

巧力突围，老牌乳企发展可期



研究结论

- **莫斯利安巧力突围常温奶市场。**光明在常温奶市场上一直不占优势，但是公司另辟蹊径，于09年推出常温酸奶莫斯利安，上市两年在华东区域推广，年销售收入10年突破2亿元。我们认为莫斯利安有望成为光明第一款明星单品，常温酸奶扩大了产品的运输半径，突破冷链限制，同时当前具有相对纯奶更高的渗透率。莫斯利安有望重演常温纯奶过去十年的辉煌历史，我们看好莫斯利安今年推向全国后的市场表现。
- **进军国内高端婴幼儿配方奶粉市场。**国产奶粉安全事故频发使得进口奶粉品牌市场份额不断提升，拥有充分的定价权。在轮番涨价后目前与国产奶粉的价差已高达两倍，随着国产奶粉质量的不断提高，国产精品奶粉拥有较大的潜在市场。公司收购新西兰 Synlait Milk 奶粉加工公司，将以“洋代工”的形式于11年年底进军高端奶粉市场。我们认为凭借其优质的奶源和低成本优势，奶粉业务未来将为公司贡献大幅利润。
- **巴氏奶稳定贡献利润并会成为公司未来利润的重要增长点。**巴氏奶毛利率高，是光明利润的稳定来源，且壁垒较高，产品结构完整，能有效阻截竞争对手的进入。同时我们认为随着消费者收入水平及健康意识的不断提高，巴氏奶的市场份额有望提升。公司将充分受益于未来巴氏奶的崛起。
- **首次给予公司增持的投资评级。**我们用PS法对公司进行估值，根据预测，公司11、12、13年销售收入分别为118.53亿，137.13亿，156.28亿，对应11、12、13年PS为0.81，0.70，0.61。低于行业均值，相对公司历史PS均值1.3亦有较大调整空间，首次给予公司增持的投资评级，目标价10.5元，对应11年PS 0.93。
- **风险因素：**
 - ✓ 莫斯利安全国推广低于预期
 - ✓ 新西兰工厂推迟完工
 - ✓ 销售费用大幅提高
 - ✓ 食品安全问题

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施剑刚

食品饮料、农业高级分析师

8621-63325888 × 6075

shijiangang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S086021002003

联系人

陈徐姗

8621-63325888 × 7041

chenxushan@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (首次)

股价(2011年5月13日) 9.26元

目标价格 10.50元

总股本/A股(万股) 1049.19/1049.19

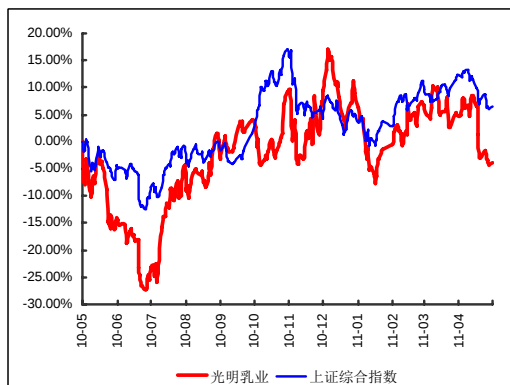
A股市值(百万元) 9809.93

国家/地区 中国

行业 食品饮料

报告发布日期 2011年5月13日

股价表现



资料来源：WIND

公司盈利预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百万)	9,572	11,853	13,713	15,628
主营业务利润(百万)	3302	4,010	4,692	5,546
净利润(百万)	228	280	363	621
EBITDA(百万)	475	730	922	1,287
每股收益(元)	0.19	0.23	0.31	0.54
净资产收益率(%)	8.3	9.5	11.1	16.3
每股经营现金流(元)	0.51	0.69	0.83	0.97
市销率(X)	1.03	0.81	0.70	0.61
EV/EBITDA(X)	19.5	12.7	10.0	7.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

目 录

莫斯利安全国铺开，常温奶市场巧力突围	4
酸奶相对于纯奶，增长速度更快，收入弹性更大	4
常温酸奶，市场广阔	5
抓住“蓝海”，光明巧力突围常温	6
莫斯利安盈利预测	7
进军高端婴幼儿奶粉业务，构建公司第三大利润支柱	7
天时地利人和，抓住了进入国内市场的准确时点	7
看好“洋代工”这一国产奶粉崛起过渡期的特殊经营模式	10
华东区域渠道有优势	10
奶粉业务盈利预测	11
巴氏奶业务是光明稳定且会不断上升的重要利润支柱	11
进入壁垒高，贡献业绩有保障	12
产品结构完整，服务完善	12
巴氏奶需求不断上升，未来将带来利润增长	14
估值探讨与投资建议	15
公司分业务收入预测：	15
公司估值：	16
风险因素	17
附录：	18
三足鼎立，老牌乳企新时代	18

图表目录

图 1：1992-2009 城镇人均鲜奶与酸奶消费量对比	4
图 2：城镇人均收入与人均鲜奶和酸奶消费趋势图	5
图 3：1998-2007 常温奶占国内液态奶市场份额.....	6
图 4：2009 年 5 月-2010 年 6 月进口奶粉与国产奶粉价格对比（每千克）	8
图 5：目前我国上市主要进口奶粉与国产奶粉品牌价格对比	8
图 6：08 年经常购买奶粉品牌家庭收入差异.....	9
图 7：中国婴幼儿配方奶粉市场销售额	11
图 8：巴氏奶占有率.....	14
图 9：09 年部分巴氏奶乳企销售收入同比增长率	15
图 10：光明与伊利 PS 历史值对比.....	17
图 11：光明历史 PS 走势	17
图 12：当前股权结构.....	18
图 13：2008-2010 年光明分产品类别占比图	19
图 14：2009-2010 公司业务收入地区占比	19
表 1：2010 年大陆与香港，台湾，日本，美国相比，月均奶粉支出占家庭月均收入的比较分析..	9
表 2：光明与蒙牛巴氏奶低温奶产品品类对比	12
表 3：公司各产品毛利率	18
表 4：财务预测与比例分析.....	20

莫斯利安全国铺开，常温奶市场巧力突围

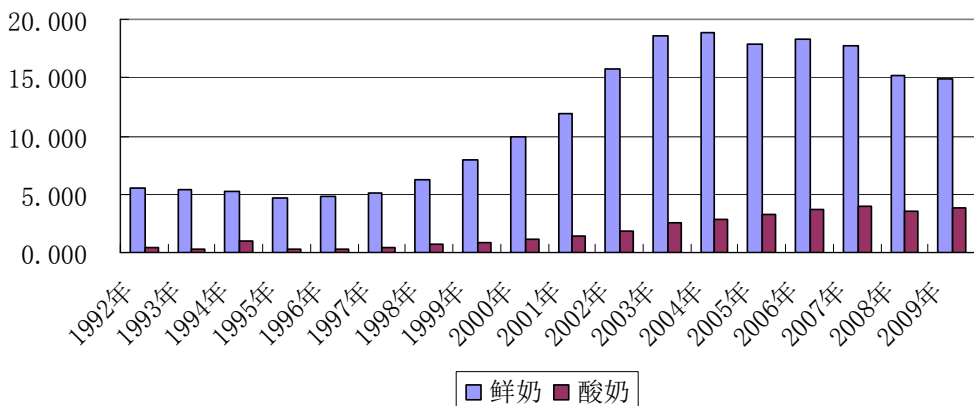
市场普遍认为，光明痛失中国乳业第一的宝座在于十年前错失了提前布局常温奶的机会，由于身处上海这一全国最成熟的消费市场，错误的高估了全国民众对于牛奶的认知度和消费习惯，使得蒙牛、伊利有机会千里追杀，抢占了大片市场。然而败也萧何，成也萧何。作为全国三家龙头企业中最具技术研发优势的奶企，光明有望通过常温酸奶在常温奶市场巧力突围。全国首创常温酸奶莫斯利安上市两年实现年销售额 2 亿元的优异表现，并在 2010 年底高调推向全国市场。历史值得借鉴，我们看好莫斯利安 2011 的优异表现，并由此期待它将大幅贡献光明未来的总体业绩。

酸奶相对于纯奶，增长速度更快，收入弹性更大

牛奶中的乳糖只有被分解成为半乳糖才能被人体吸收，但如果体内缺乏乳糖酶，乳糖就发酵成酸性物质和气体，对人体产生一系列不良反应，医学上称为乳糖不耐受，其中部分人还会出现腹痛，腹胀，腹泻等症状。95% 的亚洲人受乳糖不耐受症困扰，在中国，根据科研人员的研究结果，成年人饮用牛乳后乳糖吸收不良发生率高达 86.7%，不耐受指数为 0.9。正因为如此，国人对纯奶消费与人均收入的匹配度与国外相比存在远期瓶颈。

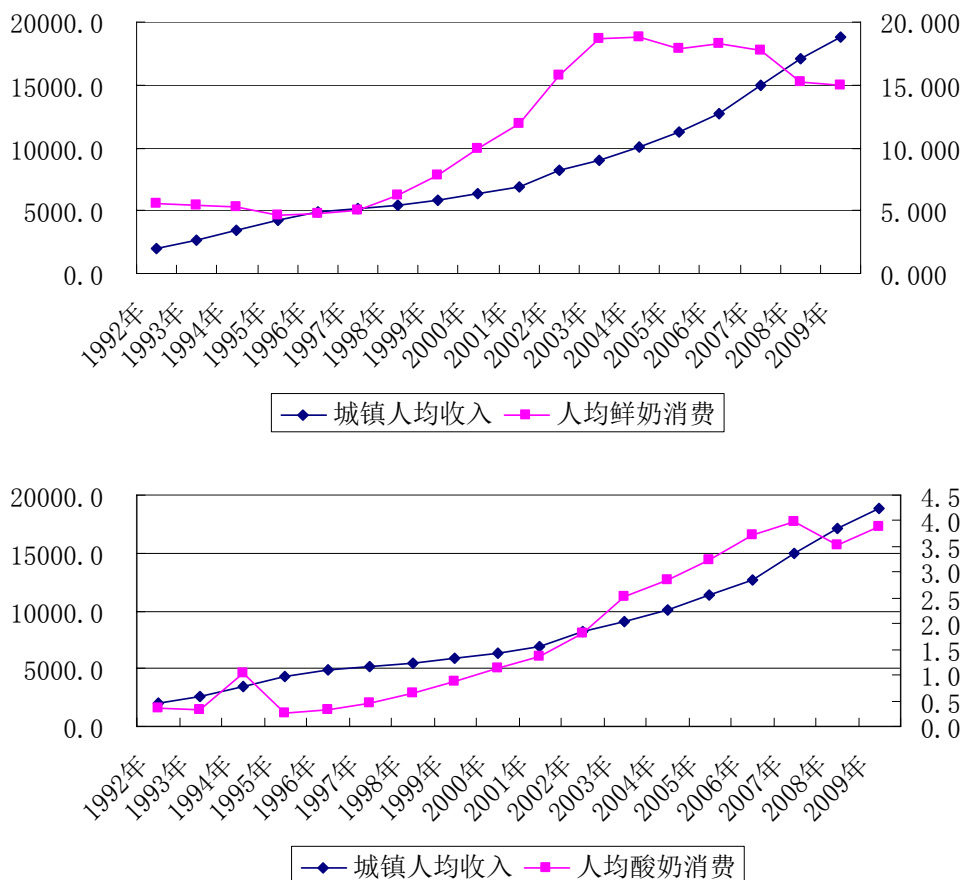
相对而言，我们更看好酸奶未来的增长。酸奶保存了牛奶主要的营养成分，是通过在牛奶中加入一定乳酸菌经发酵后制成，发酵过程使得原奶中 20%~30% 的乳糖被分解，蛋白质和脂肪也分解成为较小的组分，使其更有利于胃肠的消化吸收。同时，酸奶中的乳酸菌具有助消化的功能，其更好的口感和功效也越来越受到消费者的青睐。因此我们认为酸奶具有更大成长空间。目前我国酸奶消费量约占纯奶消费量的 15%，而欧洲已经达到 40% 以上。相对于鲜奶近年来的低速增长甚至出现 1%-3% 的下降，酸奶依然保持着 10% 以上的强劲增长，根据 Euromonitor 数据，中国酸奶市场总量约为 130 亿元人民币，2010 年的年均复合增长率约为 18.25%。

图 1：1992-2009 城镇人均鲜奶与酸奶消费量对比



数据来源：国家统计局，东方证券研究所整理

另外，人均收入不断提高时，纯奶消费增长放缓，而酸奶的消费与纯奶相比，收入弹性更高，当前我国城镇人均不足 0.5 千克的消费量远低于欧洲人均 20 千克的消费水平，我们认为随着人均收入和城市化水平的不断提高，酸奶消费将有进一步的提高。

图 2：城镇人均收入与人均鲜奶和酸奶消费趋势图


数据来源：国家统计局，东方证券研究所整理

常温酸奶，市场广阔

常温酸奶在国际市场占据重要比重

常温酸奶，亦称长效酸奶，通常指常规发酵酸奶经热处理后单独或与果料混合再经无菌包装而成。这种酸奶产品在常温下保存期可为 100-180 天。因此可以在常温条件下运输，储存及销售。在良好的工艺条件下，长效酸奶的风味与口感与常规保鲜酸奶相比几乎相同，这就是为什么长效酸奶在有些欧美国家（包括一些传统的乳制品消费大国）很普及的原因。

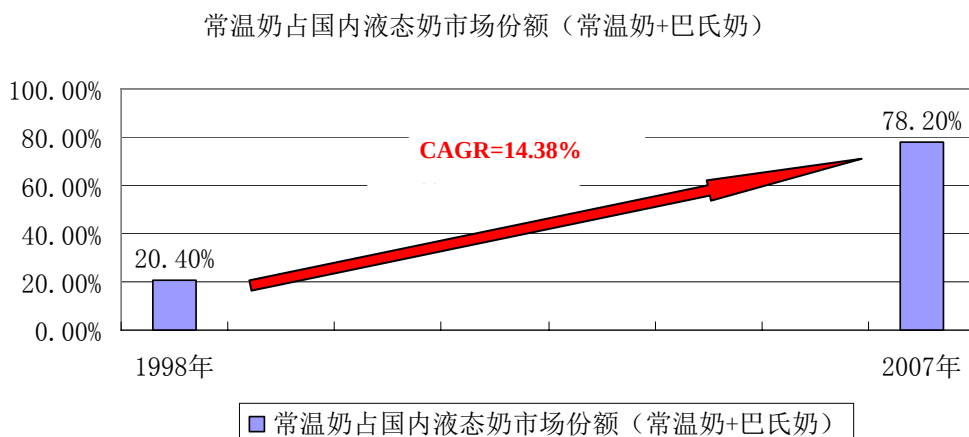
世界乳品联合会已为长效酸奶制定了产品标准，它被公认为是一种标准的被广泛接受的健康乳制品。关于长效酸奶的营养价值，世界乳品联合委员会的专家认为，酸奶的营养不仅仅来自乳酸活菌，乳酸菌在酸奶发酵过程中所产生的代谢物质也具有极高的营养价值，特别是酸奶的主要营养成分如脂肪、蛋白及乳糖等在酸奶发酵过程中所发生的变化，使其营养价值大大提高。正如其它类似的营养乳制品奶酪、鲜奶酪等一样。大量的研究表明，经过人的胃之后，传统发酵酸奶中的乳酸活菌，绝大部分将被杀死，只有极少数可以通过胃进入肠道。因此，不能过高评估乳酸活菌在酸奶中的营养作用。由于乳糖在酸奶发酵过程中被大量分解，长效酸奶对亚洲庞大的乳糖不适应人群来说，具有格外重要的意义。

目前常温酸奶在国际市场上占据重要比重，西班牙是长效酸奶的传统产地和市场。西班牙的长效酸奶生产商是世界市场的重要供应商，中东，南美，东南亚是其主要出口地区，现在已经开始对中国出口，并不断加大在中国乳品市场的竞争力度。俄罗斯是长效酸奶生产大国，据统计，在俄罗斯全国的酸奶市场中，长效酸奶要占有约 70% 的份额，特别是远离欧洲部分中心城市的。

突破冷链限制，扩大使用人群，有望复制常温奶的成功

纵观中国乳业过往十年的历史，就是一场常温奶压倒性侵占全国市场的战役。从 1998 年到 2007 年的 10 年间，常温奶占国内液态奶市场（包括常温奶和巴氏鲜奶）的份额从当初的 20.4% 一路上升到 78.2%。蒙牛、伊利亦凭借常温奶挥师南下，迅速占领全国市场，超越了光明成为了乳企龙头。

图 3：1998-2007 常温奶占国内液态奶市场份额



数据来源：中国奶业年鉴

常温纯奶的成功极有希望在酸奶领域复制，这是因为**相比纯奶，酸奶对冷链运输的要求更高**：1、酸奶中的乳酸菌在 2-6℃ 存活期是相对静止的，超过这个温度，乳酸菌就会快速繁殖，快速死亡，价值大大降低；2、这个温度也是酸奶口感最好的温度区间。当前我国冷链运输尚不能覆盖农村及中小城镇等大部分地区，城市酸奶使用频率约为农村四倍。常温酸奶有效的解决了这一局限，扩大了运输半径，延长了酸奶的保质期，使得没有冷链支持的区域也能享用真正的酸奶。

另外，值得关注的是，**常温酸奶的出现扩大使用人群及频率，有望改变酸奶消费格局**。首先，因为要维持乳酸菌的活性及稳定，酸奶必须冷藏，这使得不少老人减少了对酸奶的消费，随着我国老龄化的不断提高，这一人群总数也在逐年提升。此外，不能食用凉性食品的还包括孩子，胃疾人群等，这些群体都会是常温酸奶的忠实消费者。其次，冷藏酸奶具有一定的季节消费波动，一般的销售旺季是 5-10 月，尤其以 7,8,9 月为高峰，这个阶段每个厂家的销售增幅都在 25% 以上，而到了冬天消费量就明显下降。常温酸奶可冷饮可常温，为消费者提供了更多的选择，将有效平复酸奶消费的季节波动，提高全年消费量。

抓住“蓝海”，光明巧力突围常温

光明从 07 年开始进军常温奶市场，发展迅速，10 年常温奶收入已占公司总收入的 40%，全国常

温奶份额的 10%。常温奶的发展壮大了光明的规模，助力光明进军“100 亿阵营”，但是要想进一步突破，超越对手，光明必须依靠更为革命性的创新产品。常温酸奶无疑是当前蒸蒸日上酸奶市场的一片蓝海。作为中国酸奶龙头，光明乳业发挥了技术见长的优势，准确地把握住了长效酸奶的商机，于 2007 年 7 月建立了“长保质期非冷藏酸奶”项目，从欧洲引进了这一创新技术。2008 年底光明“莫斯利安”成功上市。产品上市两年在华东区域销售即录得年销售收入 2 亿元的成绩。公司 2010 年底正式将莫斯利安推向全国。

我们认为，该产品的推出充分发挥了光明的技术优势，且符合当前的消费需求及市场现状，增长前景广阔，且由光明率先推出，具备一定技术壁垒，短期内对手无法超越，单品销售额曾连续 3 月均突破千万元，以 4 倍的速度一举刷新了光明常温新品上市的销售记录。可以预期，莫斯利安将带领光明在常温奶市场上巧力突围，我们看好它未来给公司带来的业绩贡献。

莫斯利安盈利预测

基本假设：根据公司过往明星产品年销售收入均突破 10 亿，以及莫斯利安本身产品技术的优越性，我们预测 11 年推向全国市场后，莫斯利安的销售收入增长有望达到 7 个亿，12、13 年各增长 50%，25%。产品毛利为 45%。

单位（百万）：

时间	2010	2011	2012	2013
莫斯利安销售收入	200	700	1,050	1,312.5
同比增长率	50%	250%	50%	25%
毛利率	45%	45%	45%	45%
增厚 EPS	0.02	0.07	0.11	0.12

东方证券研究所预测整理

进军高端婴幼儿奶粉业务，构建公司第三大利润支柱

光明乳业于 2010 年 7 月以约 3.82 亿元的价格，增资认购全球最大奶源地新西兰第四大牛奶加工商 Synlait Milk 51%股份，获得这家新西兰牛奶公司的控股权。光明自此不仅将获得新西兰 Synlait 公司优质低价的奶源，而且将作为光明的“洋代工”厂商——在建的 2 号工厂将主要用于生产高端婴幼儿配方奶粉。我们认为这一收购将成为光明进入国内婴幼儿配方奶粉市场的有效推动力，2011 年底上市的全新高端奶粉将构建光明乳业的第三大利润支柱。

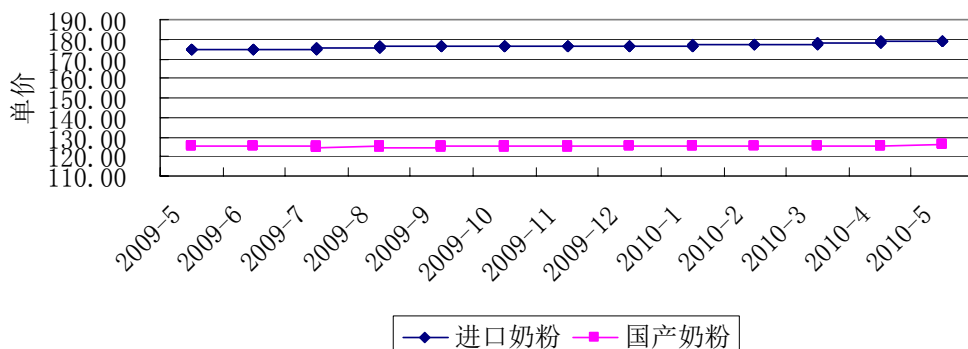
天时地利人和，抓住了进入国内市场的准确时点

进口国产奶粉价差不断扩大，高档精品国产奶粉存在潜在市场

事故不断的国产奶粉市场使得国内消费者的信心损伤殆尽，据调查，七成国内消费者表示不会购买国产奶粉。对国产奶粉的极度不信任，换来了进口奶粉的高歌猛进。在 2011 年 1 月 10 日举行的中国婴幼儿奶粉质量安全与全产业链模式研讨会上，农业部奶业管理办公室副主任马莹称，2008 年三聚氰胺事件发生前，国产奶粉的市场占有率达 60%，而到 2010 年，进口奶粉已与国产奶粉平分秋色。“我们认为，2011 年，洋奶粉的市场占有率有可能超过 50%”。在高端婴幼儿奶粉市场，进口奶粉的优势更为明显，知名品牌已经占据了 9 成的市场份额。

正因为拥有了绝对的市场占有率和中国家庭绝对的刚性需求，自 2008 年以来，进口奶粉涨价频繁，在我们的统计期 09 年 5 月-10 年 6 月，在我国境内销售的进口奶粉平均每千克涨价 2.58%，而国产奶粉上涨 0.25%，目前进口奶粉每千克价格约为国产奶粉的 1.37 倍。

图 4：2009 年 5 月-2010 年 6 月进口奶粉与国产奶粉价格对比（每千克）

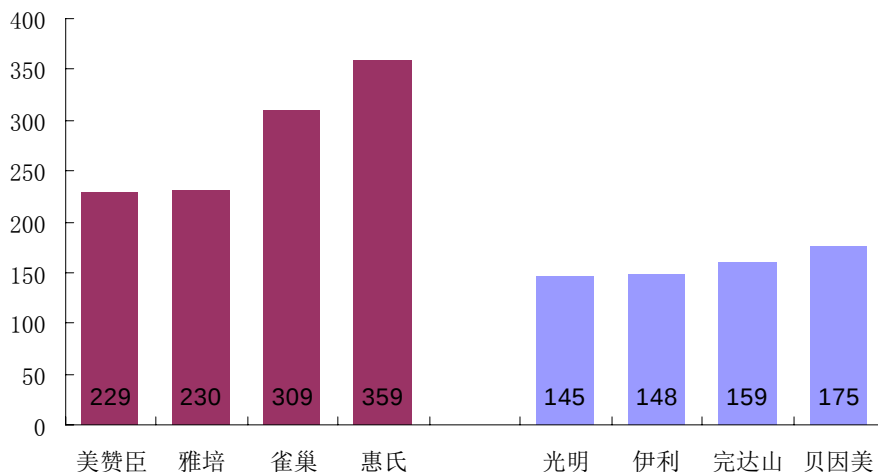


数据来源：国家统计局，东方证券研究所整理

而国际乳业巨头凭借更高的市场占有率，部分品牌在过去两年涨价幅度已接近 50%。今年，面对高企的国内通胀压力，4 月洋奶粉龙头又一次顶风集体涨价 10%~20%左右，足见其对于定价主导权的信心。

与此同时，国产奶粉却忙着促销，使价差进一步扩大，目前，知名进口奶粉品牌与主流国产奶粉品牌的价差已高达两倍。

图 5：目前我国上市主要进口奶粉与国产奶粉品牌价格对比



数据来源：东方证券研究所整理

我们认为，虽然国产奶粉的市场信心难以短期内迅速恢复，国民对进口奶粉需求仍保持刚性，但是目前的进口奶粉价格与我国人均收入不匹配，盲目消费恐难持续。

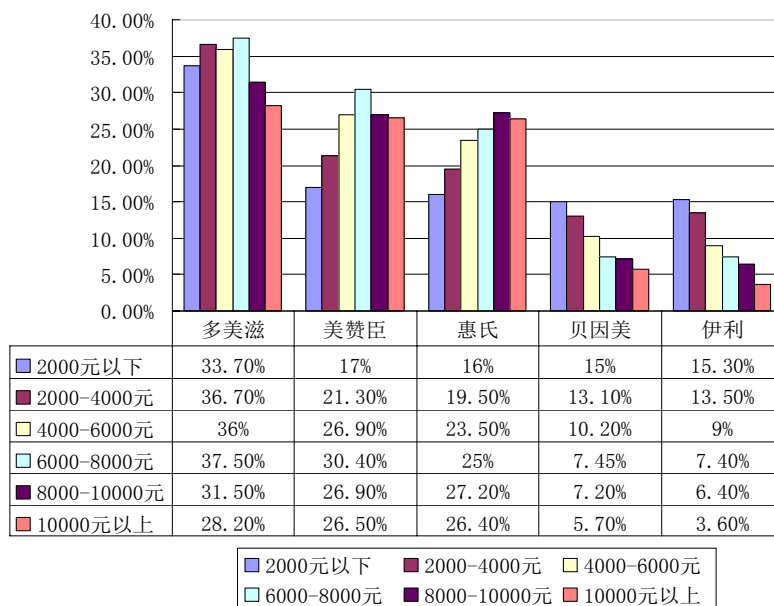
表 1：2010 年大陆与香港，台湾，日本，美国相比，月均奶粉支出占家庭月均收入的比较分析
(以月均四罐 900 克奶粉的一般消费量为例)

市场	家庭月收入	奶粉支出/月均收入
中国大陆城镇	3184.82	31.40%
中国大陆农村	986.5	101.37%
中国香港	21120	3.5%
中国台湾	21000	3.5%
日本	37385.82	2.67%
美国	40744.16	2.45%

数据来源：国家统计局 东方证券研究所整理

从上表可以看出，进口奶粉目前高昂的价格已远超过我国消费者理性消费可以承受的能力范围，几代人共同担负一个孩子奶粉钱的状态非常脆弱，如果进口奶粉继续涨价，由价格因素导致的消费分流将成为大概率事件。下表亦显示针对不同的收入水平，奶粉选择的差异，可以发现，国产品牌在家庭收入 6000 元以下人群中拥有广泛的市场，根据 2009 年国家统计局数据，城镇人口中户均月收入低于 6000 元的占总户数的 76.39%，农村人口中这一比例更高达 90%以上，因此国产奶粉具有较大市场空间。

图 6：08 年经常购买奶粉品牌家庭收入差异



数据来源：《2009 年中国婴幼儿消费市场 3-15 年度报告》

消费分流触发条件已接近成熟

针对国内奶粉市场安全问题不断的现状，行业监管不断加强。2011年3月底，全国乳制品及婴幼儿配方乳粉企业生产许可证重新审查工作结束，1176家乳制品企业中，一次性通过的比例仅为55%，9%需要停产整改，36%未通过审核，4月1日，婴幼儿配方奶粉新国标启动，作为消费者最为关注的婴幼儿奶粉的生产新标准，新国标不仅比过去严厉，一些指标甚至比欧美国家的标准还要严厉！根据AC尼尔森数据，自新国标实施以来，很多国产知名品牌的国标新品已经陆续上市，销售业绩也稳步上升。国产奶粉不仅在一线市场业绩突出，在二三线市场更是成为了主导。一季度中资奶粉前两名的贝因美和伊利维持各自市场份额，超高端奶粉中，伊利市占率持续上升至3.4%。我们认为新国标的实施从整体上大大提升了国产品牌奶粉的核心竞争力，婴幼儿配方奶粉作为国家食品安全的重点关注领域，将会有实质性的落后产能淘汰过程。这一优胜劣汰进程不仅有利于市场份额的出清和资源整合，更重要的是提高了行业的标准与规范，将有效推动国产奶粉安全、高质地良性发展。

看好“洋代工”这一国产奶粉崛起过渡期的特殊经营模式

公司收购的Synlait Milk的目标是成为亚洲市场的配方奶粉（主要是婴儿的配方奶粉）主要的供应商之一，而今年完工的2号工厂将成为世界一流的婴幼儿配方奶粉生产工厂，光明的高端奶粉将在Synlait Milk直接生成成品后转往国内销售，配以光明新的、定位高端的品牌。我们看好光明这种“洋代工”经营模式，认为奶粉品质和成本优势的保证 + 对本土市场的了解，将使得光明高端奶粉有所建树。

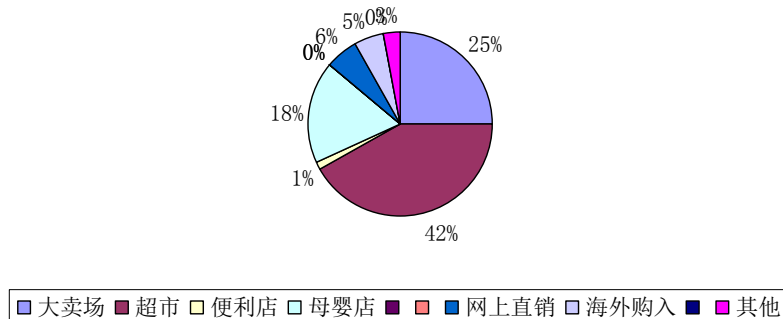
“洋代工”——委托国外知名企业为国内厂家贴牌生产产品的国际合作模式。该模式的突出代表是目前市场上的澳优和娃哈哈的爱迪生奶粉，澳优奶粉自2003年创立后一直依靠从澳大利亚塔图拉(Tatura)、法国诺蒂柏欧(Nutribio)等乳业巨头进口原料，在国内进行分销的方式经营。以进口和有机为卖点的澳优现在则是国内单价较高的婴幼儿奶粉产品，售价甚至比美赞臣、雅培等外资巨头高出40%多。在刚刚过去的一年，这家规模不大的乳品企业营收为5.79亿，净利润为1.1亿元，净利润率却高达19.02%，数倍于蒙牛、伊利等巨头，两者只有4.48%、2.34%。而娃哈哈的爱迪生也将其生产、包装放在荷兰当地进行，由欧洲公司为其贴牌生产的。在当前纯国产奶粉屡受消费者质疑时，中国公司选择“洋代工”模式，凭借100%进口奶源更容易获得消费者的信任。另外，由于品牌的建立需要较长的时间，相对于投资建厂，洋代工模式更为节省成本。

华东区域渠道有优势

营销是奶粉销售的关键同时也是光明的相对短板，但是乐观来看：

充分借助华东区域现代渠道的垄断优势。目前在众多流通渠道中，婴幼儿奶粉的主要购买场所是大卖场和超市等现代渠道。光明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%，江、浙、沪是光明的最主要市场，也是目前国内现代渠道最发达的地方，其发达的主要标志是城市市场中大卖场、便利店、超市的迅速发展和铺货到位。我们推测，光明的这款高端奶粉也将首先从它的传统优势战场——华东区域发力，公司在该区域现代渠道的充分优势将给光明高端奶粉进入市场提供有利的切入点。

图 7：中国婴幼儿配方奶粉市场销售额



数据来源：AC 尼尔森

传统渠道不断改善。光明 07 年开始大举进军常温奶，销售收入快速增长，10 年常温奶收入已占公司总收入份额的 40%，占全国常温奶市场份额也达到 10% 左右。销售网点从 3 年前的 9 万个上升的 20 万个，在传统渠道的铺设上已具有一定的基础。据悉，负责常温奶事业部的公司副总裁梁永平将全面接手奶粉市场业务，我们相信，光明常温奶上集中资源，重点突破的经验也将在奶粉新品牌传统渠道的推广上得到实现。

奶粉业务盈利预测

因为当前光明奶粉的盈利水平与市场份额与竞争对手的差距较大，根据我们前面的分析，光明的高端奶粉有较大的增长潜力，因此市场占有率的差距和盈利能力的差距也将成为公司奶粉未来业绩弹性的来源。我们预测光明高端奶粉的市占率 11 年，12 年，13 年分别为 0.1%，0.5%，1%，市场总量方面，2010 年我国婴幼儿配方奶粉市场规模 350 亿左右，未来三年保持符合增长 18.7% 持续增长（Euromonitor 数据），

单位（百万）

时间	2010	2011	2012	2013
高端新品牌婴幼儿配方奶粉收入		42	247	585
同比增长（%）			4.88	1.37
毛利率		55%	55%	55%
增厚 EPS		0.01	0.04	0.11

数据来源：公司公告，东方证券研究所测算

巴氏奶业务是光明稳定且会不断上升的重要利润支柱

中国的巴氏奶与常温奶占国内液态奶市场的比重，从 1998 年的 7：3 变为 2007 年的 3：7，巴氏奶占到液态奶不到 20% 的份额。虽然在当前物流，奶源的约束下，常温奶的市场仍然广阔，但是我们认为新鲜业务仍然是光明稳定的利润来源，同时巴氏奶最糟糕的阶段即将过去，它的崛起值得期待，而光明作为巴氏奶全国领导者，将受益于未来乳业这新一轮消费升级。

进入壁垒高，贡献业绩有保障

相对于常温奶 20%左右的毛利率，巴氏奶的毛利率在 40%左右。且根据国外巴氏奶价格普遍为常温奶两倍的现实，我们认为未来巴氏奶有较大的提价空间，毛利率有望进一步提高。这也是蒙牛、伊利以及国外诸多奶企巨头近年来纷纷倒戈进入巴氏奶市场的主要推动力。但是这场阵地战，光明胜算较大，因为相比常温奶，进入巴氏奶的壁垒更高，主要体现在：

- 1) 品牌忠诚度：**相对于常温奶，巴氏奶多为城市型乳企，紧密渗透当地消费者的生活，以光明为例，公司占据上海 80%的鲜奶市场，华东区域新鲜产品的市场份额也常年位居第一，对于该区域的居民来说，光明品牌某种意义上就等同于鲜奶，要进入这样高度垄断的市场并不容易，需要巨大的投入进行长期的品牌建设。
- 2) 奶源抢占。**由于巴氏奶为低温保存奶，在 0-4℃ 的温度下只能保存 2-10 天，因此接近市场的奶源成为进入巴氏奶市场的关键，光明目前占据了上海周边 2/3 的奶源，虽然蒙牛刚在马鞍山建立了一个生产基地今后将成为蒙牛的低温奶基地，但由于目前牧场尚未完全建成，目前巴氏奶奶源是限制供应的，规模还比较小，一天的供奶量在 5-8 吨左右。
- 3) 冷链物流。**早在 1992 年，光明就从法国引入了牛奶保鲜概念，并着手冷链物流的建设，执行的温度标准严格控制在摄氏 0℃ 到 4℃，为其“新鲜战略”提供了物流保证。经过近 20 年的发展，光明的冷链运输网络在华东区域优势明显，并开始向二三级城市渗透。冷链物流不仅在硬件上成本高昂，对软件的要求更高，目前光明所拥有的国内食品行业最先进的冷链物流队伍和零库存管理经验竞争对手很难短时间内赶超。

产品结构完整，服务完善

目前光明已经把产品线拉长，各个价位的空缺均已填满，发展出了特浓，优倍，致优，减脂，高钙，针对老年人的健能舒平，针对儿童的“我是牛奶”等十多个品种，给竞争对手留下的空间不多。同时，光明还凭借地域优势，成功推行“入户送奶”营销策略，充分发挥通路优势，主打“服务”牌，因此消费者对品牌的忠诚度不断提高，具备了较为充分的成本转嫁能力，

表 2：光明与蒙牛巴氏奶低温奶产品品类对比

	种类	功能	价格
光明		光明致优全鲜乳，颠覆传统工艺，全新膜过滤技术，营养全保留！	22.3
		奶源限定优倍生态奶牛社区，口味香浓醇厚，鲜活高蛋白	14.4

		口味香浓营养丰富	13.4
		口味纯正营养丰富	10
		先进的脂肪分离技术，光明低脂鲜奶比普通牛奶分别减少 90% 的脂肪含量。减脂 90% 鲜奶：减少脂肪，无负担。	12.6
		适用儿童，中老年人及其他缺钙人士饮用，含活钙因子，好钙好吸收	12.6
		目前国内唯一适应血糖偏高者，获得保健食品认证的新鲜牛奶，历时 5 年研发，产品配方获得国家级发明专利。	3.2
		富含益生元、VA、VD 等，更适合孩子的娇嫩肠胃，独特的蜂蜜口味，让宝宝爱上喝牛奶。	3.1
蒙牛		珍品系列	14.8

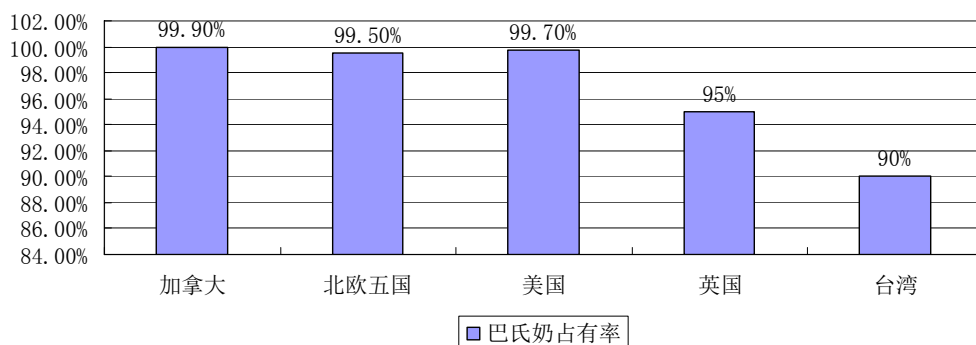
		基础系列	9.50
--	---	------	------

东方证券研究所整理

巴氏奶需求不断上升，未来将带来利润增长

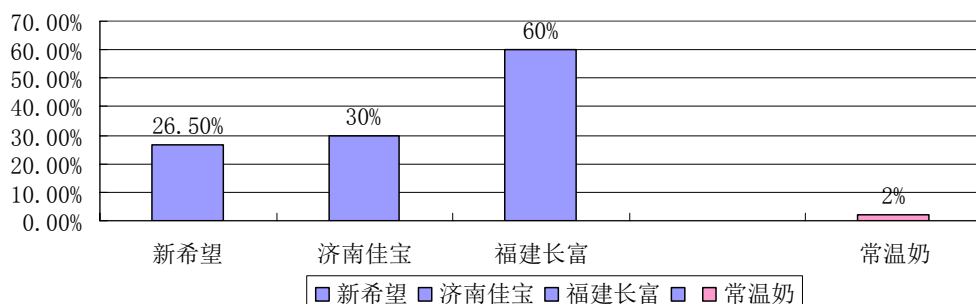
随着接连不断的牛奶危机，消费者对于巴氏奶高营养的认知“被教育”的逐渐充分。巴氏奶由于其热处理条件温和，相对于超高温灭菌乳（UHT 奶、常温奶），乳清蛋白质变性率，维生素，叶酸，钙等营养物质损失率都较低，最大限度的保留了牛乳原本的鲜度和营养。全世界 200 多个国家中 10% 的国家以超高温灭菌奶为主，大部分国家都是以巴氏奶为主。

图 8：巴氏奶占有率



数据来源：Euromonitor（2007），东方证券研究所整理

2008 年 9 月三鹿事件后，中国市场的饮奶习惯发生了变化，常温奶销量大幅下降，巴氏奶份额急速增加，部分消费者在危机中重识鲜奶的好处，相对于之前面对常温奶巨头的毫无还手之力，以巴氏奶为主的城市乳企表现出强劲的反弹，个别城市甚至超过了常温奶的市场份额。

图 9：09 年部分巴氏奶乳企销售收入同比增长率


数据来源：慧聪食品工业网，东方证券研究所整理

可以预见，乳业频繁的安全问题将使消费者的牛奶消费将由品牌为王转向品质为王时期，基础卓越的城市巴氏奶乳企将获得不断上升的消费者忠诚度。巴氏奶的消费比例将不断提升。

同时国家层面，约束巴氏奶发展的冷链物流体系正在不断改善。从 2007 年《易腐食品机动车辆冷藏运输要求》颁布施行到 2009 年《物流业调整和振兴规划》强调要重点发展农产品和食品的冷链物流体系，再到 2010 年“十二五”规划中专门针对冷链物流的《农产品冷链物流发展规划》，政府相关部门陆续出台一系列扶持冷链物流发展的政策。伴随着《农产品冷链物流发展规划》的出台吸引社会 2000 亿的扩容资金使越来越多的企业转战农产品冷链沙场，这将改变“十二五”期间我国农产品流通的格局，可以预计，“十二五”期间我国农产品冷链物流有望实现大跨越，迎来黄金发展期。作为农产品中的重要组成部分，乳制品的冷链运输也将在“十二五”期间受益于这一政府支持。我们认为，已有相当冷链基础的光明乳业将充分利用这一政策推动，完善已有的物流系统，将渠道下沉并扩展到外部区域。

光明乳业作为国内巴氏奶毋庸置疑的龙头乳企，自成立之初就以“新鲜”为特色，巴氏奶 2010 年全国占比 27%，位全国第一，我们认为，随着消费者对巴氏奶的偏爱日益提高，光明将受益于巴氏奶的崛起。

估值探讨与投资建议

公司分业务收入预测：

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入				
莫斯利安	200.00	700.00	1,050.00	1,312.50
同比%	50%	250%	50%	25%
常温奶（除常温酸奶）	3,628.84	3,774.00	3,924.96	4,081.96
同比%	22%	4%	4%	4%
奶粉	670.00	862.55	1,204.27	1,704.35

同比%	(1%)	29%	40%	42%
巴氏奶	1,531.54	1,638.75	1,769.84	1,982.23
同比%	7%	7%	8%	12%
新鲜酸奶	2,584.47	2,817.07	3,098.78	3,408.66
同比%	8%	9%	10%	10%
其他	657.26	755.85	869.22	999.61
同比%	86%	15%	15%	15%
新西兰业务	300	1,304.80	1,795.50	2,138.47
合计	9,572.11	11,853.01	13,712.57	15,627.77
同比%	20.5%	23.8%	15.7%	14.0%
毛利率				
莫斯利安	45%	45%	45%	45%
常温奶（除莫斯利安）	24%	23.5%	23.3%	23.2%
奶粉	45%	50%	50%	52%
巴氏奶	42%	42%	42%	44%
新鲜酸奶	45%	45%	45%	45%
其他	31%	31%	31%	31%
新西兰业务	14.2%	14.3%	16.5%	19%
总体毛利	34.6%	33.8%	34.2%	35.5%

公司估值：

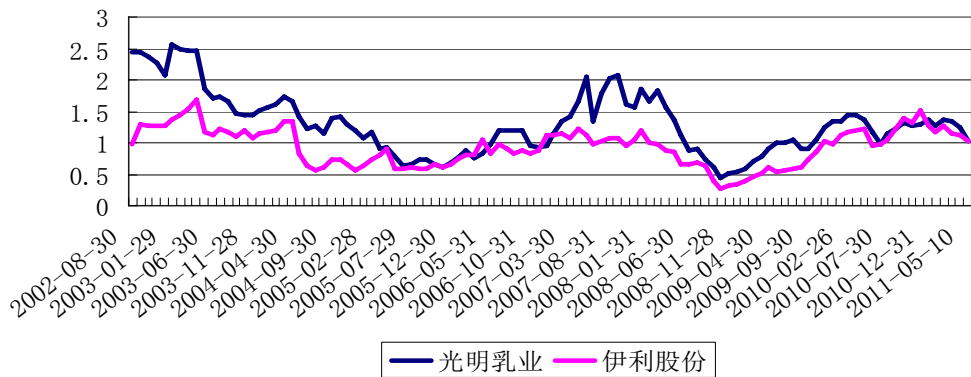
大众消费品讲求规模效应，从发达市场大众消费品的发展历史看，最终都会走向寡头垄断的市场结构，在非成熟的发展中国家，大众消费品企业首要任务是做大规模，提高市场集中度，所以中短期内不会刻意追求利润，而重要的是提高市场份额。因此，体现市场份额的 PS 估值比较合理

1. 根据可比公司 PS 估值

可比公司	市值（2011-5-10） 单位：亿元	PS	
		当前 PS	11E
伊利股份	302	1.02	0.85
蒙牛乳业	434.55（港元）	1.20	1.02
Average		1.11	0.93

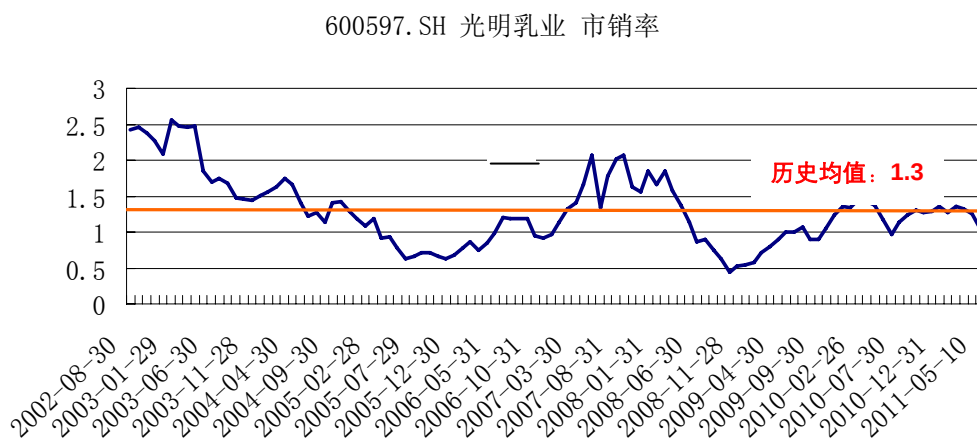
数据来源：WIND，东方证券研究所

光明当前 PS=1.03，与伊利接近，相对蒙牛有一定折价。考虑到历史上光明对伊利的 PS 大部分时间存在溢价，且根据我们预测的 11 年公司销售收入 118.53 亿，光明 11 年的 PS 为 0.81，与可比公司均值相比，存在较大增长空间。

图 10：光明与伊利 PS 历史值对比


数据来源：WIND，东方证券研究所整理

2. 另一方面，参照光明历史 PS 走势，我们认为当前 PS 亦位于公司 09 年收入增长实现正收益后的相对低点，且与均值有一定差距，处在估值恢复通道中。

图 11：光明历史 PS 走势


数据来源：WIND，东方证券研究所整理

综合考量，我们保守估计，给予公司 11 年 $PS=0.93$ ，目标价 10.5，公司在奶源控制及产品技术创新层面行业领先优势明显，首次给予公司增持的投资评级。

风险因素

莫斯利安全推广低于预期
 新西兰工厂推迟完工
 销售费用率大幅上升
 食品安全问题

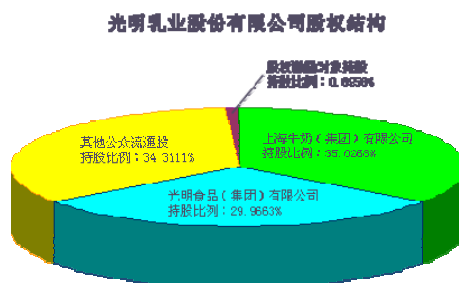
附录：

三足鼎立，老牌乳企新时代

“我感觉自己像三国里的刘备，现在到得了荆州准备入川的阶段，绝对要形成三足鼎立的局面，然后再缩小与前两名的差距。”——光明乳业总裁郭本恒。

光明乳业是中国的老牌乳业龙头，自 1941 年创立的益民一厂，至今已有近 70 年的历史。2000 年由上海光明乳业有限公司依法整体变更而成立的股份有限公司，于 2002 年上市。

图 12：当前股权结构



数据来源：公司网站

公司主要从事乳和乳制品的开发、生产和销售，奶牛和公牛的饲养、培育，物流配送，营养保健食品的开发、生产和销售。形成了消毒奶、保鲜奶、酸奶、超高温灭菌奶、奶粉、黄油干酪、果汁饮料等系列产品，是目前国内最大规模的乳制品生产、销售企业之一，公司以“新鲜”起家，其中奶酪占比 52%，巴氏奶占比 45%，位居全国第一，且与第二名差距较大。

