

略低预期，下半年业绩改善可期待

事件：

光明乳业 2011 年上半年主营业务收入 54.58 亿元，同比增长 29.95%，营业利润 4292.90 万元，同比减少 32.68%，实现归属于母公司净利润 0.73 亿，同比增长 20.03%，每股收益 0.07 元，比去年同期增长 19.28%。

研究结论：

销售费用率下降，主营业务收入增速高于行业平均，产品结构优势获消费任何。公司 2011 年上半年销售费用率 28.8%，低于 2010 年同期的 30.6%，略高于 2010 年全年的 28.5%。而公司报告期内主营业务收入增速近 30%，高于行业平均，证明光明以新鲜为优势的产品结构和技术创新的差异化产品符合当前乳制品的消费趋势。具体来看，上海区内收入 16.2 亿，外地 30.48 亿，境外 7.89 亿，分别占比 29.68%，56.03%，14.46%，其中上海区内收入同比增长 33.52%，我们认为这与“随心订”新型送奶业务在上海的快速增长有极大关系。

毛利率同比下降导致营业利润出现下滑，所得税费用的大幅减少贡献了部分业绩，公司营业利润同比下滑 32.68%，我们认为主要是由于毛利率相比去年同期下降近 2 个百分点造成的。其中原因包括 1，原奶价格 2011 年上半年相比去年涨幅在 15%左右，2，白糖等原材料价格今年不断上涨；3，上海的劳动力成本继续上升。所得税费用的大幅减少贡献了部分业绩。

经营性应收大幅增加部分导致公司报告期内经营性现金流减少 2.08 亿，公司盈利质量有待观察。与期初相比，公司 2011 年上半年经营性应收项目共计 28.64 亿，比期初增加 6.6 亿元，其中应收账款和存货分别增加 2.74 亿和 4.02 亿。与此同时，公司经营性应付 2011 年上半年共计 26.64 亿元，经营性营运资本约 2 亿元，公司的盈利能力有待观察。

我们认为公司全年完成股权激励目标仍可实现。公司 2011 年上半年实现营业总收入 55.47 亿元，完成全年收入的 48.76%；扣除非经常性损益和激励成本后的净利润 0.68 亿元，完成全年净利润的 29.82%；净资产回报率 3.12%。我们认为随着公司高毛利产品酸奶的传统销售旺季三季度的到来以及差异化产品莫斯利安下半年由于节日增多带来的旺销，公司全年股权激励的目标仍可实现。

我们依然看好公司奶源及产品结构上的优势，随着我国消费者特别是一线城市乳品认知度的提高，公司的产品有望获得更多的青睐和溢价。维持公司增持评级，目标价 10.5 元，预测 2011-2013 年 EPS 分别为 0.23, 0.30, 0.52 元，建议长期投资者予以关注。

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声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施剑刚

食品饮料，农业行业首席分析师

8621-63325888 × 6075

shijiangang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S086021002003

联系人

陈徐珊

8621-63325888 × 7041

chenxushan@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 8 月 29 日) 9.80 元

目标价格 10.50 元

总股本/A 股 (亿股) 10.42

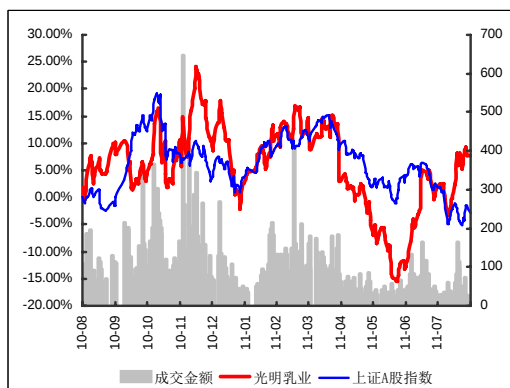
A 股市值 (亿元) 103

国家/地区 中国

行业 食品饮料

报告发布日期 2011 年 8 月 30 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测		单位：百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	9572	11853	13713	15628	
同比(%)	20.5%	23.8%	15.7%	14.0%	
归属于母公司净利润	194	240	312	541	
同比(%)	58.7%	23.3%	30.1%	73.4%	
毛利率(%)	34.5%	33.8%	34.2%	35.5%	
ROE(%)	8.3%	9.3%	10.8%	15.8%	
每股收益(元)	0.19	0.23	0.30	0.52	
P/E (倍)	52.9	42.9	33.0	19.0	
P/B (倍)	4.6	4.0	3.6	3.0	

相关报告

时间

《巧力突围，老牌乳企发展可期》 2011-05-13

《莫斯利安获殊荣，一季度业绩靓丽》 2011-05-25

附表：财务报表预测与比率分析

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	41	51	81								
其他		1,075	1,042	1,133	1,164	归属于母公司净利润		194	240	312	541								
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	0.30	0.52								
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	398	450	530	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	1,072	1,384	1,925	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	2,570	2,881	3,422	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%	23.3%	30.1%	73.4%								
						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%	2.0%	2.3%	3.5%								
经营活动现金流		534	724	867	1,020	ROE		8.3%	9.3%	10.8%	15.8%								
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	0.30	0.52								
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	2.75	3.26								
普通股增加		7	-	-	-	估值比率													
资本公积增加		22	-	-	-	P/E		46.6	37.8	29.1	16.8								
其他		-650	-111	-151	-156	P/B		3.9	3.5	3.1	2.6								
现金净增加额		223	47	186	192	EV/EBITDA		18.4	12.0	9.5	6.8								

资料来源：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

分析师声明

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