

光明乳业(600597.sh)

费用率下降增厚净利润，维持公司“三新”看点

胡鸿 分析师
 电话: 0755-82739763
 eMail: hh6@gf.com.cn

汤玮亮 分析师
 电话: 020-87555888-634
 eMail: twl@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260511010017

SAC 执业证书编号: S0260511020009

2010 年业绩基本符合预期

2010 年实现营业总收入 95.72 亿元，同比增长 20.5%，略高于我们此前 95.16 亿元的预期；实现净利润 2.28 亿元（达到 2011 年股权激励目标值），同比增长 77.3%，超我们 2.03 亿元的预期；每股收益 0.19 元，与我们此前预期一致；**分红预案**：以 2010 年末总股本为基数，向全体股东每股派现金红利 0.12 元（含税）。

年报关键信息：差异化战略初现成效+节约费用

（1）去年四季度获得喜人成绩，差异化战略取得一定成效。2010 年四季度销售收入为 24.57 亿元，同比增速为 32.02%，收入和增速皆创 03 年以来的历史新高。（2）费用率下降 2.63 个百分点。2010 年公司销售费用为 27.27 亿元，同比仅增长 10.32%，远小于销售收入 20.5% 的增速；2010 年销售费用率（销售费用/总销售收入）为 28.49%，相比 2009 年下降 2.63 个百分点。

公司未来看点：新战略+新产品+新市场

第一、扩大常温占比有利于公司全国战略的布局，虽然鲜奶是未来趋势，但可利用常温产品打通全国道路，未来即使冷链技术发展，鲜奶品牌也不被广大消费者认知。第二、产品差异化战略，开发明星新产品，可获得产品定价权。第三、看好公司未来高端婴幼儿奶粉发展，即新西兰 Synlait Milk 公司能提供优质进口奶源，期待公司下半年与新西兰国家农业研究院合作研发的全新配方高端奶粉上市。第四、股权激励方案给公司制定了清晰的发展战略，同样使公司上下对目标清晰化，结合“惩罚分明”的激励制度最大限度激励销售人员热情。

盈利预测与评级：预计 2011 年-2012 年 EPS 为 0.3 元、0.36 元，一年内合理估值为 12-15 元，维持买入评级。

风险提示：乳品安全问题；原奶价格异常波动。

预测及评估

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	7,358.54	7,943.17	9,572.11	11,438.61	13,672.87
增长率(%)	-10.33%	7.94%	20.50%	20.20%	19.53%
EBITDA(百万元)	-76.29	438.97	439.58	663.45	779.59
净利润(百万元)	-285.99	122.47	227.69	313.29	371.88
增长率(%)	-234.34%	-142.82%	77.30%	54.32%	18.70%
每股收益(元)	-0.275	0.118	0.190	0.300	0.360
市盈率	-15.48	81.11	55.63	34.12	28.75
市净率	2.24	4.72	4.76	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)	10.57
目标价格(元)	15.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-1.95%	-1.85%	-0.49%
沪深 300	-0.50%	3.04%	-3.66%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

1,049.19/1,041.89

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	8.34%
ROA	5.30%
资产负债率	55.03%
每股净资产(元)	2.22

2010 年报数据

2010年度业绩基本符合我们预期

2010 年,公司实现营业总收入95.72 亿元,同比增长20.5%,略高于我们此前95.16 亿元的预期;实现净利润2.28亿元(达到2011年股权激励目标值),同比增长77.3%,超我们2.03亿元的预期;归属于上市公司股东的净利润1.94 亿元,同比增长58.7%;每股收益0.19 元,与我们此前预期一致;净资产收益率8.8%,比去年同期增加2.8个百分点。整体而言,公司2010年业绩略高于我们此前预期,也高于公司股权激励方案目标值。

分红预案:以2010年末总股本为基数,向全体股东每股派现金红利0.12 元(含税)。

图 1: 股权激励行权条件

	2009	2010	2011	2012	2013
解禁时间及数量	解禁期		解禁 40%	解禁 30%	解禁 30%
主营收入	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

年报中关键信息: 差异化战略初现成效+费用节约

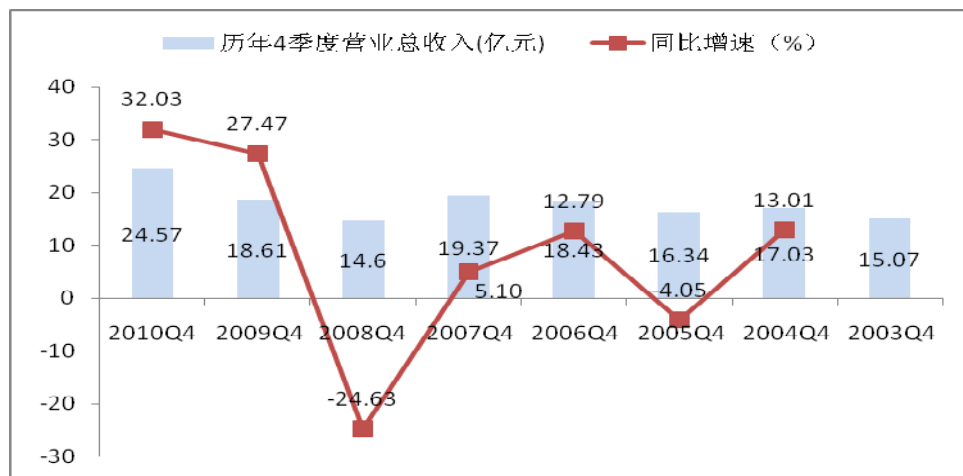
1) 去年四季度获得喜人成绩, 差异化战略取得一定成效。公司2010年全年实现95.72亿元,意味着四季度销售收入为27.57亿元,扣除新西兰Synlait Milk 公司贡献的3个亿销售收入,则四季度销售收入为24.57亿元,同比增速为32.02%,收入和增速皆创03年以来的历史新高,意味着公司从四季度开始销售大迈步前进,我们认为公司强调的差异化产略取得一定成效。如2010年12月全国首款常温酸奶莫斯利安全国推广,公司利用市场空白产品引导销售收入的战略给予2011年销售收入再上台阶给予一定想象空间。

2) 费用率下降2.63个百分点。2010年公司销售费用为27.27亿元,同比仅增长10.32%,远小于销售收入20.5%的增速; 2010年销售费用率(销售费用/总销售收入)为28.49%,相比2009年下降2.63个百分点,意味着公司在2010年在销售费用方面做了比较多工作,改善了费用率高的状况,与我们2011年1月7日报告中分析一致,公司的销售费用率下降空间存在并已实现,随着未来直销比例下降,异常事件结束,公司销售费用率有望继续下降。

3) 新西兰Synlait Milk业绩喜人。购买日至报告期期末2个月, Synlait Milk Limited 营业收入贡献约3亿元,净利润171.58百万元,近期环太平洋奶粉价格仍高于2010年年底价格,对于Synlait而言,销售收入仍将进一步提高。

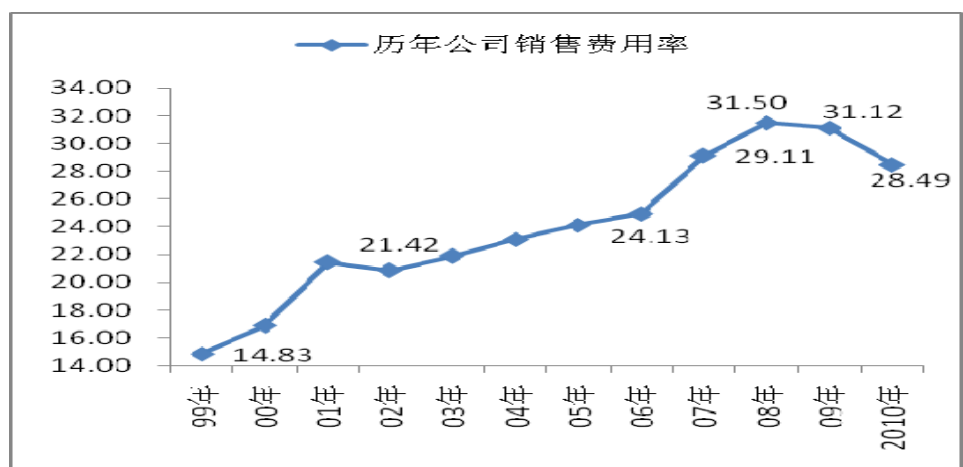
4) 所得税费用大幅减少4809万元,源于收到初级加工农产品所得税返还增多。营业税金及附加增加1624万元,原因在于公司不再享受免税优惠。

图2：历年公司四季度销售收入和增速



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图3：历年公司销售费用率（%）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

公司未来看点：新战略+新产品+新市场

第一、扩大常温占比有利于公司全国战略的布局，虽然鲜奶是未来趋势，如果现在不利用常温产品打通全国道路，未来即使冷链技术发展，鲜奶品牌也不被广大消费者认知。

第二、产品差异化战略，开发明星新产品。如果公司产品与伊利、蒙牛强势产品相似，在省外区域很难获得竞争优势，利用研发技术优势，研发新产品，尤其是一时难以复制的产品，以此获得产品定价权，如莫里斯安、咖啡专用调制乳等产品皆弥补市场的空白。

第三、看好公司未来高端婴幼儿奶粉发展，即新西兰Synlait Milk公司能提供优质进口奶源，尤其是下半年2号工厂将建成，期待公司下半年与新西兰国家农业研究院合作研发的全新配方高端奶粉上市，这开拓了公司国际奶源市场。

第四、股权激励方案给公司制定了清晰的发展战略,同样使公司上下对目标清晰化,结合“惩罚分明”的激励制度最大限度激励销售人员热情。

(详细参与我们1月7日发布的深度报告和3月18号发布的点评报告)

盈利预测与投资评级：一年内合理估值12-15元

根据上述内容,我们维持前期盈利预测不变:预计11-12年摊薄之后EPS为0.30元、0.36元,考虑到公司改善空间较大,给予一定的成长性,按照2011年40-50倍PE测算,估值为12-15元,维持“买入”评级。

风险提示

原奶价格异常波动; Synlait Milk产能未达预期; 乳品安全问题。

广发固定收益研究小组

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)郭本恒专访点评--战略转型进行时，静待“佳绩”_公司跟踪研究报告	胡鸿	2011-03-18
光明乳业(600597.sh)_公司深度研究报告	胡鸿	2011-01-07

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 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 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。