表 3：公司各产品毛利率

产品	毛利率情况（左右）
常温奶	25%
莫斯利安	45%
巴氏奶	40%~45%
新鲜酸奶	40%
现有民用奶粉业务	50%
奶酪	50%

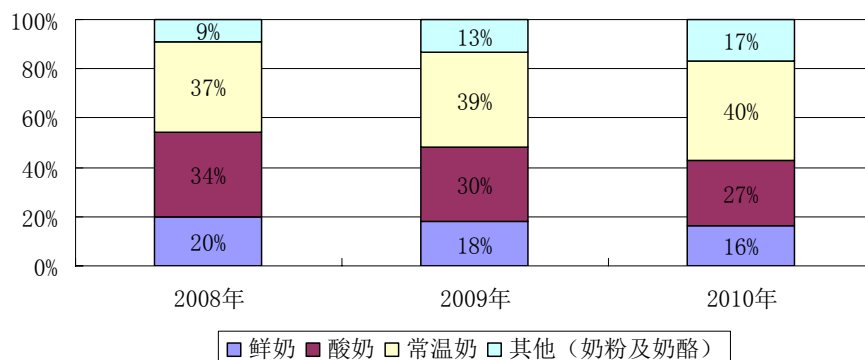
数据来源：公司资料，东方证券研究所整理

公司科技创新与产品品质行业领先，拥有世界一流的乳品研发中心、乳品加工设备以及先进的乳品加工工艺，从 2011 年元旦起，公司对旗下所有工厂执行最新版的“工厂千分”标准，开始将精细化管理推广到所属牧场的奶源管理，推进新一轮“奶源升级”。另外，今年初由光明乳业承建的“乳业生物技术国家重点实验室”已通过科技部专家组的评审认证，充分证明了光明在乳品技术方面的突出优势。

由于之前战略的疏漏，光明痛失了“中国乳企第一”的宝座，近年来，公司在新任总裁郭本恒的带领下，调整方向，奋起直追，对公司业务进行了调整，缩小了与蒙牛、伊利的差距，“三足鼎立”的格局基本形成，去年出台的股权激励措施更是光明“入川”的一大契机。

公司从 07 年开始不断加强常温奶业务的发展，业务比重从 08 年的 37% 上升到 10 年的 40%，占全国份额的 10% 左右。常温奶的上升快速扩大了公司的营业收入及规模。

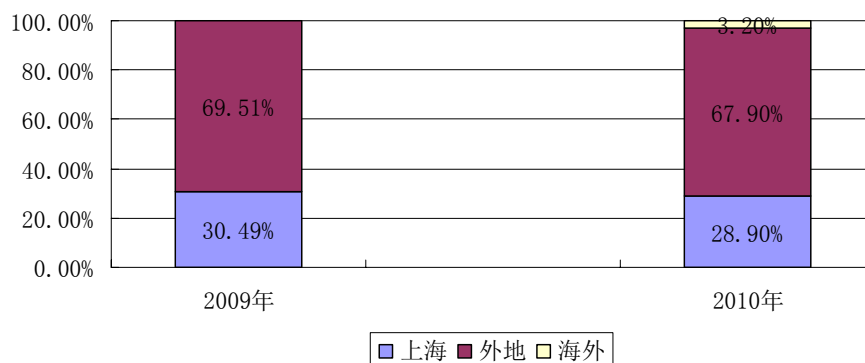
图 13：2008-2010 年光明分产品类别占比图



数据来源：公司资料，东方证券研究所整理

与此同时，公司在深耕优势华东区域的同时，不断加强外省市的市场开拓，外地收入占比不断提高。上海本地收入占比从 09 年的 30.49% 降至 28.9%

图 14：2009-2010 公司业务收入地区占比



数据来源：公司资料，东方证券研究所整理

表 4：财务预测与比例分析

资产负债表					单位:百万元 利润表					单位:百万			
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E				
流动资产	3,107	3,300	3,836	4,452	营业收入	9,572	11,853	13,713	15,628				
现金	1,139	1,185	1,371	1,563	营业成本	6,270	7,843	9,020	10,082				
应收账款	931	947	1,128	1,351	营业税金及附加	43	53	62	70				
其它应收款	35	55	59	66	营业费用	2,727	3,080	3,492	3,912				
预付账款	161	177	216	243	管理费用	280	437	546	644				
存货	806	930	1,057	1,224	财务费用	27	103	151	156				
其他	36	5	5	5	资产减值损失	22	22	22	22				
非流动资产	2,867	3,641	4,082	4,400	公允价值变动收益	2	-	-	-				
长期投资	11	11	11	11	投资净收益	4	-	-	-				
固定资产	1,978	2,473	2,928	3,307	营业利润	209	315	420	742				
无形资产	145	136	128	120	营业外收入	44	54	49	52				
其他	733	1,021	1,015	963	营业外支出	11	19	15	17				
资产总计	5,975	6,941	7,918	8,851	利润总额	241	350	454	777				
流动负债	2,562	3,294	3,893	4,212	所得税	13	70	91	155				
短期借款	258	998	1,260	1,293	净利润	228	280	363	621				
应付账款	1,230	1,253	1,500	1,755	少数股东损益	33	37	42	57				
其他	1,075	1,042	1,133	1,164	归属于母公司净利润	194	244	321	564				
非流动负债	726	680	694	687	EBITDA	475	730	922	1,287				
长期借款	567	575	575	575	EPS (元)	0.19	0.23	0.31	0.54				
其他	159	105	119	112									
负债合计	3,288	3,973	4,587	4,899									
少数股东权益	357	394	436	493	主要财务比率								
股本	1,049	1,049	1,049	1,049	会计年度					2010	2011E	2012E	2013E
资本公积	448	448	448	448	成长能力								
留存收益	833	1,077	1,398	1,962	营业收入					20.5%	23.8%	15.7%	14.0%
归属母公司股东权益合计	2,329	2,574	2,895	3,459	营业利润					37.2%	51.1%	33.3%	76.7%
负债和股东权益	5,975	6,941	7,918	8,851	归属于母公司净利润					58.7%	25.3%	31.8%	75.8%
					获利能力								
现金流量表					单位:百万元 毛利率					34.5%	33.8%	34.2%	35.5%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	净利率					2.0%	2.1%	2.3%	3.6%
经营活动现金流	534	724	867	1,020	ROE					8.3%	9.5%	11.1%	16.3%
净利润	228	280	363	621	ROIC					6.4%	7.4%	8.9%	12.3%
折旧摊销	240	312	351	389	偿债能力								
财务费用	23	103	151	156	资产负债率					55.0%	57.2%	57.9%	55.3%
投资损失	-4	-	-	-	流动比率					1.2	1.0	1.0	1.1
营运资金变动	36	55	-12	-139	速动比率					0.9	0.7	0.7	0.8
其它	11	-26	13	-7	营运能力								
投资活动现金流	-319	-1,313	-792	-707	总资产周转率					1.9	1.8	1.8	1.9
资本支出	-343	-1,345	-792	-707	应收账款周转率					12.9	12.6	13.2	12.6
长期投资	1	0	-	-	应付账款周转率					6.5	6.3	6.6	6.2
其他	24	31	-	-	每股指标 (元)								
筹资活动现金流	9	636	111	-122	每股收益					0.19	0.23	0.31	0.54
短期借款	130	740	262	34	每股经营现金流					0.51	0.69	0.83	0.97
长期借款	500	7	-	-	每股净资产					2.22	2.45	2.76	3.30
普通股增加	7	-	-	-	估值比率								
资本公积增加	22	-	-	-	P/E					51.3	40.9	31.1	17.7
其他	-650	-111	-151	-156	P/B					4.3	3.9	3.4	2.9
现金净增加额	223	47	186	192	EV/EBITDA					20.3	13.2	10.4	7.5

数据来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

根据公开信息披露：截止2011年一季报，我司持有光明乳业（600597.SH）股票4000637股，占总股本0.38%；

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn