

# 光明乳业(600597.sh)

## 随风潜入夜，润物细无声

**胡鸿 分析师**

电话: 0755-82739763

eMail: hh6@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260210070003

**汤玮亮 分析师**

电话: 020-87555888-634

eMail: twl@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260210020048

### 管理层面释放积极信号

首先，郭本恒上任后，主要有三方面的举措：产品战略不仅聚焦鲜奶，还要突破常温，使得常温奶比例上升至 40%；组织架构调整，提高业务管理效率；产品差异化策略，推出国内首款常温酸奶，如公司以往新产品，莫里斯安实现销售收入超过 10 亿并不困难。其次，股权激励虽然目标难实现，但却促使公司上下积极向目标靠拢，预计 2010 年完成股权激励目标是大概率事件。

### Synlait 奠定公司未来婴幼儿奶粉战略

从 9 月份以来，Synlait1 号工厂经营情况很好，预计给公司 2010 年年报增厚约 2.5 亿元的销售收入。预计 2 号工厂 2011 年底达产，我们看好高端婴幼儿奶粉市场前景，支持公司未来业绩增长。

### 销售费率短期下降空间有限，但业绩弹性较大

前三季度销售费用率同比去年同期下降约 1 个百分点，但要有大幅下降还是比较难，原因在于：股权激励方案要求公司每年要达到 20% 的销售收入增速，压力不小，费用下降同时完成较高销售收入存在一定困难。但由于公司股本为 10.49 亿股，销售收入接近 100 亿元的话，销售费率只要下降 1 个百分点，则能增厚约 0.1 元的 EPS，而公司前三季度的 EPS 为 0.127 元，业绩弹性空间大。

### 盈利预测与估值：公司基本面正悄然改善中，随时等候“佳绩”

预计 10-12 年摊薄之后 EPS 为 0.19 元、0.30 元、0.36 元，考虑到公司改善空间大，给予一定的成长性，按照 2011 年 40-50 倍 PE 测算，估值为 12-15 元，给予公司买入评级。

### 风险提示

原奶价格异常波动；Synlait 未能如期达产；乳制品安全问题。

### 预测及评估

|             | 2008A    | 2009A    | 2010E   | 2011E    | 2012E    |
|-------------|----------|----------|---------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)   | 7,358.54 | 7,943.17 | 9516.40 | 11438.61 | 13672.87 |
| 增长率(%)      | -10.33%  | 7.94%    | 19.81%  | 20.20%   | 19.53%   |
| EBITDA(百万元) | -76.29   | 438.97   | 419.58  | 663.45   | 779.59   |
| 净利润(百万元)    | -285.99  | 122.47   | 203.01  | 313.29   | 371.88   |
| 增长率(%)      | -234.34% | -142.82% | 65.76%  | 54.32%   | 18.70%   |
| 每股收益(元)     | -0.275   | 0.118    | 0.19    | 0.30     | 0.36     |
| 市盈率         | -15.48   | 81.11    | 52.66   | 34.12    | 28.75    |
| 市净率         | 2.24     | 4.72     | 4.63    | 4.08     | 3.57     |
| EV/EBITDA   | -55.42   | 21.40    | 23.95   | 14.50    | 11.77    |

数据来源: 光明乳业股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

### 公司评级

**买入**

|         |       |
|---------|-------|
| 当前价格(元) | 10.50 |
| 目标价格(元) | 15.00 |
| 前次评级    | 无评级   |

### 股价走势



| 市场表现   | 1 个月   | 3 个月   | 12 个月  |
|--------|--------|--------|--------|
| 股价涨幅   | 13.03% | 11.50% | 20.09% |
| 沪深 300 | 3.48%  | 12.53% | -3.63% |

### 股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

1,049.19/517.27

主要股东:

上海牛奶(集团)有限公司

主要股东持股比例 35.03%

### 财务比率

|          |        |
|----------|--------|
| ROE      | 5.81%  |
| ROA      | 5.10%  |
| 资产负债率    | 46.69% |
| 每股净资产(元) | 2.02   |

2009 年报数据

## 目录索引

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 一、公司投资要点                              | 4  |
| 二、行业高速增长期已过，进入稳定增长期                   | 5  |
| （一）我国当前经济发展水平与日本 60 年代中期非常相似          | 5  |
| （二）日本 60 年代中期后，乳制品行业复合增速趋缓            | 5  |
| （三）国内乳业行业未来 3-5 年增速趋缓                 | 7  |
| 三、分享行业稳定红利的同时，公司迎来新发展                 | 9  |
| （一）公司历年经营情况回顾                         | 9  |
| （二）管理层面释放积极信号                         | 11 |
| （三）常温酸奶的全国推广可进一步提升常温奶的占比              | 12 |
| （四）收购新西兰 Synlait 股权为公司未来抢占高端婴幼儿奶粉打下基石 | 13 |
| （五）销售费率有下降空间，带来业绩弹性                   | 14 |
| （六）竞争对手分析                             | 15 |
| 四、盈利预测与估值分析：看好公司长期发展                  | 17 |
| 五、风险提示                                | 17 |

## 图表索引

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 图 1：购买力评价计算中国和日本人均 GDP（单位：\$）    | 5  |
| 图 2：中国和日本农村耐用消费品普及率情况（%）         | 5  |
| 图 3：日本 60 年代中期前后食品消费占比（%）        | 6  |
| 图 4：日本乳制品人均消费年度复合增长率             | 6  |
| 图 5：2004 年乳制品人均年度消费国际比较（单位：人/千克） | 7  |
| 图 6：我国人均牛奶占有量已进入稳定阶段             | 8  |
| 图 7：我国牛奶产量增速趋缓                   | 8  |
| 图 8：我国人口出生率已降至 0.51%             | 8  |
| 图 9：光明乳业历年销售收入情况                 | 9  |
| 图 10：光明乳业历年净利润情况                 | 9  |
| 图 11：光明乳业历年销售收入情况                | 10 |
| 图 12：光明乳业历年净利润情况                 | 10 |
| 图 13：公司目前产品结构                    | 10 |
| 图 14：公司组织架构图                     | 11 |
| 图 15：股权激励行权条件                    | 12 |
| 图 16：蒙牛乳业常温奶销售收入占比超过 90%         | 12 |
| 图 17：新西兰全脂和脱脂奶粉价格                | 14 |
| 图 18：公司历年销售费率情况                  | 15 |
| 图 19：A 股上市的同行业基本情况比较             | 15 |
| 图 20：伊利股份过去 5 年收入构成              | 16 |
| 图 21：伊利股份地区收入情况                  | 16 |

|                                                              |    |
|--------------------------------------------------------------|----|
| 图 22：蒙牛乳业过去 5 年收入结构 .....                                    | 16 |
| 图 23：光明乳业收入地区构成 .....                                        | 16 |
| 图 24：A 股上市的同行业基本情况比较（交易日期为：2011-1-5，销售收入为 10 年<br>三季报） ..... | 17 |
| 图 25：盈利预测 .....                                              | 17 |

## 一、公司投资要点

1、股权激励方案实施后，公司上下都很关心能否达标，这是一个积极信号。尽管激励力度不大，但象征意义较大，虽然每年上海国资委都会给公司制定年度销售收入和利润等目标，但从不外公布，股权激励的实施相当于将业绩摆在社会公众面前，给管理层一定压力。自上而下，具体到销售业务层面，公司全员皆奋力完成股权激励目标。

2、公司今年完成股权激励的收入目标是大概率事件。公司前三季度，销售收入合计68.15亿元，而9月份销售收入达到9.1亿元，加上十一期间销售情况不错，再合并Synlait公司11月和12月的销售收入，今年完成94.8亿元属大概率事件。

3、常温酸奶莫里斯安于12月开始全国范围内上市，有利于延长公司的产品线，增厚高端产品的利润。按照公司以往新品种贡献10个亿以上销售收入，我们对常温酸奶保持乐观态度，而且09年在江浙沪地区推广情况看，取得不错成绩。

4、公司销售费率未来有下降空间，虽然短期来看，大幅下降比较难，即便如此，公司具备很好节约弹性。从今年的趋势看，销售费用率确实有所下降，但要有大幅下降还是比较难，原因在于：董事会层面是希望费用降下来，但是股权激励方案看，公司每年要达到20%的销售收入增速，相比前几年经营情况，压力不小，所以费用下降同时完成较高销售收入存在一定困难。尽管如此，由于公司股本为10.49亿股，销售收入接近100亿元，销售费率只要下降1个百分点，则能增厚约0.1元的EPS，而公司前三季度的EPS为0.127元，业绩弹性空间大。

5、公司近几年落后蒙牛、伊利的增速，但未来行业空间仍然比较大，尤其是农村地区，公司正在逐步走出“大华东”，迈向全国。

6、盈利预测与估值：预计10-12年摊薄之后EPS为0.18元、0.29元、0.32元，考虑到公司改善空间大，给予一定的成长性，按照2011年40-50倍PE测算，一年内目标价为12-14.5元，给予公司买入评级。

## 二、行业高速增长期已过，进入稳定增长期

牛奶消费量受多种因素影响，回顾国内近些年乳业发展，结合国外乳业发展历程，我们发现，人均可支配收入、政策环境以及消费习惯等为主要推动因素。分析当前乳业增长趋势，我们首先回顾亚洲国家日本的发展历程，以此作为借鉴，再结合国内环境，我们得出：未来3年乳制品行业进入稳定增长期。

为什么分析日本乳制品行业？理由如下：

- 1) 乳制品作为居民食品消费支出的一部分，与人均收入程度有关，而日本属于经济发达国家，经历过我国居民的人均收入阶段；
- 2) 日本与我国同属亚洲国家体格，饮食习惯与我国相差不会特别大。

### （一）我国当前经济发展水平与日本 60 年代中期非常相似

对比我国与日本经济发展历程，指标显示我国当前发展水平相对于日本的60年代中期。比如购买力评价下我国人均GDP当前水平在8000美元，与日本60年代中期相当，再比如我国和日本农村在冰箱和洗衣机等耐用消费品支出方面，1966年日本农村和洗衣机普及率分别为36.6%和58.6%，而中国农村2009年数据与此相当，另外，中国2009年城市汽车普及率与日本农村普及率水平相近。此外，日本的刘易斯拐点也出现在60年代中期，我国出现时点为2010年。

图 1：购买力评价计算中国和日本人均 GDP（单位：\$）

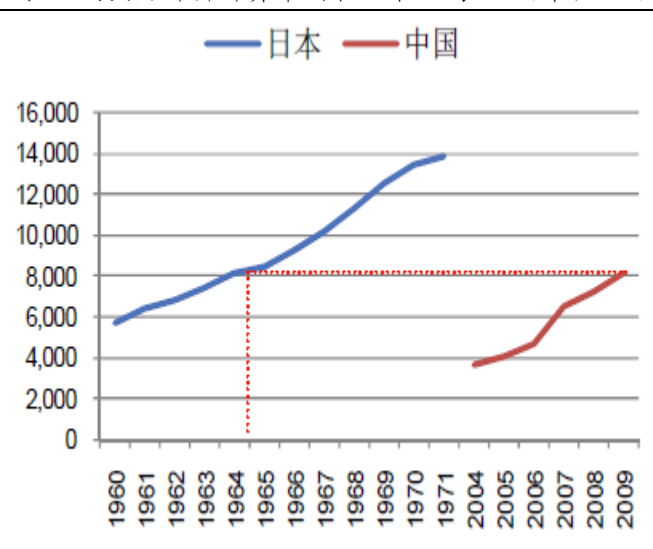


图 2：中国和日本农村耐用消费品普及率情况（%）

| 日本农村       | 冰箱   | 洗衣机  | 电视机   | 汽车               |
|------------|------|------|-------|------------------|
| 1964       | 14.5 | 32.0 | 69.0  |                  |
| 1965       | 25.7 | 47.0 | 81.7  | 8.7              |
| 1966       | 36.6 | 58.6 | 89.2  | 9.6              |
| 1967       | 49.3 | 68.6 | 94.1  | 11.4             |
| 1968       | 63.3 | 75.7 | 94.9  | 14.5             |
| 1969       | 68.6 | 83.9 | 96.6  | 22.4             |
| 1970       | 83.1 | 86.4 | 95.7  | 30.0             |
| 1971       | 87.7 | 90.6 | 97.8  | 34.1             |
| 1972       | 87.8 | 93.4 | 99.3  | 42.7             |
| 1973       | 92.5 | 96.3 | 104.5 | 48.5             |
| 中国农村（2009） | 37.1 | 53.1 | 108.0 | 3.5（城市<br>10.89） |

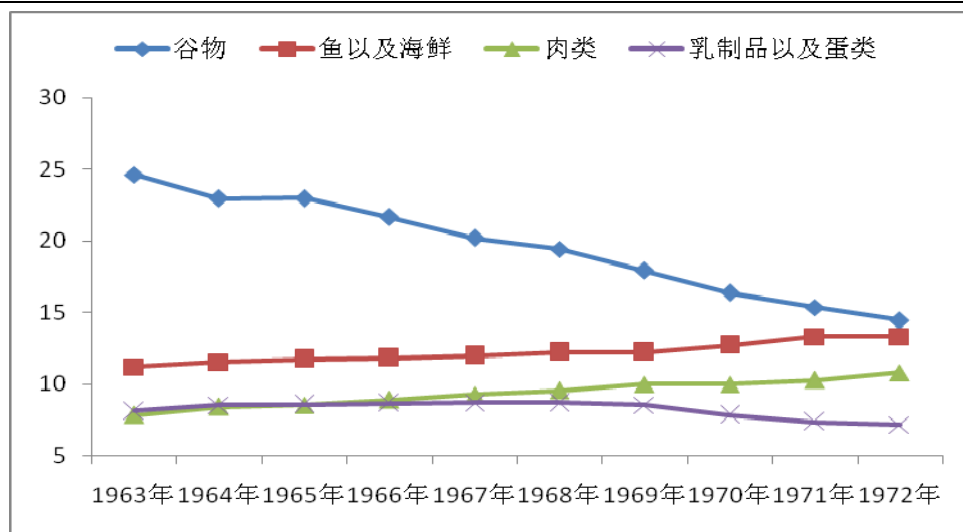
数据来源：Wind资讯、日本统计局

### （二）日本 60 年代中期后，乳制品行业复合增速趋缓

随着二次战争后，日本饮食呈现“西化”现象，在谷类消费占比呈现趋减态势，在肉类以及乳制品尤其是奶酪消费增速大幅提升，这种态势一直持续到60年代中后期，此后，虽然谷物消费占比下降，但是乳制品消费占比并没有明显的提升，至1967年以及1968年蛋类以及乳制品消费占比稳定在8.68%之后开始下降，而肉类和鱼类消费占比仍

有缓慢上升。

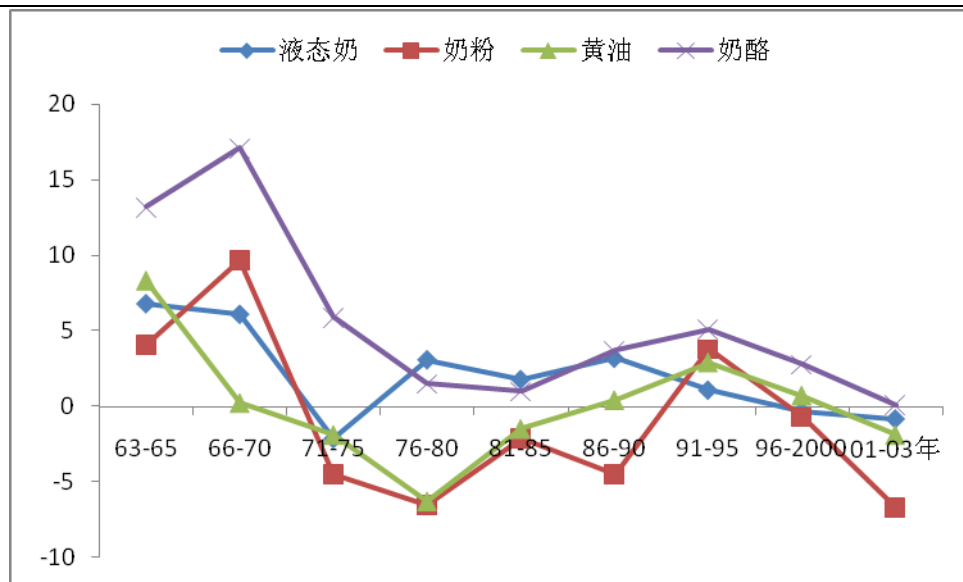
图 3：日本 60 年代中期前后食品消费占比 (%)



数据来源：日本统计局

另外，分品种看，仅有奶酪增速保持在正增长，液态奶在71-75年、96-2000年、01-03年出现负增长，而奶粉和黄油增速为“负值”的时间段较长，整体而言，乳制品增速在70年代后，增速基本趋缓。意味着，在“一杯奶强壮一个民族”饮奶活动后，奶类消费在居民消费占比已趋于稳定。

图 4：日本乳制品人均消费年度复合增长率



数据来源：日本统计局

备注：复合增长率计算公式： $(X_{t+n}/X_t)^{1/n} - 1$

至2004年时，日本人均乳制品年度消费量与欧美国家仍有一定差距，液态奶仅占美国42%，但是脱脂奶粉却高于美国，稍低于瑞士和欧盟国家。日本09年时人均液态奶还有所下降，人均占有量仅为33.4公斤，2010年进一步降为32.3公斤。

图 5：2004 年乳制品人均年度消费国际比较（单位：人/千克）

| 国家      | 液态奶   | 黄油  | 奶酪   | 脱脂奶粉 |
|---------|-------|-----|------|------|
| 瑞士      | 93.8  | 6   | 17.1 | 2.1  |
| 欧盟 25 国 | 79.2  | 4.7 | 14.1 | 2.4  |
| 澳大利亚    | 102.2 | 2.9 | 11.9 | 1.7  |
| 新西兰     | 90.1  | 6.5 | 7    | 1.3  |
| 加拿大     | 87.7  | 2.9 | 10.7 | 1.5  |
| 美国      | 92.1  | 2   | 14.1 | 1.3  |
| 日本      | 39    | 0.7 | 2    | 1.7  |

数据来源：美国农业部

综合而言，从日本乳业发展历程看，经历了60年代前期高速增长后，后期开始增速放缓，不同品种70年代增速开始下降，至04年与欧盟国家仍有差距。

### （三）国内乳业行业未来 3-5 年增速趋缓

前面的两节我们已分析，借鉴日本经验，我国当前发展水平与日本60年代中期相当，那么未来我国乳业增速也将步入一个增速平稳进而下降的阶段。那么，我国乳制品自身发展阶段呢？

#### 1）行业巅峰时期已过，目前人均牛奶占有量较为稳定

结合我国人均牛奶占有量和增速情况看，我国奶业发展大致经历了三个发展阶段，第一阶段：80年代至90年代，居民牛奶消费意识开始被唤醒，人均牛奶占有量出现大幅增长，从人均占有量1.2公斤升至3.7公斤，复合增速为12%；

第二阶段：90年代至2003年，随着居民收入稳定增长，以及健康与营养知识的普及，人均牛奶消费再增长，从90年的3.7增至2003年的13.55公斤，复合增速达14.3%，该阶段中98年至03年复合增速达到19%；

第三阶段：04年至09年，人均牛奶占有量增速放缓，复合增速回落至12%，且09年环比增速首次出现“负值”。

此外，从奶源角度看，奶源瓶颈现象显现，我国牛奶产量增速从04年开始下降，至09年我国牛奶产量几近3560万吨，根据2006年农业部编制并发布的奶业“十一五规划”和2020年远景目标规划，至2020年时我国牛奶产量为5160万吨，未来十年复合增速不到3.5%，远低于过去8年牛奶产量复合增速的19.8%。

过去的3个十年，人均牛奶占有量增速为：80-90年复合增速12%，90-2000年复合增速10.5%；2000年-09年复合增速19.6%。

图 6：我国人均牛奶占有量已进入稳定阶段

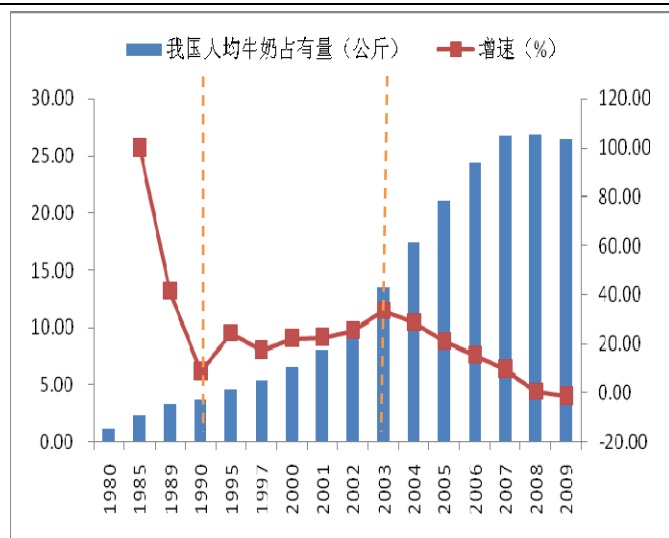


图 7：我国牛奶产量增速趋缓



数据来源：Wind 资讯，广发证券发展研究中心

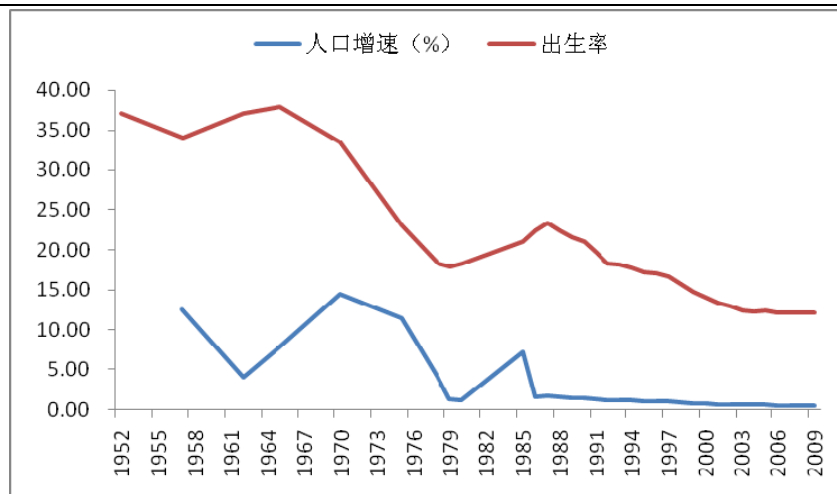
## 2）未来人口出生率等软环境已不支撑行业高速增长

从日本经验，国内过去 30 年发展情况看，未来乳业增速不理想。此外，人口出生率和制度环境同样制约行业增速。

乳制品作为居民消费支出的一部分，同样受人口出生率影响，人口增速同样带来行业机会，即所谓的“人口红利”。而根据统计局数据，我国人口出生率从 87 年开始下降，至 09 年时，人口出生率仅为 5%，而近 10 年人口增长率从 0.7% 下降至 0.5%，低于美国人口增长率，“人口红利”的盛宴已散席。

同样，诸如“全民饮奶”等软环境因素也会影响乳制品行业发展。回顾各国“牛奶运动”，印度的“白色革命”、日本“一杯牛奶壮大民族”、美国的“三杯奶运动”等皆使乳制品行业发展更上一层楼。那么，国内呢？我国“学生饮用奶计划”自 2000 年 11 月 15 日正式实施以来，已覆盖全国 28 个省、市、自治区的 224 座城市；日供奶量从 2001 年的 50 多万份，提高到 2009 年底的 470 万份，学生奶利润不高，仅能做品牌培养，未来增速有限。

图 8：我国人口出生率已降至 0.51%



数据来源：Wind 资讯、广发证券发展研究中心

综合而言，未来5年乳制品行业进入稳定增长期，爆发性增长时代悄然离去，但是或将呈现区域性增长不平衡的局面，如西部地区快于中东部地区，农村快于城市，但总体增速很难爆发性增长。

### 三、分享行业稳定红利的同时，公司迎来新发展

以下的分析我们遵循如下逻辑：首先回顾公司历年发展，以史为鉴；其次探索公司当前新增长点，主要着手点为：管理层面、战略定位、营销手段；最后总结与竞争者异同处，得出分析判断结论。

#### （一）公司历年经营情况回顾

##### 1) 98年至03年，“曾经拥有”老大宝座

我们知道，公司曾有过风光无限的未来，即98年至03年期间，公司销售收入复合增长率为35.4%，销售收入从98年的11亿元迅速增长至03年的60亿元；净利润在04年达3.36亿元，达到巅峰期，此前此后再没有哪个年度超越过该值（包括商业收入和利润，乳制品收入占比约90%）。

成就公司辉煌因素缘于：乳制品行业迅猛发展（行业复合增速几近20%）；伊利、三元、蒙牛等竞争对手不够强。

图 9：光明乳业历年销售收入情况

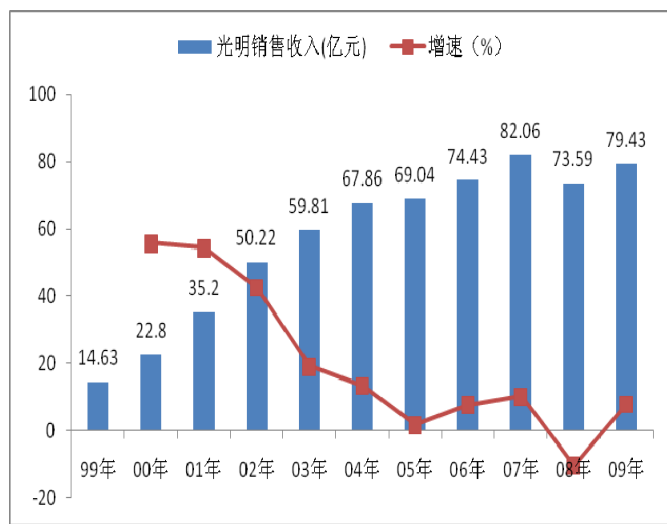
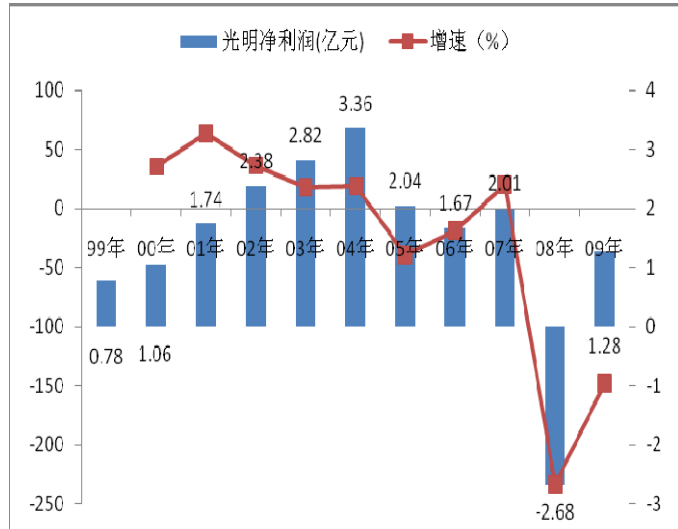


图 10：光明乳业历年净利润情况



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

##### 2) 04年至06年，战略失误导致“沉寂”

04年后，由于公司产品策略为“聚焦新鲜、突破百亿”，而冷链发展制约了公司巴氏奶的发展和推广；轻资产战略等问题暴露出弊端；加上05年“回炉奶”事件等冲击下，公司发展速度远低于行业增速，这一时期行业仍处于较快增长期，人均牛奶占有量3年复合增速为21%，而这3年公司销售收入增速的复合增速仅为7.5%。

与其相反，主要竞争对手伊利与蒙牛异军突起，迅速抢占了常温奶的市场份额，04年开始，公司销售收入低于伊利，05年开始净利润低于伊利，08年伊利受三聚氰胺影响，

净利润大幅缩水，净亏损17.37亿元，公司也首现上市以来的亏损，但亏损额为2.68亿元。

图 11：光明乳业历年销售收入情况

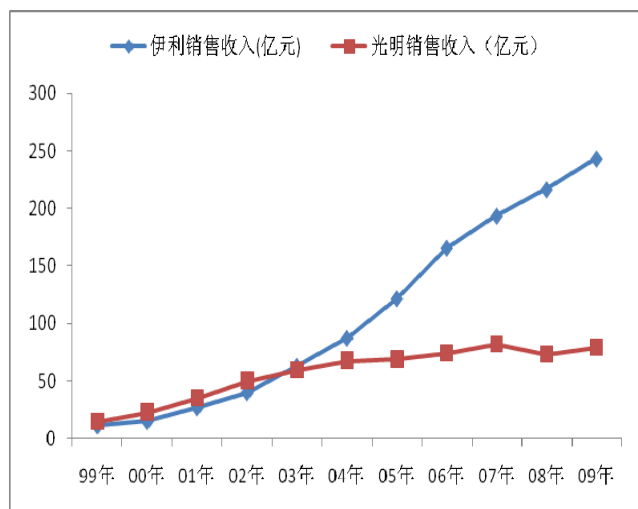
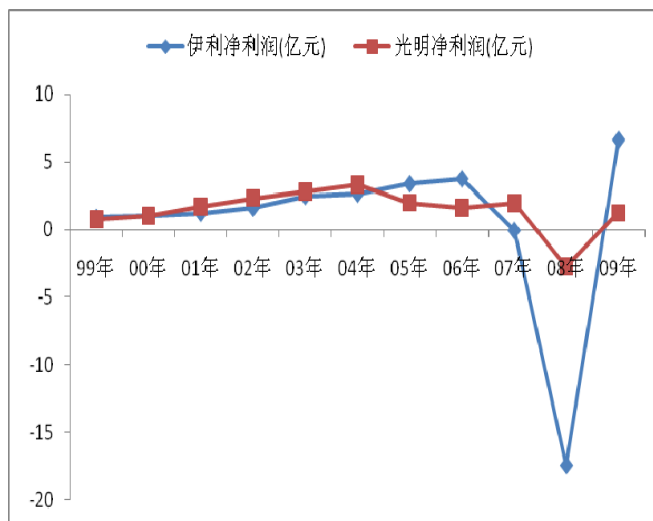


图 12：光明乳业历年净利润情况



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

### 3) 07年至今，步入“恢复+成长”期

07年后，新任掌门人上任，产品战略转为“聚焦乳业、做强新鲜、突破常温、实现百亿”，并且试图寻找差异化战略来抢夺失去的常温奶市场份额。主要举措有：

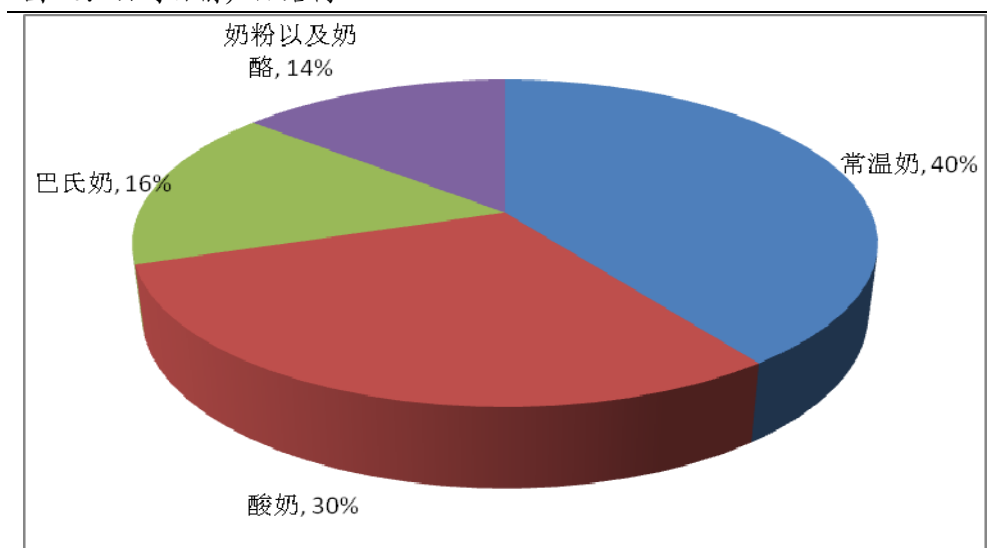
07年开始大力发展常温奶，至2010年3季度，常温奶占比约为40%，酸奶30%、巴氏奶16%，奶酪奶粉等占比为14%，常温奶占比最高。

09年开始在上海地区推出国内首款常温酸奶，09年一年销售收入达1.5亿元，市场反映不错，并于10年12月开始全国推广，将进一步抢占市场份额。

2010年收购新西兰Synlait51%的股权，引入优质奶源，其1号和2号工厂皆为5万吨奶粉产能，有利于公司替代进口奶粉。

在这3年中，虽然经历了08年三聚氰胺、达能退出等事件冲击，公司销售收入09年获得了近8%的增幅，意味着公司已摆脱恢复期，开始步入成长期。

图 13：公司目前产品结构



数据来源：广发证券发展研究中心



收入，预计可实现2.5亿元（后面我们将对Synlait项目分析），这样四季度需要实现24.05亿元，则单月实现8亿元销售收入，根据报道公司9月份销售收入为9.1亿元，10月份销售情况不错，加上12月份常温酸奶莫里斯安的全国推出，因此，我们认为实现2010年股权激励目标是大概率事件。

图 15：股权激励行权条件

|          | 2009  | 2010   | 2011   | 2012   | 2013   |
|----------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 解禁时间及数量  | 解禁期   |        |        |        |        |
| 主营业务收入   | 79    | 94.8   | 113.76 | 136.51 | 158.42 |
| 增速       |       | 20%    | 20%    | 20%    | 16%    |
| 净利润      | 1.2   | 1.9    | 2.28   | 2.73   | 3.17   |
| 增速       |       | 58.30% | 20%    | 19.70% | 16.10% |
| ROE (%)  | 4.30% | 8      | 8      | 8      | 8      |
| 经营性收益比例  | 75    | 85     | 85%    | 85     | 85     |
| 激励成本摊销   |       | 1762   | 1762   | 822    | 352    |
| 净利润率 (%) | 1.52  | 2.0    | 2.0    | 2.0    | 2.0    |

