

乳制品

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

光明乳业

600597

中性

期待常温奶在华东地区的蚕食式扩张

昨天我们拜访了光明乳业, 与公司董事会秘书朱建平和证券事务代表沈晓燕交流了公司长期发展战略及销售情况。我们将密切跟踪未来公司收购计划和资产注入等对基本面有重大影响的因素。

投资要点:

- **公司是华东市场最大的乳品企业。**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, 鲜奶占上海地区鲜奶市场份额的 80%, 华东地区新鲜产品市场份额第一。公司生产的产品包括牛奶、酸奶、奶粉、干酪、果汁等, 10 年前三季度 68.15 亿元收入中, 巴士奶占到 16%, 酸奶 30%, UHT40%, 其他包括奶粉、奶酪、牧业、果汁等, 占比在 14%。公司在上海地区已有 500 多家便利店, 服务区辐射杭州、无锡、苏州等城市区域。公司的华东、华北、华中、华南事业部负责新鲜产品的生产和销售, 公司主要的收入来自于华东事业部和常温事业部, 分别占据收入的 50% 和 42%。
- **新西兰收购项目预计将在下个月完成, 预计今年能为公司带来 7.5 个亿的收入。**新西兰项目必须的四个程序(公司董事会和股东大会批准、新西兰 OIO 审批通过、中国发改委和上海商委通过)已经履行完毕, 已经进入最后交割时期。我们预计下个月可以完成收购, 收入可以体现在 2010 年的收入当中。新西兰乳品厂 1 号工厂生产大包装奶粉基本都做出口, 在建的 2 号工厂生产高端小包装婴儿配方奶粉未来公司有控制权, 应该全部供给公司, 预计 2011 年第三季度建成投产。1 号工厂年产 5 万吨工业奶粉, 按每吨 3000 元计算, 收入预计有 15 个亿左右, 公司有 51% 的股权, 这部分可以为公司带来 7.5 个亿的收入。公司收购 Synlait 51% 股权的战略意义重大, 收购新西兰优质奶粉企业将能够弥补公司奶粉业务的空缺, 提高盈利能力。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。
- **预计今年能够完成股权激励的目标。**公司股权激励力度不大, 公司 104 名管理层一共获得了 840 万股的限制性股票激励, 最高的仅 27 万股, 大多数人 3-4 万股, 但业绩要求较高, 高于 04 年后的收入增长水平, 单纯靠销售收入增长来达到目标还是有一定难度。预计下个月并购的结束将减少公司在收入上的压力。截止前三季度, 公司实现销售收入 68.15 亿, 同比增长 12%, 加上并购能为公司带来的 7.65 个亿的收入, 与管理层激励目标的 94.8 亿还差 19 亿, 而 2009 年第四季度收入 18.61 亿, 因此第四季度只要同比增长达到 2.1% 即可完成目标。

6-12 个月目标价: 9.80 元

当前股价: 10.63 元

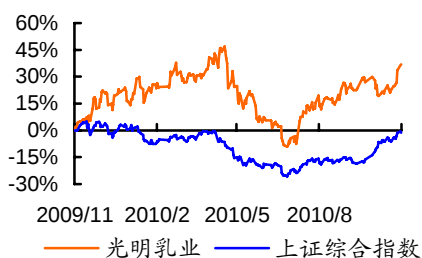
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	3135.00
总股本(百万)	1049
流通股本(百万)	517
流通市值(亿)	55
EPS (TTM)	0.13
每股净资产(元)	2.10
资产负债率	46.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
光明乳业	5.41	14.65	10.17
上证综合指数	14.47	17.30	16.61



相关报告

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	7943	9532	11438	13726
同比(%)	8%	20%	20%	20%
归属母公司净利润(百万元)	122	201	242	293
同比(%)	-57%	64%	21%	21%
毛利率(%)	37.5%	37.0%	37.0%	37.0%
ROE(%)	5.8%	8.7%	9.5%	10.3%
每股收益(元)	0.12	0.19	0.23	0.28
P/E	88.90	54.21	44.94	37.13
P/B	5.17	4.72	4.27	3.83
EV/EBITDA	26	19	16	14

