

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: 10.03 元

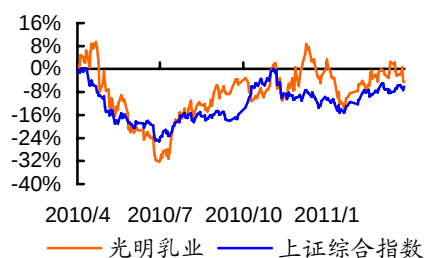
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2967.41
总股本(百万)	1049
流通股本(百万)	1042
流通市值(亿)	105
EPS (TTM)	0.19
每股净资产(元)	2.56
资产负债率	55.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
光明乳业	-2.62	-2.24	0.00
上证综合指数	1.66	5.67	0.00



相关报告

《光明乳业-国内首款常温酸奶在全国上市, 引领公司进入突变期》2010-12-3

《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

区外市场销售提速, 差异化战略见成效

光明乳业公布了 2010 年业绩公告, 2010 年公司实现营业总收入 95.72 亿元, 比去年同期增长 20.5%; 实现净利润 2.28 亿元, 比去年同期增长 77.3%; 归属于上市公司股东的净利润 1.94 亿元, 比去年同期增长 58.7%; 实现每股收益 0.19 元。

投资要点:

- **2010 年圆满完成股权激励的目标, 2011 年目标与股权激励要求一致。**2010 年公司 104 名管理层一共获得了 840 万股的限制性股票激励, 2010 年要求收入和净利润增速分别超过 20% 和 58%, 11 月并购的新西兰 Synlait Milk 减少公司在收入上的压力。2011 年全年争取实现营业总收入 113.76 亿元, 扣除非经常性损益和激励成本后净利润 2.28 亿元, 净资产收益率不低于 8%, 与股权激励计划一致。
- **2010 年收入增长 20.51%, 其中上海市以外地区增长较快, 收购新西兰 Synlait Milk 贡献了 3.14% 的收入。**除去 Synlait Milk 贡献的 3.01 亿元收入以外, 公司第四季度销售收入同比增速达到 32%, 一方面得益于公司于 11 月和 12 月分别对高端产品和到户奶进行了提价, 幅度在 5%-10%; 另一方面公司于 12 月份在全国推出了莫斯利安常温酸奶, 对第四季度销售做出一定贡献。这款产品是公司相对于蒙牛、伊利的差异化产品, 可以脱离冷链, 保质期长达 120 天, 公司通过这种差异化产品能够打开区外市场, 提高自身市场占有率。
- **上海地区占收入比重由 2009 年的 69.02% 下降到 2010 年的 65.94%, 区外的收入增长要快于上海本地市场, 与公司的发展策略一致。**公司是华东市场最大的乳品企业, 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, 华东事业部收入占公司收入的 38%。2010 年公司根据自身情况制定战略: 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, 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。2010 年度公司在上海市场实现销售收入 26.86 亿元, 同比增长 10.92%; 在外地市场实现销售收入 63.12 亿元, 同比增长 19.18%。
- **除华东地区以外, 其他地区几乎不盈利, 华东事业部贡献了净利润的 162%, 其他事业部, 包括华中、华南、华北、常温事业部 2010 年均均是亏损。**2010 年华东事业部实现净利润 3.69 亿, 华北事业部、华中事业部的亏损额度较 2009 年有所减少, 但华南事业部和常温事业部 2010 年开始出现亏损, 主要原因是公司常温产品相比蒙牛、伊利来说不具备优势, 提价被动, 在原材料价格大幅上涨的同时不能很快将成本转嫁出去。

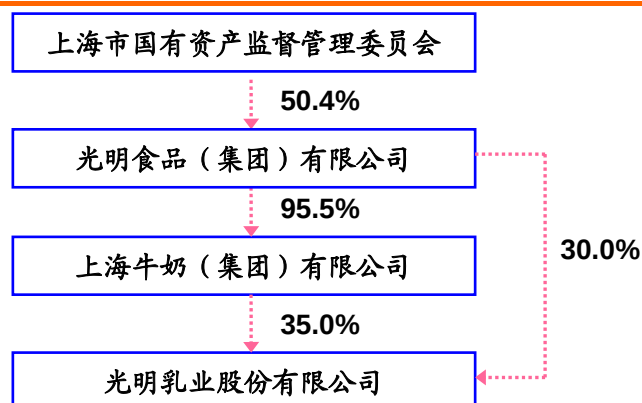
主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	9572	11487	13784	15989
同比(%)	21%	20%	20%	16%
归属母公司净利润(百万元)	194	260	338	423
同比(%)	59%	34%	30%	25%
毛利率(%)	34.5%	35.1%	35.3%	35.5%
ROE(%)	8.3%	10.6%	12.1%	13.1%
每股收益(元)	0.19	0.25	0.32	0.40
P/E	54.14	40.48	31.11	24.89
P/B	4.52	4.27	3.76	3.26
EV/EBITDA	22	16	13	11