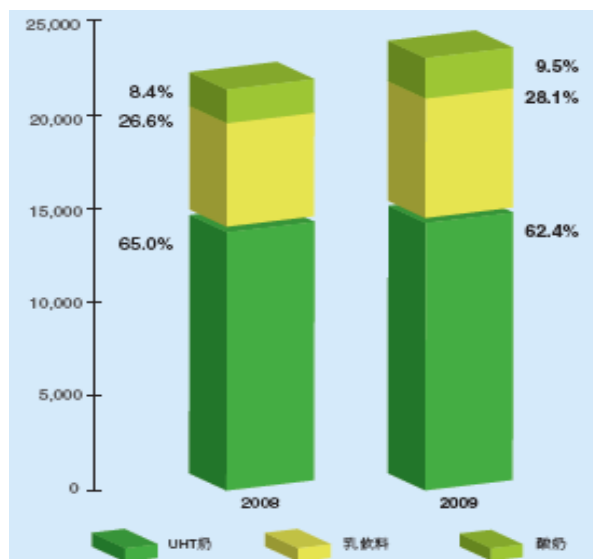
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

### （三）常温酸奶的全国推广可进一步提升常温奶的占比

前面的分析中我们不只一次提到常温酸奶的历史性意义，主要体现在三方面：

第一、它可以扩大公司常温奶市场份额，目前常温奶占总收入的为40%，2009年年报显示蒙牛乳业的UTH占比为62.4%，加上乳饮料总常温比例为90.5%，公司与蒙牛差距较大；

图 16：蒙牛乳业常温奶销售收入占比超过 90%



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

第二、品牌“青春化”。根据公司2008年消费者调查显示，公司的主要消费群体为年龄偏大者，在消费者心目中光明为：健康、高品质、有历史，但是不少年轻人认为光明已经“有点老了”。通过莫斯利安的推广

第三、显示公司技术水平同行难超越。公司不是首家引进常温酸奶生产线，但却是

首款产品面试的企业。光明乳业技术中心拥有技术研发人员108人，其中博士9人，中级以上职称86人，本科以上学历90人，近三年来承担科技部“十五”国家重大科技专项《奶业重大关键技术与产业化技术集成示范—南方大城市郊区奶业现代化生产技术集成与产业化示范》等部、市级以上科研项目20项，已完成13项，11项成果通过鉴定，达到国内领先、国际先进水平。公司每年完成企业新产品、新技术项目60余项，新产品上市近30项，近三年年新产品销售额均超过10亿元，占企业总销售额的25%以上，每年为企业创利亿元以上。因此，我们有理由相信莫斯利安目标销售收入完成10个亿。

#### （四）收购新西兰 Synlait 股权铺垫公司婴幼儿奶粉战略

公司早在“王佳芬”时期已与美国奶粉巨头惠氏有接洽，90年代中期开始接洽，但是由于上海惠氏成立以来一直处于亏损状态，与惠氏的联姻在2000年便宣告结束，但这已经给公司积累了外资合作经验。之后光明又与达能再次牵手，最后仍然以结束告终。如果说惠氏没能给公司带来盈利，而达能的“胃口”公司难以满足，造就了两场联姻的失败的话，那么此次新西兰Synlait的收购多少带来不同之处。

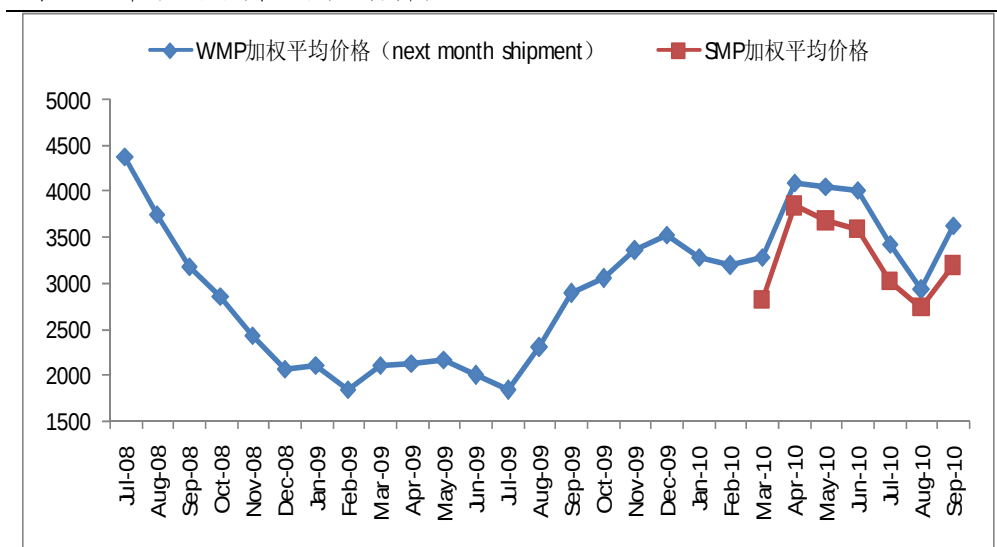
从9月份以来，Synlait经营情况很好，预计11月股权交割后，按照新西兰全脂奶粉价格2010年1月至9月平均价为3550美元/吨，1号工厂产能为5万吨，销售收入保守估计15亿元，11月份股权交割后，可计入Synlait11月和12月的销售收入进入公司2010年年报中，约2.5亿元。这样不至于像惠氏一直处于亏损而结束联姻。

（备注：1、新西兰公司的会计年度为每年的8月1日至次年的7月31日。

2、“恒天然”情况介绍。A、恒天然合作集团(Fonterra Co-operative Group)成立于2001年10月，简称“恒天然”其性质原是一家合作社，其产权属于全国约11000家农户。其由当时新西兰最大的两家乳品公司和新西兰乳品局合并而成，是新西兰当地最大的公司，控制了新西兰市场约90%的奶源，另外10%左右由5家独立奶商控制。B、从新西兰政府态度看，政府比较支持独立奶商的发展，推动光明这次收购，收购价也不贵，即10亿元的销售收入的企业仅用4亿元收到，且以后奶源进来不收关税，只有运输成本相对较贵。C、现在新西兰原奶收购价格大概是2.5元，低于国内水平，12月份上海的奶源价格为3.6元。D、恒天然只有工业奶粉，没有婴儿奶粉，工业奶粉这块的销售价格和原奶价格基本被这家公司控制，新西兰其它公司原奶和出口价格参照其并小幅波动而已。）

展望Synlait未来发展，目前1号工厂正常经营，客户群也比较稳定，主要生产大包工业奶粉，产能为5万吨，2号工厂预计2011年年底建成，2012年开始达产，主要生产高端的婴幼儿奶粉，产能也为5万吨。我们看好婴幼儿奶粉未来的盈利空间，符合郭本恒让奶粉成为公司发展第三支柱战略意图，同时解决部分奶源问题。

图 17：新西兰全脂和脱脂奶粉价格



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

### （五）销售费率有下降空间，带来业绩弹性

公司自99年开始，销售费率一直呈现上升趋势，07年大幅上升4.16个百分点，原因在于07年初达能要转化为光明的产品，因此费用投入加大。而08年遇上三聚氰胺事件，销售费用再次加大，销售费率首次突破30%，达到历史最高点，为31.5%，09年销售费率下降0.3个百分点，今年前三季度销售费率为29.71%，同比09年前三季度销售费率下降1个百分点。

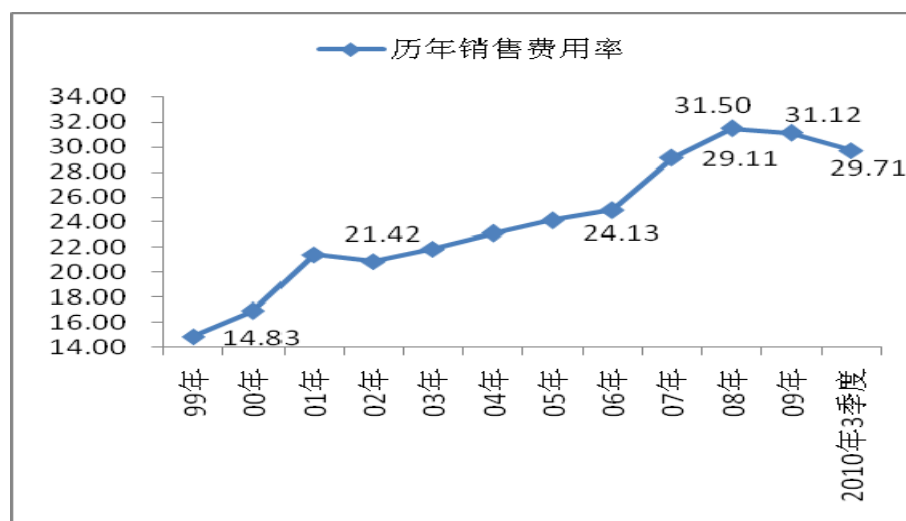
从今年的趋势看，销售费用率确实有所下降，但要有大幅下降还是比较难，原因在于：董事会层面是希望费用降下来，但是股权激励方案看，公司每年要达到20%的销售收入增速，相比前几年经营情况，压力不小，所以销售部门的人觉得收入要保持高增长，费用下降同时完成较高销售收入有些困难，所以折中的做法是，销售费用小幅下降，但销售收入要提上来。

尽管如此，由于公司股本为10.49亿股，销售收入接近100亿元，销售费率只要下降1个百分点，则能增厚约0.1元的EPS，而公司前三季度的EPS为0.127元，业绩弹性空间大。

公司销售费用较高的原因为：1）直销比例较大，承担超市的各类费用，包括进场费、促销费等，诸如搭售毛巾等附属产品成本高，公司的鲜奶和酸奶都是直销模式，使得销售费率较高；2）与达能的分手，转换产品线使得07年销售费率相比06年大幅提高，加上08年三聚氰胺事件，消费费率再提升。

因此，随着未来直销比例下降，异常事件结束，公司销售费率有望下降。

图 18：公司历年销售费率情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

## （六）竞争对手分析：

我们前面一直在分析行业的情况以及公司出现好的转机，但是其它竞争对手是否也出现了转机，公司相对投资价值如何呢？我们的结论是：

### 1) 经营情况比较

通过比较，作为销售收入较大的公司，与伊利相比：1) 光明乳业目前毛利率高于 35.46%，高于伊利股份，但是其销售净利率却小幅低于伊利股份；2) 光明乳业的营业总收入不及伊利 1/3，EPS 不及伊利股份 1/5，净利润不及伊利股份的 1/4；3) 光明的净资产收益率仅为 5.91%，稍高于 1 年期贷款利率 5.81%，说明公司给予股东回报不算高，不及伊利一半。

作为华东地区为主战场的区域乳制品公司，与皇氏和三元相比，1) 销售净利率远不及皇氏乳业；2) 综合毛利率稍低于皇氏；3) 由于三元仍在整合三鹿中，经营业绩不佳，不好做比较。

因此，综合而言，相比较行业佼佼者，公司仍有较大改善空间。

图 19：A 股上市的同行业基本情况比较

| (时间点：2010 年三季度季报) | 皇氏乳业  | 三元股份  | 光明乳业  | 伊利股份   |
|-------------------|-------|-------|-------|--------|
| 总股本 (亿股)          | 1.07  | 8.85  | 10.49 | 7.99   |
| EPS (元)           | 0.38  | -0.09 | 0.13  | 0.69   |
| 销售净利率 (%)         | 14.11 | -3.91 | 2.01  | 2.39   |
| 销售毛利率 (%)         | 37.46 | 16.47 | 35.46 | 30.34  |
| 营业总收入 (亿元)        | 2.88  | 19.66 | 68.15 | 235.25 |
| 净利润 (亿元)          | 0.41  | -0.77 | 1.37  | 5.63   |
| 净资产收益率 ROE (%)    | 5.46  | -4.72 | 5.91  | 13.80  |

数据来源：Wind 资讯、广发证券发展研究中心

## 2) 区域收入与产品结构情况对比

虽然公司一直强调全国布局，公司与行业老大蒙牛和老二伊利相比，来自上海地区销售收入占比接近30%，除上海以外的华东地区约为40%，而其他地区则占30%，相比伊利蒙牛华北、华南占比几近60%相比，光明乳业仍未走出“大华东”区域。

另外，公司奶粉业务做的不好，但今年有所好转，其收入比重为16%，与伊利奶粉及奶酪业务相当。蒙牛90%的常温奶收入，而公司仅有40%，公司特色在酸奶和鲜奶，两者加总占销售收入的46%。因此，受冷链的限制，常温奶仍是未来几年行业主流，公司定位扩大常温奶符合行业趋势，此外，我们看好未来高端婴幼儿奶粉增长，伴随消费升级，二三线城市家庭购买高端奶粉是趋势，公司现在奶粉业务不是支柱产品，未来成长空间巨大。

因此，与蒙牛和伊利对比看，我们可将公司作为业绩弹性好、改善空间较大的公司。

图 20：伊利股份过去 5 年收入构成

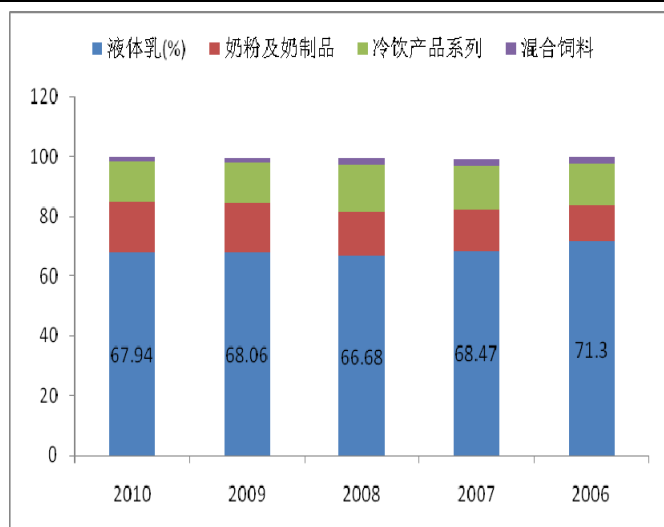


图 21：伊利股份地区收入情况

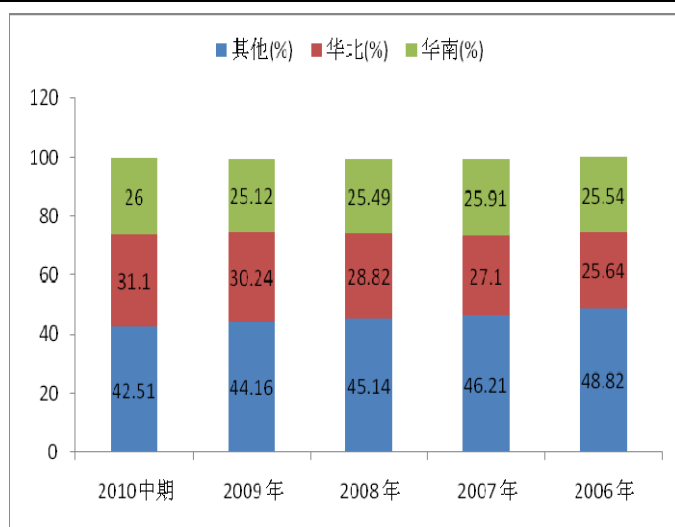


图 22：蒙牛乳业过去 5 年收入结构

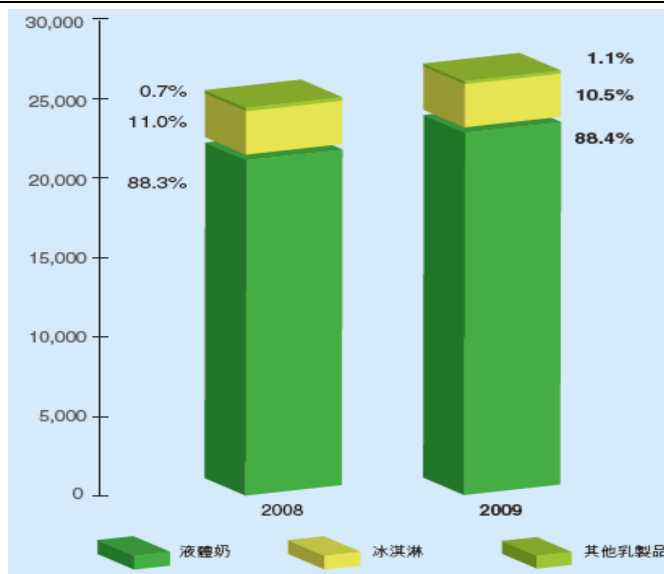
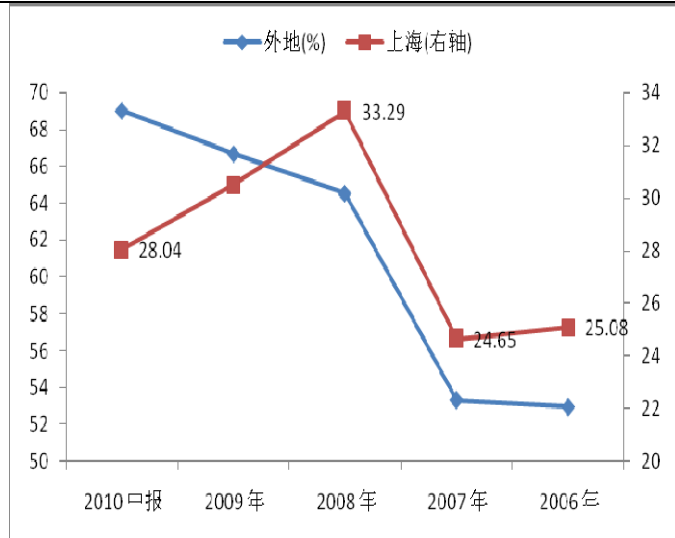


图 23：光明乳业收入地区构成



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

## 四、盈利预测与估值分析：看好公司长期发展

关键假设：第一、常温奶占比将逐步提升；第二、公司各产品毛利率保持稳定；第三、新西兰Synlait2号工厂2011年底建成，2012年开始投产，毛利率较高；测算销售收入结果如下图25所示。预计10-12年摊薄之后EPS为0.19元、0.30元、0.36元，考虑到公司销售费率下降带来公司业绩弹性，按照2011年40-50倍PE测算，一年内目标价为12-15元，给予公司买入评级。

我们选取A股上市的同行业公司作为估值参考公司。预测各公司2011年EPS，公司目前的股价相当于2011年的35倍，而伊利为29倍，皇氏乳业为48倍，估值相对合理。

图 24：A 股上市的同行业基本情况比较（交易日期为：2011-1-5，销售收入为 10 年三季报）

| 证券简称 | 营业收入<br>(亿元) | 总市值<br>(亿元) | PE(2010) | PE(2011) | PS(2010) | PS(2011) |
|------|--------------|-------------|----------|----------|----------|----------|
| 三元股份 | 19.66        | 67.35       | -        | 88.8     | 2.62     | 2.28     |
| 光明乳业 | 68.15        | 110.17      | 55.26    | 35       | 1.15     | 0.96     |
| 伊利股份 | 235.25       | 311.02      | 38.3     | 29.1     | 1        | 0.86     |
| 皇氏乳业 | 2.88         | 52.11       | 93.52    | 48       | 13.03    | 8.7      |

数据来源：广发证券发展研究中心

图 25：盈利预测

|                          | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>乳制品</b>               |       |       |       |       |       |
| 销售收入                     | 7199  | 7718  | 8996  | 10500 | 12292 |
| 增速                       |       | 7%    | 17%   | 17%   | 17%   |
| 销售成本                     | 4801  | 4738  | 5804  | 6786  | 7959  |
| 毛利率                      | 33.3% | 38.6% | 35.5% | 35.4% | 35.2% |
| <b>其他(包括 Synlait 项目)</b> |       |       |       |       |       |
| 销售收入                     | 159   | 225   | 520   | 724   | 1019  |
| 销售成本                     | 123   | 223   | 442   | 579   | 815   |
| 毛利率                      | 22.8% | 1.2%  | 15.0% | 20.0% | 20.0% |
| <b>合计</b>                |       |       |       |       |       |
| 销售收入                     | 7359  | 7943  | 9516  | 11224 | 13311 |
| 销售成本                     | 4956  | 4961  | 6246  | 7366  | 8775  |
| 毛利率                      | 32.6% | 37.5% | 34.4% | 34.4% | 34.1% |

数据来源：广发证券发展研究中心

## 五、风险提示

- 1、原奶价格异常波动；
- 2、Synlait未能如期达产；
- 3、乳制品安全问题。

**资产负债表**

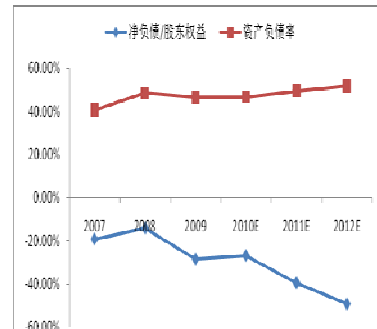
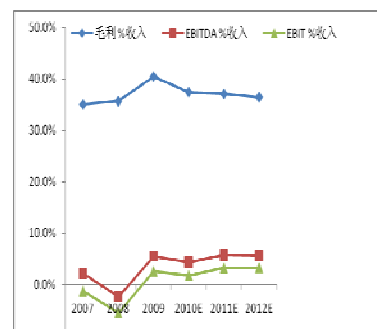
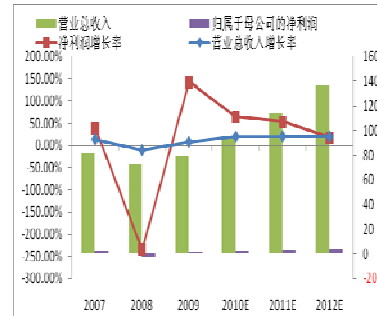
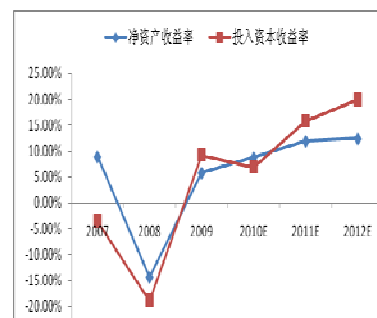
单位：百万元

| 至 12 月 31 日    | 2008A        | 2009A        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>1,985</b> | <b>2,157</b> | <b>2,593</b> | <b>3,486</b> | <b>4,521</b> |
| 货币资金           | 701          | 929          | 987          | 1,584        | 2,219        |
| 应收及预付          | 675          | 708          | 891          | 1,046        | 1,267        |
| 存货             | 607          | 519          | 715          | 856          | 1,035        |
| 其他流动资产         | 1            | 1            | 0            | 0            | 0            |
| <b>非流动资产</b>   | <b>2,053</b> | <b>1,966</b> | <b>1,929</b> | <b>1,908</b> | <b>1,892</b> |
| 长期股权投资         | 16           | 23           | 25           | 25           | 25           |
| 固定资产           | 1,654        | 1,596        | 1,658        | 1,678        | 1,658        |
| 在建工程           | 80           | 41           | 113          | 73           | 78           |
| 无形资产           | 173          | 176          | 122          | 121          | 121          |
| 其他长期资产         | 130          | 129          | 11           | 11           | 11           |
| <b>资产总计</b>    | <b>4,038</b> | <b>4,123</b> | <b>4,522</b> | <b>5,394</b> | <b>6,414</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>1,803</b> | <b>1,756</b> | <b>2,003</b> | <b>2,512</b> | <b>3,110</b> |
| 短期借款           | 247          | 128          | 228          | 348          | 488          |
| 应付及预收          | 1,504        | 1,519        | 1,775        | 2,164        | 2,622        |
| 其他流动负债         | 52           | 109          | 0            | 0            | 0            |
| <b>非流动负债</b>   | <b>155</b>   | <b>169</b>   | <b>117</b>   | <b>167</b>   | <b>217</b>   |
| 长期借款           | 108          | 67           | 117          | 167          | 217          |
| 应付债券           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他非流动负债        | 47           | 101          | 0            | 0            | 0            |
| <b>负债合计</b>    | <b>1,958</b> | <b>1,925</b> | <b>2,121</b> | <b>2,679</b> | <b>3,327</b> |
| 股本             | 1,042        | 1,042        | 1,042        | 1,042        | 1,042        |
| 资本公积           | 427          | 426          | 426          | 426          | 426          |
| 留存收益           | 516          | 639          | 842          | 1,155        | 1,527        |
| 归属母公司股东权益      | 1,985        | 2,107        | 2,310        | 2,623        | 2,995        |
| 少数股东权益         | 95           | 91           | 91           | 91           | 91           |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>4,038</b> | <b>4,123</b> | <b>4,522</b> | <b>5,394</b> | <b>6,414</b> |

**利润表**

单位：百万元

| 至 12 月 31 日     | 2008A       | 2009A       | 2010E       | 2011E        | 2012E        |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>7359</b> | <b>7943</b> | <b>9516</b> | <b>11439</b> | <b>13673</b> |
| 营业成本            | 4956        | 4961        | 6194        | 7479         | 9006         |
| 营业税金及附加         | 21          | 27          | 30          | 37           | 44           |
| 销售费用            | 2318        | 2472        | 2831        | 3203         | 3760         |
| 管理费用            | 463         | 275         | 285         | 343          | 410          |
| 财务费用            | 16          | 18          | 7           | 13           | 18           |
| 资产减值损失          | 80          | 41          | 0           | 0            | 0            |
| 公允价值变动收益        | 0           | 0           | 0           | 0            | 0            |
| 投资净收益           | 8           | 3           | 3           | 3            | 3            |
| <b>营业利润</b>     | <b>-488</b> | <b>152</b>  | <b>171</b>  | <b>366</b>   | <b>437</b>   |
| 营业外收入           | 193         | 64          | 129         | 97           | 113          |
| 营业外支出           | 25          | 27          | 0           | 0            | 0            |
| <b>利润总额</b>     | <b>-320</b> | <b>190</b>  | <b>300</b>  | <b>463</b>   | <b>550</b>   |
| 所得税             | -52         | 61          | 97          | 150          | 178          |
| <b>净利润</b>      | <b>-268</b> | <b>128</b>  | <b>203</b>  | <b>313</b>   | <b>372</b>   |
| 少数股东损益          | 18          | 6           | 0           | 0            | 0            |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>-286</b> | <b>122</b>  | <b>203</b>  | <b>313</b>   | <b>372</b>   |
| EBITDA          | -173        | 440         | 420         | 663          | 780          |
| EPS (元)         | -0.27       | 0.12        | 0.19        | 0.30         | 0.36         |

**资产负债率趋势**

**经营利润率趋势**

**收入与利润增长趋势**

**投资回报率趋势**


现金流量表

单位：百万元

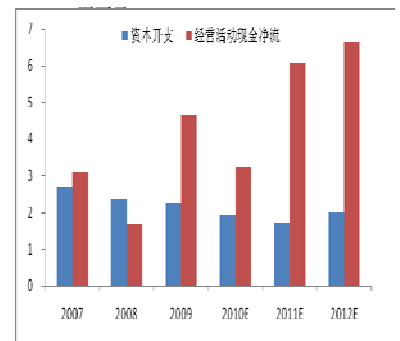
| 至 12 月 31 日    | 2008A       | 2009A       | 2010E       | 2011E       | 2012E       |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>166</b>  | <b>465</b>  | <b>322</b>  | <b>609</b>  | <b>663</b>  |
| 净利润            | -268        | 128         | 203         | 313         | 372         |
| 折旧摊销           | 227         | 231         | 244         | 287         | 327         |
| 营运资金变动         | 152         | 14          | -122        | 92          | 58          |
| 其它             | 55          | 92          | -3          | -84         | -93         |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-202</b> | <b>-119</b> | <b>-194</b> | <b>-167</b> | <b>-196</b> |
| 资本支出           | -235        | -225        | -195        | -170        | -198        |
| 投资变动           | -1          | 11          | 1           | 3           | 3           |
| 其他             | 34          | 95          | 0           | 0           | 0           |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>-95</b>  | <b>-135</b> | <b>-69</b>  | <b>155</b>  | <b>168</b>  |
| 银行借款           | 287         | 288         | 150         | 170         | 190         |
| 债券融资           | -241        | -379        | -210        | 0           | 0           |
| 股权融资           | 0           | 7           | 0           | 0           | 0           |
| 其他             | -141        | -51         | -9          | -15         | -22         |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>-131</b> | <b>211</b>  | <b>58</b>   | <b>597</b>  | <b>635</b>  |
| 期初现金余额         | 831         | 701         | 929         | 987         | 1,584       |
| 期末现金余额         | 700         | 912         | 987         | 1,584       | 2,219       |

主要财务比率

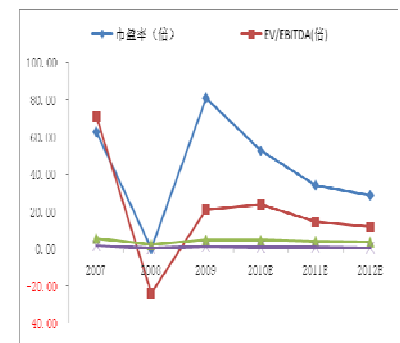
单位：%

| 至 12 月 31 日     | 2008A   | 2009A  | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|-----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>     |         |        |        |        |        |
| 营业收入            | -10.3%  | 7.9%   | 19.8%  | 20.2%  | 19.5%  |
| 营业利润            | -1338.3 | 131.2% | 12.7%  | 113.9% | 19.2%  |
| 归属于母公司净利润       | -234.3% | 142.8% | 65.8%  | 54.3%  | 18.7%  |
| <b>获利能力</b>     |         |        |        |        |        |
| 毛利率             | 32.6%   | 37.5%  | 34.9%  | 34.6%  | 34.1%  |
| 净利率             | -3.6%   | 1.6%   | 2.1%   | 2.7%   | 2.7%   |
| ROE             | -14.4%  | 5.8%   | 8.8%   | 11.9%  | 12.4%  |
| ROIC            | -18.9%  | 9.2%   | 6.9%   | 15.8%  | 19.9%  |
| <b>偿债能力</b>     |         |        |        |        |        |
| 资产负债率           | 48.5%   | 46.7%  | 46.9%  | 49.7%  | 51.9%  |
| 净负债比率           | -14.2%  | -28.4% | -26.7% | -39.4% | -49.0% |
| 流动比率            | 1.10    | 1.23   | 1.29   | 1.39   | 1.45   |
| 速动比率            | 0.71    | 0.87   | 0.86   | 0.98   | 1.05   |
| <b>营运能力</b>     |         |        |        |        |        |
| 总资产周转率          | 1.79    | 1.95   | 2.20   | 2.31   | 2.32   |
| 应收账款周转率         | 13.31   | 14.58  | 13.92  | 14.24  | 14.08  |
| 存货周转率           | 8.52    | 8.81   | 8.66   | 8.74   | 8.70   |
| <b>每股指标 (元)</b> |         |        |        |        |        |
| 每股收益            | -0.27   | 0.12   | 0.19   | 0.30   | 0.36   |
| 每股经营现金流         | 0.16    | 0.45   | 0.31   | 0.58   | 0.64   |
| 每股净资产           | 1.90    | 2.02   | 2.22   | 2.52   | 2.87   |
| <b>估值比率</b>     |         |        |        |        |        |
| P/E             | -15.5   | 81.1   | 52.7   | 34.1   | 28.7   |
| P/B             | 2.2     | 4.7    | 4.6    | 4.1    | 3.6    |
| EV/EBITDA       | -23.9   | 21.1   | 23.9   | 14.5   | 11.8   |

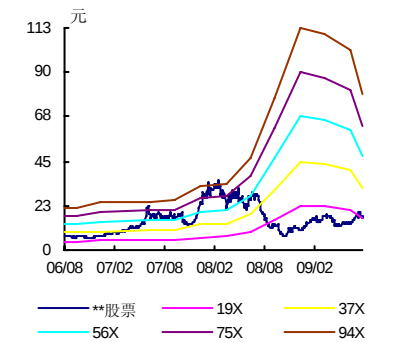
资本支出与经营活动现金流



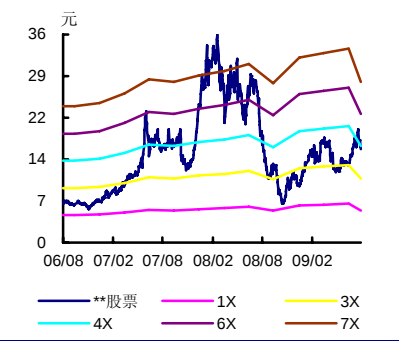
相对估值



PE BAND



PB BAND



## 广发食品饮料研究小组

汤伟亮，分析师，华南理工大学管理学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

胡鸿，分析师，中山大学金融学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。

## 相关研究报告

|                      |     |            |
|----------------------|-----|------------|
| 光明乳业(600597.sh)_中报点评 | 汤伟亮 | 2009-08-28 |
| 光明乳业(600597.sh)_年报点评 | 熊峰  | 2009-03-31 |

## 广发证券—公司投资评级说明

|          |                                       |
|----------|---------------------------------------|
| 买入（Buy）  | 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。          |
| 持有（Hold） | 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。 |
| 卖出（Sell） | 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。          |

|      | 广州                          | 深圳                   | 北京                              | 上海                           |
|------|-----------------------------|----------------------|---------------------------------|------------------------------|
| 地址   | 广州市天河北路 183 号<br>大都会广场 36 楼 | 深圳市民田路华融大厦<br>2501 室 | 北京市月坛北街 2 号月坛大<br>厦 18 层 1808 室 | 上海市浦东南路 528 号<br>证券大厦北塔 17 楼 |
| 邮政编码 | 510075                      | 518026               | 100045                          | 200120                       |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn              |                      |                                 |                              |
| 服务热线 | 020-87555888-612            |                      |                                 |                              |

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

## 免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。