

食品饮料

2017年03月30日

光明乳业 (600597)

—— 业绩基本符合预期，新五年规划落地

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2017年03月29日

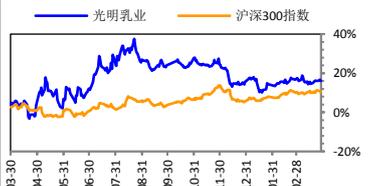
收盘价(元)	13.13
一年内最高/最低(元)	16.4/10.95
市净率	3.2
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	16075
上证指数/深证成指	3241.31 / 10520.82

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年12月31日

每股净资产(元)	4.06
资产负债率%	61.69
总股本/流通A股(百万)	1231/1224
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《光明乳业(600597)点评：中报点评：收入略增 但毛利率大幅提升 费用投放加大》2016/08/30

《光明乳业跟踪点评：季报略超市场预期，盈利日趋稳健但估值偏贵》2012/11/02

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com

联系人

张喆
(8621)23297818×转
zhangzhe@swsresearch.com

投资要点：

- **事件：**光明乳业发布2016年报，2016年实现收入202.07亿元，同比增长4.30%；实现归属于上市公司净利润5.63亿元，同比增长34.63%。其中2016Q4实现收入47.40亿元，同比增长11.44%；实现归属于上市公司净利润1.38亿元，同比下滑17.67%。
- **投资评级与估值：**在受到竞品冲击等因素影响下，明星单品莫斯利安的收入增速下滑明显，公司尚未找到新的收入增长点。公司17年面临较高的毛利率基数，期待公司通过竞争格局的改善以及产品结构升级消化毛利率下降的预期，我们小幅上调2017-18年EPS至0.50、0.56元（前次0.48、0.53元），新增19年EPS预计0.62元，维持“增持”评级。
- **主力产品表现平淡，新莱特贡献大部分收入增量：**2016年公司实现收入202.07亿元，同比增长4.30%，基本符合我们的预期。其中2016Q4公司实现收入47.20亿元，同比增长11.44%，单季度的收入增速为全年的高点。分产品来看，液态奶业务实现收入142.94亿元，同比小幅增长0.20%，预计核心单品莫斯利安和优倍等有小幅增长；受益于新莱特的收入提升（2016年新莱特收入28.44亿元，同比增长43.89%），其他乳制品收入35.22亿元，同比增长14.54%。若扣除新莱特业务的影响，公司17年收入基本持平。
- **16Q4毛利率大幅下滑，17年利润端仍有压力：**2016年公司实现归属于上市公司净利润5.63亿元，同比增长34.63%。其中2016Q4实现归属于上市公司净利润1.38亿元，同比下滑17.67%。16Q4毛利率为31.80%，同比大幅下降了5.31%，环比同样大幅下滑7.72%。一方面公司囤积的高价大包粉于15年三季度消化完毕，15Q4开始公司的毛利率环比改善明显，16Q4的基数压力较大，另一方面16年下半年开始大包粉国际拍卖价格大幅上升，我们预计17年公司毛利率压力仍然较大。16Q4公司的期间费用率为25.37%，同比下降2.95%。其中销售费用率为16.76%，同比下降5.14%；管理费用率为5.10%，同比基本持平；财务费用率为3.51%，同比提升2.22%。
- **新五年战略规划出炉，期待组织架构调整释放经营活力：**公司同时推出了《2016-2020年战略规划》，确立主业1+2全产业链发展模式，明确了乳业、牧业、冷链物流三大产业布局，首次明确提出冷链物流作为主要业务布局，后续规划有待进一步观察。同时公司审议通过组织架构调整的议案，将生产中心与营销中心分离，有利于明确公司内部的权利责任，提高公司的经营效率。2017年公司的经营计划为：实现营业总收入215亿（同比增长6.4%），归属于上市公司所有者的净利润6亿（同比增长6.6%），净资产收益率10.4%。
- **股价表现的催化剂：核心单品增长速度超预期、竞争格局改善速度超预期**
- **核心假设风险：原材料成本上涨过快**

财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	19,373	20,207	21,670	23,159	25,097
同比增长率(%)	-4.96	4.30	7.24	6.87	8.37
净利润(百万元)	418	563	621	694	763
同比增长率(%)	-26.34	34.63	10.27	11.76	9.94
每股收益(元/股)	0.34	0.46	0.50	0.56	0.62
毛利率(%)	36.1	38.7	35.0	35.0	34.4
ROE(%)	9.2	11.3	11.0	10.9	10.8
市盈率	39	29	26	23	21

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于上市公司所有者的ROE



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	20,385	19,373	20,207	21,670	23,159	25,097
营业收入同比增长率 (yoy)	25.13%	-4.96%	4.30%	-	-	-
减: 营业成本	13,331	12,378	12,391	14,089	15,055	16,452
毛利率 (%)	34.61%	36.11%	38.68%	35.00%	35.00%	34.40%
减: 营业税金及附加	86	96	119	127	136	147
主营业务利润	6,968	6,899	7,697	-	-	-
主营业务利润率 (%)	34.18%	35.61%	38.09%	-	-	-
减: 销售费用	5,469	5,392	5,619	5,461	5,767	6,224
减: 管理费用	581	683	772	758	811	853
减: 财务费用	78	140	290	221	236	163
经营性利润	840	685	1,016	-	-	-
经营性利润同比增长率 (yoy)	33.42%	-18.39%	48.29%	-	-	-
经营性利润率 (%)	4.12%	3.54%	5.03%	-	-	-
减: 资产减值损失	117	26	54	23	8	-13
加: 投资收益及其他	0	0	0	0	0	0
营业利润	698	669	976	990	1,155	1,277
加: 营业外净收入	16	36	41	33	37	37
利润总额	714	705	1,017	1,023	1,192	1,314
减: 所得税	131	209	342	278	359	398
净利润	583	496	675	745	833	915
少数股东损益	15	78	112	124	138	152
归属于母公司所有者的净利润	568	418	563	621	694	763
净利润同比增长率 (yoy)	39.87%	-26.34%	34.63%	-	-	-
全面摊薄总股本	1,231	1,231	1,231	1,231	1,231	1,231
每股收益 (元)	0.46	0.34	0.46	0.50	0.56	0.62
归属母公司所有者净利润率 (%)	2.79%	2.16%	2.79%	-	-	-
ROE	12.59%	9.22%	11.28%	11.00%	10.90%	10.80%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。