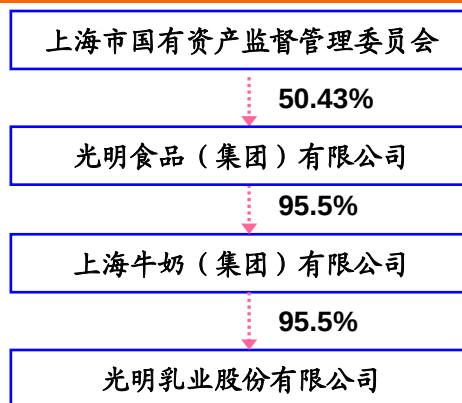
资料来源: 中投证券研究所

- **未来收入的增长将主要来自 UHT 奶，预计 2012 年 UHT 奶产量将翻番。**在 07 年提出突破常温的观点，未来几年公司计划重点做常温液态奶和奶粉，新鲜产品不断推出新产品。常温奶公司计划稳扎稳打的方式，公司在华东地区品牌影响力较大，销售区域仍以华东为主。伊利和蒙牛在销售区域和市场占有率方面均具有竞争优势，考虑到 UHT 奶业务激烈的竞争环境、公司在其他区域内开展 UHT 奶业务尚无优势可言。目前从产品上看 UHT 奶增长速度最快，09 年增长 25%，10 年前三季度同比增长 15%，鲜奶和酸奶都是 8% 左右。公司在全国 28 个省及直辖市的重点城市均设有销售公司和经销点，10 年常温奶占 40% 的销售占比，未来的规模和占比将继续提高。常温奶将成为公司未来收入增长的主要来源。
- **新西兰收购项目完成后，公司准备进军国内奶粉市场。**奶粉今年增长较快，去年 4 个亿左右收入，工业奶粉和民用奶粉各占一半比例。今年预计 8 个亿的收入，未来公司打算做高端产品，这也是去新西兰并购企业的目的。中国婴儿奶粉市场广阔，中国近几年婴儿潮到来，引发婴儿奶粉需求快速上涨，在可预期未来，婴儿奶粉都会有一个比较高的增长速度。三鹿倒闭空缺出的市场，都是公司发展婴儿奶粉的机遇。
- **未来产品结构将不断地向高端发展。**公司各个品类都有高端产品，毛利率都在 40% 以上。新鲜奶推出了优倍和致优；酸奶推出了畅优和 AB100，也一直再推新品，如添加果肉的产品；UHT 奶在推优+，儿童奶我是牛奶；常温酸奶在推莫斯利安。其中 AB100 和畅优经过几年培育，量已经比较大，优倍和优+增长较快，其他还在培育阶段。高端鲜牛奶致优是通过陶瓷薄膜工艺过滤，无需加热杀菌，口感更好，目前只在上海销售；高端常温奶“优+”添加有活性益生元、优质蛋白含量高，“优+”除在华东地区铺货外，还重点推向北京、深圳、湖北等地，目标客户是在金典、特伦苏的消费者。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。
- **未来几年公司的收入增长仍是主要来自华东地区。**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。未来市场空间主要来自整个市场的增长以及在光明影响力较大的地区，去分割其他乳制品企业的市场份额。虽然公司是目前规模最大的新鲜产品生产企业，但是除华东地区以外，其他地区几乎不盈利，华东地区贡献了公司总收入的 80%；主要的利润来源是华东事业部，贡献了净利润的 284%。公司根据自身特点，制定出符合自身发展的路径：先在华东地区做深做细，在华东地区取得良好市场反应后，逐步向外渗透扩张。今年提出第二华东概念，在福建、安徽、山东、江西等地区蚕食式扩张。外地、上海收入占比分别为 70%、30%。与伊利、蒙牛相比，光明还有较大差距，规模不同，在市场上竞争能力和市场反应也不一样，光明在华北地区以外市场的形式不是很乐观。近几年公司产品的区域格局基本保持稳定，上海地区 30%，上海以外的华东地区 40%，华东以外地区 30%。
- **原奶成本压力在可预计的未来仍然会压制公司毛利率水平。**今年公司原奶成本压力相对其他地区较小，因为上海地区是政府指导价，政府定价有个过程，价格反映慢波动小。以前上海地区原奶价格相对外地较高，公司都是通过自己的供应链来消化。现在虽然外地涨，但是上海没有涨，目前约 3.8 元/公斤。预计明年牛奶价格将继续上升，这对公司产品的毛利率构成较大压力。公司终端提价能力有限，产品价格不可能完全消化成本，一般产品价格涨一些，内部消化一些。上海地区奶源占据公司全部奶源的 30%，外地奶源占据了约 70%，外地所有生产基地附近都配有奶源。上海地区奶源中，10% 为自有奶源、11% 来自集团旗下的牧场、9% 为收购的大户散奶。大股东牛奶集团控制了上海地区大部分奶源，这些也全部供给公司，属于公司可以控制的奶源。不排除未来大股东牧场业务注入上市公司的可能，但是短期内还没有这个计划。从扶持上市公司发展角度，集团应注入相关牧场，若集团注入相关牧场，2010、2011 年 EPS 分别较资产注入前增加 0.15、0.19。
- **营业费用率短期难以下降、长期趋于下降。**公司以新鲜产品为主，销售以直销为主，相比伊利蒙牛的出厂价要高，公司的毛利水平较高，但是后期各渠道的费用较多，因此销售费用率也较高。目前营业费用主要包括：广告投放（影视、平面媒体），产品终端投放（超市牌面、货架），新鲜产品物流费用。今年费用控制情况有所好转，营业费用率降至 30% 以下，降低了 1 个百分点，但仍然处在高位。

营业继续下降的空间取决于未来公司发展的规模，规模增大后费用压缩空间也会更大。但短期内随着公司不断开拓区外市场，渠道推广力度越来越大，销售费用率下降空间不大。

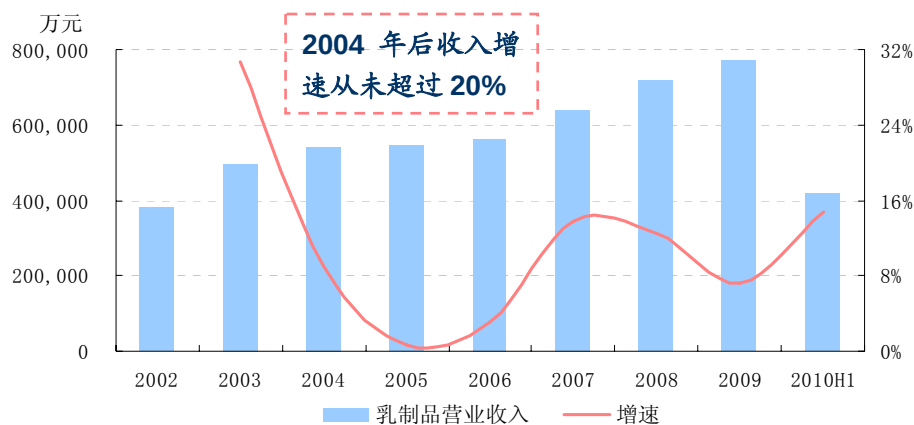
- 公司在新鲜奶和酸奶上成本转嫁能力较强，在 UHT 奶上基本上没有优势。优势产品提价能力强，成本压力大时会先对这些产品采取提价策略，在劣势产品上不会主动提价，UHT 奶是跟随伊利和蒙牛。有些直接通过价格来提，有些通过产品升级换代体现。11 月 13 号华东地区进行了提价，鲜奶和酸奶中的几个主要品种，加权平均涨了 2%。
- 预计 2010-2012 年 EPS 为 0.19, 0.23 和 0.28 元，对应的 PE 为 55.7/46.2/38.2 倍，参考未来 3 年公司的复合增长率为 33%，当前股价已经反映了公司未来的成长性，暂时给予公司“中性”评级。

图 1：公司与实际控制人之间的关系



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2：销售收入及同比增速



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3: 2010 年前 3 季度公司主营业务构成

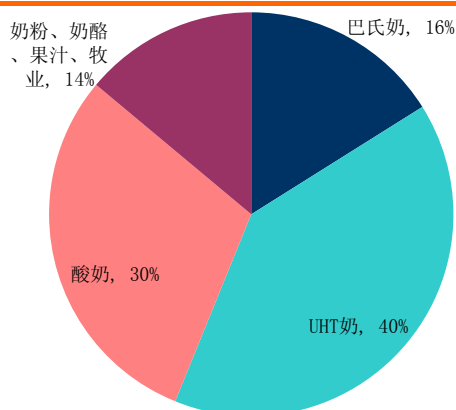
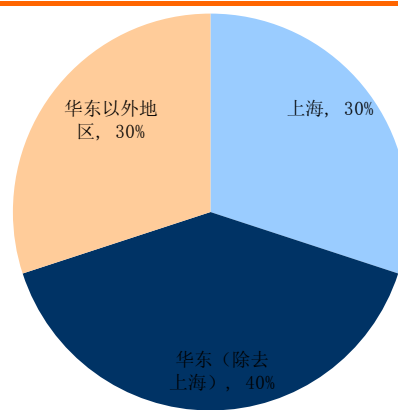
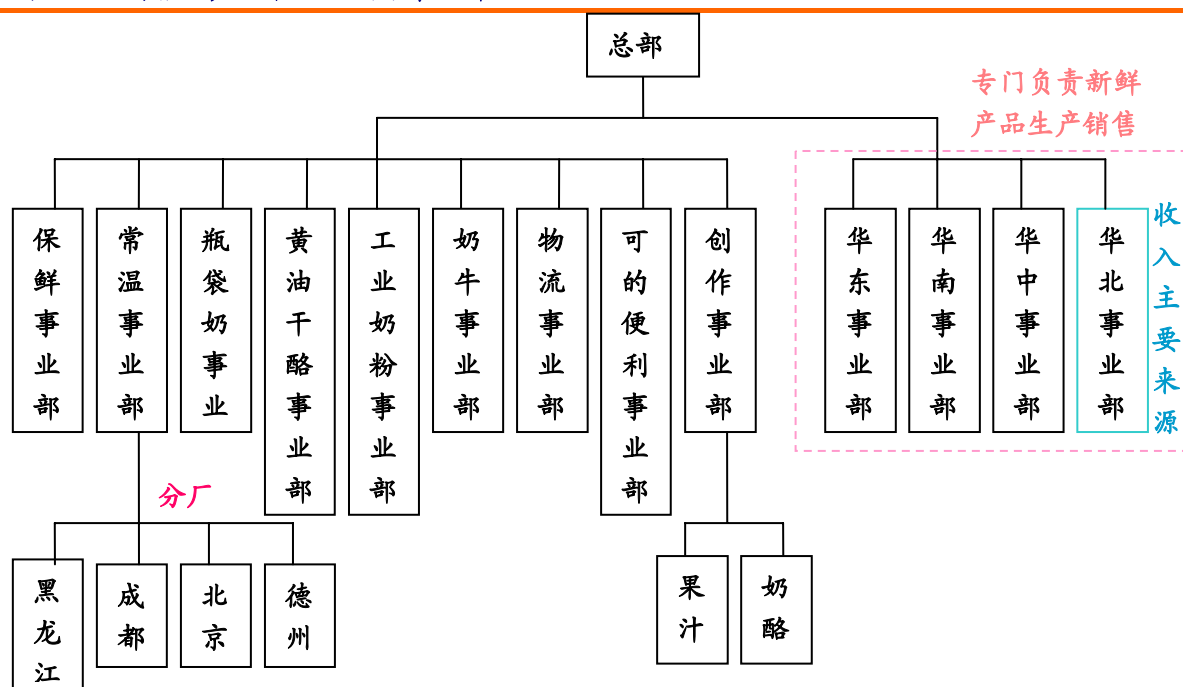


图 4: 各地占营业收入比重



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 5: 公司根据产品和地区划分事业部



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 6: 2009 年各事业部销售收入和净利润

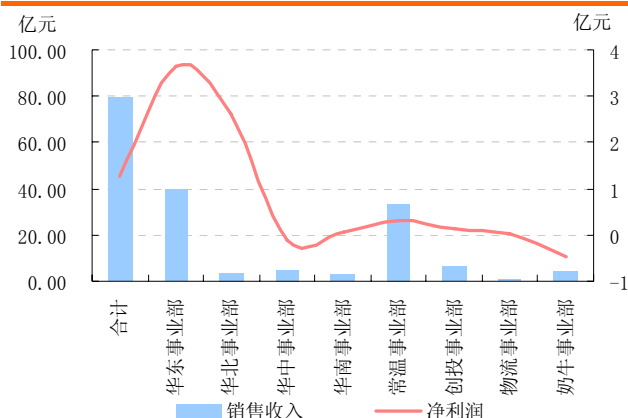
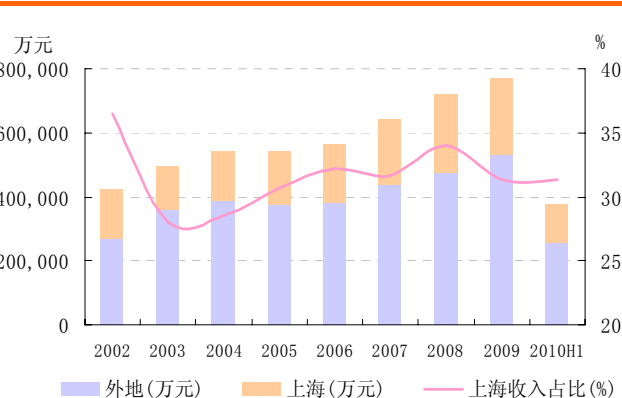


