

2011年8月30日

光明乳业

百亿之后的目标是增收更要增利

A
持有

600597.SS – 人民币 9.80

目标价格: 人民币 11.00(▼11.50)

刘都*

(8621) 2032 8511

Du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110254

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(4)	5	13	9
相对新华富时A50指数(%)	4	10	19	16

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	1,049
流通股(%)	35
流通股市值(人民币 百万)	3,598
3个月日均交易额(人民币 百万)	52
净负债率(2011E)	净现金
主要股东(%)	
光明食品集团	65.0

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*苏毓为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

1-6 月份, 光明乳业实现销售收入 55.47 亿元, 同比增长 28.18%; 实现营业利润 4,293 万元, 同比下降 32.68%; 实现利润总额 5,102 万元, 同比下降 34.04%; 实现归属上市公司股东的净利润 7,330 万元, 同比增长 20.03%; 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 6,769 万元, 同比增长 37.25%。每股收益 0.07 元。我们预测 2011-2012 年每股收益分别为 0.239 元和 0.306 元, 略下调目标价至 11.00 元, 相当于 2012 年 36 倍市盈率, 维持持有评级。

支撑评级的要点

- 上半年收入增长较快, 同伊利股份收入增速接近。
- 受原奶成本上涨影响, 毛利率下滑 1.9 个百分点; 同期费用率下降 1.2 个百分点。
- 合并报表利润大幅低于母公司利润, 部分显示公司“内外”盈利失衡状态, 非传统优势市场须“增收更增利”。
- 公司年度收入和利润增长基本依据股权激励对于盈利增长要求, 年度增长目标明确。
- 关注因常温酸奶、高端婴幼儿奶粉业务超预期等股价刺激因素。

评级面临的主要风险

- 原奶价格上涨侵蚀主营业务盈利的风险。
- 所得税计缴调整等处理对盈利预测影响较大。

估值

- 我们预测 2011-2013 年每股收益分别为 0.239 元、0.306 元和 0.366 元。我们将目标价由 11.50 元略下调至 11.00 元, 维持持有评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	7,943	9,572	11,311	13,332	15,516
变动(%)	7.9	20.5	18.2	17.9	16.4
净利润(人民币 百万)	122	194	251	321	384
全面摊薄每股收益(人民币)	0.12	0.19	0.24	0.31	0.37
变动(%)	(142.8)	58.7	29.2	27.8	19.6
市盈率(倍)	84.0	52.9	40.9	32.0	26.8
每股现金流量(人民币)	0.45	0.51	0.75	0.64	0.75
价格/每股现金流量(倍)	22.0	19.2	13.1	15.4	13.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	23.6	21.0	23.1	16.2	11.9
每股股息(人民币)	0.00	0.12	0.11	0.14	0.17
股息率(%)	0.00	1.22	1.13	1.44	1.71

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

上半年业绩概述

1-6 月份，光明乳业实现销售收入 55.47 亿元，同比增长 28.18%；实现营业利润 4,293 万元，同比下降 32.68%；实现利润总额 5,102 万元，同比下降 34.04%；实现归属上市公司股东的净利润 7,330 万元，同比增长 20.03%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 6,769 万元，同比增长 37.25%。1-6 月份，每股收益 0.07 元。

所得税费用大幅下降是本期净利润实现同比 20%以上增长的最主要原因，得益于本期确认递延所得税资产增加以及所得税返还增加。

图表 2.公司 2011 年 1-6 月份利润表简表

(人民币, 百万)	2010 年 1-6 月份	2011 年 1-6 月份	同比变动(%)
营业总收入	4,327.18	5,546.76	28.18
营业收入	4,327.18	5,546.76	28.18
营业总成本	4,263.78	5,506.36	29.14
营业成本	2,791.65	3,686.43	32.05
营业税金及附加	15.96	24.18	51.52
销售费用	1,324.28	1,597.27	20.61
管理费用	117.42	165.01	40.53
财务费用	4.06	22.67	458.42
资产减值损失	10.41	10.79	3.63
其他经营收益			
公允价值变动净收益			
投资净收益	0.37	2.53	582.28
汇兑净收益			
营业利润	63.77	42.93	(32.68)
加：营业外收入	19.92	13.44	(32.53)
减：营业外支出	6.34	5.35	(15.54)
利润总额	77.35	51.02	(34.04)
减：所得税	11.93	(23.63)	(298.00)
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	
净利润	65.42	74.65	14.11
减：少数股东损益	4.35	1.35	(68.96)
归属于母公司股东的净利润	61.07	73.30	20.03
每股收益(人民币, 元)	0.06	0.07	
盈利能力(%)			
毛利率	35.5	33.5	
经营利润率	1.5	0.8	
税前利润率	1.8	0.9	
净利率	1.5	1.3	