资料来源: 中投证券研究所

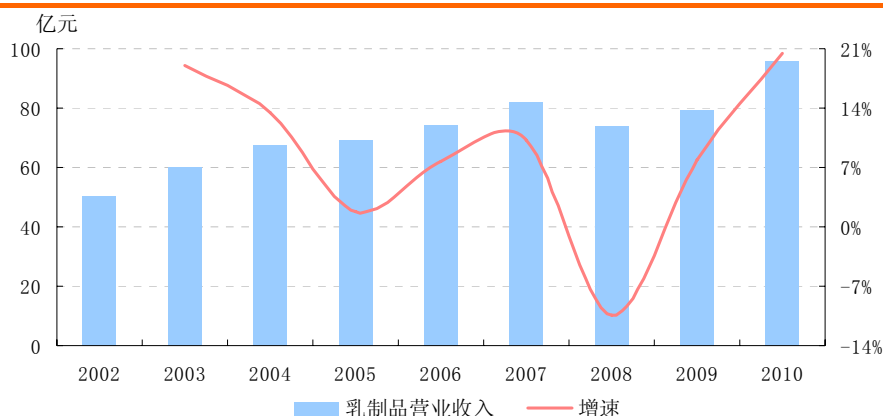
- **2011 年公司发展的重点将从常温奶扩大到奶粉和鲜奶三大主营产品。**2007 年开始公司提出“突破常温”的发展战略，将常温产品作为发展的重点，公司常温事业部收入由 2009 年的 33.14 亿增加至 2010 年的 39.98 亿，同比提高 20.64%，常温事业部占收入比重的 42%。在收购新西兰 Synlait Milk 之后，2011 年公司将兼顾常温奶、奶粉、鲜奶三大业务，液态奶继续通过不断推广新的差异化产品走出区域，提高市场份额；奶粉业务将通过 Synlait Milk 进入高端婴幼儿奶粉市场。
- **受原奶价格上涨的影响，公司毛利率由 2009 年的 37.55% 下降至 2010 年的 34.50%，乳制品毛利率由 2009 年的 39.20% 降至 35.51%。**主产区原奶价格 2010 年相比 2009 年上涨了将近 20%。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。2011 年年初至今增速已经放缓，但预计今年原奶价格仍将保持向上的趋势。未来随着产品结构将不断地向高端发展，毛利率将逐步提升。公司各个品类都有高端产品，毛利率都在 40% 以上。
- **继续推进奶源升级。**公司将继续通过对牧场进行精细化管理，控制原料质量和成本。2010 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。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%。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。2011 年公司开始执行新版工厂千分标准，对奶源进行精细化管理，继续推进奶源升级。
- **营业费用率由 2009 年的 31.12% 降至 2010 年的 28.49%。**2011 年公司将通过精细化管理控制费用，但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，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。
- **2010 年所得税大幅减少促进归属上市公司股东的净利润同比增长 58.71%，实现净利润 1.94 亿元。**营业利润同比增长 37.23%，利润总额同比增长 26.94%。净利润增速远超利润总额增速主要是因为公司报告期内收到初加工农产品所得税返还增多，所得税同比下降了 78.4%。四季度单季度公司实现归属于母公司所有者的净利润 6206 万元，同比增长 846.64%。
- **预计 2011-2013 年 EPS 为 0.25、0.32 和 0.40 元，对应的 PE 为 55、42 和 33 倍，**我们认为公司能够完成股权激励的目标，考虑到未来公司仍将继续加大海外收购力度，维持“推荐”评级，我们将继续密切跟踪公司产品在区外的推广进程。

