

# 光明乳业(600597.sh)

## 毛利率和净利率相对稳定，继续看好公司基本面好转

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

### 2011年1季报业绩回顾：营业收入稳定增长

2011年1季度公司实现营业收入26.13亿元，同比增长23.05%，基本符合我们此前预期；净利润为3429万元，同比增长23.9%，实现归属上市公司股东净利润为2684.91万元，同比仅增长5.27%，略低于我们预期；实现每股收益0.026元，同比增长8.33%。

### 季报关键信息：毛利率和净利率相对稳定+少数股东损益增长明星

1) 公司毛利率和净利率保持相对稳定，其中，1季度公司毛利率为34.24%，相比去年同期34.78%仅下降0.6%，而净利率为1.312%，同比增长0.01%，说明公司一季度经营较为稳定，在原奶价格稳步上升的同时保持毛利和净利相对稳定。2) 1季度公司少数股东损益同比增加240.90%，使得1季报EPS同比增长仅8.33%，低于收入增速。原因为：含少数股东权益的子公司盈利增加，部分验证郭本恒的策略：聚焦明星产品，削减不赚钱产品的导向。

### 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

|             | 2009A   | 2010A   | 2011E    | 2012E    | 2013E    |
|-------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)   | 7943.17 | 9572.11 | 11431.83 | 13618.60 | 16050.63 |
| 增长率(%)      | 7.94%   | 20.51%  | 19.43%   | 19.13%   | 17.86%   |
| EBITDA(百万元) | 439.92  | 491.59  | 621.54   | 742.17   | 883.46   |
| 净利润(百万元)    | 122.47  | 194.38  | 310.46   | 376.68   | 468.43   |
| 增长率(%)      | 142.82% | 58.71%  | 59.72%   | 21.33%   | 24.36%   |
| 每股收益(元)     | 0.12    | 0.19    | 0.30     | 0.36     | 0.45     |
| 市盈率         | 81.07   | 55.38   | 32.10    | 26.46    | 21.28    |
| 市净率         | 4.71    | 4.62    | 3.77     | 3.30     | 2.86     |
| EV/EBITDA   | 21.15   | 21.31   | 14.74    | 11.93    | 9.30     |

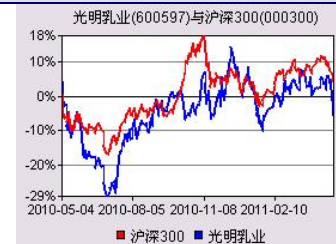
数据来源: 光明乳业股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

|         |       |
|---------|-------|
| 当前价格(元) | 9.49  |
| 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  | -5.38% | -1.45% | -1.96% |
| 沪深300 | -2.44% | 3.75%  | 4.09%  |

### 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 |        |

## 2011年1季度业绩回顾：营业收入稳定增长

2011年1季度公司实现营业收入26.13亿元，同比增长23.05%，基本符合我们此前预期；净利润为3429万元，同比增长23.9%，实现归属上市公司股东净利润为2684.91万元，同比仅增长5.27%，略低于我们预期；实现每股收益0.026元，同比增长8.33%。

## 季报关键信息：毛利和净利相对稳定

第一、公司毛利率和净利率保持相对稳定，其中，1季度公司毛利率为34.24%，相比去年同期34.78%仅下降0.6%，而净利率为1.312%，同比增长0.01%，说明公司一季经营较为稳定，在原奶价格稳步上升的同时保持毛利和净利相对稳定。

第二、1季度公司销售费用率为29.06%，较2010年年底费用率继续小幅下降，而各项费用增速高于收入增速的有管理费用、财务费用、营业税金及附加，其中，管理费用同比增长32.52%，财务费用同比增长633.02%，营业税金及附加同比增长39.85%。总体而言，公司1季度三大费用即销售费用、财务费用和管理费用加总为8.51亿元，较去年同期增长22.68%，稍低于收入23.05%的增速。

第三、1季度公司少数股东损益同比增加240.90%，原因为：含少数股东权益的子公司盈利增加，部分验证郭本恒的策略：聚焦明星产品，削减不赚钱产品的导向。同时，由于少数股东损益增加，使得1季报EPS同比增长仅8.33%，低于收入23.05%的增速。

## 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。

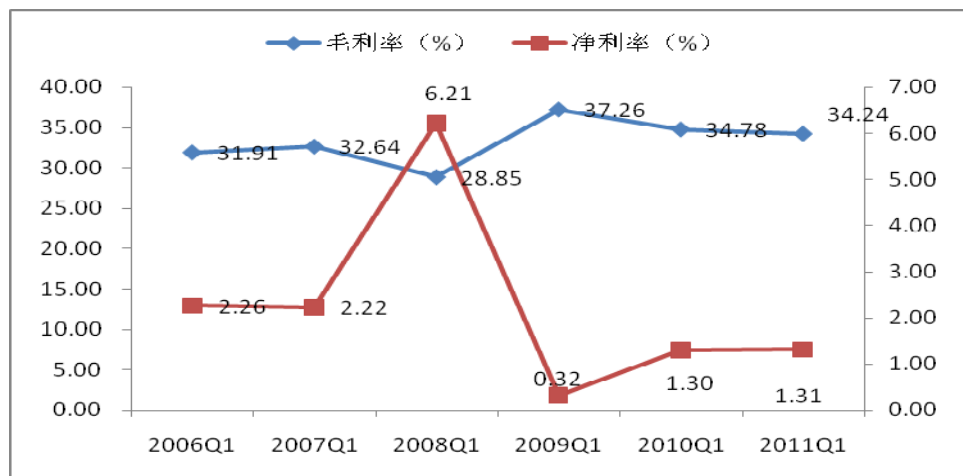
## 盈利预测与投资评级：一年内合理估值12-15元

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

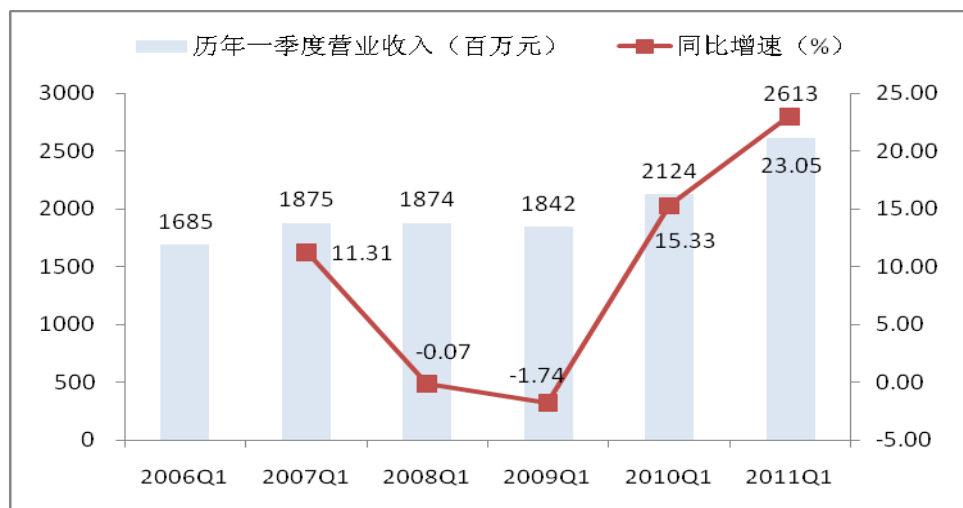
原奶价格异常波动；Synlait Milk产能未达预期；乳品安全问题。

图3：历年1季度公司销售费用率（%）



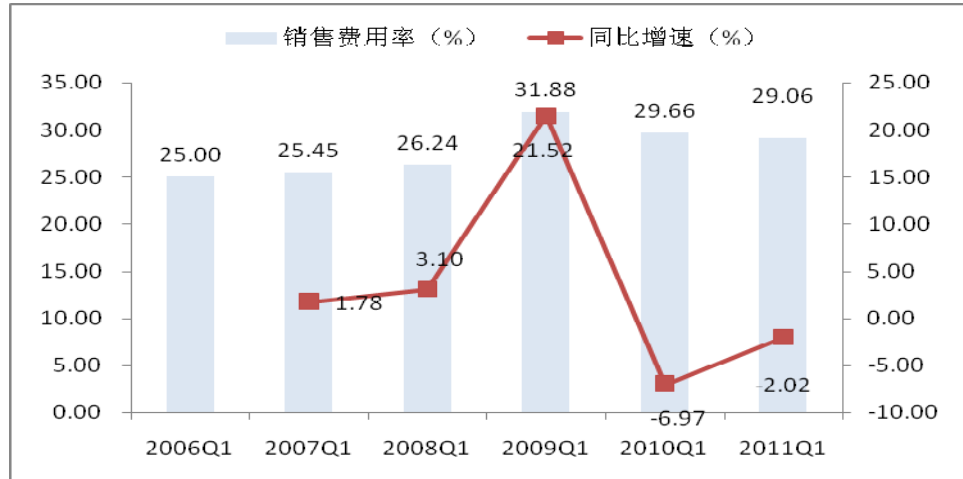
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图2：历年公司一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2：历年公司一季度销售费用率和增速



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

## 附：光明乳业2010年股东大会纪要

### 1、2010 年主要事件回顾：

(1) 调整产品结构，聚焦明星产品，重点产品去年 18.3 个亿，超过公司总营业收入的 20%，比如 2010 年畅优卖了 6.3 亿元，占中国酸奶市场份额的 6%多，AD 卖了 4 个亿，占份额 4%，优倍 2.5 亿，优+卖了 3.6 亿，莫斯利安上市当年就卖了 2 个亿。**2010 年得益于新产品的销售和拉动。**

(2) 设定了“四大战役”（安徽、南京、河南、成都地区），2010 年这些地区增长率是在 22-35%增长，高于公司整体速度，且这些重点地区光明品牌和产品有非常大的提升。

(3) 销售划归，华东地区销售的常温归华东事业部，在西南成立西南地区部。

(4) 科技创新方面：乳业生物技术通过了专家的评审意见，成为高新技术企业，上海全行业只有 6 家，公司是乳业唯一的，**2011 年税收将降低 10 个百分点，今年 15%左右的税收。**此外，2010 年获得 6 项国家发明专利，还有 11 项在审核中。

(5) 人才方面：26 人的火箭计划，13 人得到提升。

(6) 公关传播方面：2010 奶牛宣传文章超过 900 篇，每天都有 2 篇以上文章宣传，转载网站超过 1100 多家，提升企业形象。

(7) 2010 年遇到的问题：原材料成本大幅上升，克服 6 个亿原材料成本，完成了预定业绩。

(8) 新西兰项目：地震无丝毫影响，2010 年并入 2 个月的销售额，实现 3 个亿。

### 2、2011 年主要目标及其规划：

(1) 2011 年公司整体收入目标 114 亿，净利润 2.28 亿。

(2) 新联乳业：**1) 业绩方面：**2011 年 1-3 个月新西兰新联乳业公司并入 4 个亿销售，2011 年估计会有 2000 万人民币的利润。计划今年 10 月份开始来自国外奶粉推向市场，5 万吨婴儿奶粉年底建成，中国最大的婴儿奶粉企业不一定能完成这样大的新增规模。**2) 新增产能规划：**2010 年奶粉 4 个亿，2010 年目标 6.5 个亿，都是国产奶粉，2011 年进口奶粉很少，今年 10 月份才推出，2 号工厂产出得明年 1 月份才有。公司战略中提到“突破奶粉”，而常温和新鲜都有 40、50 亿的销售额，那么奶粉不上 20 亿规模就不可能称为公司 3 大支柱之一，**新增的 5 万吨如果不能被光明消化，则 OEM，如果全部由光明销售，销售额非常可观，估计能卖到 30 亿以上，至于我们的定价目前不便透露，做中国最高端的奶粉，不会比目前高端奶粉低。****3) 婴儿奶粉市场看法：**其成功战胜 3 个因素：品牌、科技含量、渠道。渠道如果只是二三线城市或者农村市场，产品要卖到高端则很难；不可否认很多公司都是靠渠道取胜，光明乳业可以科技取胜，公司国内奶科技含量可以对照其它配方，是国内一流的。计划**进口奶粉先在江浙沪推出。**

(3) 莫斯利安产品规划：进行科技营销，国家重点实验室通过各种方式表现出

来，除了畅游、AD100，优+，优倍等产品，今年重点推莫斯，今年目标7个亿，净增5个亿，1911老酸奶目标2个亿。

（4）新鲜产品增长良好，1-4个月增长在20%，有些产品增速达到30%。

（5）常温产品：2011年常温产品销售有些影响，因为价格比竞争对手提的多一些，如白奶和酸乳销售受一些影响。但为了完成常温产品从低毛利到高利率转型，这是短期必须经历的。但是常温这快不会影响公司整个业绩，从目前的1-4个月销售情况看，今年目标是有可能完成的，毕竟东方不亮西方亮，提完价的孩子就是“聪明”的孩子，因为以前卖一包就亏一包，现在公司更需要提价来保证利润。

（6）费用方面：费用率没有具体目标，但销售费用今年估计下降空间不大，广告支出增加明显，尤其是重点产品的推广。但是所得税率会下降，估计会节约一些费用。

资产负债表

单位：百万元

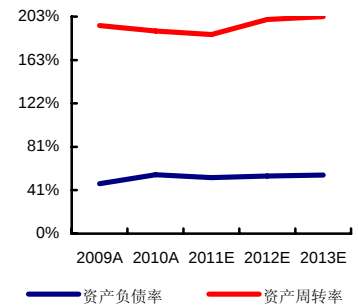
| 至 12 月 31 日    | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 2,157 | 3,107 | 3,712 | 4,563 | 5,795 |
| 货币资金           | 929   | 1,139 | 1,779 | 2,256 | 3,086 |
| 应收及预付          | 708   | 1,129 | 1,080 | 1,313 | 1,532 |
| 存货             | 519   | 806   | 821   | 962   | 1,145 |
| 其他流动资产         | 1     | 33    | 32    | 32    | 32    |
| <b>非流动资产</b>   | 1,966 | 2,867 | 2,572 | 2,750 | 2,694 |
| 长期股权投资         | 23    | 11    | 13    | 13    | 13    |
| 固定资产           | 1,596 | 2,093 | 2,110 | 2,088 | 2,029 |
| 在建工程           | 41    | 223   | 295   | 495   | 500   |
| 无形资产           | 176   | 404   | 144   | 143   | 142   |
| 其他长期资产         | 129   | 136   | 10    | 10    | 10    |
| <b>资产总计</b>    | 4,123 | 5,975 | 6,284 | 7,313 | 8,489 |
| <b>流动负债</b>    | 1,756 | 2,562 | 2,668 | 3,271 | 3,929 |
| 短期借款           | 128   | 258   | 358   | 478   | 618   |
| 应付及预收          | 1,519 | 2,281 | 2,311 | 2,793 | 3,311 |
| 其他流动负债         | 109   | 24    | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动负债</b>   | 169   | 726   | 617   | 667   | 717   |
| 长期借款           | 67    | 567   | 617   | 667   | 717   |
| 应付债券           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 101   | 159   | 0     | 0     | 0     |
| <b>负债合计</b>    | 1,925 | 3,288 | 3,286 | 3,938 | 4,646 |
| 股本             | 1,042 | 1,049 | 1,049 | 1,049 | 1,049 |
| 资本公积           | 426   | 448   | 448   | 448   | 448   |
| 留存收益           | 639   | 833   | 1,143 | 1,520 | 1,988 |
| 归属母公司股东权益      | 2,107 | 2,329 | 2,640 | 3,017 | 3,486 |
| 少数股东权益         | 91    | 357   | 357   | 357   | 357   |
| <b>负债和股东权益</b> | 4,123 | 5,975 | 6,284 | 7,313 | 8,489 |

利润表

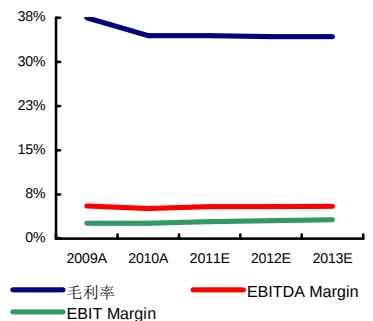
单位：百万元

| 至 12 月 31 日     | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 7943  | 9572  | 11432 | 13619 | 16051 |
| 营业成本            | 4961  | 6270  | 7489  | 8939  | 10541 |
| 营业税金及附加         | 27    | 43    | 45    | 57    | 65    |
| 销售费用            | 2472  | 2727  | 3224  | 3813  | 4462  |
| 管理费用            | 275   | 280   | 343   | 395   | 465   |
| 财务费用            | 18    | 27    | 49    | 56    | 65    |
| 资产减值损失          | 41    | 22    | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益        | 0     | 2     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 3     | 4     | 4     | 4     | 4     |
| <b>营业利润</b>     | 152   | 209   | 286   | 361   | 456   |
| 营业外收入           | 64    | 44    | 54    | 49    | 52    |
| 营业外支出           | 27    | 11    | 11    | 11    | 11    |
| <b>利润总额</b>     | 190   | 241   | 329   | 399   | 496   |
| 所得税             | 61    | 13    | 18    | 22    | 27    |
| <b>净利润</b>      | 128   | 228   | 310   | 377   | 468   |
| 少数股东损益          | 6     | 33    | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 122   | 194   | 310   | 377   | 468   |
| EBITDA          | 440   | 492   | 622   | 742   | 883   |
| EPS (元)         | 0.12  | 0.19  | 0.30  | 0.36  | 0.45  |

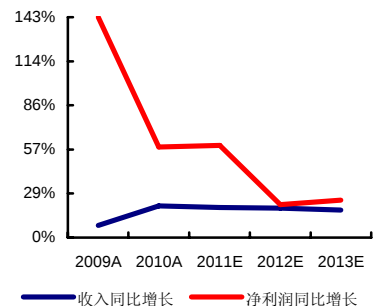
资产负债率趋势



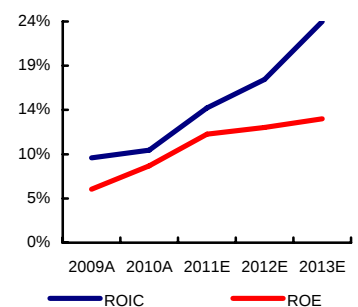
经营利润率趋势



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

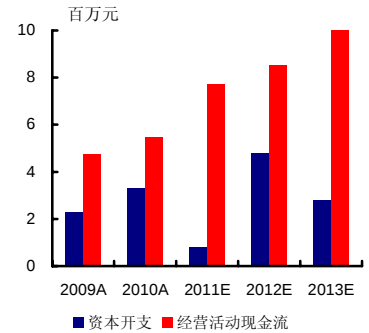
| 至 12 月 31 日    | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 465   | 534   | 753   | 833   | 977   |
| 净利润            | 128   | 228   | 310   | 377   | 468   |
| 折旧摊销           | 231   | 240   | 291   | 328   | 366   |
| 营运资金变动         | 14    | 30    | 65    | 108   | 116   |
| 其它             | 92    | 37    | 87    | 20    | 27    |
| <b>投资活动现金流</b> | -119  | -319  | -75   | -465  | -267  |
| 资本支出           | -225  | -324  | -76   | -469  | -271  |
| 投资变动           | 11    | -11   | 2     | 4     | 4     |
| 其他             | 95    | 16    | 0     | 0     | 0     |
| <b>筹资活动现金流</b> | -135  | 8     | -38   | 109   | 119   |
| 银行借款           | 288   | 759   | 150   | 170   | 190   |
| 债券融资           | -379  | -788  | -137  | 0     | 0     |
| 股权融资           | 7     | 54    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | -51   | -17   | -51   | -61   | -71   |
| <b>现金净增加额</b>  | 211   | 223   | 640   | 477   | 829   |
| <b>期初现金余额</b>  | 701   | 929   | 1,139 | 1,779 | 2,256 |
| <b>期末现金余额</b>  | 912   | 1,153 | 1,779 | 2,256 | 3,086 |

## 主要财务比率

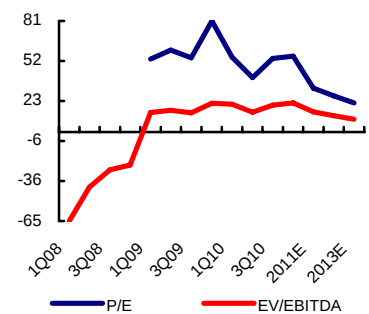
单位：%

| 至 12 月 31 日     | 2009A  | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 营业收入            | 7.9%   | 20.5%  | 19.4%  | 19.1%  | 17.9%  |
| 营业利润            | 131.2% | 37.2%  | 37.0%  | 26.3%  | 26.2%  |
| 归属于母公司净利润       | 142.8% | 58.7%  | 59.7%  | 21.3%  | 24.4%  |
| <b>获利能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 毛利率             | 37.5%  | 34.5%  | 34.5%  | 34.4%  | 34.3%  |
| 净利率             | 1.6%   | 2.4%   | 2.7%   | 2.8%   | 2.9%   |
| ROE             | 5.8%   | 8.3%   | 11.8%  | 12.5%  | 13.4%  |
| ROIC            | 9.2%   | 10.0%  | 14.6%  | 17.7%  | 24.0%  |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 资产负债率           | 46.7%  | 55.0%  | 52.3%  | 53.9%  | 54.7%  |
| 净负债比率           | -28.4% | -12.0% | -27.9% | -33.9% | -46.4% |
| 流动比率            | 1.23   | 1.21   | 1.39   | 1.40   | 1.48   |
| 速动比率            | 0.87   | 0.84   | 1.01   | 1.03   | 1.11   |
| <b>营运能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 总资产周转率          | 1.95   | 1.90   | 1.87   | 2.00   | 2.03   |
| 应收账款周转率         | 14.58  | 12.90  | 13.69  | 13.29  | 13.49  |
| 存货周转率           | 8.81   | 9.47   | 9.13   | 9.29   | 9.21   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |        |
| 每股收益            | 0.12   | 0.19   | 0.30   | 0.36   | 0.45   |
| 每股经营现金流         | 0.45   | 0.51   | 0.72   | 0.79   | 0.93   |
| 每股净资产           | 2.02   | 2.22   | 2.52   | 2.88   | 3.32   |
| <b>估值比率</b>     |        |        |        |        |        |
| P/E             | 81.1   | 55.4   | 32.1   | 26.5   | 21.3   |
| P/B             | 4.7    | 4.6    | 3.8    | 3.3    | 2.9    |
| EV/EBITDA       | 21.1   | 21.3   | 14.7   | 11.9   | 9.3    |

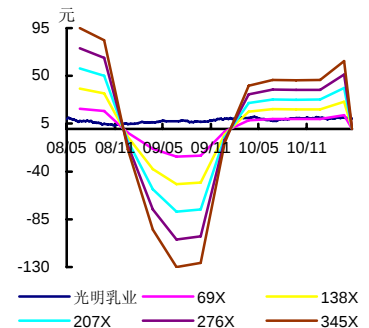
## 资本支出与经营活动现金流



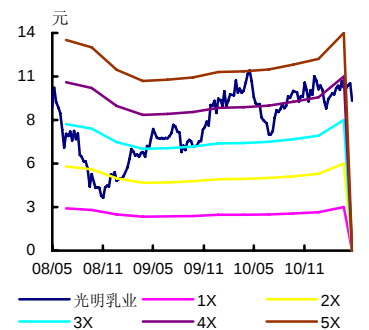
## 相对估值



## 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)_年报点评                            | 胡鸿 | 2011-03-31 |
| 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<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。