



股权激励解锁条件构成业绩压力

——光明乳业(600597)三季度报点评

要点:

- 2010年1-9月,公司实现营业收入68.15亿元,同比增长12%,营业利润1.55亿元,同比下降2.4%,实现归属母公司净利润1.32亿元,同比增长14.1%,实现每股收益0.127元。其中,三季度实现营业收入24.87亿元,同比增长11.5%,营业利润9121万元,实现归属母公司净利润7124万元,同比增长0.9%,实现每股收益0.068元。
- 原奶价格上涨导致毛利率下滑:去年下半年以来原奶价格上涨导致毛利率下滑,前三季度毛利率为35.5%,同比下降2%,销售费用率同比下降1.3%,管理费用率同比下降0.4%,财务费用率同比下降-0.1%,销售净利率同比持平为1.9%。
- 四季度业绩须增长43%满足第一个解锁期的业绩条件:公司104名管理层在2009年获得了840万股的限制性股票激励,2012、2013和2014年分别解锁40%、30%和30%。限制性股票的解锁条件是2010-2013年销售收入年均增长20%,销售净利率达到2%以上,对应的2010、2011、2012年的净利润分别为1.9亿、2.28亿和2.73亿。2010年前三季度公司的收入增速为12%,销售净利率为1.9%,净资产收益率为6.09%,均未满足第一个解锁期的业绩条件。如果要达到第一个解锁期的业绩条件,则公司四季度的收入增速要达到43%。今年截至9月份,乳制品行业同比增速为10.06%,单纯通过难以达到限制性股票激励计划的业绩要求,不排除公司通过收购、资产整合等方式提升公司收入增速和利润指标。
- 盈利预测和投资评级:维持公司10年和11年分别实现EPS0.19和0.23元,维持推荐的投资评级。
- 风险提示:原奶价格上涨侵蚀利润、收入增长低于预期。

报告日期:2010年11月1日

分析师

郭怡娴

☎010-88366060 ✉ guoyx@cgws.com

执业证书编号:S1070210070006

投资评级:推荐(维持)

发行数据

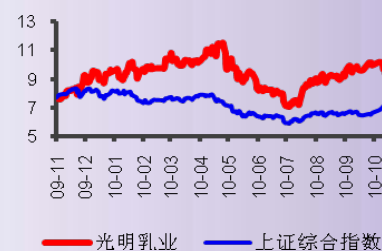
当前股价:9.61元

总市值(百万元)	10,013
流通市值(百万元)	4,971
总股本(百万股)	1,041.89
流通股本(百万股)	517.27
12个月最高/最低	11.92/6.87
十大流通股占总股本比	22.08%
大股东	上海牛奶集团有限公司

公司盈利预测

	2009A	2010E	2011E
营业收入(万元)	794317	969067	1172571
(+/- %)	7.9%	22.0%	21.0%
净利润(万元)	12247	19515	24269
(+/- %)	-142.8%	59.3%	24.4%
摊薄 EPS(元)	0.118	0.187	0.233
市盈率(倍)	81.8	51.3	41.3

公司股价表现图



相关报告

《光明乳业(600597):立足区位优势向大华东地区扩张》2010.6.22

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,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。



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	估值	2009A	2010E	2011E
负债和权益总计	412299	470130	537634	PE	81.8	51.3	41.3
现金流量表 (万元)				PEG	2.01	1.26	1.01
经营活动现金流	46510	52016	62526	PB	4.6	4.2	3.8
其中营运资本减少	12796	8089	10106	EV/EBITDA	23.43	21.75	18.03
投资活动现金流	-11884	-24892	-25000	EV/SALES	1.30	1.06	0.88
其中资本支出	-24622	-25000	-25000	EV/IC	6.68	6.99	7.62
融资活动现金流	-13480	0	0	ROIC/WACC	0.73	1.04	1.39
净现金总变化	21147	27123	37526	REP	9.22	6.75	5.46

数据来源：公司年报 长城证券研究所

研究员介绍:

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。

研究员承诺:

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。



长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>