

立足区位优势向大华东地区扩张

——光明乳业(600597)调研报告

要点:

- **公司介绍:** 公司已经形成大品牌光明和二线品牌比较完备的体系,涵盖从大众到高端。组织结构上新鲜产品划分四个大区,UHT奶成立专门的事业部负责全国业务的推广。公司历史上定位于城市型乳企,公司07年确定聚焦新鲜、突破常温的发展策略,近几年UHT奶带动公司收入增速提升。
- **主营业务分析:** 液态奶中的巴士奶和酸奶在华东地区占据优势地位,UHT奶是07年开始大力发展的产品,带动整体收入增速提升,未来的规模和占比将继续提高。奶粉占比较小,发展薄弱,销售主要在上海周边地区。华东地区经营最好,实现了总收入的70%和净利润的297%。
- **UHT奶将带动未来收入增长:** 鲜奶和酸奶的扩张依赖于冷链建设,资金需求量大,UHT奶较容易实现地区突破,将是收入增长较快的业务;鲜奶和酸奶在华东地区已实现较高的市场占有率,未来增速较缓慢。公司未来收入的增长主要依靠UHT奶。
- **以大华东地区为销售重点,进行扩张和辐射:** 目前重点在大华东地区,即在上海江浙之外,加入福建、山东、江西、安徽,进行扩张和辐射。以前有较多的央视广告,现在比较有针对性,以华东地区为主。
- **优势地区和产品具备提价能力应对成本压力:** 公司在优势地区和优势产品上有提价能力,鲜奶提价能力较高,华东地区提价能力较高。目前成本的压力对于所有的乳制品企业都存在,通胀预期下其他原材料也会涨。公司可以借助行业性的提价,以及优势区域和优势产品上的涨价来转移部分成本压力。
- **股权激励是公司未来增长的主要驱动力:** 光明乳业2009年的收入增速为7.94%,该激励计划设定的20%的收入增速高于行业增速,也高于公司过去低于10%的收入增速,将成为公司未来几年增长的主要驱动因素。
- **盈利预测和投资评级:** 预计公司10年和11年分别实现EPS0.19和0.23元,对应PE分别为43.6倍和35倍,给予中性的投资评级。

分析师

王萍

☎(86-755) 83515609 ✉wangp@cgws.com

执业证书编号: S1070209040318

郭怡娴:

☎(0755) 83515613 ✉guoyx@cgws.com

执业证书编号: S1070109051382

投资评级: 中性(首次)

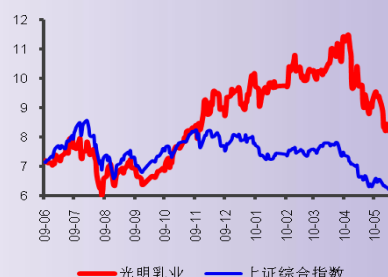
市场数据: 当前股价 8.16

总市值(亿元)	85.03
流通市值(亿元)	42.21
总股本(万股)	104189
流通股本(万股)	51727
12个月最高/最低	5.96/12.92

公司盈利预测(万元)

	2009E	2010E	2011E
营业收入	496055	610512	738720
(+/-%)	7.9%	22.0%	21.0%
净利润	12247	19515	24269
(+/-%)	-142.8%	59.3%	24.4%
摊薄每股收益	0.118	0.187	0.233
PE	69.4	43.6	35.0

股价表现图



独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。



1、公司介绍

1.1、品牌体系完善，涵盖大众到高端

公司已经形成大品牌光明和二线品牌比较完备的体系，涵盖从大众到高端。

新鲜奶有光明、优倍、质优三个品牌。优倍和致优两个新品，目前只在上海有售，优倍是自有牧场概念、奶源恒定，致优不仅奶源恒定，采取陶瓷膜过滤的工艺。另外上海地区还有三等低端奶。

酸奶有 AB100 和畅优系列；UHT 奶有光明和优加，以及儿童牛奶；奶粉有光明和优幼。

1.2、根据产品和地区划分事业部

目前有华东事业部、华南事业部、华中事业部、华北事业部从事新鲜产品，包括鲜奶和酸奶的生产和销售。华东事业部做的最好，是目前主要的盈利来源，

常温事业部负责 UHT 奶，不分地区，有四个分厂，黑龙江、成都、北京和德州。

相关事业部包括工业原料（奶粉）、奶牛事业部、创作事业部（创业投资概念，负责奶酪和果汁）和物流事业部。

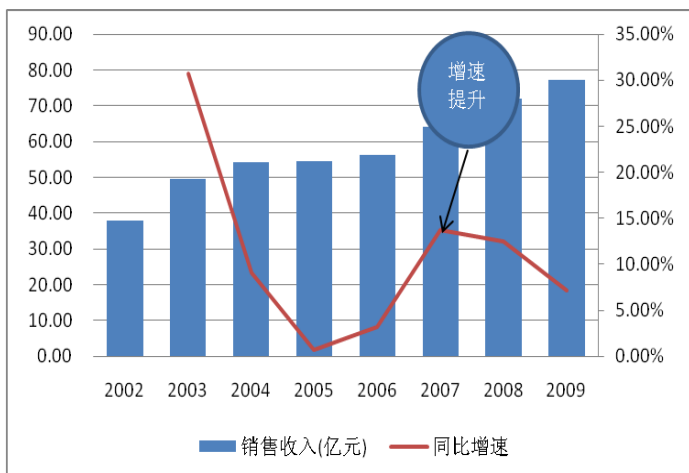
1.3、未来发展定位－聚焦新鲜、突破常温

公司历史上定位于城市型乳企，在上海及华东地区以新鲜奶为主，在上海及华东地区的鲜奶和酸奶市场占据优势地位。我国奶源分部极不均衡，UHT奶常温运输，因为运输半径不受限制扩张速度快，符合我国乳制品行业的现状。公司 07 年确定聚焦新鲜、突破常温的发展策略，近几年UHT奶带动公司收入增速提升。

2、主营业务分析

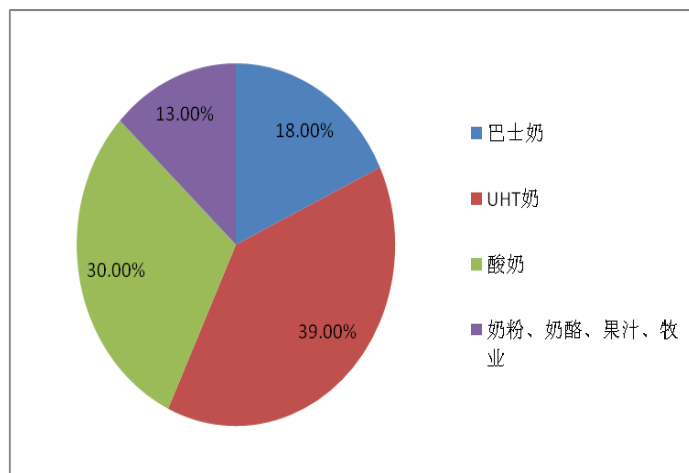
2.1、新鲜产品占据优势地位， UHT 奶占比逐渐提高

图 1、光明乳业销售收入及同比增速情况



数据来源：公司年报 长城证券研究所

图 2、2009 年光明乳业主营业务构成情况



数据来源：公司年报 长城证券研究所

09 年 77.18 亿元收入中，巴士奶占到 18%，酸奶 30%，UHT39%，其他包括奶粉、奶酪、牧业、果汁等，占比在 13%。

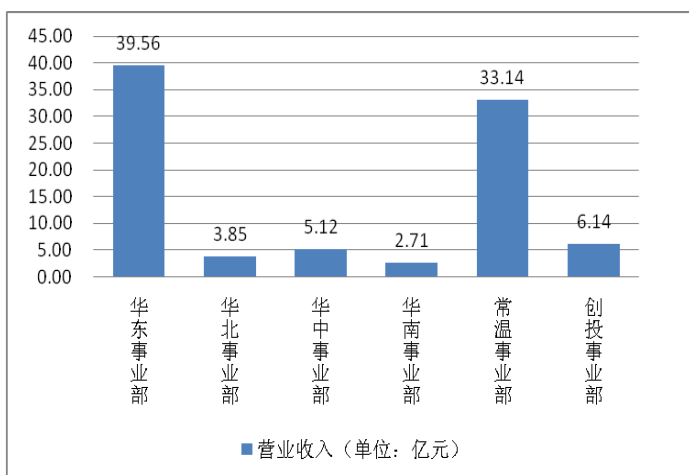
液态奶产品结构较好，巴士奶和酸奶占比较高，这部分产品毛利率高，符合城市型乳企的发展方向和消费升级的大方向。

UHT 奶是 07 年开始大力发展的产品，带动整体收入增速提升。09 年 39% 的销售占比，未来的规模和占比将继续提高。

奶粉占比较小，发展薄弱，因品牌和档次较弱，销售主要在上海周边地区。

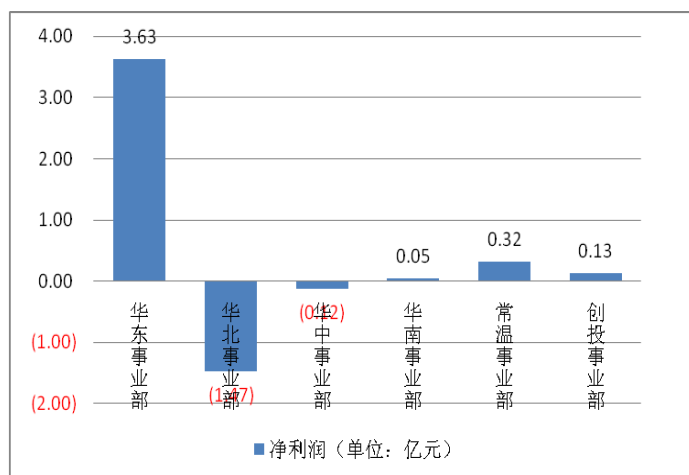
2.2、华东地区是主要的收入和利润来源

图 3、2009 年光明乳业各事业部销售收入情况



数据来源：公司年报 长城证券研究所

图 4、2009 年光明乳业各事业部净利润情况



数据来源：公司年报 长城证券研究所

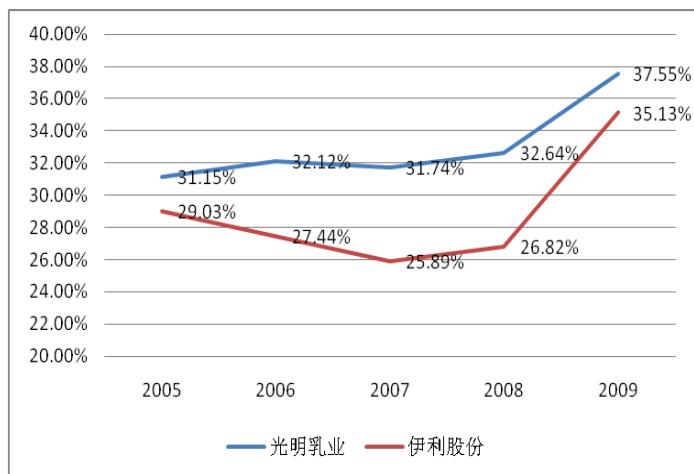
公司主要的收入来自于华东事业部和常温事业部，剔除分部间交易，分别贡献了 09 年收入的 48.41%和 29.33%，而常温奶有 70%收入是在华东地



区销售，因此华东地区总的实现了总收入的 70%；主要的利润来源是华东事业部，贡献了净利润的 297%。

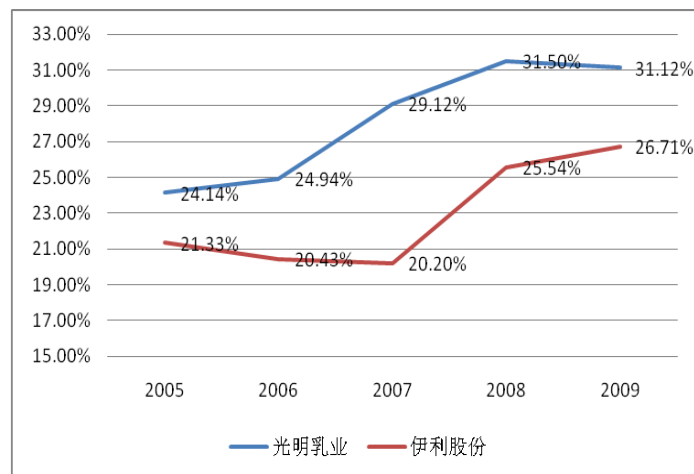
2.3. 以直销为主公司毛利率和销售费用率高于行业

图 5、伊利股份和光明乳业毛利率对比



数据来源：公司年报 长城证券研究所

图 6、伊利股份和光明乳业销售费用率对比



数据来源：公司年报 长城证券研究所

光明乳业目前是三种销售渠道：上海华东送奶上门渠道；UHT 奶自身销售渠道不能够达到的地方，借助经销商渠道；鲜奶和酸奶依靠公司的冷链系统进行直销。

由于光明乳业的巴士奶和酸奶的占比较高，而这部分产品的毛利率高，所以公司的综合毛利率较高，而这部分产品对于保质期和运输的要求较高，公司全部采取直销的模式。总体来说，公司更多依赖自己而不是经销商，所以毛利率和销售费用率均高于同行业公司伊利股份。

目前公司的 UHT 业务在自身销售渠道不能够覆盖的地方，借助于经销商的力量。随着 UHT 奶的扩张和经销商渠道占比的提高，销售费用率理应有下降的空间。UHT 奶过去在华东地区的二三线城市和发达农村获得了快速增长，但未来的增速更多来自于渠道做深做细，但是这意味着成本的提升，公司的销售费用率难以下降。

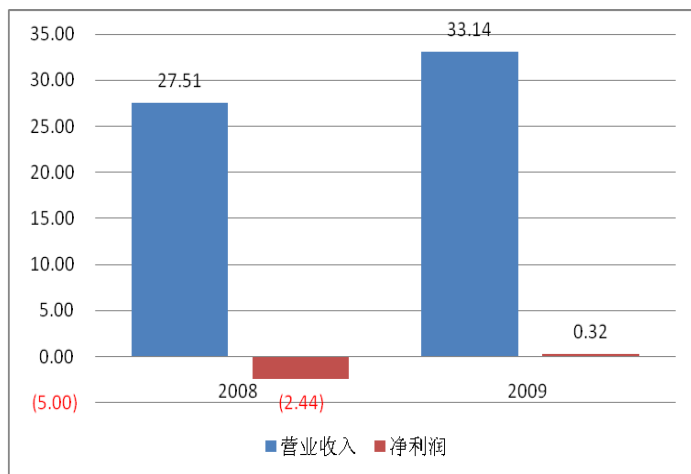
3、未来成长性分析

3.1、UHT 奶将带动未来收入增长

公司 07 年定位于“聚焦新鲜，突破常温”，开始发展 UHT 奶。UHT 奶产品保质期长，不需要冷链运输，如果销售渠道搭建好了，增速较快。以前

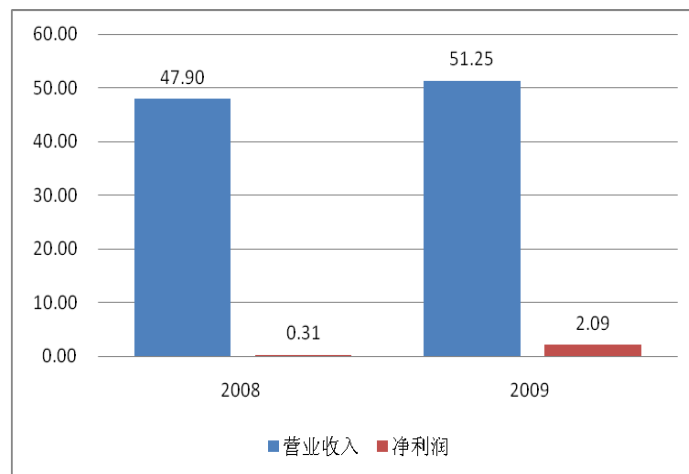
重视不足，成为公司短板，07 年做为突破提出，经营结果增速较快，09 年增长 25%。

图 7、UHT 奶收入增长和盈利改善情况（单位：亿元）



数据来源：公司年报 长城证券研究所

图 8、新鲜业务收入增长和盈利改善情况（单位：亿元）



数据来源：公司年报 长城证券研究所

鲜奶因为需要当地生产当地消费，须冷链运输，保质期一般为 7 天，500 公里的运输半径，适合大中型城市消费，拓展需要较大的资金投入而速度较慢。光明乳业占据上海鲜奶市场 80% 的市场份额，09 年稍微有增长。

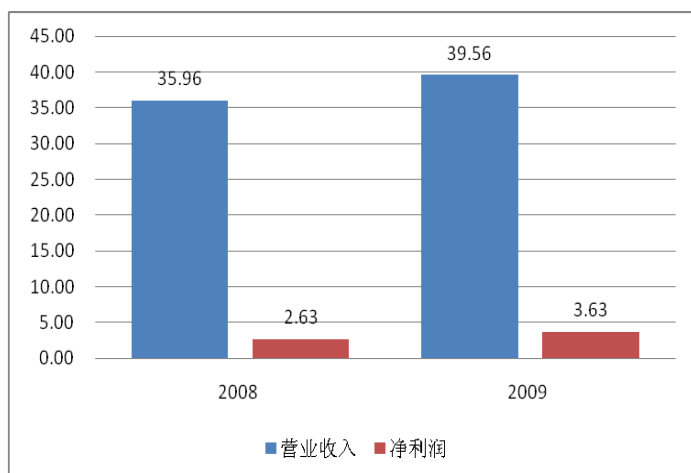
酸奶受三聚氰胺事件影响，增速下降。09 年增长 5%，10 年增长或有提高，还是未来的发展重点。

总体而言，鲜奶和酸奶的扩张依赖于冷链建设，资金需求量大，UHT 奶较容易实现地区突破，将是收入增长较快的业务；鲜奶和酸奶在华东地区已实现较高的市场占有率，未来增速较缓慢。公司未来收入的增长主要依靠 UHT 奶。

奶粉是非常薄弱的的一个方面，有空缺需要去发展，公司或许以后在这方面有大的动作，09 年占比 5-6%，10 年是翻番的预算，但是基数小。主要在上海周边销售，上海市场主要被洋奶粉占领。

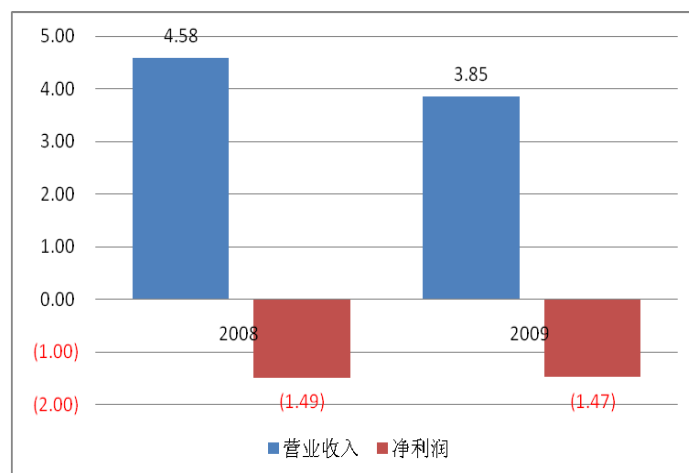
3.2、以华东地区为销售重点，进行扩张和辐射

图 9、华东地区收入和净利率情况（单位：亿元）



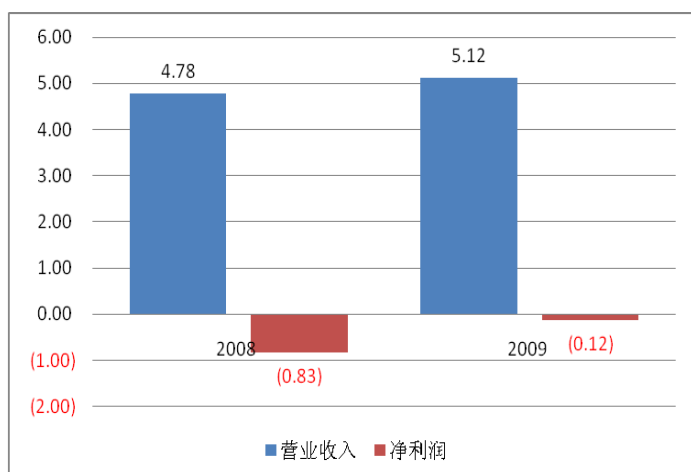
数据来源：公司年报 长城证券研究所

图 10、华北地区收入和净利率情况（单位：亿元）



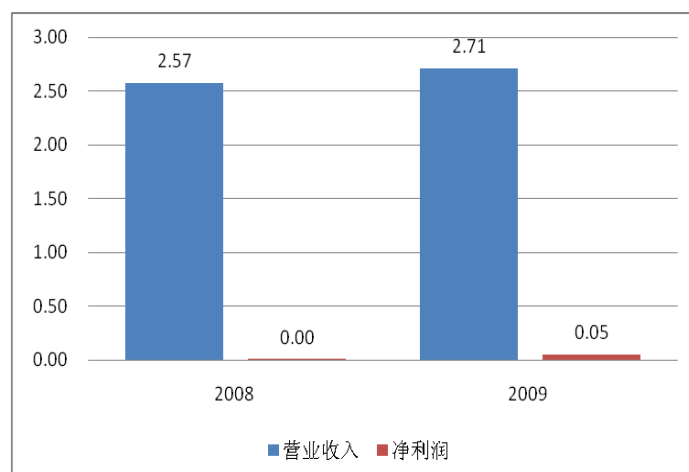
数据来源：公司年报 长城证券研究所

图 11、华中地区收入和净利率情况（单位：亿元）



数据来源：公司年报 长城证券研究所

图 12、华南地区收入和净利率情况（单位：亿元）



数据来源：公司年报 长城证券研究所

从新鲜产品四个事业部的经营情况来看，优势区域华东地区经营最好，09 年取得 10% 的收入增速和 38.29% 的利润增速；潜在的销售区域中华中的量最大，华南和华北都不大。华北地区竞争激励，09 年收入下降 16%；华中地区实现 7.08% 的收入增速，华南实现 5.38% 的收入增速。

目前重点在大华东地区，即在上海江浙之外，加入福建、山东、江西、安徽，进行扩张和辐射。以前有较多的央视广告，现在比较有针对性，以华东地区为主。

4. 优势地区和产品具备提价能力应对成本压力

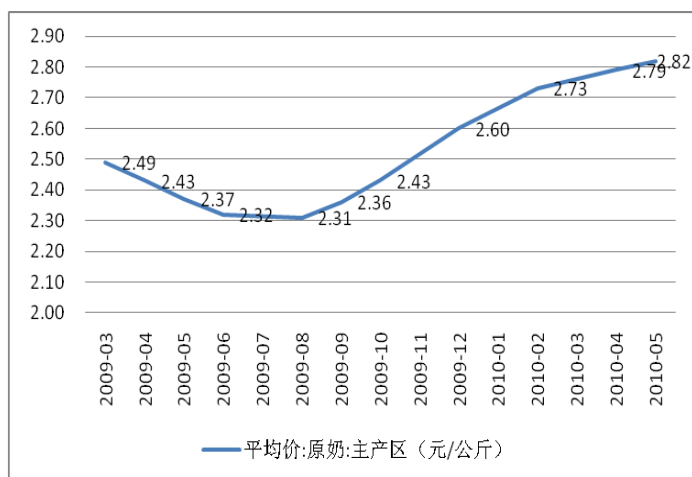
原料奶一直在波动，上一次高点在 08 年一月份，受三聚氰胺事件影响下跌，09 年上半年最低，下半年开始上涨，现在来看涨了很多，往后看成本压力会一直存在。



全国原奶价格呈梯度，往南走比较高。上海地区原奶质量好，价格较高，有政府指导价格，目前是 3.38 元，实际收购价格在指导价格上下浮动，这个价格远高于全国原奶平均收购价格。

09 年下半年以来原奶价格上涨幅度在 20%以上，而全国的鲜奶平均零售价格基本没有上涨。公司在优势地区和优势产品上有提价能力，鲜奶提价能力较高，华东地区提价能力较高。乳品行业在 08 年的成本压力下进行了行业性的提价，目前成本的压力对于所有的乳制品企业都存在，通胀预期下其他原材料也会涨。公司可以借助行业性的提价，以及优势区域和优势产品上的涨价来转移部分成本压力。

图 3、主要原奶产区原奶平均价格（元/公斤）



数据来源：公司年报 长城证券研究所

图 4、2008 年以来鲜奶平均零售价格（元/公斤）



数据来源：公司年报 长城证券研究所

5. 股权激励是公司未来增长的主要驱动力

光明乳业是大光明集团下面首家实施股权激励的企业，因为蒙牛和伊利都做了，而光明乳业这几年的增速的确是比较慢，需要最迫切。

公司制定了向公司高级管理人员、公司中层管理人员及子公司高管总数约为104人，实施总数为840.81万股的限制性股票激励计划。

表 1：激励对象获授限制性股票数量

姓名	职务	人数	获授限制性股票数量（万股）	占限制性股票总量比例	占公司股本比例
郭本恒	总经理	1	27.19	3.23%	0.03%
梁永平	副总经理	1	22.1	2.63%	0.02%
朱建毅	董事会秘书	1	16.22	1.93%	0.02%
董宗泊	财务总监	1	14.03	1.67%	0.01%



