

2010 年 10 月 13 日

光明乳业

战略调整，主动求变

公司原有“聚焦新鲜”战略调整为“聚焦乳业、做强新鲜、突破常温、实现百亿”，围绕这一战略，公司巴氏鲜奶业务保持稳定，常温奶业务增长态势良好，目前已成为主要增长点。首次覆盖，给予**持有**评级

支撑评级的要点

- 公司是华东市场最大的乳品企业，也是规模最大的巴氏奶企业。公司巴氏奶业务成熟，依托区域奶源优势，牢牢占据华东地区巴氏奶市场份额第一的位置。
- 公司从战略高度确定“做强新鲜，突破常温”，经过三年发展，公司已经打破常温奶短板，2009 年常温奶销售收入占比已经接近 40%，成为公司第一大收入来源。
- 乳业是光明食品集团五大核心主业之一，光明乳业是光明食品集团旗下最核心的上市公司，集团对上市公司的扶持力度将逐步加大，公司百亿元目标预计将于 2011 年实现，成为行业内第三家收入过百亿元的企业。
- 公司股权激励计划正式推出，将对公司业绩增长产生正面影响。

评级面临的主要风险

- 乳制品安全问题对公司经营造成负面影响
- 产品结构变化和原奶价格上涨引起毛利率水平下降

估值

- 给予 2011 年 45 倍市盈率估值，目标价 10.13 元，给予**持有**评级。由于公司处于规模扩张的重要时期，建议关注公司并购以及资产整合的交易性机会。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	7,359	7,943	9,153	11,304	13,106
变动(%)	(10.3)	7.9	15.2	23.5	15.9
净利润(人民币 百万)	(286)	122	191	234	316
全面摊薄每股收益(人民币)	(0.27)	0.12	0.18	0.22	0.30
变动(%)	-	-	56.0	22.4	34.9
全面摊薄市盈率(倍)	-	82	53	43	32
每股现金流量(人民币)	0.16	0.45	0.64	0.74	0.85
价格/每股现金流量(倍)	61	22	15	13	11
企业价值/息税折旧前利润(倍)	na	3	4	4	5
每股股息(人民币)	0.00	0.00	0.08	0.09	0.12
股息率(%)	0.00	0.00	0.79	0.96	1.29

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

持有

600597.SS - 人民币 9.67

目标价格：人民币 10.13

A
刘都

(8621) 6860 4866 分机 8511

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300207110254

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	1	0	28	46
相对新华富时 A50 指数(%)	20	(8)	17	56

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	1,042
流通股(%)	49.6
流通股市值(人民币 百万)	4,999
3 个月日均交易额(人民币 百万)	97
主要股东(%)	
上海牛奶集团有限公司	35.3

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

* 苏毓为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

光明乳业战略调整见成效

公司战略从“聚焦新鲜”调整为“聚焦乳业、做强新鲜、突破常温、实现百亿”是重大转折。

聚焦新鲜，反映的是一种被动的守势思路，而突破常温是要在全国性乳企占据绝对领先地位的红海市场当中分一杯羹，是一种攻势思路。

常温奶是液态奶市场增速最快的品类之一，目前常温奶和巴氏奶市场规模约为 7: 3，常温奶蛋糕比巴氏奶更大，增长更快。

我们认为公司的战略调整符合我国市场特点，这一点在行业分析当中已经阐述。同时我们也认为公司现阶段以规模增长为导向的策略是恰当的，光明乳业位列行业三甲，同一二名销售收入规模差距大，必须迎头赶上。