图 7: 上海和外地收入占比变化



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 8: 2008-2009 年 UHT 奶和新鲜产品业绩提升

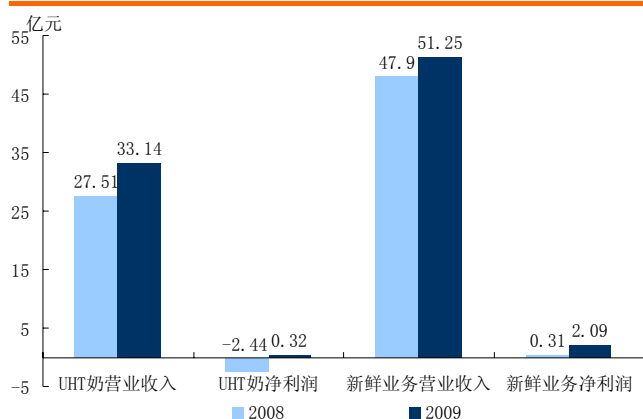
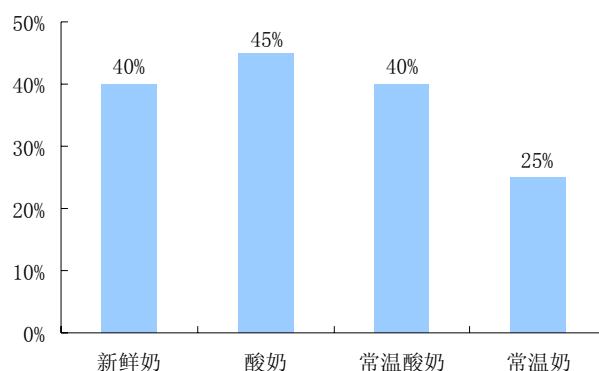


图 9: 各产品毛利率水平



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 10: 各乳制品公司销售毛利率水平

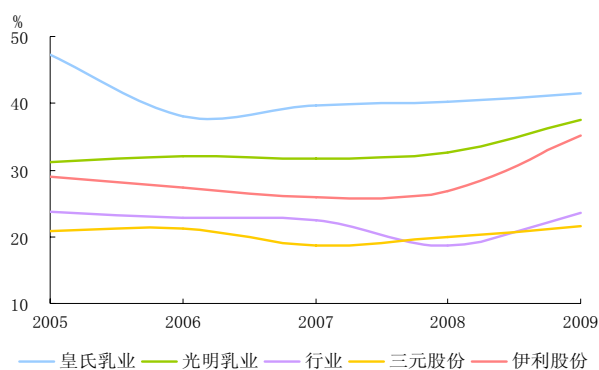
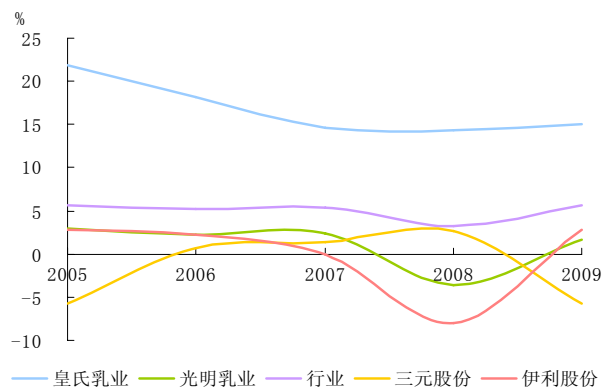
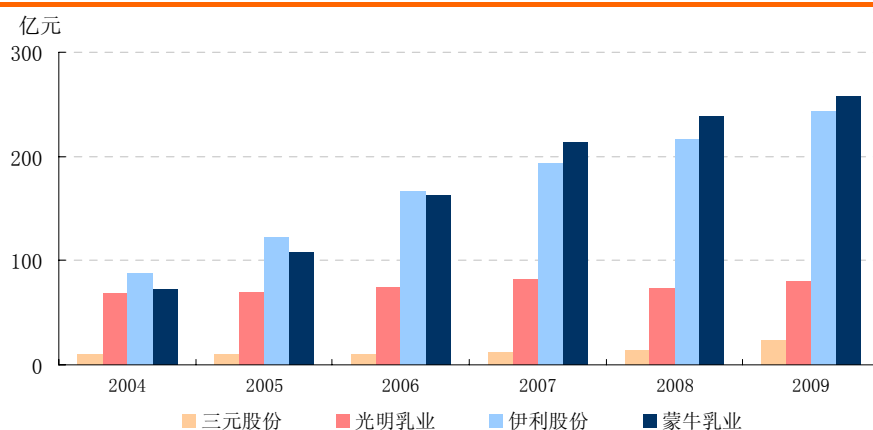


图 11: 各乳制品公司销售净利率水平



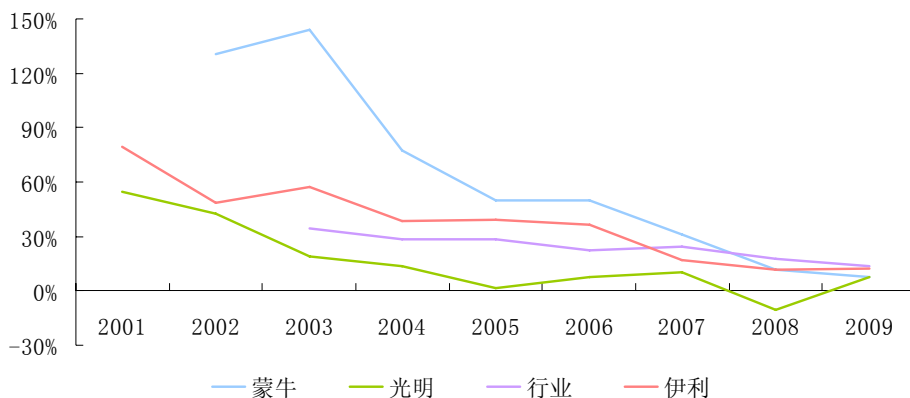
资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 12: 乳制品公司销售收入对比



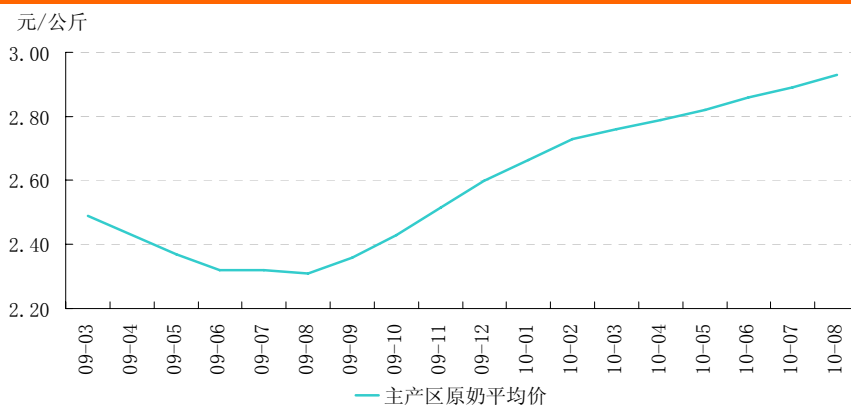
资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 13: 各个乳制品企业收入同比增速



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 14: 原奶价格变化



资料来源: 中投证券研究所

表 1: 参控股子公司和分公司的净利润 (单位: 万元)

	分公司/子公司	持股比例	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
	归属于母公司净利润		28,246	31,797	21,112	16,058	21,288	-28,599	12,247
保 鲜 品	武汉光明乳品	60%	501	435	1293	694	707	1666	2122
	北京光明健能乳业	100%	-62	17	128	-756	-1038	-1284	219
	上海乳品四厂	82%				9479	8659	10907	11,634
	南京光明乳品	95%							1993
UHT	光明乳业(德州)	51%							5466
	黑龙江省光明松鹤乳品	100%	3146	4593	4597	4387	3484	-657	7387
	成都光明乳业	100%				-1498	-1268	-1950	
	天津光明梦得乳品	60%	-269	-408	12	373	108	3541	2855
牧场	上海光明荷斯坦牧业	80%				1134	1025	-253	-6716
其 他	上海光明奶酪黄油							1323	1913
	上海奶牛育种中心								1944
乳 品 销 售	上海邀请电子商务	100%				-3410	-3303	-4770	-4538
	广州光明乳业销售								574

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 3 光明产品商超渠道价格(单位: 元)

新	光明纯鲜牛奶、高钙低脂、特浓、脱脂、减脂鲜奶	屋顶装 (10.0/980ml), 杯装 (2.4/200ml)
鲜	优倍	屋顶装(13/950ml)、(3.8/200ml)
奶	致优	屋顶装 (20/950ml)
	送奶到户瓶装鲜牛奶	2.6/瓶
酸	光明原味、草莓酸奶	利乐砖 (3.0/250ml)、利乐枕 (2.0/243ml)
奶	酸奶饮品 (草莓味、原味)、果诱乳	利乐砖 (3.0/250ml)、(2.0/190m)
	莫斯利安酸牛奶	盒装 (2.5/110g)
	原味、芦荟、红枣、草莓酸奶	盒装 (1.0/100g)
	双果粒酸奶	筒装 (5.0/280ml)
	白雪酸牛奶、健能新鲜杯、畅游新鲜杯、益生菌	杯装 (2.0-3.0/200ml)
	畅优酸牛奶	盒装 (2.2/100ml) (3.5/210ml)
	AB100 健能酸牛奶	2.2/100ml
	大粒果粒酸牛奶	2.8/100ml
	益生菌酸牛奶、红枣酸牛奶	屋顶装 (6.5/480g、9/950ml) 盒装 (2/100ml)
常	光明纯牛奶、高钙奶、香浓奶、营养早餐奶	利乐砖 (2.5/250ml), 利乐枕 (2.5/243ml)
温	优+ 纯牛奶、低脂牛奶	袋装(2.5/231ml), 盒装(3.0/250ml)
奶	儿童奶 (小小光明 我是牛奶 、嘟嘟牛奶)	利乐砖(3.5/190ml)、屋顶装 (2.6/200ml)
	含乳饮品 (红豆牛奶、红枣奶、花生核桃奶)	利乐砖 (3.0/250ml)
	(巧克力奶、嘟嘟含乳饮料、学生奶)	利乐砖 (2.5/250ml)
	优舒无糖牛奶	盒装 (4.0/250ml)
	优优果粒牛奶	利乐砖 (3.5/250ml)
奶	优幼体智能金装 、1-3 段体智能配方婴儿奶粉、优	筒装 (100-210/900g)
粉	幼孕产妇奶粉	
	光明高钙奶粉、全脂甜奶粉、脱脂奶粉、女士高钙	袋装 (20-30/400g)
	高纤奶粉、中老年高钙维 E 奶粉	
	学生高钙铁锌奶粉、中老年高钙奶粉、多维高钙	筒装 (80/800g)
其	光明淡奶油	(25.0/1L)
他	小小光明奶酪、马苏里拉芝士碎奶酪粒、芝士片	15/138g、18/200g、11/92g
	光明黄油	6.5/60g、20/227g、12.8/125g
	咖啡专用发泡奶	利乐砖 (9.0/250ml)

资料来源: 中投证券研究所

图 15: 公司主推的高端产品



资料来源: 中投证券研究所

表 2: 2009 年-2010 年 UHT 奶新增产能

单位: 万吨	2010	2011	2012	2012	2013	2014
二厂、八厂、永安	30	30				
马桥项目			36	42	48	60
其中: UHT 奶			5.4	6.3	7.2	9
天津梦得 UHT 奶			20	25	30	30
合计			25.4	31.3	37.2	39

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 4: 股权激励行权条件

				第一个解锁期 2012		第二个解 锁期 2013	第三个解 锁期 2014
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A
主营收入 (亿元)	82.06	73.59	79.43	94.8	113.76	136.51	158.42
yoy		-10%	7%	20%	20%	20%	16%
归属于母公司的净利润 (亿元)	2.01	(2.68)	1.28	1.9	2.28	2.73	3.17
Yoy		-234%	142%	58%	20%	20%	16%
股本 (亿股)	10.51	10.51	10.51	10.51	10.51	10.51	10.51
EPS (按新股本计算) (元)	0.19	(0.25)	0.122	0.181	0.217	0.260	0.302
PE (按新股本计算) (元)	49.86	(37.12)	90.04	56.86	47.39	39.58	34.08
加权平均净资产收益率	9.00%	-13.10%	6%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
扣除非经常性损益的净利润占比	75%	85%	85%	85%	85%		
净利润率	2.59%	-3.89%	1.52%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
激励费用 (百万元)				17.62	17.62	8.22	3.52
各申请解锁上限				40%。336 万股		30%, 252 万股	30%, 252 万股

