

乳制品

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 蒋鑫

S0960110110022

0755-82026708

jiangxin@cjis.cn

6-12 个月目标价: 13.00 元

当前股价: 10.57 元

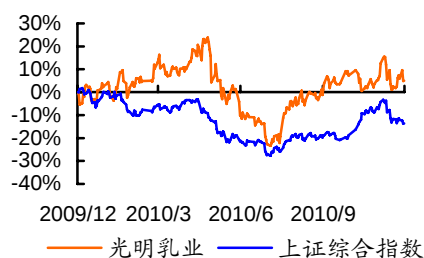
评级调整: 上调

基本资料

上证综合指数	2823.45
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	8.19	12.57	27.35
上证综合指数	-7.55	7.65	9.94



相关报告

《光明乳业-期待常温奶在华东地区的蚕食式扩张》2010-11-10

光明乳业

600597

推荐

国内首款常温酸奶在全国上市, 引领公司进入突变期

光明乳业宣布从 12 月 1 日开始, 旗下的国内首款常温酸奶产品——莫斯利安酸奶正式在全国上市, 标志着光明乳业全国性的战略布局进程加快。我们看好公司未来常温酸奶在全国市场的销售拓展能力, 将评级上调至“推荐”。

投资要点:

- 国内首款常温酸奶在全国上市, 全力打造国内高端酸奶第一品牌, 突破常规酸奶的地域限制, 加快全国化战略步伐。公司在全国酸奶市场的份额第二, 收入中酸奶占 30%, 常温奶占 40%, 这款产品属于常温奶系列。公司做酸奶产品起家, 在酸奶产品的开发上具有领先的技术优势, 这款产品由公司自主研发, 具有一定的技术壁垒, 短期内很难被竞争对手复制。这款产品在营养成分上和冷藏酸奶一样, 但是保质期长达 4 个月。由于目前常温酸奶只有光明在销售, 相比其他产品具有更大的成长空间。过去由于冷藏酸奶需要冷链的支持, 运输半径有限, 对奶源依赖大, 使得公司产品在全国市场的拓展速度比较慢。由于全国常温牛奶的市场基本已经被蒙牛、伊利占据, 公司想要通过常温牛奶拓展市场难度较大, 但是通过常温酸奶这种全新的产品, 可以成为公司拓展市场的突破口。
- 以蒙牛特仑苏为标杆, 预计明年常温酸奶能为公司带来 8-10 亿的收入。公司在全市场推出的这款产品属于公司的高端产品, 毛利率在 45% 左右, 这项产品的推出有助于公司提高整体的盈利能力。这款产品 2009 年在上海面世, 在上海第一个季度销量达到 4000 万, 销售速度是其他光明常温奶面世时的 4 倍。我们认为这款产品与蒙牛的特仑苏在某些方面类似, 特仑苏是国内第一款高端常温牛奶, 而公司的产品是国内第一款高端常温酸奶。二者在价格上也相差不多, 特仑苏 5 元/250ml, 12 月莫斯利安将推出新版的利乐 190g 钻石包的礼盒装, 售价超过 4 元, 目前市面上还没有礼盒装的酸奶。特仑苏 2006 年面世的第一年销售收入达到 8 亿元, 第二年 10.4 亿元。根据尼尔森的数据, 常温酸奶饮料的销量占比为 41.1%、常温奶占 29.9%, 我们认为在消费者口味的接受程度上应该不比特仑苏差, 同时我们认为酸奶是未来乳制品的发展方向, 营养价值更高、更健康、更高端、在口味选择上也更丰富, 因此我们认为常温酸奶能够获得不少于特仑苏的销售收入。
- 12 月 1 日起, 公司 30 多种入户奶全面涨价, 提价 5%, 毛利率保持在高位。
- 预计 2010-2012 年 EPS 为 0.19、0.25 和 0.32 元(上次预测为 0.19、0.23 和 0.28), 对应的 PE 为 54.7、41.8 和 33.1 倍, 未来 3 年复合增长率 39%, 我们看好公司未来新产品的市场拓展能力, 同时预计公司将继续加大海外收购力度, 认为公司目前正处于突变期, 因此我们认为应给予其更高的估值, 上调至“推荐”评级。

主要财务指标

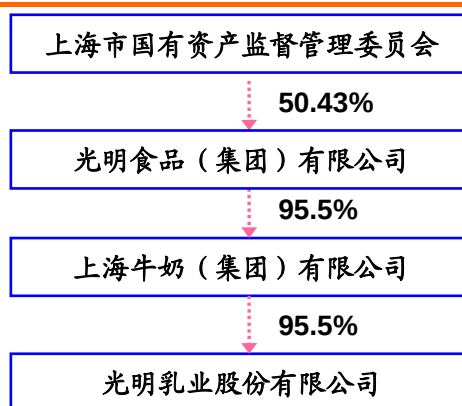
单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	7943	9532	12391	15489
同比(%)	8%	20%	30%	25%
归属母公司净利润(百万元)	122	199	261	329
同比(%)	-57%	63%	31%	26%
毛利率(%)	37.5%	37.0%	37.0%	37.0%
ROE(%)	5.8%	8.6%	10.2%	11.4%
每股收益(元)	0.12	0.19	0.25	0.32
P/E	88.90	54.68	41.78	33.13
P/B	5.17	4.72	4.24	3.76
EV/EBITDA	26	19	16	13

资料来源: 中投证券研究所

关于光明乳业对伊利股份的影响分析。我们认为常温酸奶是一种全新的产品，在对整个行业看好的背景下，我们认为这对每个公司都是一个机会，常温酸奶可以填补原来空白的酸奶市场，而伊利并没有同类产品，所以不会对伊利的市场份额造成冲击。同时，伊利在全国市场的优势地位也是很难动摇的，因此，我们认为，在行业整体向上的背景下，每个企业都有自己很大的发展空间。

我们目前对乳制品公司的研究主要包括3类：第一类是全国型的乳制品企业，例如伊利、蒙牛；第二类是走差异化产品路线的乳制品企业，例如皇氏乳业；第三类是目前提升空间很大的乳制品企业，例如光明和三元。对于具体公司的研究，可以参看我们之前出的报告以及即将发出的乳制品行业策略报告。

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

表 1: 冷藏酸奶和常温酸奶营养对比

营养素（每 100g）	冷藏酸奶	常温酸奶	特仑苏
热量（大卡）	69.98	93.21	69.31
碳水化合物（克）	10.00	13.00	5.00
脂肪（克）	2.40	3.00	3.80
蛋白质（克）	2.00	3.20	3.30
保质期	14 天	120 天	180 天

图 2: 产品的老包装



资料来源：AC 尼尔森、中投证券研究所

表 2 光明产品商超渠道价格(单位: 元)

 新鲜奶	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)
	优倍	屋顶装(13/950ml)、(3.8/200ml)
	致优	屋顶装 (20/950ml)
	送奶到户瓶装鲜牛奶	2.6/瓶
 酸奶	光明原味、草莓酸奶	利乐砖 (3.0/250ml)、利乐枕 (2.0/243ml)
	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) 利乐包 (4.0/190g)
	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)
 常温奶	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)
	优+纯牛奶、低脂牛奶	袋装(2.5/231ml), 盒装(3.0/250ml)
	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)
 奶粉	优幼体智能金装、1-3 段体智能配方婴儿奶粉、优幼孕产妇奶粉	筒装 (100-210/900g)
	光明高钙奶粉、全脂甜奶粉、脱脂奶粉、女士高钙高纤奶粉、中老年高钙维 E 奶粉	袋装 (20-30/400g)
	学生高钙铁锌奶粉、中老年高钙奶粉、多维高钙	筒装 (80/800g)
 奶酪	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

资料来源: 中投证券研究所

图 3: 常温酸奶饮料比常温白奶更受欢迎

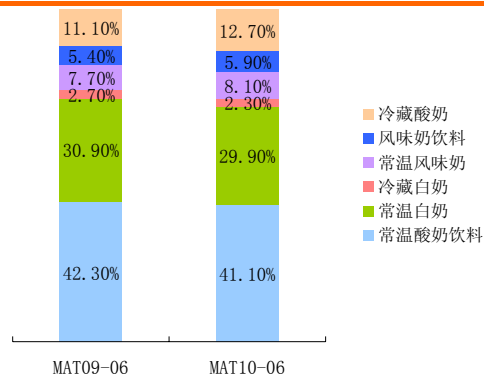
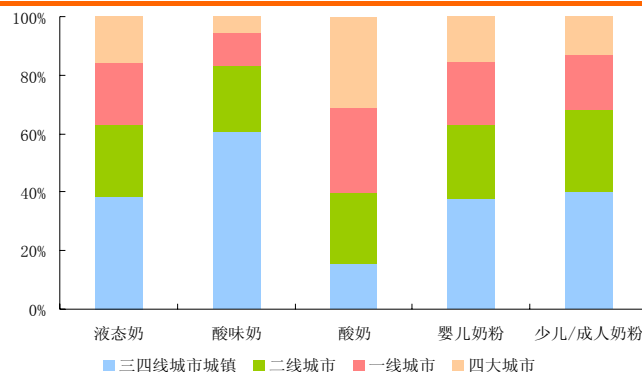


图 4: 酸奶是未来的消费趋势



资料来源: AC 尼尔森、中投证券研究所

表 3: 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

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	2457	3070	3888	营业收入	7943	9532	12391	15489
现金	929	968	1120	1446	营业成本	4961	6005	7807	9758
应收账款	553	694	912	1142	营业税金及附加	27	32	42	53
其它应收款	36	55	69	84	营业费用	2472	2860	3717	4647
预付账款	116	114	154	198	管理费用	275	334	434	542
存货	519	623	810	1012	财务费用	18	4	3	-1
其他	4	4	5	6	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	297	389	490
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	4330	4926	5645	利润总额	190	297	389	490
流动负债	1756	1793	2116	2492	所得税	61	89	117	147
短期借款	128	128	128	128	净利润	128	208	272	343
应付账款	709	841	1093	1366	少数股东损益	6	9	12	15
其他	919	824	895	998	归属母公司净利润	122	199	261	329
非流动负债	169	131	131	131	EBITDA	401	543	664	792
长期借款	67	67	67	67	EPS (元)	0.12	0.19	0.25	0.32
其他	101	64	64	64					
负债合计	1925	1924	2247	2623	主要财务比率				
少数股东权益	91	100	112	127	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%	30.0%	25.0%
留存收益	639	838	1098	1427	营业利润	-68.8%	95.5%	30.9%	26.1%
归属母公司股东权益	2107	2306	2566	2895	归属于母公司净利润	-57.2%	62.6%	30.9%	26.1%
负债和股东权益	4123	4330	4926	5645	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%	8.6%	10.2%	11.4%
					ROIC	7.9%	14.0%	16.8%	20.8%
					偿债能力				
					资产负债率	46.7%	44.4%	45.6%	46.5%
					净负债比率	15.80	10.15%	8.69%	7.45%
					流动比率	1.23	1.37	1.45	1.56
					速动比率	0.91	1.00	1.04	1.13
					营运能力				
					总资产周转率	1.95	2.26	2.68	2.93
					应收账款周转率	13	14	14	14
					应付账款周转率	7.06	7.75	8.07	7.94
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.12	0.19	0.25	0.32
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.27	0.40	0.50
					每股净资产(最新摊薄)	2.02	2.21	2.46	2.78
					估值比率				
					P/E	88.90	54.68	41.78	33.13
					P/B	5.17	4.72	4.24	3.76
					EV/EBITDA	26	19	16	13

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。

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 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434