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: 公司主营业务构成

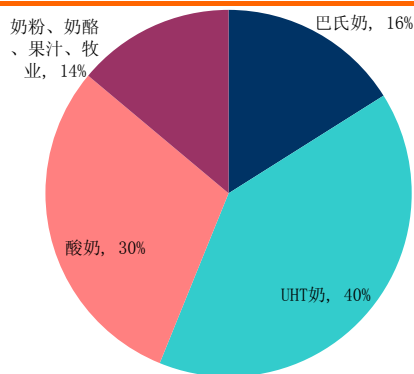
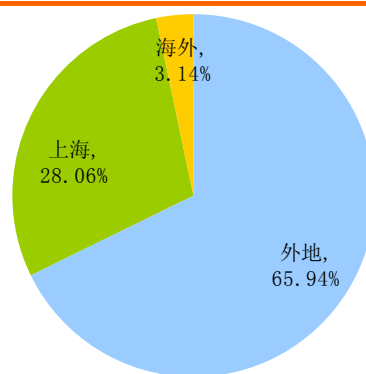
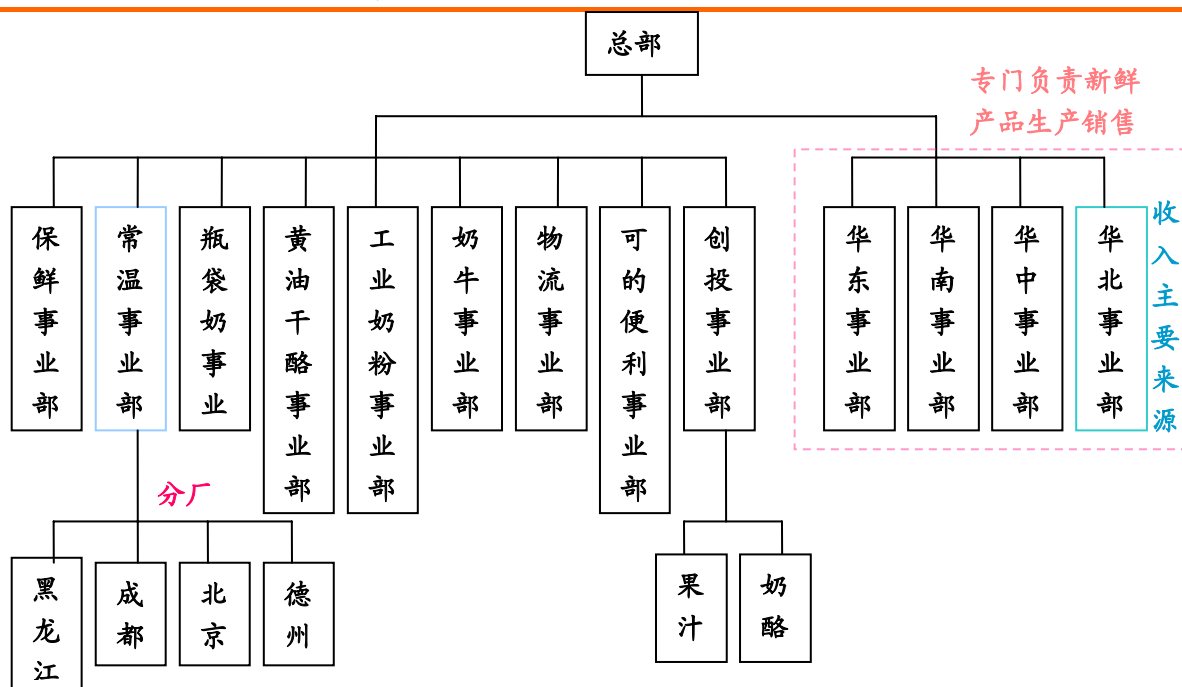


图 4: 各地占营业收入比重



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: 各事业部销售收入变化

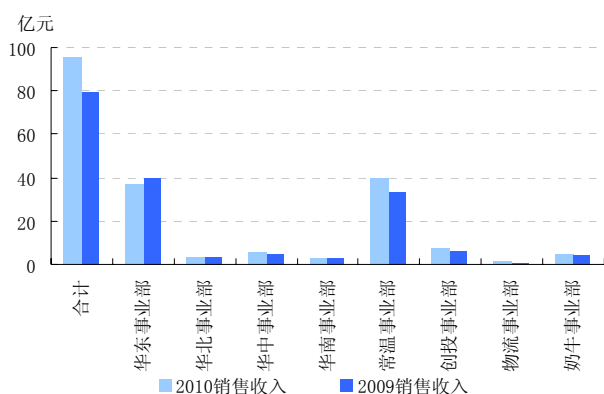
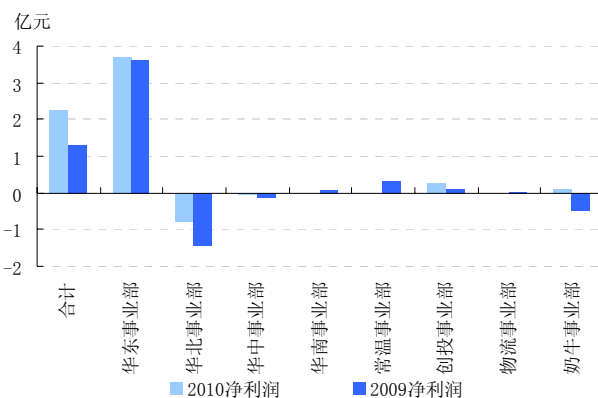
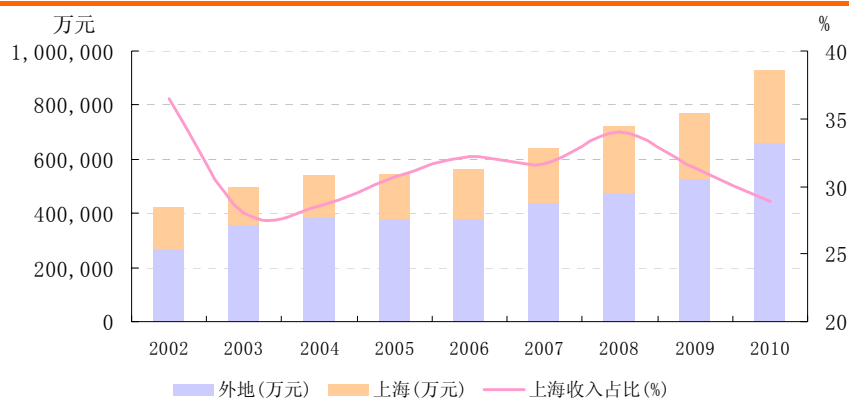


图 7: 各事业部净利润变化



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 8: 上海和外地收入占比变化



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	2010
	归属于母公司净利润		28246	31797	21112	16058	21288	-28599	12247	12247
保鲜品	武汉光明乳品	60%	501	435	1293	694	707	1666	2122	1220
	北京光明健能乳业	100%	-62	17	128	-756	-1038	-1284	219	-1545
	上海乳品四厂	82%				9479	8659	10907	11634	14986
	南京光明乳品	95%							1993	1627
UHT	光明乳业(德州)	51%							5466	7320
	黑龙江光明松鹤乳品	100%	3146	4593	4597	4387	3484	-657	7387	6296
	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	5866
奶粉	Synlait Milk Limited	51%								172
牧场	上海光明荷斯坦牧业	80%				1134	1025	-253	-6716	-1928
其他	上海光明奶酪黄油							1323	1913	1571
	上海奶牛育种中心								1944	2275
乳品销售	上海邀请电子商务	100%				-3410	-3303	-4770	-4538	-3324
	广州光明乳业销售								574	-359

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 2: 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 3: 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	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

表 4 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)
	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、键能新鲜杯、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 键能酸牛奶	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	筒装 (100-210/900g)
	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 他	光明淡奶油	(25.0/1L)
	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

表 5 6 个月内出的报告	
光明乳业-区外市场销售提速，差异化战略见成效	2011-04-01
洽洽食品-糖酒会休闲食品行业调研简报—薯片行业空间巨大	2011-03-25
金字火腿-巴玛火腿在糖酒会上面向全国招商	2011-03-25
洽洽食品-稳居炒货龙头 打造休闲食品新贵	2011-03-14
伊利股份-加大重点消费市场产能布局 建设华南地区运营中心	2011-03-14
金字火腿-旧时王谢堂前燕，飞入寻常百姓家	2011-03-04
皇氏乳业-2010 年业绩快报点评：产能释放效应将在 2011 年逐步显现	2011-02-27
乳制品行业-新政点评：许可证重审和降低进口奶粉关税加速乳制品行业整合	2011-02-26
双汇发展-以史为鉴，双汇十二五末股价超 300 元，市值超 4000 亿	2011-02-16
伊利股份-加码宁夏吴忠液态奶项目，产能布局进一步优化	2011-01-20
伊利股份-品牌升级推动公司向世界一流健康食品集团迈进	2010-12-21
乳制品行业-从奶源、产品、渠道全产业链精选优势企业	2010-12-20
皇氏乳业-高端差异化产品水牛奶即将迈开全国化战略步伐	2010-12-20
光明乳业-国内首款常温酸奶在全国上市，引领公司进入突变期	2010-12-03
蒙牛乳业-高端产品奶源供给瓶颈突破在即	2010-11-29
伊利股份-深耕产业链，扩大自有奶源，加大产能布局，渠道继续下沉	2010-11-29
三元股份-年内扭亏难度较大，未来看产能释放和销售网络搭建	2010-11-15
光明乳业-期待常温奶在华东地区的蚕食式扩张	2010-11-10
皇氏乳业-水牛奶，三年即将甲天下	2010-10-29