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 5: 激励对象获得限制性股票数量

姓名	总股本	人数	获得限制性股 票数量 (万股)	占限制性股 票总量比例	占公司总 股本比例
郭本恒	总经理	1	27.19	3.33%	0.03%
梁永平	副总经理	1	22.1	2.71%	0.02%
罗海	副总经理	1	20.1	2.46%	0.02%
沈伟平	副总经理	1	20.1	2.46%	0.02%
李柯	副总经理	1	20.1	2.46%	0.02%
孙克杰	副总经理	1	20.1	2.46%	0.02%
朱建毅	董事会秘书	1	16.22	1.99%	0.02%
董宗泊	财务总监	1	14.03	1.72%	0.01%
其他	中层管理人员, 营 销, 技术及管理人员	97	655.75%	80.39%	0.63%
合计		105	815.69	100.00%	0.78%

资料来源: 公司公告、中投证券研究

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2157	2459	2943	3632	营业收入	7943	9532	11438	13726
现金	929	970	1144	1469	营业成本	4961	6005	7206	8647
应收账款	553	694	841	1012	营业税金及附加	27	32	39	47
其它应收款	36	55	64	74	营业费用	2472	2860	3431	4118
预付账款	116	114	142	175	管理费用	275	334	400	480
存货	519	623	747	897	财务费用	18	1	-0	-4
其他	4	4	5	5	资产减值损失	41	0	0	0
非流动资产	1966	1873	1856	1757	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	23	23	23	23	投资净收益	3	0	0	0
固定资产	1492	1477	1421	1331	营业利润	152	300	362	438
无形资产	122	116	110	104	营业外收入	64	0	0	0
其他	329	257	302	298	营业外支出	27	0	0	0
资产总计	4123	4332	4799	5389	利润总额	190	300	362	438
流动负债	1756	1793	2007	2290	所得税	61	90	108	131
短期借款	128	128	128	128	净利润	128	210	253	306
应付账款	709	841	1009	1211	少数股东损益	6	9	11	13
其他	919	824	870	952	归属母公司净利润	122	201	242	293
非流动负债	169	131	131	131	EBITDA	401	543	634	737
长期借款	67	67	67	67	EPS (元)	0.12	0.19	0.23	0.28
其他	101	64	64	64					
负债合计	1925	1924	2138	2422	主要财务比率				
少数股东权益	91	100	111	124	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	1042	1042	1042	1042	成长能力				
资本公积	426	426	426	426	营业收入	7.9%	20.0%	20.0%	20.0%
留存收益	639	839	1082	1375	营业利润	-68.8%	97.2%	20.6%	21.0%
归属母公司股东权益	2107	2308	2550	2843	归属于母公司净利润	-57.2%	64.0%	20.6%	21.0%
负债和股东权益	4123	4332	4799	5389	获利能力				
					毛利率	37.5%	37.0%	37.0%	37.0%
					净利率	1.5%	2.1%	2.1%	2.1%
					ROE	5.8%	8.7%	9.5%	10.3%
					ROIC	7.9%	14.0%	15.9%	19.3%
					偿债能力				
					资产负债率	46.7%	44.4%	44.6%	44.9%
					净负债比率	15.80	10.15%	9.14%	8.07%
					流动比率	1.23	1.37	1.47	1.59
					速动比率	0.91	1.00	1.07	1.17
					营运能力				
					总资产周转率	1.95	2.25	2.51	2.69
					应收账款周转率	13	14	13	13
					应付账款周转率	7.06	7.75	7.79	7.79
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.12	0.19	0.23	0.28
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.27	0.42	0.50
					每股净资产(最新摊薄)	2.02	2.21	2.45	2.73
					估值比率				
					P/E	88.90	54.21	44.94	37.13
					P/B	5.17	4.72	4.27	3.83
					EV/EBITDA	26	19	16	14

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭: 中投证券研究所首席行业分析师。

蒋鑫: 中投证券研究所食品饮料行业分析师, 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士, 2010 年 7 月加入中投证券。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434