其他	中层管理人员, 营销、技术及管理骨干	100	701.27	83.40%	0.67%
预留		104	60	7.14%	0.06%
合计			840.81	100.00%	0.81%

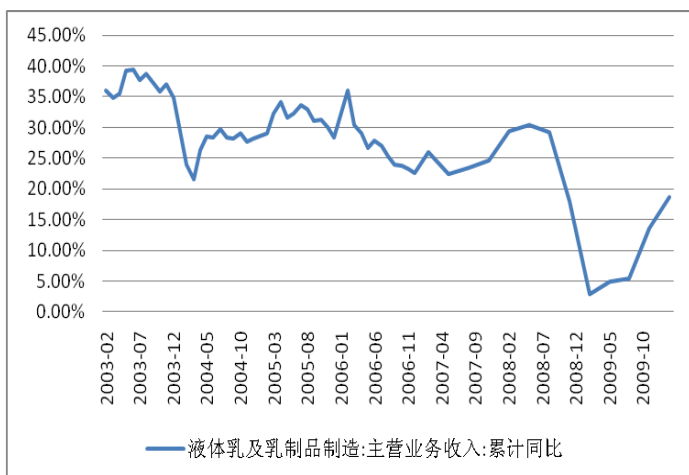
数据来源: 公司公告 长城证券研究所

表 2: 限制性股票激励计划条款

授予条件		第一个解锁期		第二个解锁期		第三个解锁期	
		2012 (40%, 336 万股)		2013 (30%, 252 万股)		2014 (30%, 252 万股)	
单位: 亿元	2009	2010	2011	2012	2013		
营业收入	79	94.8	113.76	136.51	158.42		
净利润	1.2	1.9	2.28	2.73	3.17		
净资产收益率	4.30%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%		
扣除非经常性损益的净利润占净利润的比重	75.00%	85.00%	85.00%	85.00%	85.00%		

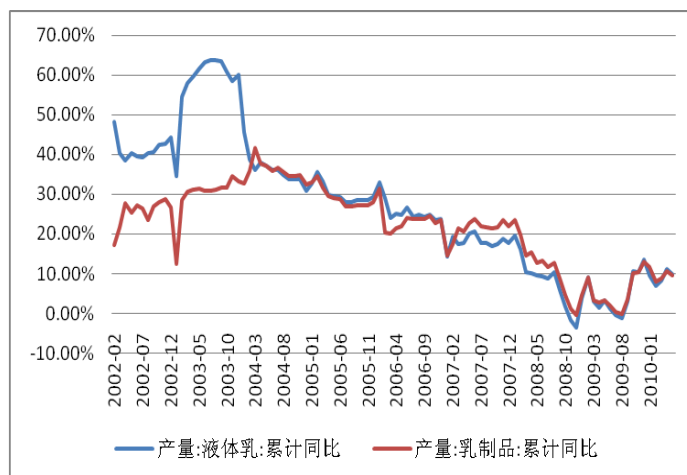
数据来源: 公司公告 长城证券研究所

图 3、液体乳及乳制品制造主营业务收入累计同比增长情况



数据来源: 公司年报 长城证券研究所

图 4、液体乳和乳制品产量累计同比增长情况



数据来源: 公司年报 长城证券研究所

从限制性股票激励计划的解锁条件看, 其隐含的销售收入年复合增长率 20%, 剔除非经常性损益的销售净利率达到 2%, 净资产收益率达到 8%。

2007 年液体乳和乳制品的累计产量增速在 20% 左右, 08 年 9 月的三聚氰胺事件使得产量出现负增长, 2009 年逐渐恢复, 全年增长 13.49% 和 12.88%。截至 2010 年 5 月液体乳和乳制品的累计产量增速分别为 9.83% 和 9.53%, 预计全年液体乳和乳制品产量增速将维持在 10%。从 2007 年开始液体乳及乳制

品的主营业务收入增速超过产量增速，2009年收入增速为13.57%，而产量增速为10%，2010年截至2月份，收入增速为18.63%，远超产量8%不到的增速水平。

