.5%	8.9%	9.6%
ROIC	1.4%	-15.9%	6.2%	7.4%	8.1%
偿债能力					
资产负债率	40.7%	48.5%	43.5%	43.9%	44.7%
净负债比率	8.6%	10.1%	7.1%	5.2%	3.8%
流动比率	1.4	1.1	1.3	1.5	1.6
速动比率	1.1	0.8	1.0	1.1	1.2
营运能力					
资产周转率	2.0	1.8	2.0	2.2	2.5
存货周转率	10.8	8.5	9.3	11.6	11.4
应收帐款周转率	15.0	13.3	16.2	19.4	19.2
应付帐款周转率	8.8	7.8	7.2	7.9	7.8
每股资料(元)					
每股收益	0.20	-0.27	0.16	0.20	0.23
每股经营现金	0.30	0.16	0.40	0.44	0.40
每股净资产	2.29	1.90	2.09	2.29	2.45
每股股利	0.14	0.00	0.00	0.00	0.07
估值比率					
PE	49.4	-36.8	64.3	49.5	43.1
PB	4.4	5.3	4.8	4.4	4.1
EV/EBITDA	6.5	-8.3	5.6	5.1	4.7

分析师简介

朱卫华：清华大学经济学学士，中国科学技术大学管理学硕士，拥有证券从业资格、注册国际投资分析师 CIIA 资格，9 年证券从业经验。现为招商证券研发中心研究董事、消费品研究小组组长，连续获得《新财富》最佳分析师食品饮料行业 2005、2006、2007 年度第一名、2008、2009 年度第二名，农林牧渔行业 2005 年度第三名。

黄珺：MBA，拥有证券从业资格，5 年证券从业经验，现于招商证券从事农林牧渔、食品饮料行业研究。

董广阳：食品科学与工程专业学士，上海财经大学经济学硕士，2 年证券从业经验，现于招商证券从事食品饮料、农林牧渔行业研究。

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，本报告清晰、准确地反映了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、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。