结合自身条件，公司采取的是有策略的攻势：优选重点市场，针对性开发常温奶新品，加强经销商和渠道开拓力度等。

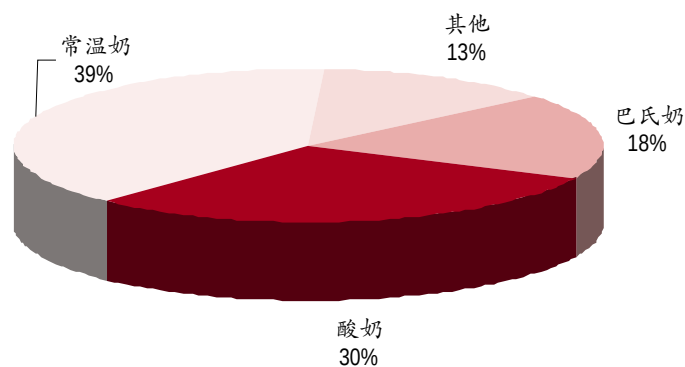
公司常温奶突破从重点市场——华东地区开始，光明是华东市场最有影响力的品牌，公司在该地区的奶源和渠道等资源集中，能够为公司常温奶在这一地区强势突破提供强有力的支撑。公司常温奶业务在华东地区取得良好市场反应后，逐步向外渗透扩张，形成呼应。目前公司在上海地区常温奶和鲜奶市场占有率均为第一位，光明常温奶在华东地区市场份额也居前三位，并同前一名差距不明显。

公司常温奶竞争策略还包括开发差异化的常温奶产品。光明推出有高端常温奶“优+”，添加有活性益生元、优质蛋白含量高，口感也更贴近消费者喜好，“优+”除在华东地区铺货外，还重点推向北京、深圳、湖北等地，在金典、特伦苏占据的高端常温奶市场占有一席之地。公司还推出“心爽酸酸乳”乳饮料系列，营销力度大，请明星代言，销售增长迅速，单品销售超过 5 亿元，年增速超过 25%；公司还开发有新品“莫斯利安”，是国内唯一的常温酸奶系列，保质期达 90 天，可以实现全国市场销售，该产品系列毛利率可达到 40% 以上，上市后创公司单品月度销售记录，市场反响良好。

公司加大经销商开拓力度。庞大的全国经销商队伍是蒙牛和伊利常温奶崛起的关键力量。光明乳业由于长期经营巴氏奶，以直销为主，经销商开拓和管理能力不足，但常温奶的快速成长则必须要开拓大规模的经销商队伍。公司成立常温事业部不久，就开始重点加强渠道、经销商和网点布局和建设。目前，公司常温奶经销商已达 2,000 家以上，覆盖全国 30 个省/直辖市/自治区的 600 多个城市，已经基本建立了从省会到地级市、县级市、乡镇的经销商和终端的销售网络布局。为管理庞大的经销商队伍，公司建立和完善一系列经销商管理制度，包括专门设立经销商沟通平台以实时了解市场销售和需求情况；根据业务发展需要，开展经销商培训；就重大事项征求经销商意见；对重要的经销商实施专人对口服务管理等。稳定的经销商队伍将对光明常温奶业务的发展贡献重要力量。

至 2009 年，公司鲜奶业务(包括巴氏奶和鲜酸奶，常温酸奶包含在常温奶当中)占比 48%，常温奶业务收入占比达到 39%。

2009 年收入结构示意



资料来源：公司年报，中银国际研究

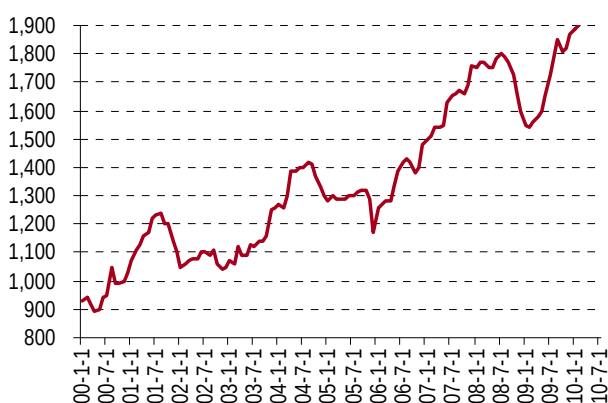
我们认为公司常温奶营收在未来三年仍能保持 20% 的增长，需要关注的是常温奶的规模扩张会对公司控制奶源提出更高要求。由于公司目前华东地区奶源相对成本较高，如果公司相对廉价奶源的建设跟不上，会制约公司常温奶业务的发展。

成本上涨压力以及产品结构变化给毛利率造成压力

自 2009 年三季度原奶价格触底以来，全国原奶价格上涨幅度超过 20%。公司原奶主要来自规模牧场，收奶价格接受政府指导在 3.38 元/公斤一线，这一价格大大高于全国平均 2.95 元/公斤的收购价格。公司 2010 年上半年毛利率较上年同期下降了 2.59 个百分点。