光明乳业 2009 年的收入增速为 7.94%，该激励计划设定的 20% 的收入增速高于行业增速，也高于公司过去低于 10% 的收入增速，将成为公司未来几年增长的主要驱动因素。

6. 盈利预测和投资评级

表 3：销售预测表

单位：万元	2009	2010	2011
营业收入	794317.0	969066.7	1172570.7
yoy		22.00%	21.00%
毛利率	37.55%	37.00%	37.00%
销售费用率	31.12%	31.00%	31.00%
管理费用率	3.46%	3.30%	3.20%

数据来源：长城证券研究所

预计公司10年和11年分别实现EPS0.19和0.23元，对应PE分别为43.6倍和35倍，给予中性的投资评级。

3. 业绩预测

利润表 (万元)	2009A	2010E	2011E	主要财务指标	2009A	2010E	2011E
营业收入	794317	969067	1172571	成长性			
营业成本	496055	610512	738720	营业收入增长	7.9%	22.0%	21.0%
销售费用	247203	300411	363497	营业成本增长	0.1%	23.1%	21.0%
管理费用	27462	31979	37522	营业利润增长	-131.2%	48.6%	28.7%
财务费用	1843	332	121	利润总额增长	-159.4%	40.1%	24.4%
投资净收益	252	0	0	净利润增长	-142.8%	59.3%	24.4%
营业利润	15202	22594	29072	盈利能力			
营业外收支	3780	4000	4000	毛利率	37.5%	37.0%	37.0%
利润总额	18982	26594	33072	销售净利率	1.5%	2.0%	2.1%
所得税	6137	6117	7607	ROE	5.6%	8.1%	9.1%
少数股东损益	599	962	1197	ROIC	8.6%	12.2%	16.5%
净利润	12247	19515	24269	营运效率			
资产负债表 (万元)				销售费用/营业收入	31.1%	31.0%	31.0%
流动资产	215733	272121	341581	管理费用/营业收入	3.5%	3.3%	3.2%
货币资金	92925	120049	157575	财务费用/营业收入	0.2%	0.0%	0.0%
应收帐款	55285	67835	82080	投资收益/营业利润	1.7%	0.0%	0.0%
应收票据	276	336	407	所得税/利润总额	32.3%	23.0%	23.0%
存货	51886	64104	77566	应收帐款周转率	14.58	15.74	15.64
非流动资产	196566	198509	197053	存货周转率	8.81	10.53	10.43
固定资产	153262	155475	154251	流动资产周转率	3.84	3.97	3.82
资产总计	412299	470630	538634	总资产周转率	1.95	2.20	2.32
流动负债	175632	212985	255024	偿债能力			
短期借款	12800	12800	12800	资产负债率	46.7%	48.8%	50.5%
应付款项	71294	87744	106170	流动比率	1.23	1.28	1.34
非流动负债	16857	16857	16857	速动比率	0.93	0.98	1.04
长期借款	6737	6737	6737	每股指标 (元)			
负债合计	192488	229842	271881	EPS	0.118	0.187	0.233
股东权益	219810	240288	265753	每股净资产	2.11	2.31	2.55
股本	104189	104189	104189	每股经营现金流	0.45	0.50	0.60
留存收益	106478	125992	150261	每股经营现金/EPS	3.8	2.7	2.6
少数股东权益	9144	10106	11303				
负债和权益总计	412299	470130	537634				
现金流量表 (万元)				估值	2009A	2010E	2011E
经营活动现金流	46510	52016	62526	PE	69.4	43.6	35.0
其中营运资本减少	12796	8089	10106	PEG	1.70	1.07	0.86
投资活动现金流	-11884	-24892	-25000	PB	3.9	3.5	3.2
其中资本支出	-24622	-25000	-25000	EV/EBITDA	20.00	18.56	15.39
融资活动现金流	-13480	0	0	EV/SALES	1.11	0.91	0.75
净现金总变化	21147	27123	37526	EV/IC	5.71	5.97	6.50
				ROIC/WACC	0.73	1.04	1.39
				REP	7.87	5.76	4.66

研究员介绍及承诺:

郭怡娴: 武汉大学金融学硕士, 2008年加入长城证券, 任食品饮料行业分析师。

本人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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;
推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;
中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;
回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。