

光明乳业新西兰婴幼儿奶粉生产基地竣工


东方证券
ORIENT SECURITIES

公司评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 11 月 22 日) 9.26 元

目标价 11.20 元

行业 食品饮料

报告发布日期 2011 年 11 月 23 日 星期三

证券分析师 李淑花

8621-63325888 x 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860208110154

联系人 陈徐姗

8621-63325888 x 7041

chenxushan@orientsec.com.cn

事件:

11 月 22 日, 光明乳业股权占比 51% 的新西兰 Synlait Milk (信联) 2 号工厂竣工, 这也标志着光明乳业海外高端婴幼儿配方奶粉培儿贝瑞的加工生产基地落成。公司高管一行也于近日奔赴新西兰, 参加新工厂的落成典礼。

<http://stock.hexun.com/2011-11-22/135474623.html>

研究观点:

新西兰投资 2011 对公司业绩有拖累, 长期具有战略意义

新西兰业务 11 年已与公司本部进行了并表, 今年 1-9 月贡献收入 9 亿左右, 由于主要经营奶粉加工, Synlait Milk 的毛利率低, 管理费用和财务费用高, 对公司业绩有一定拖累。以中报数据为例, 除去新西兰部分, 公司本部实际毛利率同比上升 1.2 个百分点, 管理费用率同比下降 0.9 个百分点, 同时公司今年因为新西兰业务的负债需要承担约 2000 万左右的利息费用。

表 1: 2011 上半年光明乳业利润表情况 (除去新西兰部分), 单位: 百万

	2011 上半年	2011 上半年 (除去新西兰)	2010 上半年	2010
营业收入	5546.76	4757.34	4327.18	
营业成本	3686.43	3009.90	2791.65	
毛利率	33.54%	36.73%	35.49%	34.5%
管理费用	165	86.86	117.42	
管理费用率	3.0%	1.8%	2.7%	2.9%

数据来源: 公司公告, 东方证券研究所测算

但是长期来看, 新西兰的投资对于公司具有战略意义。Synlait Milk 是新西兰目前唯一有投资机会的牛奶加工商, 同时由于新西兰是先有奶源后有加工厂的形式, 光明控股了这一加工商也就相当于控股了新西兰第四大奶源。新西兰奶源在世界享有很高的声誉, 2009 年新西兰的奶粉出口量约占全球的 40%, 通过收购 Synlait Milk, 光明乳业在海外建立了一个供应稳定、质量优良的原料供应基地和生产平台。受益于新西兰乳制品在全球范围内的成本优势, 这一收购将为光明 3 年战略计划的顺利实施提供优良的原材料供应保障; 同时通过收购 Synlait Milk, 光明乳业可以通过掌握国内及国际的奶源资源来规避奶源风险。

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。

据悉，2011 财年 Synlait Milk 已实现扭亏，预计 2012 财年该公司将实现盈利。（该公司财年从每年 7 月开始）

新奶粉业务销售有待观察

新推出的培儿贝瑞奶粉有望于年底在国内上市，这款新奶粉定位高端，会采用国外生产，国外分装，国内分销的“洋代工”模式在国内运作，产能 5 万吨，预计全达产销售收入有望达到 15 亿元，对于光明目前百亿左右的收入规模，弹性很大。今年 8 月，光明已与新西兰皇家农业研究院正式签约，启动乳品营养研究合作平台，今后双方将在乳品营养，特别是婴幼儿配方奶粉领域深入合作，新西兰皇家农业研究院是新西兰最大，科研能力最强的官方研究所。

据公司介绍，产品会现在光明的优势区域市场发力，希望一年后成为上海的第一高档品牌，江浙区域希望进入前三。我们认为这一新奶粉业务的后期发展有待观察，不利因素在于目前国内婴幼儿配方奶粉市场整体不景气，不论国产奶粉还是进口奶粉今年的销售收入的增长大多来自于提价，销量上升幅度不大。尤其高端领域“拖粉”一族日益浩大。但是对于光明的利好因素在于公司在华东尤其上海具备较高的品牌美誉度，集团层面具有渠道资源，因此对于这一业务有无可能如公司所述三年内达到 20 亿的体量还有待观察。

目前我们对这一业务的预测假设为，12 年高端奶粉占比 0.5%，这大致是公司目前的奶粉占比；13 年占比 1%，这是澳优，蒙牛等“洋代工”奶粉目前的市场占比，由于以此预测的奶粉业务盈利对公司的业绩贡献有限，后期若超预期将会大幅提升公司业绩，我们会紧密跟踪新品上市之后的市场表现。

表 2：光明奶粉业务预测（单位：百万）

奶粉业务业绩预测				
	2010	2011E	2012E	2013E
市场容量 (以每年增速 18.7%测算)	35000	41545	49314	58536
光明奶粉所占份额		0.1%	0.5%	1%
光明奶粉收入		42	247	585
产品毛利		21	123	292
产品在公司的毛利占比		0.5%	2.6%	5.1%

数据来源：Euromonitor，东方证券研究所预测

我们认为，光明 12-13 的主要看点还在于莫斯利安销售超预期，及巴氏奶的增速超预期，前者作为常温奶突围利器，利润弹性较大，后者作为公司的传统优势，随着乳品消费结构趋势的变化，将使得光明成为最大的受益者。由于公司净利润率仅为 2% 左右，业绩弹性值得期待。

随着产品结构优化，我们预测公司 12-13 年毛利率将分别比 11 年提升 0.8 和 1.8 个百分点，从而使公司净利润率提升至 2.4% 和 3.1%。预测公司 11-13 年 EPS 分别为 0.23、0.31、0.49 元，归属于母公司的净利润同比同比增长 22.5%，40.8%，54.8%。考虑公司长期的高成长性，给予 12 年 35 倍 PE，对应目标价 11.2 元，维持公司增持评级。

光明乳业前期报告

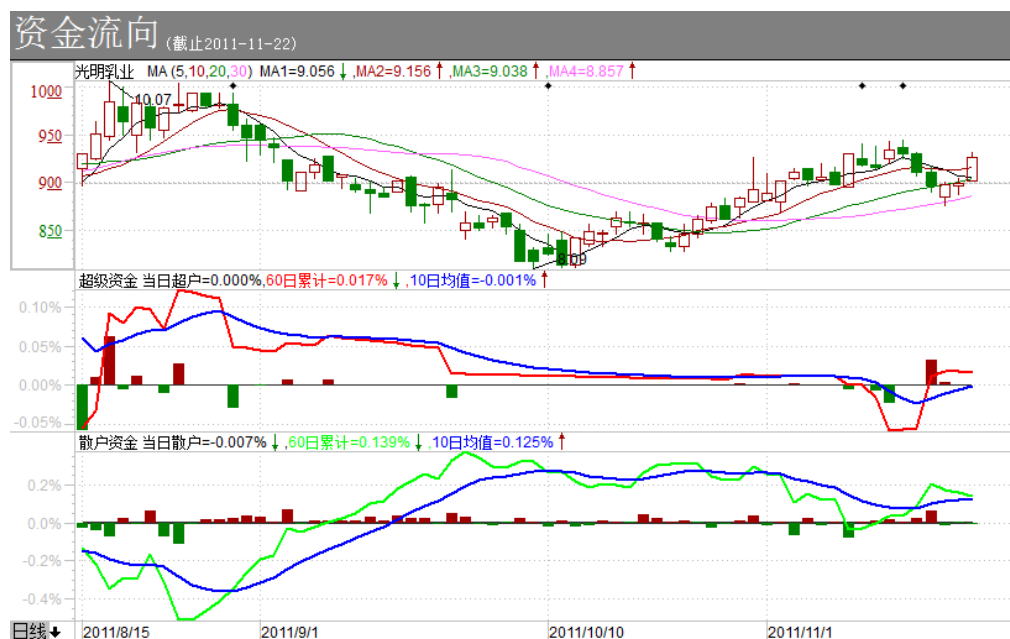
2011-05-13	《巧力突围，老牌乳企发展可期》
2011-05-25	《莫斯利安获殊荣，一季度业绩靓丽》
2011-06-24	《光明乳业调研简评，维持增持评级》
2011-08-03	《“送奶上户”到“随心订”，光明开拓乳业竞争新蓝海》
2011-09-02	《光明乳业中报简析及后期展望》
2011-11-04	《产品结构优化，公司业绩有望大幅提升》

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					单位百万 利润表					单位百万				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3,107	3,271	3,919	4,759	营业收入	9,572	11,750	14,034	16,716					
现金	1,139	1,175	1,403	1,672	营业成本	6,270	7,775	9,183	10,767					
应收账款	931	939	1,154	1,446	营业税金及附加	43	53	63	75					
其它应收款	35	55	60	70	营业费用	2,727	3,050	3,610	4,300					
预付账款	161	176	220	259	管理费用	280	434	555	676					
存货	806	922	1,076	1,307	财务费用	27	102	152	160					
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	313	450	715					
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	6,912	8,001	9,158	利润总额	241	348	483	750					
流动负债	2,562	3,266	3,954	4,519	所得税	13	70	97	150					
短期借款	258	984	1,285	1,453	净利润	228	279	387	600					
应付账款	1,230	1,243	1,527	1,874	少数股东损益	33	41	51	81					
其他	1,075	1,040	1,141	1,192	归属于母公司净利润	194	238	335	519					
非流动负债	726	680	694	687	EBITDA	475	727	952	1,265					
长期借款	567	575	575	575	EPS (元)	0.19	0.23	0.32	0.49					
其他	159	105	119	112										
负债合计	3,288	3,946	4,648	5,206										
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	1,071	1,406	1,925	营业收入	20.5%	22.7%	19.4%	19.1%					
归属母公司股东权益合计	2,329	2,568	2,903	3,422	营业利润	37.2%	50.2%	43.5%	59.2%					
负债和股东权益	5,975	6,912	8,001	9,158	归属于母公司净利润	58.7%	22.5%	40.8%	54.8%					
					获利能力									
现金流量表					毛利率	34.5%	33.8%	34.6%	35.6%					
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	净利率	2.0%	2.0%	2.4%	3.1%					
经营活动现金流	534	727	871	968	ROE	8.3%	9.3%	11.5%	15.2%					
净利润	228	279	387	600	ROIC	6.4%	7.4%	9.2%	11.7%					
折旧摊销	240	312	351	389	偿债能力									
财务费用	23	102	152	160	资产负债率	55.0%	57.1%	58.1%	56.8%					
投资损失	-4	-	-	-	流动比率	1.2	1.0	1.0	1.1					
营运资金变动	36	60	-32	-175	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	1.9	1.9					
资本支出	-343	-1,345	-792	-707	应收账款周转率	12.9	12.6	13.4	12.9					
长期投资	1	0	-	-	应付账款周转率	6.5	6.3	6.6	6.3					
其他	24	31	-	-	每股指标 (元)									
筹资活动现金流	9	623	150	7	每股收益	0.19	0.23	0.32	0.49					
短期借款	130	727	301	168	每股经营现金流	0.51	0.69	0.83	0.92					
长期借款	500	7	-	-	每股净资产	2.22	2.45	2.77	3.26					
普通股增加	7	-	-	-	估值比率									
资本公积增加	22	-	-	-	P/E	46.6	38.1	27.0	17.5					
其他	-650	-111	-152	-160	P/B	3.9	3.5	3.1	2.6					
现金净增加额	223	36	228	268	EV/EBITDA	18.4	12.0	9.2	6.9					

数据来源：公司公告，东方证券预测

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