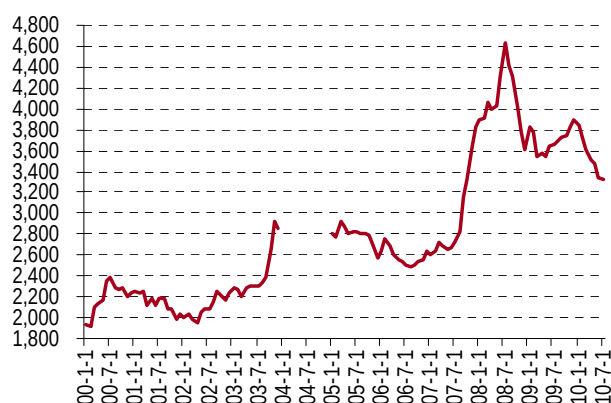
公司奶源基本来自自有及合作规模养殖农场，养殖成本受主要饲料，尤其是玉米价格影响显著。

玉米价格走势



资料来源：农业信息网，中银国际研究

豆粕价格走势



资料来源：农业信息网，中银国际研究

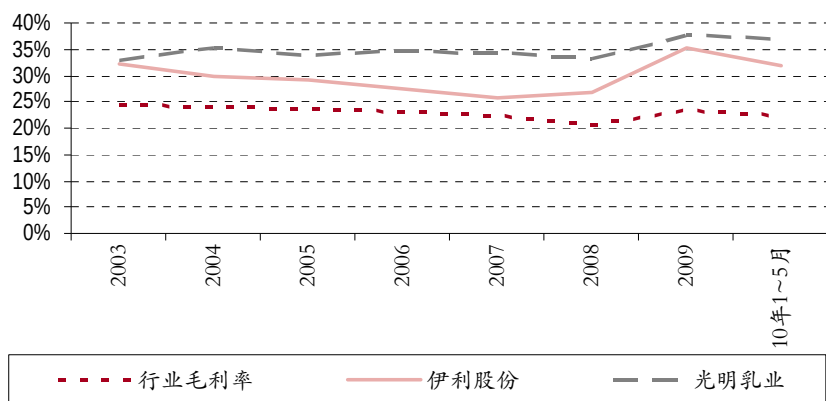
随着公司突破常温战略的实施，公司常温奶业务比重逐步上升，常温奶业务毛利率在公司产品门类当中居低位，会对公司整体毛利率水平造成压力。

公司产品毛利率情况

	毛利率
巴氏奶	40%~45%
新鲜酸奶	45%
常温酸奶	40%
普通常温奶	25%

资料来源：中银国际研究

公司综合毛利率同行业平均比较



资料来源：中银国际研究

行业毛利率为2010年1~5月数据

我们认为公司原奶价格高，而常温奶总体售价低，将高成本牛奶加工成相对低价格的产品会对公司整体毛利率水平造成压力。因此公司有效的应对策略应当开发高附加值常温产品以及开拓更多相对廉价的奶源。

公司多种渠道谋求规模突破

乳业是光明食品集团五大核心主业之一，公司也是光明食品集团旗下最核心的上市公司。集团 1,000 亿规模计划将助力公司百亿目标，集团对上市公司的扶持力度将逐步加大。目前公司已经着手多角度扩张规模。

收购新西兰奶粉企业。光明食品集团近年来海外动作不断，除引进美国知名企业在保健品和米糠油等领域加强合作外，还将目光瞄准澳洲和新西兰两地，这两地奶业、糖业和酒业资源丰富，集团曾明确表示希望投资这两地，并同新南威尔士等地政府签订了合作备忘录。

公司近期公告，将以 8,200 万新西兰元（约 3.82 亿元人民币），收购 Synlait Milk Limited (SYNLAIT 牛奶有限公司) 51% 股权。目前 SYNLAIT 仅有一个 1 号工厂在产，主要生产工业奶粉，年产能 5 万吨，日产能 150 万公升。在建的 2 号工厂生产高端配方奶粉，主要是婴幼儿奶粉。预计 2011 年第三季度建成投产。公司收购新西兰优质奶粉企业将能够弥补公司奶粉业务短板，一方面公司原有进口工业奶粉将转向 SYNLAIT 采购，另一方面也将增强公司小包装奶粉（配方奶粉）业务实力。公告预计目标公司未来 3 年的销售额分别为新西兰元 2.8 亿、3.85 亿和 4.59 亿。归属于公司的净利润预计分别为新西兰元 184 万，423 万和 1,082 万元，对公司 EPS 贡献分别为 0.01 元，0.02 元和 0.05 元。我们认为本次项目投资获批可能性很大。

谋求区域性鲜奶企业的联合。我们认为区域性乳企有合作的可能性和必要性。以鲜奶为主的区域性乳企要对抗以伊利为代表的资源型乳企的竞争，保住鲜奶市场，横向联合是一个重要手段。我们认为光明乳业有资格并且有能力去并购其他区域性乳企，但重要的是机遇以及理念的契合。我们认为光明乳业在华东地区首先开始并购有关企业将有助于华东资源的进一步整合，优化区域产品结构，避免鲜奶业务的竞争给公司带来的营销投入压力，使得公司能够集聚精力开拓其他地区的常温奶和鲜奶市场。

借助外力。据了解，光明食品集团有意为光明乳业引进战略投资者，新投资者将同公司在产品门类，生产布局，销售网络和渠道建设等多个方面优势互补。光明食品集团近年来同多个国际知名企业签订战略合作框架协议，包括台湾农林(茶叶、水果)，台湾烟酒，台湾统一，爱之味(饮料，乳品)等，我们认为集团下一步同战略合作者的合作将进入实质阶段，即股权层面的合作。光明乳业曾经有过同达能合作的经历，光明食品集团也曾持股光明乳业不足 40% (后受让上实持有的股权，比例提升到 65%)，因此在奶业快速发展的背景下，我们认为光明乳业借助外力实现规模快速提升的步骤会加快，这其中会带来一定的股票交易机会。

股权激励计划有一定推动力

公司已正式推出核心团队股权激励计划，该股权激励所授股权数量和比重远低于伊利，但已经是光明食品集团旗下上市公司当中唯一推出股权激励的企业。

公司股权激励计划设定条件为，在 2009 年业绩基础上 2010，2011 和 2012 年收入增长均达到 20%，2011 和 2012 年净利润增长均达到 20%，我们认为这一增速要求对管理层有一定压力。

盈利预测

我们收入预测的主要依据是常温奶销售增长拉动乳制品整体销售收入增长，2011、2012 年均增幅 19.66%。

收入假设

收入增长假设	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币，百万元)					
乳制品	6,946	7,492	8,616	10,684	12,393
同比(%)	12.8	7.9	15.0	24.0	16.0
其他	253	226	267	310	356
同比(%)	5.4	(10.7)	18.0	16.0	15.0

资料来源：中银国际研究

费用假设

(人民币, 百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售费用	2,318.1	2,472.0	2,654	3,188	3,643
管理费用	462.5	274.6	229	283	315
财务费用	16.39	18.43	6.27	4.13	4.37

费用率(%)

营业费用	31.50	31.12	29.00	28.00	27.80
管理费用	6.29	3.46	2.50	2.50	2.40
财务费用	0.22	0.23	0.07	0.04	0.03

资料来源: 中银国际研究

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	7,359	7,943	9,153	11,304	13,106
销售成本	(4,956)	(4,961)	(6,012)	(7,496)	(8,699)
经营费用	(2,873)	(2,812)	(2,926)	(3,521)	(4,016)
息税折旧前利润	(244)	401	359	438	550
折旧及摊销	(227)	(231)	(145)	(151)	(159)
经营利润(息税前利润)	(471)	170	214	287	391
净利息收入(费用)	(16)	(18)	(6)	(4)	(4)
其他收益/(损失)	168	38	40	20	20
税前利润	(320)	190	248	303	407
所得税	52	(61)	(50)	(61)	(81)
少数股东权益	(18)	(6)	(7)	(9)	(10)
净利润	(286)	122	191	234	316
核心净利润	(294)	120	188	230	311
每股收益(人民币)	(0.274)	0.118	0.183	0.225	0.303
核心每股收益(人民币)	(0.282)	0.115	0.181	0.221	0.299
每股股息(人民币)	0.00	0.00	0.08	0.09	0.12
收入增长(%)	(0.10)	0.08	0.15	0.24	0.16
息税前利润增长(%)	NA	(264)	(11)	22	26
息税折旧前利润增长(%)	NA	(136)	26	34	36
每股收益增长(%)	NA	(145)	55	22	35
核心每股收益增长(%)	NA	(143)	56	22	35

