

# 光明乳业 (600597.SH) 乳业行业

评级: 增持 下调评级

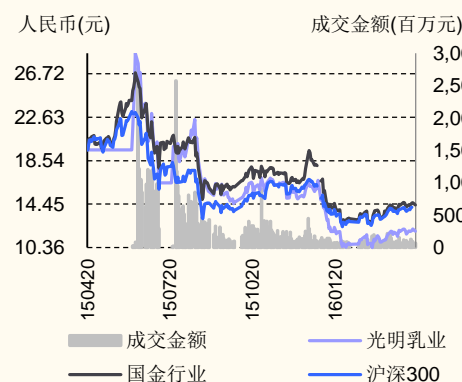
公司点评

市场价格 (人民币): 11.89 元  
目标价格 (人民币): 13.00-13.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,224.30
总市值(百万元)	14,632.27
年内股价最高最低(元)	28.64/10.36
沪深 300 指数	3275.83
上证指数	3082.36



## 相关报告

- 《业绩逊于预期, 期待未来资产组合效应-光明乳业业绩点评》, 2015.11.3
- 《短期销售承压, 期待长期市场布局发力-光明乳业业绩点评》, 2015.8.31
- 《集团内资源整合, 海外并购有助市值翻倍-光明乳业公司研究》, 2015.7.23

申晟

联系人  
(8621)60230204  
shensheng@gjzq.com.cn

刘枝花

分析师 SAC 执业编号: S1130515060001  
(8621)61038289  
liuzhizhi@gjzq.com.cn

## 受制于竞品业绩逊预期, 望来年市场份额回升

### 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.461	0.340	0.369	0.431	0.530
每股净资产(元)	3.67	3.69	3.94	4.25	4.66
每股经营性现金流(元)	0.27	1.52	0.96	1.23	1.41
市盈率(倍)	37.83	46.83	32.23	27.57	22.45
行业优化市盈率(倍)	55.70	67.34	51.30	51.30	51.30
净利润增长率(%)	39.87%	-26.34%	8.52%	16.92%	22.78%
净资产收益率(%)	12.59%	9.22%	9.37%	10.15%	11.37%
总股本(百万股)	1,230.64	1,230.64	1,230.64	1,230.64	1,230.64

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

■ 光明乳业 2015 年收入录得 193.7 亿元, 同一口径下同比-6.2%, 其中乳制品收入同比-9.1%, 录得 173.4 亿元。扣非净利录得 3.4 亿元, 同比-39.7%, 对应 EPS 0.34 元。公司 2016 年收入目标 215 亿, 净利润 5.4 亿。

### 经营分析

- **受制于竞品, 重要产品收入受挫:** 受同类竞品上市及较大力度广告宣传营销, 常温酸奶莫斯利安录得收入 58 亿元, 同比-1.44%; 估受进口 UHT 奶量增影响, 鲜奶方面优倍系列同比降-2.33%, 实现 11.33 亿元收入, 而酸奶畅优系列同比降近-20%, 实现 11.29 亿元收入。2015 年的持续原料奶价格低迷, 使得新西兰新莱特收入同比降-24%。
- **大本营市场竞争加剧, 市场份额下跌:** 2015 年进口鲜奶 46 万吨, 同比+43.7%, 料主要销售市场仍为一二线城市, 而国内原料奶厂商受困于原料奶利润微薄, 以大幅度促销方式进入下游鲜奶市场, 冲击了光明原本稳固的华东市场。光明鲜奶销售量同比下降-5.69%, 而上海地区收入同比下降-6.2%。
- **受益于原料奶低价, 毛利率上升明显:** 光明乳制品毛利率录得近 38.9%, 同比+2.6ppt, 由于上下游资产整合, 并入 16 亿牧业收入, 毛利率约为 9.84%, 同比微升。2016 年由于原料奶价格缓步上升的概率较大, 维持高毛利将依赖于产品结构的提升。
- **费用率继续上升:** 光明 2016 年销售费用率同比+1ppt, 而管理费用率同比+1.3ppt, 财务费用由于投资计息同比上升 0.3ppt。料 2016 年费用率依然维持高位, 期间费用率达 31.7%。
- **2016 年重点在于关键市场份额的维护或提升:** 2015 年受制于进口奶数量的继续大幅上升, 上游企业以促销方式进入下游市场, 以及莫斯利安受竞品影响等因素, 华东地区鲜奶及酸奶市场份额受损, 光明也拟定了 2016 年计划除了继续整合集团内上下游资源, 也需关注区域发展, 采取促使解决“出血点”, 料 2016 年销售费用占比会维持高位。

### 投资建议

- 我们预计 2016 年华东市场依然竞争激烈, 出现如莫斯利安革命性产品推动行业整体增速提高的可能性不大, 我们预计光明 2016-2018 年收入为 198 亿/209 亿/226 亿, 净利 4.5 亿/5.3 亿/6.5 亿, 对应 2016-2018 年 EPS 0.369 元/0.431 元/0.53 元, 下调评级至“增持”, 目标价 13 元。

