

光明乳业（600597）：三剑齐发 未来可期

增持（维持）

食品饮料行业/乳制品

当前股价：10.03 元

报告日期：2011 年 4 月 1 日

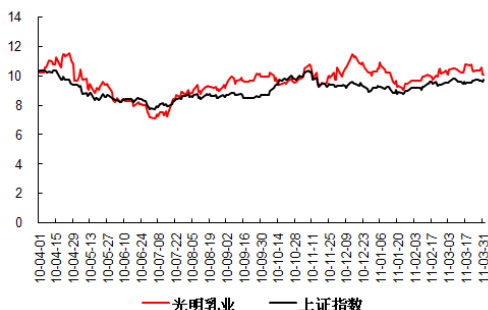
主要财务指标（单位：百万元）

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	7943	9572	11467	13658
(+/-)	8%	21%	20%	19%
营业利润	152	203	372	508
(+/-)	-131%	34%	83%	37%
归属于母公司的净利润	122	189	270	369
(+/-)	-143%	54%	43%	36%
每股收益（元）	0.12	0.18	0.26	0.35
市盈率（倍）	86	56	39	29

公司基本情况（2010 年 12 月 31 日止）

总股本/已流通股（万股）	104919/104189
流通市值（亿元）	104.50
每股净资产（元）	2.24
资产负债率（%）	55.03

股价表现（最近一年）



证券分析师：仇彦英
执业证书编号：A0140511010003
【电话】021-58824282*816
【邮箱】qiuyy@txsec.com
联系人：天相食品组
【电话】021-58824282*859
【邮箱】zhoul@txsec.com
服务热线 010-66045555
服务邮箱 service@txsec.com

- 2010 年 1-12 月，公司实现营业收入 95.72 亿元，同比增长 20.51%，营业利润 2.09 亿元，同比增长 37.23%，实现归属母公司净利润 1.94 亿元，同比增长 58.71%，实现每股收益 0.19 元，符合我们的预期。公司 2010 年度分配预案为：每 10 股派送现金红利 1.2 元（含税）。
- 毛利率、期间费用率双双下降。2010 年 1-12 月，原奶价格上涨 20.7%，导致公司毛利率同比下降 3.05 个百分点，降至 34.5%。公司期间费用率为 31.7%，同比下降 3.11 个百分点，主要是由于本期公司销售费用率同比下降 2.63 个百分点所致。公司自 07 年起加大市场营销力度，广告等营销费用大幅增长，大幅提升公司销售费用。在报告期内，公司在保证市场和公司收入稳定增长的前提下相减缓营销费用增长，由于前期营销费用基数较高，拉低了公司期间费用率。而公司所得税税率同比大幅下降主要是由于公司收到初级加工农产品所得税返还增多的缘故。
- 收购新西兰 Synlait Milk 将助公司成功突破奶粉业务。2010 年 11 月 11 日，公司正式收购新西兰 Synlait Milk 公司 51% 的股份。我们看好公司以收购 Synlait Milk 为契机，实现 11 年奶粉业务收入翻番的目标。首先，收购 Synlait Milk 后将为公司带来稳定优质的奶源；其次，Synlait Milk 1 好工厂拥有 5 万吨奶粉的产能，而 2 号工厂 5 万吨产能（大部分为高端婴幼儿奶粉）将在 2012 年达产，新增产能将帮助公司快速突破奶粉业务的目标；最后，公司与新西兰国家乳业研究院合作研发的全新高端配方婴幼儿奶粉将在 2011 年下半年上市，而婴幼儿奶粉毛利率较高，有助于提升公司盈利水平。
- 鲜奶、常温奶和奶粉三剑齐发。公司 2011 年将经营战略从“聚焦乳业，做强新鲜，突破常温，实现百亿”调整为“聚焦乳业，领先新鲜，做强常温，突破奶粉”。我们可以看出公司已经呈现鲜奶、常温奶和奶粉业务三剑齐发的局面，未来公司将继续保持在酸奶和鲜奶上的优势地位，通过莫斯利安等优势产品将进一步提高公司常温产品的销售量，同时奶粉业务也将通过收购新西兰 Synlait Milk 公司和高端婴幼儿奶粉系列的推出而迅速的发展。

- **盈利预测与评级。**我们预计公司 2011-2012 年的 EPS 分别为 0.24 元和 0.33 元，公司上个交易日的收盘价为 10.03 元，对应的动态 PE 分别为 39X 和 29X，维持公司“增持”的投资评级。
- **风险提示。**(1) 大盘系统性风险；(2) 食品安全风险；(3) 原材料价格风险。

图表 光明乳业盈利预测（万元）

单位：万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	735,854	794,317	957,211	1,146,739	1,365,766
增长率	-10.33%	7.94%	20.51%	19.80%	19.10%
减:营业成本	495,647	496,055	626,999	744,248	881,933
毛利率	32.64%	37.55%	34.50%	35.10%	35.43%
减:营业税金及附加	2,118	2,676	4,300	4,587	5,463
销售费用	231,810	247,203	272,733	325,674	387,878
管理费用	46,254	27,462	28,017	30,962	35,510
财务费用	1,639	1,843	2,677	2,064	2,185
期间费用率	38.01%	34.81%	31.70%	31.28%	31.16%
资产减值损失	7,967	4,128	2,151	2,000	2,000
投资净收益	812	252	0	0	0
营业利润	-48,768	15,202	20,335	37,204	50,797
增长率	-1338.30%	-131.17%	33.76%	82.96%	36.53%
加:营业外收入	19,302	6,445	4,382	5,160	5,463
减:营业外支出	2,488	2,665	1,148	1,147	1,366
利润总额	-31,954	18,982	23,569	41,218	54,894
增长率	-216.93%	-159.40%	24.16%	74.88%	33.18%
利润率	-4.34%	2.39%	2.46%	3.59%	4.02%
减:所得税费用	-5,199	6,137	1,327	10,511	13,998
实际税负比率	16.27%	32.33%	5.63%	25.50%	25.50%
净利润	-26,756	12,846	22,242	30,707	40,896
归属母公司所有者的净利润	-28,599	12,247	18,910	27,042	36,865
增长率	-234.34%	-142.82%	54.41%	43.00%	36.32%
净利润率	-3.89%	1.54%	1.98%	2.36%	2.70%
少数股东损益	1,844	599	3,332	3,665	4,032
总股本(万股)	104,189	104,189	104,189	104,189	104,189
每股收益(元)	-0.27	0.12	0.18	0.26	0.35

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号: ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址: 北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话: 010-66045566 传真: 010-66573918 邮编: 100140
北京新盛	地址: 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话: 010-66045566; 66045577 传真: 010-66045500 邮编: 100140
北京德胜园	地址: 北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话: 010-66045566 传真: 010-66045700 邮编: 100088
上海天相	地址: 上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话: 021-58824282 传真: 021-58824283 邮编: 200120
深圳天相	地址: 深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A 电话: 0755-83234800 传真: 0755-83234800 邮编: 518041