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	701	929	1,198	1,672	2,202
应收帐款	540	556	699	864	988
库存	607	519	601	750	870
其他流动资产	137	154	266	272	326
流动资产总计	1,985	2,157	2,764	3,557	4,386
固定资产	1,553	1,492	1,446	1,441	1,455
无形资产	119	122	116	110	104
其他长期资产	381	352	439	500	556
长期资产总计	2,053	1,966	2,001	2,051	2,114
总资产	4,038	4,123	4,765	5,608	6,500
应付帐款	696	709	902	1,124	1,305
短期债务	247	128	0	0	0
其他流动负债	860	919	1,368	1,832	2,337
流动负债总计	1,803	1,756	2,270	2,956	3,642
长期借款	108	67	77	88	99
其他长期负债	47	101	101	101	101
股本	1,042	1,042	1,042	1,042	1,042
储备	943	1,065	1,177	1,313	1,499
股东权益	1,985	2,107	2,218	2,355	2,541
少数股东权益	95	91	99	107	117
总负债及权益	4,038	4,123	4,765	5,608	6,500
每股帐面价值(人民币)	1.90	2.02	2.13	2.26	2.44
每股有形资产(人民币)	1.74	1.85	1.97	2.10	2.29
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.28)	(0.60)	(0.97)	(1.42)	(1.91)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	(320)	190	248	303	407
折旧与摊销	227	231	145	151	159
净利息费用	27	24	6	4	4
运营资本变动	103	(164)	294	723	777
税金	52	(61)	(50)	(61)	(81)
其他经营现金流	93	251	27	(337)	(372)
经营活动产生的现金流	166	465	664	776	885
购买固定资产净值	(0)	(0)	(192)	(211)	(232)
投资减少/增加	66	137	0	0	0
其他投资现金流	(268)	(256)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(202)	(119)	(192)	(211)	(232)
净增债务	(54)	(41)	10	11	12
支付股息	0	0	(79)	(97)	(130)
其他融资现金流	(25)	(76)	(128)	0	0
融资活动产生的现金流	(95)	(135)	(204)	(91)	(123)
现金变动	(130)	228	269	474	530
期初现金	831	701	929	1,198	1,672
公司自由现金流	(36)	346	473	566	655
权益自由现金流	(106)	287	476	571	660

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	(3.32)	5.05	3.92	3.88	4.20
息税前利润率	(6.40)	2.15	2.34	2.54	2.98
税前利润率	(4.34)	2.39	2.71	2.68	3.10
净利率	(3.89)	1.54	2.09	2.07	2.41
流动性(倍)					
流动比率	1.10	1.23	1.22	1.20	1.20
利息覆盖率	(28.76)	9.25	34.15	69.50	89.48
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	0.76	0.93	0.95	0.95	0.97
估值(倍)					
市盈率	NA	82.27	52.72	43.07	31.93
核心业务市盈率	NA	84.00	53.57	43.74	32.38
目标价对应核心业务市盈率	NA	86.18	55.23	45.11	33.45
市净率	4.85	4.58	4.35	4.09	3.79
价格/现金流	NA	47.64	37.52	21.25	19.00
企业价值/息税折旧前利润	NA	54.80	24.96	19.37	14.48
周转率					
存货周转天数	30.13	23.84	23.98	24.20	24.23
应收帐款周转天数	26.62	25.40	27.74	27.74	27.38
应付帐款周转天数	51.23	52.19	54.75	54.75	54.75
回报率(%)					
股息支付率(%)	0.00	0.00	41.50	41.47	41.26
净资产收益率(%)	(12.87)	5.84	8.56	9.85	12.25
资产收益率(%)	(7.08)	2.97	4.01	4.17	4.85
已运用资本收益率(%)	(14.22)	5.11	6.42	8.10	10.24

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测