资料来源：公司资料，中银国际研究

图表 3. 当期所得税明细

	2011 年 1-6 月 (百万元)	2010 年 1-6 月 (百万元)	同比增长 %
按税法计算当期所得税	47.59	42.33	12.43
递延所得税调整	(42.26)	(12.04)	251.00
退回上年多缴所得税	(28.96)	(18.36)	57.73
合计	(23.63)	11.93	(298.07)

资料来源：中银国际研究

毛利率下滑

乳制品业务毛利率 34.34%，同比减少 2.51 个百分点，带动综合毛利率下降 1.9 个百分点至 33.5%。

原奶主产区价格 1-6 月份同比仍有 15% 左右的涨幅，而 2011 年 1 月份开始，上海地区原奶收购指导价由此前的 3.42 元/公斤（2010 年上半年为 3.39 元/公斤）提高到 3.59 元/公斤，这些构成主营毛利率下降最直接原因之一。

图表 4. 分季度毛利率率情况

%	一季度	二季度	三季度	四季度	全年平均/上半年
2010 年	34.8	36.2	35.4	32.1	34.5
2011 年	34.2	32.9			33.5

资料来源：中银国际研究

期间费用率降 1.2 个百分点

1-6 月份，销售费用同比增长 20.61%，费用率下降 1.8 个百分点至 28.80%。

管理费用 1.65 亿元（含股权激励摊销费用 678 万，上年同期为 0；另外新增新西兰 Synlait Milk 管理费用），同比增长 40.53%，管理费用率上升 0.3 个百分点至 2.97%。

财务费用率上升 0.3 个百分点至 0.41%。主要由于中央工厂建设项目增加短期借款致使利息支出增加。

图表 5. 分季度费用率情况

	%	一季度	二季度	三季度	四季度	全年平均/上半年
2010 年	销售费用率	29.7	31.5	28.2	25.5	28.5
	管理费用率	2.7	2.7	2.6	3.5	2.9
	财务费用率	0.1	0.1	0.2	0.6	0.3
	期间费用率	32.5	34.3	31.0	29.6	31.7
2011 年	销售费用率	29.1	28.6			28.8
	管理费用率	2.9	3.0			2.97
	财务费用率	0.4	0.4			0.4
	期间费用率	32.4	32.0			32.2

资料来源：中银国际研究

2011-12 年展望

公司战略继续升级，“聚焦乳业、领先新鲜、做强常温、突破奶粉”。公司常温奶规模提升迅速，收入占比已经在 40% 左右，未来重心向“做强”倾斜；奶粉业务现被提升到重要战略位置，显示出坚定的“做大”决心，预计将复制常温奶的发展路径，成为一个重要的收入和利润增长点。

我们认为公司的战略调整符合一段时期内市场竞争发展要求，同时我们也认为公司现阶段“规模增长，兼顾效益”的策略是恰当的，结合自身条件，公司采取的策略是：优选重点市场以点带面发展，针对性开发产品并完善产品线，聚焦重点产品，差异化竞争，加强经销商和渠道开拓力度等。

公司全国市场基础优于其他区域性乳企，公司全国性产能布局较全，仅次于伊利股份(600887.SS/人民币 19.91, 买入)和蒙牛乳业(2319.HK/港币 25.20, 买入)。至 2010 年底公司常温奶经销商约有两千多家，主要市场已经覆盖到县、乡层级。从 2010 年主要子公司经营数据看，重点市场如山东、天津和南京等地利润规模显著提高。此外，公司在本轮“生产许可重新审核”较大比例淘汰小企业产能的行动当中亦能够较大获益。

奶粉业务将受益于几个方面而得到较快发展：

一是国产奶粉总体市场占有率不高，单一外资品牌和国产品牌市场占有率均不高，市场未形成高度垄断的局面；二是奶粉消费的品牌和质量意识高，有利于品牌企业占有率提升，公司高端奶粉拥有纯正进口奶源保证，易于获得消费者认同；三是公司发展常温奶渠道取得的成果可以一定程度为奶粉所用。

