

12月1日起，巴氏奶及部分酸奶品种提价3%

公司评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价 (2011年12月1日)	9.45 元
目标价	11.20 元
行业	食品饮料
报告发布日期	2011年12月2日 星期五

证券分析师 李淑花
8621-63325888 × 6088
lishuhua@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860208110154

联系人 陈徐姗
8621-63325888 × 7041
chenxushan@orientsec.com.cn

事件:

12月1日开始，光明乳业包括纸杯、瓶装在内的部分入户奶将涨价0.1元。同时涨价的还包含超市光明健能、畅优等几个酸奶系列。超市平均涨幅在3%左右。

<http://city.ifeng.com/cskx/20111201/183802.shtml>

研究观点:

本次涨价是对今年上海原奶价格及劳动力成本上升压力的有效释放。

由于上海原奶价格是由上海市政府、奶农、上海市奶协和奶企四方协商确定，政府调控占主导，因此虽然今年全国原奶价格由于淘汰了45%的乳企，需求压力缓解，奶价维持在3.2元/kg的低位，上海原奶价格却不断上涨，从年初的3.4元/kg上涨至目前的3.9元/kg，幅度达到15%以上。

上海原奶体量占到光明需求量的1/3，因此我们初步估算，本轮上海原奶价格上涨侵吞了光明2.5亿左右的利润。随着全国CPI的逐渐回落，政府对终端价格的把控松动，本轮涨价是对光明今年成本压力的有效释放。

涨价幅度3%左右，针对巴氏奶，酸奶等光明优势产品，我们推测销量影响不大。

本轮涨价主要针对巴氏奶和几个高端酸奶系列，常温奶不涨价，且首先在上海实施，我们认为这样的涨价安排对于销量的影响不大。

- “随心订”业务收影响最小：送奶上户业务近年来发展较快，11年有望同比增长30%达到100万户左右，收入10亿元。这一渠道对价格相对不敏感，此前的几次涨价销量均未收到影响，本次涨价有望增加收入3000万。
- 巴氏奶，光明在上海具有较大的定价权：与全国常温奶与巴氏奶比例8:2不同，上海常温奶与巴氏奶的比重为3:7，巴氏奶在光明一贯的宣传教育下具有强大的群众基础。而光明乳业目前在上海的市场份额也高达70%左右，消费者忠诚度较高，因此，我们认为本次巴氏奶3%的涨价幅度不会对巴氏奶的销量造成太大的影响。
- 高端酸奶品种，消费者价格敏感度低。酸奶的涨价主要在几个高端明星产品中实施，包括健能，畅优等品种。这些产品此前售价约为普通酸奶的150%，主要针对白领，儿童，高收入人群等对价格不敏感群体，我们推测本轮涨价影响可控。

在销量影响不大的前提下，我们推算本轮涨价会为光明2012年带来3000-5000万左右的额外收入。

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。

本轮涨价将有效保证 2012 公司毛利率水平

通过与上海奶协，牧场主及企业的沟通，我们推测明年上海奶价大幅上涨的概率较小。主要因为：1，今年国际原奶价格大幅低于国内，使得不少企业主囤积了相当多的进口奶粉，明年消化库存将进一步缓解原奶需求压力；2，今年上海市政府充分考虑了奶农的利益，上调奶价，并使光明收购了超过需求量的原奶，今年上海地区的牧场主都取得了不错的经济收益，而奶企相对来说承担了较大的损失。明年权衡考量，政府对于乳企的义务要求会减少。因此，明年上海地区原奶价格上涨幅度有限，本次价格上调将有效保证光明 2012 的毛利率水平，

我们看好光明乳业利润的弹性，随着莫斯利安在常温奶品类中占比的不断上升，巴氏奶的持续畅销，光明的毛利率水平将不断提升，由于光明的净利润率目前不到 2%，毛利率的提升对于业绩的影响较大，而本次的涨价又为此推测增添了有利因素。

我们维持此前预测公司 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%。对应预计 11-13 年 EPS 分别为 0.23、0.32、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

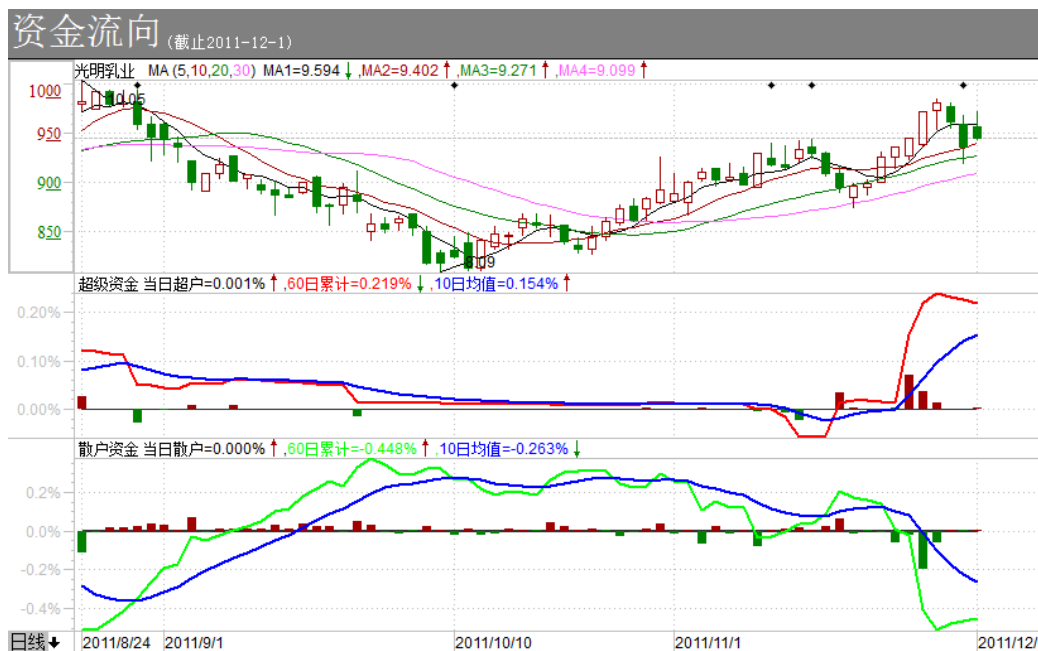
2011-05-13	《巧力突围，老牌乳企发展可期》
2011-05-25	《莫斯利安获殊荣，一季度业绩靓丽》
2011-06-24	《光明乳业调研简评，维持增持评级》
2011-08-03	《“送奶上户”到“随心订”，光明开拓乳业竞争新蓝海》
2011-09-02	《光明乳业中报简析及后期展望》
2011-11-04	《产品结构优化，公司业绩有望大幅提升》
2011-11-22	《新西兰婴幼儿奶粉生产基地竣工》

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	3,271	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	主要财务比率				
负债合计	3,288	3,946	4,648	5,206	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	357	398	450	530	成长能力				
股本	1,049	1,049	1,049	1,049	营业收入	20.5%	22.7%	19.4%	19.1%
资本公积	448	448	448	448	营业利润	37.2%	50.2%	43.5%	59.2%
留存收益	833	1,071	1,406	1,925	归属于母公司净利润	58.7%	22.5%	40.8%	54.8%
归属母公司股东权益合计	2,329	2,568	2,903	3,422	获利能力				
负债和股东权益	5,975	6,912	8,001	9,158	毛利率	34.5%	33.8%	34.6%	35.6%
现金流量表					净利率	2.0%	2.0%	2.4%	3.1%
单位百万					RCE	8.3%	9.3%	11.5%	15.2%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	6.4%	7.4%	9.2%	11.7%
经营活动现金流	534	727	871	968	偿债能力				
净利润	228	279	387	600	资产负债率	55.0%	57.1%	58.1%	56.8%
折旧摊销	240	312	351	389	流动比率	1.2	1.0	1.0	1.1
财务费用	23	102	152	160	速动比率	0.9	0.7	0.7	0.8
投资损失	-4	-	-	-	营运能力				
营运资金变动	36	60	-32	-175	总资产周转率	1.9	1.8	1.9	1.9
其它	11	-26	13	-7	应收账款周转率	12.9	12.6	13.4	12.9
投资活动现金流	-319	-1,313	-792	-707	应付账款周转率	6.5	6.3	6.6	6.3
资本支出	-343	-1,345	-792	-707	每股指标 (元)				
长期投资	1	0	-	-	每股收益	0.19	0.23	0.32	0.49
其他	24	31	-	-	每股经营现金流	0.51	0.69	0.83	0.92
筹资活动现金流	9	623	150	7	每股净资产	2.22	2.45	2.77	3.26
短期借款	130	727	301	168	估值比率				
长期借款	500	7	-	-	P/E	46.6	38.1	27.0	17.5
普通股增加	7	-	-	-	P/B	3.9	3.5	3.1	2.6
资本公积增加	22	-	-	-	EV/EBITDA	18.4	12.0	9.2	6.9
其他	-650	-111	-152	-160					
现金净增加额	223	36	228	268					

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