

2012-4-28

公司报告(点评报告)

评级 谨慎推荐 维持

光明乳业 (600597)

## 重点产品和区域战役明确高增长目标

分析师: 周密

☎ (8621)68751126

✉ zhoumi@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490512020002

联系人:

☎

✉

联系人: 杨靖凤

☎ (8621)68751636

✉ yangjf@cjsc.com.cn

市场表现对比图 (近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

《产品结构优化 核心产品放量增长》2012/3/27

《上海地区收入快速增长 利润增长面临压力》  
2011/8/30

《营业收入快速增长 11 年战略明确奶源升级》  
2011/3/31

### 报告要点

#### ■ 事件描述

光明乳业(600597)公告 2012 年一季度业绩报告, 以及关于公司非公开发行 A 股股票申请获得中国证券监督管理委员会发行审核委员会审核通过的公告:

2012 年一季度公司实现营业收入 30.33 亿元, 同比增长 16.07%; 归属于上市公司股东的净利润 3238 万元, 同比增长 20.62%; 净利润率 1.07%, 同比上升 0.04 个百分点。基本每股收益 0.031 元, 同比增长 20.62%; 扣非后 EPS 0.027 元, 同比增长 12.50%。

公司本次非公开发行 A 股股票的申请获得有条件通过。公司将在收到中国证券监督管理委员会正式核准文件后另行公告。

#### ■ 事件评论

- 一季度公司营业收入同比增长 16.07%。毛利率较去年同期略上升 0.53 个百分点; 环比回升 2.31 个百分点。三项期间费用率同比略下降 0.14 个百分点。实现营业利润 5444 万元, 同比增长 49.23%。实际所得税率较去年同期增加 13.75 个百分点。归属于母公司净利润同比增长 20.62%。
- 2012 年公司将通过三项工作继续贯彻“聚焦乳业, 领先新鲜, 做强常温, 突破奶粉”的战略: (1) 聚焦重点产品, 拉升销售利润; 公司确立了“莫斯利安、畅优、优倍、培尔贝瑞”4 项重点产品, 打造明星产品和高毛利产品; (2) 调整 6 大战役, 改进实施措施。2012 年将继续进行南京、安徽、河南、四川、山东战役; 同时, 将上海战役改为广东战役, 以激活、巩固华南市场; (3) 积极争取国内国外并购机会, 通过并购项目来寻求加快发展, 同时加快融资进程。
- 4 月 28 日, 公司公告非公开发行 A 股股票方案获得有条件通过。公司华东中央工厂项目如期进展, 计划于 2013 年竣工和完成搬迁。为实现奶源合理布局, 公司在武汉建立生态示范牧场; 目前已经与武汉市东西湖区政府完成签约并启动, 预计于今年年底左右竣工, 可年产优质鲜奶约 1.5 万吨。
- 我们预计 2012-2014 年公司每股收入分别为 0.27 元, 0.36 元和 0.48 元, 维持“谨慎推荐”评级。
- 风险提示: 食品安全风险; 原奶价格上涨带来的成本压力。

## 第一，一季度实现稳定增长

2012 年一季度公司实现营业收入 30.33 亿元，同比增长 16.07%。

一季度毛利率为 34.76%，较去年同期略有增加 0.53 个百分点；环比回升 2.31 个百分点。

三项期间费用率同比略有下降 0.14 个百分点。其中，销售费用率为 28.17%，较去年同期下降 0.89 个百分点；管理费用率为 3.33%，同比上升 0.39 个百分点；财务费用率为 0.76%，同比上升 0.36 个百分点。

一季度实现营业利润 5444 万元，同比增长 49.23%。实际所得税率为 27.07%，同比上升 13.75 个百分点。实现归属于母公司净利润 3238 万元，同比增长 20.62%。

## 第二，继续推进“新鲜、常温、奶粉”三驾马车拉动

2012 年公司将继续贯彻“聚焦乳业，领先新鲜，做强常温，突破奶粉”的思想，建设好新鲜、常温、奶粉三驾马车共同拉动公司增长的格局。主要有以下三项工作：

### (1) 聚焦重点产品，拉升销售利润

2012 年公司确立了 4 项重点产品——“莫斯利安、畅优、优倍、培尔贝瑞”，打造明星产品和高毛利产品。每项重点产品的增长目标远高于公司 20% 的平均增速。其中莫斯利安今年将挑战翻番增长。培尔贝瑞高端婴幼儿奶粉也在加大上市工作，在婴童店、医务渠道推广，同时与市教委、优生优育协会等相关部门合作；今年销售收入目标为 1.5 亿元，挑战 1.8 亿元。

### (2) 调整 6 大战役，改进实施措施

2012 年公司将继续进行南京、安徽、河南、四川、山东战役。同时，将上海战役改为广东战役，以激活、巩固华南市场。以上每个区域事业部的战略目标是平均实现增长 30% 以上。

(3) 积极争取国内国外并购机会，通过并购项目来寻求加快公司发展，同时加快融资进程

公司也成立再融资项目工作小组，通过多方合作，促进融资工作快速完成，降低各项成本，增强管理控制。

## 第三，非公开发行方案有条件通过，重点项目有序进行

4 月 28 日，公司公告非公开发行 A 股股票方案获得有条件通过。公司华东中央工厂项目如期进展，计划于 2013 年竣工和完成搬迁。

为实现奶源合理布局，公司在武汉建立生态示范牧场。已经与武汉市东西湖区政府完成签约并启动，预计于今年年底左右竣工，可年产优质鲜奶约 1.5 万吨。

## 第四，维持“谨慎推荐”评级

2011 年以来，公司新战略目标升级为“聚焦乳业，领先新鲜，做强常温，突破奶粉”。

“莫斯利安、畅优、健能、优倍、优+”等高附加值产品取得优良成绩。新的一年，公司在重点产品和区域战役上已经明确目标，争取在优势产品和区域上取得高增长；并将积极争取国内外并购机会寻求加速公司发展。

我们预计 2012-2014 年公司每股收入分别为 0.27 元, 0.36 元和 0.48 元, 维持“谨慎推荐”评级。

风险提示:

- 食品安全风险。
- 原奶价格上涨带来的成本压力。

图 1: 公司累计营业收入(万元)以及同比增速



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 3: 公司累计毛利率



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 5: 公司单季销售和管理费用率



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 2: 公司单季度营业收入(万元)以及同比增速



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 3: 公司单季毛利率



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 6: 公司毛利率与三费率差额



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 7: 公司净利润(万元)以及同比增速



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 9: 公司累计净利润率



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 8: 公司单季度净利润(万元)以及同比增速



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 10: 公司单季度净利润率



资料来源: Wind, 长江证券研究部

表 1: 利润表主要指标(万元)

	单季度财务指标					年度财务指标		
	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2009A	2010A	2011A
营业收入	261,344	293,332	311,570	312,633	303,340	794,317	957,211	1,178,878
同比	23.05%	33.14%	25.26%	13.37%	16.07%	7.94%	20.51%	23.16%
营业成本	171,872	196,771	204,730	211,160	197,885	496,055	626,999	784,533
毛利率	34.24%	32.92%	34.29%	32.46%	34.76%	37.55%	34.50%	33.45%
营业税金及附加	871	1,547	2,105	1,868	1,737	2,676	4,300	6,391
营业税金及附加/收入	0.33%	0.53%	0.68%	0.60%	0.57%	0.34%	0.45%	0.54%
销售费用	75,951	83,777	85,993	78,859	85,442	247,203	272,733	324,580
销售费用率	29.06%	28.56%	27.60%	25.22%	28.17%	31.12%	28.49%	27.53%
管理费用	7,694	8,807	9,521	9,473	10,109	27,462	28,017	35,495
管理费用率	2.94%	3.00%	3.06%	3.03%	3.33%	3.46%	2.93%	3.01%
财务费用	1,048	1,219	153	2,292	2,313	1,843	2,677	4,713
财务费用率	0.40%	0.42%	0.05%	0.73%	0.76%	0.23%	0.28%	0.40%
资产减值损失	397	682	-50	3,057	488	4,128	2,151	4,087
营业利润	3,648	645	9,272	6,453	5,444	15,202	20,862	20,019
同比	-6.99%	-73.72%	1.66%	20.29%	49.23%	-131.17%	37.23%	-4.04%
营业利润率	1.40%	0.22%	2.98%	2.06%	1.79%	1.91%	2.18%	1.70%
营业外收入	516	828	2,204	1,905	910	6,445	4,382	5,454
营业外支出	208	327	500	389	321	2,665	1,148	1,425

营业外收支净额	308	501	1,705	1,516	588	3,780	3,234	4,029
<b>利润总额</b>	3,956	1,146	10,977	7,969	6,032	18,982	24,096	24,048
<i>同比</i>	-1.60%	-69.15%	19.30%	11.30%	52.48%	-159.40%	26.94%	-0.20%
营业外收支/利润总额	7.79%	43.71%	15.53%	19.02%	9.75%	19.91%	13.42%	16.76%
所得税	527	-2,890	1,989	-2,648	1,633	6,137	1,327	-3,022
<i>%有效税率</i>	13.32%	-252%	18.12%	-33.22%	27.07%	32.33%	5.51%	-12.57%
净利润	3,429	4,036	8,988	10,617	4,399	12,846	22,770	27,070
少数股东损益	744	-609	281	2,869	1,161	599	3,332	3,285
<i>%少数股东损益占比</i>	21.70%	-15.09%	3.13%	27.03%	26.38%	4.66%	14.63%	12.14%
<b>归属母公司净利润</b>	2,685	4,645	8,707	7,747	3,238	12,247	19,438	23,784
<i>同比</i>	5.27%	30.61%	22.21%	24.83%	20.62%	-142.82%	58.71%	22.36%
<b>净利润率</b>	1.03%	1.58%	2.79%	2.48%	1.07%	1.54%	2.03%	2.02%
<b>基本每股收益</b>	0.03	0.04	0.08	0.07	0.03	0.12	0.19	0.23

资料来源：长江证券研究部

表 2：资产负债表主要指标(万元)

	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1
货币资金	61,841	75,923	97,058	111,419	18,085
应收账款	107,817	120,448	116,473	116,931	5,352
存货	108,407	120,763	111,238	109,942	29,419
固定资产	194,483	198,514	196,655	248,212	16,112
在建工程	35,002	50,635	58,155	21,750	19,428
生产性生物资产	11,969	12,941	13,967	13,125	-
短期借款	27,354	47,251	59,564	97,587	15,929
应付账款	141,517	156,820	142,854	113,939	5,677
预收款项	19,299	20,464	21,332	31,449	2,447
长期借款	64,322	79,450	82,234	50,436	-
股本	104,919	104,919	104,919	104,919	12,000
资本公积	44,587	45,926	44,493	45,427	49,514

资料来源：长江证券研究部

表 2：现金流量表主要指标(万元)

	单季度财务指标					年度财务指标		
	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2009A	2010A	2011A
营业总收入	261,344	293,332	311,570	312,633	303,340	794,317	957,211	1,178,878
<i>% YOY</i>	23.05%	33.14%	25.26%	13.37%	16.07%	7.94%	20.51%	23.16%
销售商品、提供劳务收到的现金	275,096	321,355	361,416	347,353	12,870	991,773	1,051,600	1,305,220
<i>% YOY</i>	21.54%	29.21%	31.36%	15.24%	-95.32%	16.49%	6.03%	24.12%
购买商品、接受劳务支付的现金	207,255	213,800	241,565	206,149	7,545	616,034	641,657	868,769
<i>支付/收到</i>	75.3%	66.5%	66.8%	59.3%	58.6%	62.1%	4985.6%	87.6%
构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	27,751	24,940	25,363	19,645	3,920	24,622	34,350	97,699
经营现金流量净额	-35,523	18,397	25,923	144	4,482	46,510	53,424	8,942
<i>% YOY</i>	-305.57%	48.23%	30.68%	-99.52%	112.62%	179.92%	14.87%	-83.26%
投资现金流净额	-27,187	-21,654	-23,342	-20,884	-3,920	-11,884	-31,919	-93,067

	%	YOY	-543.60%	-108.28%	-374.77%	-68.67%	85.58%	-41.28%	168.59%	191.58%
筹资现金流净额		10,736	17,305	18,726	35,338	-4,160	-13,480	856	82,105	
投资-筹资		-37,923	-38,959	-42,068	-56,222	240	1,596	-32,774	-175,172	

资料来源：长江证券研究部

## 财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	<b>11789</b>	<b>14675</b>	<b>17740</b>	<b>21494</b>	货币资金	1114	1467	1774	2306
营业成本	7845	9626	11575	13962	交易性金融资产	22	22	22	22
<b>毛利</b>	<b>3943</b>	<b>5049</b>	<b>6165</b>	<b>7532</b>	应收账款	1278	1591	1923	2330
%营业收入	33.5%	34.4%	34.8%	35.0%	存货	1099	1349	1622	1956
营业税金及附加	64	80	96	117	预付账款	183	225	270	326
%营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	50	63	76	92
销售费用	3246	4071	4932	5975	<b>流动资产合计</b>	<b>3751</b>	<b>4721</b>	<b>5693</b>	<b>7039</b>
%营业收入	27.5%	27.7%	27.8%	27.8%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	355	440	523	623	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	3.0%	3.0%	3.0%	2.9%	长期股权投资	30	34	37	41
财务费用	47	57	27	14	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	0.4%	0.4%	0.2%	0.1%	固定资产合计	2738	3771	3870	3967
资产减值损失	41	0	0	0	无形资产	287	273	259	246
公允价值变动收益	4	0	0	0	商誉	259	259	259	259
投资收益	6	4	4	4	递延所得税资产	208	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>200</b>	<b>405</b>	<b>590</b>	<b>806</b>	其他非流动资产	101	101	101	101
%营业收入	1.7%	2.8%	3.3%	3.8%	<b>资产总计</b>	<b>7374</b>	<b>9158</b>	<b>10219</b>	<b>11653</b>
营业外收支	40	30	30	30	短期贷款	1351	410	180	0
<b>利润总额</b>	<b>240</b>	<b>435</b>	<b>620</b>	<b>836</b>	应付款项	1153	1414	1700	2051
%营业收入	2.0%	3.0%	3.5%	3.9%	预收账款	314	391	473	573
所得税费用	-30	96	149	209	应付职工薪酬	118	145	174	210
净利润	271	339	471	627	应交税费	109	569	796	1057
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>237.8</b>	<b>326.1</b>	<b>440.3</b>	<b>585.5</b>	其他流动负债	772	953	1148	1386
少数股东损益	33	13	31	42	<b>流动负债合计</b>	<b>3817</b>	<b>3882</b>	<b>4471</b>	<b>5278</b>
<b>EPS (元/股)</b>	<b>0.23</b>	<b>0.27</b>	<b>0.36</b>	<b>0.48</b>	长期借款	504	504	504	504
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	41	0	0	0
					其他非流动负债	177	177	177	177
					<b>负债合计</b>	<b>4539</b>	<b>4564</b>	<b>5153</b>	<b>5959</b>
					归属于母公司	2452	4198	4639	5224
					少数股东权益	383	396	427	469
					<b>股东权益</b>	<b>2835</b>	<b>4595</b>	<b>5066</b>	<b>5693</b>
					<b>负债及股东权益</b>	<b>7374</b>	<b>9158</b>	<b>10219</b>	<b>11653</b>
					<b>基本指标</b>				
						2011A	2012E	2013E	2014E
					EPS	0.227	0.266	0.359	0.477
					BVPS	2.34	4.00	3.78	4.26
					PE	41.29	35.21	26.08	19.61
					PEG	1.18	1.01	0.74	0.56
					PB	4.01	2.34	2.48	2.20
					EV/EBITDA	22.32	13.70	10.29	7.74
					ROE	9.7%	7.8%	9.5%	11.2%

**对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部**

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080	chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382	lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

**投资评级说明**

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看 好：	相对表现优于市场
中 性：	相对表现与市场持平
看 淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。



## 研究部/机构客户部

### 上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼  
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼  
(430015)

传真: 027-65799501

### 北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室  
(100032)

传真: 021-68751791

### 深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼  
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。