资料来源：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	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3107	3643	4559	5599	营业收入	9572	11487	13784	15989
现金	1139	1391	1861	2474	营业成本	6270	7455	8918	10313
应收账款	931	1034	1241	1439	营业税金及附加	43	46	55	64
其它应收款	35	115	138	160	营业费用	2727	3274	3928	4557
预付账款	161	149	178	206	管理费用	280	333	400	464
存货	806	950	1136	1314	财务费用	27	31	26	17
其他	36	5	5	6	资产减值损失	22	20	20	20
非流动资产	2867	2765	2622	2457	公允价值变动收益	2	0	0	0
长期投资	11	11	11	11	投资净收益	4	3	3	3
固定资产	1978	1981	1899	1756	营业利润	209	331	440	557
无形资产	145	139	133	127	营业外收入	44	40	40	40
其他	733	634	579	562	营业外支出	11	10	10	10
资产总计	5975	6408	7181	8056	利润总额	241	361	470	587
流动负债	2562	2896	3316	3751	所得税	13	90	117	147
短期借款	258	258	258	258	净利润	228	271	352	440
应付账款	1230	1416	1694	1959	少数股东损益	33	11	14	18
其他	1075	1221	1363	1533	归属母公司净利润	194	260	338	423
非流动负债	726	680	680	680	EBITDA	475	668	811	954
长期借款	567	567	567	567	EPS (元)	0.19	0.25	0.32	0.40
其他	159	113	113	113	主要财务比率				
负债合计	3288	3576	3996	4431	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	357	368	382	400	成长能力				
股本	1049	1049	1049	1049	营业收入	20.5%	20.0%	20.0%	16.0%
资本公积	448	448	448	448	营业利润	37.2%	58.7%	32.9%	26.7%
留存收益	833	967	1305	1728	归属于母公司净利润	58.7%	33.8%	30.1%	25.0%
归属母公司股东权益	2329	2464	2802	3225	获利能力				
负债和股东权益	5975	6408	7181	8056	毛利率	34.5%	35.1%	35.3%	35.5%
现金流量表					净利率	2.0%	2.3%	2.5%	2.6%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	8.3%	10.6%	12.1%	13.1%
经营活动现金流	534	600	702	838	ROIC	9.7%	12.7%	17.1%	23.1%
净利润	228	271	352	440	偿债能力				
折旧摊销	240	306	346	379	资产负债率	55.0%	55.8%	55.6%	55.0%
财务费用	27	31	26	17	净负债比率	25.31	23.08%	20.65	18.63%
投资损失	-4	-3	-3	-3	流动比率	1.21	1.26	1.37	1.49
营运资金变动	36	30	-30	5	速动比率	0.89	0.92	1.03	1.14
其它	8	-35	12	-1	营运能力				
投资活动现金流	-319	-169	-207	-207	总资产周转率	1.90	1.86	2.03	2.10
资本支出	343	205	210	210	应收账款周转率	12	12	12	12
长期投资	1	-0	0	0	应付账款周转率	6.47	5.63	5.73	5.64
其他	25	36	3	3	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	9	-179	-26	-17	每股收益(最新摊薄)	0.19	0.25	0.32	0.40
短期借款	130	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	0.57	0.67	0.80
长期借款	500	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.22	2.35	2.67	3.07
普通股增加	7	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	22	0	0	0	P/E	54.14	40.48	31.11	24.89
其他	-650	-180	-26	-17	P/B	4.52	4.27	3.76	3.26
现金净增加额	223	252	470	614	EV/EBITDA	22	16	13	11

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。

柯海东: 中投证券研究所酒类行业分析师, 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学工业设计工学学士, 武汉大学营销管理双学士。

免责条款

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