盈利预测

公司年度收入和利润增长基本依据股权激励对于盈利增长要求，年度增长目标明确。我们预测 2011-2013 年每股收益分别为 0.239 元、0.306 元、0.366 元。我们略下调目标价至 11.00 元，维持**持有**评级。期间关注因常温酸奶、高端婴幼儿奶粉等业务超预期等股价刺激因素。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
销售收入	7,943	9,572	11,311	13,332	15,516
销售成本	(4,961)	(6,270)	(7,401)	(8,666)	(10,024)
运营费用	(2,812)	(3,067)	(3,627)	(4,238)	(4,897)
息税折旧前利润	401	475	413	570	744
折旧与摊销	(231)	(240)	(130)	(141)	(149)
经营利润(息税前利润)	170	235	284	428	595
净利息收入/(费用)	(18)	(27)	(33)	(34)	(32)
其他收益/(损失)	38	32	27	25	15
税前利润	190	241	277	419	578
所得税	(61)	(13)	14	(50)	(139)
少数股东损益	(6)	(33)	(40)	(48)	(55)
净利润	122	194	251	321	384
核心净利润	120	191	247	316	378
每股收益(人民币)	0.117	0.185	0.239	0.306	0.366
核心每股收益(人民币)	0.115	0.182	0.235	0.301	0.360
每股派息(人民币)	0.00	0.12	0.11	0.14	0.17
收入增长率(%)	7.94	20.51	18.17	17.87	16.38
息税前利润增长率(%)	(136.17)	38.10	20.45	51.11	38.79
息税折旧前利润增长率(%)	(264.13)	18.49	(13.02)	37.76	30.53
每股收益增长率(%)	(142.82)	58.71	29.21	27.83	19.61

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	929	1,139	1,512	1,799	2,205
应收帐款	556	934	1,136	1,472	1,868
库存	519	806	925	953	1,203
其他流动资产	154	229	244	331	394
流动资产总计	2,157	3,107	3,816	4,555	5,670
固定资产	1,492	1,978	2,073	2,125	2,059
无形资产	122	145	138	131	123
其他长期资产	352	744	729	699	798
长期资产总计	1,966	2,867	2,939	2,955	2,980
总资产	4,123	5,975	6,755	7,510	8,650
应付帐款	709	1,230	1,332	1,387	1,604
短期债务	128	258	193	155	155
其他流动负债	919	1,075	1,618	2,116	2,752
流动负债总计	1,756	2,562	3,143	3,657	4,511
长期借款	67	567	592	612	634
其他长期负债	101	159	159	159	159
股本	1,042	1,049	1,049	1,049	1,049
储备	1,065	1,281	1,415	1,589	1,797
股东权益	2,107	2,330	2,465	2,638	2,846
少数股东权益	91	357	397	445	501
总负债及权益	4,123	5,975	6,755	7,510	8,650
每股帐面价值(人民币)	2.02	2.22	2.35	2.51	2.71
每股有形资产(人民币)	1.85	1.84	1.97	2.14	2.35
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.60)	(0.32)	(0.72)	(1.01)	(1.37)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
税前利润	190	241	277	419	578
折旧与摊销	231	240	130	141	149
净利息费用	24	23	33	34	32
运营资本变动	173	950	709	739	1,114
税金	(61)	(13)	14	(50)	(139)
其他经营现金流	246	(2,630)	(239)	(185)	(537)
经营活动产生的现金流	465	534	787	667	789
购买固定资产净值	(0)	(0)	(225)	(180)	(198)
投资减少/增加	127	38	0	0	0
其他投资现金流	(246)	(357)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(119)	(319)	(225)	(180)	(198)
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	(41)	500	25	20	22
其他融资现金流	0	(126)	(116)	(148)	(176)
融资活动产生的现金流	(94)	(366)	(98)	(73)	(32)
现金变动	(135)	9	(189)	(200)	(185)
期初现金	228	209	373	287	406
公司自由现金流	701	929	1,139	1,512	1,799
权益自由现金流	346	215	562	487	591

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	5.05	4.97	3.66	4.27	4.79
息税前利润率(%)	2.15	2.46	2.51	3.21	3.83
税前利润率(%)	2.39	2.52	2.45	3.15	3.72
净利率(%)	1.54	2.03	2.22	2.41	2.47
流动性					
流动比率(倍)	1.23	1.21	1.21	1.25	1.26
利息覆盖率(倍)	9.25	8.79	8.53	12.57	18.73
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.93	0.90	0.92	0.99	0.99
估值					
市盈率(倍)	83.96	52.90	40.94	32.03	26.78
核心业务市盈率(倍)	85.13	53.88	41.64	32.54	27.21
目标价对应核心业务					
市盈率(倍)	94.24	59.38	45.95	35.95	30.06
市净率(倍)	4.65	3.83	3.59	3.34	3.07
价格/现金流(倍)	21.95	19.25	13.06	15.40	13.03
企业价值/息税折旧前					
利润(倍)	23.62	20.97	23.11	16.24	11.92
周转率					
存货周转天数	23.84	30.73	29.85	26.10	28.30
应收帐款周转天数	25.40	35.50	36.50	40.15	43.80
应付帐款周转天数	52.19	71.59	65.70	58.40	58.40
回报率					
股息支付率(%)	0.00	0.00	46.37	45.98	45.75
净资产收益率(%)	5.84	8.47	10.17	11.97	13.12
资产收益率(%)	2.97	3.25	3.72	4.27	4.44
已运用资本收益率(%)	5.11	5.02	5.82	8.33	10.77

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下一个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371