图表 1: 财务预测

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	16,291	20,385	19,373	19,882	20,944	22,625
增长率		25.1%	-5.0%	2.6%	5.3%	8.0%
主营业务成本	-10,630	-13,331	-12,378	-12,766	-13,425	-14,458
% 销售收入	65.3%	65.4%	63.9%	64.2%	64.1%	63.9%
毛利	5,660	7,054	6,995	7,115	7,519	8,167
% 销售收入	34.7%	34.6%	36.1%	35.8%	35.9%	36.1%
营业税金及附加	-84	-86	-96	-99	-105	-113
% 销售收入	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-4,410	-5,469	-5,392	-5,497	-5,759	-6,177
% 销售收入	27.1%	26.8%	27.8%	27.7%	27.5%	27.3%
管理费用	-484	-581	-683	-716	-754	-814
% 销售收入	3.0%	2.8%	3.5%	3.6%	3.6%	3.6%
息税前利润 (EBIT)	683	918	825	803	900	1,063
% 销售收入	4.2%	4.5%	4.3%	4.0%	4.3%	4.7%
财务费用	-53	-78	-140	-90	-80	-72
% 销售收入	0.3%	0.4%	0.7%	0.5%	0.4%	0.3%
资产减值损失	-19	-117	-26	0	0	0
公允价值变动收益	0	-25	9	0	0	0
投资收益	15	0	0	0	0	0
% 税前利润	2.2%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	626	698	669	713	821	991
营业利润率	3.8%	3.4%	3.5%	3.6%	3.9%	4.4%
营业外收支	82	16	36	36	36	36
税前利润	708	714	705	749	857	1,027
利润率	4.3%	3.5%	3.6%	3.8%	4.1%	4.5%
所得税	-234	-131	-209	-217	-249	-298
所得税率	33.0%	18.3%	29.6%	29.0%	29.0%	29.0%
净利润	475	583	496	532	609	729
少数股东损益	68	15	78	78	78	78
归属于母公司的净利	406	568	418	454	531	652
净利率	2.5%	2.8%	2.2%	2.3%	2.5%	2.9%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	475	583	496	532	609	729
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	343	523	564	651	727	803
非经营收益	11	114	293	123	117	116
营运资金变动	475	-894	507	-123	56	87
经营活动现金净流	1,304	326	1,860	1,183	1,508	1,735
资本开支	-1,106	-1,762	-2,082	-640	-974	-974
投资	0	0	-65	0	0	0
其他	66	46	119	0	0	0
投资活动现金净流	-1,040	-1,717	-2,028	-640	-974	-974
股权募资	336	81	2	0	0	0
债权募资	-36	1,167	85	-322	81	-111
其他	-301	-466	1,357	-160	-300	-299
筹资活动现金净流	-2	782	1,444	-482	-219	-411
现金净流量	262	-608	1,276	60	315	351

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	2,600	2,002	3,320	3,380	3,695	4,046
应收款项	1,468	1,780	1,754	1,936	2,039	2,203
存货	1,501	2,031	1,853	2,029	2,133	2,297
其他流动资产	842	606	628	661	686	725
流动资产	6,411	6,419	7,555	8,005	8,553	9,271
% 总资产	55.4%	49.8%	48.9%	50.3%	51.1%	52.4%
长期投资	20	20	70	70	70	70
固定资产	4,249	5,408	6,944	7,200	7,479	7,683
% 总资产	36.7%	42.0%	45.0%	45.2%	44.6%	43.5%
无形资产	544	560	534	304	308	311
非流动资产	5,157	6,465	7,892	7,918	8,200	8,407
% 总资产	44.6%	50.2%	51.1%	49.7%	48.9%	47.6%
资产总计	11,568	12,883	15,447	15,923	16,753	17,678
短期借款	1,213	1,815	1,696	1,403	1,485	1,372
应付款项	4,256	4,140	4,930	5,184	5,450	5,869
其他流动负债	479	527	444	574	597	632
流动负债	5,948	6,482	7,070	7,162	7,532	7,874
长期贷款	336	859	1,089	1,089	1,089	1,090
其他长期负债	260	343	2,025	2,025	2,025	2,025
负债	6,544	7,684	10,184	10,275	10,645	10,988
普通股股东权益	4,278	4,512	4,539	4,845	5,228	5,732
少数股东权益	746	688	725	802	880	958
负债股东权益合计	11,568	12,883	15,447	15,923	16,753	17,678

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.332	0.461	0.340	0.369	0.431	0.530
每股净资产	3.494	3.666	3.688	3.937	4.248	4.658
每股经营现金净流	1.066	0.273	1.517	0.961	1.225	1.410
每股股利	0.000	0.120	0.150	0.120	0.120	0.120
回报率						
净资产收益率	9.49%	12.59%	9.22%	9.37%	10.15%	11.37%
总资产收益率	3.51%	4.41%	2.71%	2.85%	3.17%	3.69%
投入资本收益率	6.86%	9.41%	7.13%	6.92%	7.28%	8.16%
增长率						
主营业务收入增长率	18.26%	25.13%	-4.96%	2.62%	5.34%	8.03%
EBIT 增长率	35.69%	34.52%	-10.15%	-2.67%	12.13%	18.04%
净利润增长率	30.43%	39.87%	-26.34%	8.52%	16.92%	22.78%
总资产增长率	23.86%	11.37%	19.90%	3.08%	5.22%	5.52%
资产管理能力						
应收账款周转天数	30.2	27.6	31.3	33.0	33.0	33.0
存货周转天数	43.2	48.3	57.3	58.0	58.0	58.0
应付账款周转天数	58.0	55.5	63.8	67.0	67.0	67.0
固定资产周转天数	80.1	82.4	120.3	120.1	115.4	106.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-21.29%	12.92%	-10.26%	-15.81%	-18.44%	-23.75%
EBIT 利息保障倍数	12.8	11.7	5.9	8.9	11.3	14.8
资产负债率	56.57%	59.64%	65.93%	64.53%	63.54%	62.16%

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**历史推荐和目标定价(人民币)**

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-07-23	买入	16.44	26.00~26.00
2	2015-08-31	买入	16.84	21.50~25.00
3	2015-11-03	买入	15.89	20.00~22.00

来源：国金证券研究所

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD