

非公开发行 A 股股票预案评析


东方证券
ORIENT SECURITIES

公司评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价 (2011 年 10 月 12 日)	8.42 元
目标价	10.50 元
行业	食品饮料
报告发布日期	2011 年 10 月 12 日 星期三

证券分析师	施剑刚
	执业证书编号: S086021002003
联系人	陈徐姗
	8621-63325888 x 7041
	chenxushan@orientsec.com.cn

事件: 光明乳业 10 月 10 日公告, 拟向不超过 10 名的特定对象非公开发行股票不超过 1.78 亿股, 发行价格不低于 8 元/股, 拟募集资金总额不超过 14.21 亿元。募集资金将主要用于闵行马桥光明乳业工业园区建设项目, 即光明乳业股份有限公司日产 2,000 吨乳制品中央自动控制技术生产线技术改造项目。公司控股股东光明集团不参与此次定向增发, 目前光明集团合计控制公司 6.82 亿股股份, 控制股权比例为 64.99%。此次发行后光明集团直接和间接持股比例合计为 55.58%, 不会导致公司控制权发生变化。

研究观点

优势区域, 优势品类产能扩张, 为长期发展夯实基础。

根据公司公告, 募集资金用于的马桥中央工厂达产后, 生产能力为日产乳制品 2000 吨, 其中酸奶 1000 吨, 巴氏杀菌奶 600 吨, UHT 产品 400 吨。年产能 60 万吨, 新增产能 28 万吨左右, 相比公司全国产能, 增幅约在 35%左右。我们对于这部分新增产能的消化持乐观态度。原因在于:

1. 华东及上海是光明传统的优势战场, 各占收入的 1/3。在市场普遍认为上海本土光明销售已经饱和的情况下, 2011 年上半年上海地区的销售收入大幅增长 33.52%。目前乳品二厂, 八厂的产能利用率已超过 80%。我们认为上海特别是华东光明的市场份额仍有空间, 马桥工厂的达产将有效的帮助公司做深做透已有的优势市场。

2. 扩产品类为公司的优势产品。根据公告, 马桥工厂将主要生产光明的优势产品酸奶及巴氏奶, 分别占总产能的 50%和 30%, 常温奶虽然最后占比较小, 为 20%, 但是在原有基础上增幅最大, 由原来的 5 万吨左右, 增长为 12 万吨, 增长了约 1.5 倍。体现了公司在重点产品上的产能配置。

莫斯利安——光明目前的最大看点。站在光明的立场上, 莫斯利安是光明常温奶突围的重要利器, 高毛利率, 差异化的常温酸奶, 有望突破蒙牛、伊利在常温奶市场上的围剿, 目前常温酸奶在行业中尚存在技术壁垒, 但是留给光明的时间窗不会很长, 因此公司上下孤注一掷, 力争将此高毛利产品做到常温奶品类一半的体量。事实上, 这一单品从上市以来也不负重望, 销售收入从 09 年的 1.3 亿上升到 11 年中的 3.5 亿。根据饮料行业过五亿的单品将开始为公司带来大量利润的规律, 我们预测莫斯利安从今年开始将成为光明重要的“现金牛”产品, 12 年有望继续保持 100%的增速发展, 并拓宽华东以外的市场开发。本次马桥工厂常温奶产能的扩张将主要为莫斯利安的进一步市场渗透做准备。

酸奶——更好的成长性。我们认为酸奶相对纯奶在我国将有更优的表现, 首先, 我国约有 90%的成年人存在乳糖不耐受的问题, 酸奶更易被消费者接受。其次, 对比欧洲, 酸奶消费量约占纯奶消费量的 40%, 而我国这一数字仅为 15%, 仍有较大的发展空间。另外, 酸奶的收入弹性更高。华东作为全国消费水平最高的区域, 酸奶的消费量将保持快速增长。光明乳业 2011 年上半年酸奶增速超过 25%。

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。

巴氏奶——华东区域增长加速，三聚氰胺后，消费者对于牛奶的认知不断提高，巴氏奶消费的增速加快，华东区域作为全国消费水平及认知水平最为成熟的区域将有望最先成为巴氏奶的发力区域。而光明乳业立足华东，作为全国三大乳企中巴氏奶生产基地及产品结构布局最为全面的公司，光明将成为最大的收益者。光明乳业 09 年至 11 年上半年，巴氏奶的增速分别为-3%、7%和 15%，已呈加速趋势。

行业集中度提高，作为全国第三大乳企，有做大做强的途径和动力。

乳品行业是食品安全高危行业，且环保压力较大，因此国家有关部门为减轻监管压力，有目的的提高行业集中度，将规范市场的重任交由几家大型乳企。今年的许可证重审，45%的乳企淘汰仅为一个开端，幸存的中小乳企由于资金压力和市场份额的流失，未来同样有被大乳企吞并的可能。光明乳业作为全国第三家销售收入过百亿的乳企，背靠资源充沛的光明食品集团，市场地位稳固，将受益于行业集中度的日益提高。另一方面，与蒙牛、伊利相比，光明体量较小，产能仅为竞争对手的 1/6，作为曾经的行业老大，有做大做强的压力。

本次增发若能成行将有效缓解公司财务压力。

公司 2011 年中报资产负债率已超过 60%，2011 年中报显示公司账面现金仅为 7.6 亿元，新西兰业务贷款的大量利息费用以及经营性应收账款的大量增加恶化了公司的现金流状况，本次增发若能实施将大大降低公司的财务风险。

该次融资不对股权激励解锁条件构成压力。本次融资若获通过，将于 2012 年实施，由于股本由原来的 10.49 亿股增加至 12.27 亿股，在 2014 年募投项目马桥工厂达产前，业绩将摊薄 14.5%。根据光明乳业股权激励计划公告：若公司发生再融资行为，“净资产”为在融资当年扣除该次再融资募集资金净额后的净资产值；因再融资募投项目所产生的净利润将从融资当年中扣除。因此本次融资若能成行对公司 12、13 年业绩达到行权要求不构成压力。

光明新董事长郭本恒 2007 年上任以来，光明乳业在摸索中不断发展。巴氏奶、酸奶一直是公司的强项，分别占据全国 45%和 27%的市场份额，位列第一、第二位。常温奶方面，09 年莫斯利安的推出，给了光明乳业在常温奶领域与蒙牛、伊利同台竞争的机会，有望使常温酸奶由一个单品发展为与巴氏奶，常温奶，冷藏酸奶并列的第四大品类。我们看好光明乳业在研发创新上的优势，刚刚推出的早安糙米浆植物蛋白饮料，维纳农庄奶酪等新品，我们同样看到了光明创新的基因延续，这将帮助公司在乳业同质价格战中另辟蹊径。我们维持对公司增持的投资评级，11、12、13 年 EPS 分别为 0.23、0.30、0.52，目标价 10.5 元。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万					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	主要财务比率				
少数股东权益	357	398	450	530	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	1,049	1,049	1,049	1,049	成长能力				
资本公积	448	448	448	448	营业收入	20.5%	23.8%	15.7%	14.0%
留存收益	833	1,072	1,384	1,925	营业利润	37.2%	51.1%	33.3%	76.7%
归属母公司股东权益合计	2,329	2,570	2,881	3,422	归属于母公司净利润	58.7%	23.3%	30.1%	73.4%
负债和股东权益	5,975	6,941	7,918	8,851	获利能力				
现金流量表					毛利率	34.5%	33.8%	34.2%	35.5%
单位:百万					净利率	2.0%	2.0%	2.3%	3.5%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	8.3%	9.3%	10.8%	15.8%
经营活动现金流	534	724	867	1,020	ROIC	6.4%	7.4%	8.9%	12.3%
净利润	228	280	363	621	偿债能力				
折旧摊销	240	312	351	389	资产负债率	55.0%	57.2%	57.9%	55.3%
财务费用	23	103	151	156	流动比率	1.2	1.0	1.0	1.1
投资损失	-4	-	-	-	速动比率	0.9	0.7	0.7	0.8
营运资金变动	36	55	-12	-139	营运能力				
其它	11	-26	13	-7	总资产周转率	1.9	1.8	1.8	1.9
投资活动现金流	-319	-1,313	-792	-707	应收账款周转率	12.9	12.6	13.2	12.6
资本支出	-343	-1,345	-792	-707	应付账款周转率	6.5	6.3	6.6	6.2
长期投资	1	0	-	-	每股指标 (元)				
其他	24	31	-	-	每股收益	0.19	0.23	0.30	0.52
筹资活动现金流	9	636	111	-122	每股经营现金流	0.51	0.69	0.83	0.97
短期借款	130	740	262	34	每股净资产	2.22	2.45	2.75	3.26
长期借款	500	7	-	-	估值比率				
普通股增加	7	-	-	-	P/E	46.6	37.8	29.1	16.8
资本公积增加	22	-	-	-	P/B	3.9	3.5	3.1	2.6
其他	-650	-111	-151	-156	EV/EBITDA	18.4	12.0	9.5	6.8
现金净增加额	223	47	186	192					

资源来源：东方证券研究所

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，未给予投资评级等相关信息。

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