

光明乳业 (600597.SH) 乳业行业

评级：买入 上调评级

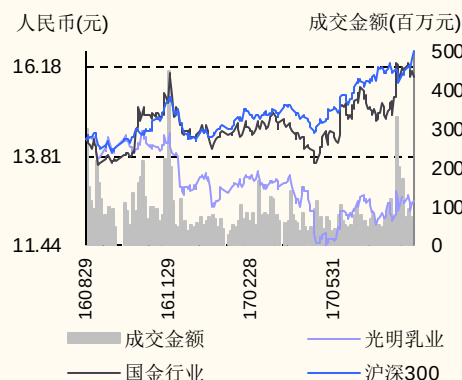
公司点评

市场价格 (人民币): 12.63 元
 目标价格 (人民币): 16.00-16.00 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)	15,542.94
年内股价最高最低(元)	14.47/11.44
沪深 300 指数	3842.71
上证指数	3362.65



相关报告

1. 《享受原奶成本红利，盈利能力重回轨道-光明乳业公司点评》，2017.3.28
2. 《低基数收入同比增速改善，成本红利持续-光明乳业公司点评》，2016.10.30
3. 《乳品收入承压，毛利上涨助力利润提升-光明乳业公司点评》，2016.8.31

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

于杰 分析师 SAC 执业编号: S1130516070001
 yujie@gjzq.com.cn

新莱特贡献收入增速，销售费用降幅超预期

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.340	0.458	0.533	0.564	0.618
每股净资产(元)	3.69	4.06	4.44	4.85	5.32
每股经营性现金流(元)	1.52	2.12	1.67	1.62	1.69
市盈率(倍)	46.83	28.54	23.71	22.38	20.43
行业优化市盈率(倍)	59.90	63.69	71.20	71.20	71.20
净利润增长率(%)	-26.34%	34.63%	16.42%	5.90%	9.55%
净资产收益率(%)	9.22%	11.28%	12.00%	11.62%	11.61%
总股本(百万股)	1,230.64	1,230.64	1,230.64	1,230.64	1,230.64

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

业绩简评

- 光明乳业公布半年报，今年上半年录得收入 109.2 亿元，同比+6.36%，收入端基本符合预期，录得归母净利 3.66 亿元，同比+52.17%，利润增速超预期。其中 Q2 单季录得收入 55.57 亿元，同比+5.34%，录得净利 1.64 亿元，同比+33.72%，增速环比放缓。
- 公司扣非后净利同比+74.48%，主要是由于去年上半年有 5,000 万的托管费 (TNUVA) 收入，公司也于今天公告签订新的托管协议，期限为 2017 年一整年，托管费由原先的 1 亿元（上下半年各 5,000 万）转换为每一个会计年度基本托管费 5,000 万，实际托管费=基本托管费*（2017 年度净利润/2016 年度净利润），我们预计 2017 年的托管费收入相较 2016 年将会下滑。

经营分析

- **新莱特贡献收入增速：**今年上半年光明收入同比+6.36%，其中新莱特收入增速明显，实现营业收入 20.03 亿元，同比+39%，主要得益于扩大产能，增加了混合灌装生产线，进一步提升婴幼儿配方奶粉的比例所致。但由于新西兰收奶价的上行，以及公司推广费用的增加，新莱特利润同比-12%。若剔除新莱特的影响，公司今年上半年液态奶及牧业业务收入同比+1%，公告并未披露具体分类产品收入，从披露的控股子公司来看，得益于产业链重新整合，荷斯坦牧业收入同比+32.4%，料液态奶业务及其他受竞品影响，收入持平或小幅增长。
- **受包材及糖价影响，毛利率同比下滑：**上半年公司录得毛利率 34.8%，同比-6.6ppt，其中 Q2 录得毛利率 34.5%，分别同比-7.6ppt/环比-0.7ppt。料主要是辅料糖、包材价格同比上升的影响，同时进口大包粉到岸价格的攀升亦影响了毛利水平。2017H1 上海地区基础奶价 3.78 元/kg，vs 2016H1 的 3.8 元/kg，我们预计上半年光明的原奶成本端压力不大。今年下半年上海地区基础收奶价定在 3.75 元/kg 的水平，相较今年上半年略有下滑，与去年同期持平。在不出现大范围买赠情况下，料光明全年毛利有望维持上半年的水平。
- **销售费用下滑幅度超预期：**今年上半年销售费用率同比-7.1ppt 至 25.05%，其中 Q1/Q2 销售费用率分别-6ppt/-8ppt，下滑幅度超市场预期。降幅最为明显的是运输、广告及促销费用，费用率分别同比-0.7ppt/-2.7ppt/-3.7ppt，绝对值下滑 4,636 万/2.5 亿/3.1 亿，费用节省绝对值明显。运输费用的下滑主要由于公司 2017 年开始致力于降本增效，优化运输线路，实行按实际重量

计费所致，料今年运费占比将继续下滑。今年上半年的广告、促销费用下滑超市场预期，料主要是由于公司事业部改革后，以产品为导向，市场运作更加有的放矢。同时华北、华中地区有部分减亏行为，将一部分运营不良的亏损停产整顿，导致了开拓市场的放缓。我们认为光明在开拓华东以外市场以及维护大本营市场过程中，费用的大幅减少不符合拓展华东以外市场的战略，在华北、华中市场回归原点，重新起航后，预计营销费用投放将提升。至此，光明上半年共录得营业利润 5.45 亿元，同比+18.3%，利润的大幅增加来源于税收优惠退回（新莱特收到的税收返还）以及少数股东权益减少的影响。

- 税率以及少数股东权益减少：17H1 少数股东权益减少 1,896 万，同比-23%，主要是由于新西兰新莱特净利润下降，导致归属少数股东的损益减少。而公司所得税率上半年 16.9%vs 去年同期 27.8%，所得税绝对值同比-3,970 万元，这两方面的因素导致利润大幅上升。公司的税收大幅下滑主要是由于新莱特收到的税收返还，而光明的大部分税率集中体现在 Q4，我们预计全年的税率依然维持一个正常水平。

投资建议

- 我们预计公司 2017-2019 年收入分别为 216.8 亿/231.5 亿/245.3 亿元，同比+7.3%/6.8%/5.9%，考虑到公司今年费用投放下滑有望超预期，我们上调其利润水平，预计 2017-2019 年利润分别为 6.56 亿元/6.94 亿元/7.61 亿元，对应 2017-2019 年 EPS 分别为 0.533 元/0.564 元/0.618 元，目前公司股价对应 17/18 PE 分别为 24X/22X，我们上调至“买入”评级。

风险提示

- 市场竞争加剧/费用投放超预期

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	20,385	19,373	20,207	21,674	23,154	24,530
增长率		-5.0%	4.3%	7.3%	6.8%	5.9%
主营业务成本	-13,331	-12,378	-12,391	-14,120	-15,058	-15,873
%销售收入	65.4%	63.9%	61.3%	65.2%	65.0%	64.7%
毛利	7,054	6,995	7,816	7,553	8,096	8,657
%销售收入	34.6%	36.1%	38.7%	34.8%	35.0%	35.3%
营业税金及附加	-86	-96	-119	-130	-139	-147
%销售收入	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-5,469	-5,392	-5,619	-5,548	-6,020	-6,501
%销售收入	26.8%	27.8%	27.8%	25.6%	26.0%	26.5%
管理费用	-581	-683	-772	-737	-764	-785
%销售收入	2.8%	3.5%	3.8%	3.4%	3.3%	3.2%
息税前利润 (EBIT)	918	825	1,306	1,138	1,173	1,225
%销售收入	4.5%	4.3%	6.5%	5.2%	5.1%	5.0%
财务费用	-78	-140	-290	-96	-75	-34
%销售收入	0.4%	0.7%	1.4%	0.4%	0.3%	0.1%
资产减值损失	-117	-26	-54	-36	-40	-45
公允价值变动收益	-25	9	13	0	0	0
投资收益	0	0	0	2	2	2
%税前利润	n.a	n.a	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
营业利润	698	669	976	1,008	1,059	1,148
营业利润率	3.4%	3.5%	4.8%	4.6%	4.6%	4.7%
营业外收支	16	36	41	0	0	0
税前利润	714	705	1,017	1,008	1,059	1,148
利润率	3.5%	3.6%	5.0%	4.6%	4.6%	4.7%
所得税	-131	-209	-342	-252	-265	-287
所得税率	18.3%	29.6%	33.6%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	583	496	675	756	794	861
少数股东损益	15	78	112	100	100	100
归属于母公司的净利润	568	418	563	656	694	761
净利率	2.8%	2.2%	2.8%	3.0%	3.0%	3.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	583	496	675	756	794	861
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	523	564	783	821	879	936
非经营收益	114	293	261	106	157	135
营运资金变动	-894	507	883	368	167	153
经营活动现金净流	326	1,860	2,603	2,051	1,998	2,085
资本开支	-1,762	-2,082	-1,101	-862	-710	-710
投资	0	-65	0	0	0	0
其他	46	119	35	2	2	2
投资活动现金净流	-1,717	-2,028	-1,065	-860	-709	-709
股权募资	81	2	277	0	0	0
债权募资	1,167	85	-1,315	-220	-165	-199
其他	-466	1,357	-459	-168	-343	-321
筹资活动现金净流	782	1,444	-1,497	-388	-508	-520
现金净流量	-608	1,276	40	803	781	857

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,002	3,320	3,366	4,169	4,950	5,807
应收款项	1,780	1,754	1,830	1,944	2,039	2,119
存货	2,031	1,853	1,849	2,128	2,269	2,392
其他流动资产	606	628	555	700	733	762
流动资产	6,419	7,555	7,600	8,941	9,991	11,080
%总资产	49.8%	48.9%	47.3%	50.9%	54.0%	57.1%
长期投资	20	70	71	71	71	71
固定资产	5,408	6,944	7,376	7,198	7,068	6,884
%总资产	42.0%	45.0%	45.9%	41.0%	38.2%	35.5%
无形资产	560	534	592	850	853	855
非流动资产	6,465	7,892	8,480	8,636	8,507	8,326
%总资产	50.2%	51.1%	52.7%	49.1%	46.0%	42.9%
资产总计	12,883	15,447	16,080	17,577	18,498	19,405
短期借款	1,815	1,696	1,200	1,211	1,047	847
应付款项	4,140	4,930	5,292	6,166	6,588	6,969
其他流动负债	527	444	761	989	1,043	1,093
流动负债	6,482	7,070	7,253	8,367	8,678	8,908
长期贷款	859	1,089	415	415	415	416
其他长期负债	343	2,025	2,252	2,064	2,064	2,064
负债	7,684	10,184	9,920	10,846	11,157	11,388
普通股股东权益	4,512	4,539	4,993	5,464	5,974	6,550
少数股东权益	688	725	1,167	1,267	1,367	1,467
负债股东权益合计	12,883	15,447	16,080	17,577	18,498	19,405

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.461	0.340	0.458	0.533	0.564	0.618
每股净资产	3.666	3.688	4.057	4.440	4.854	5.322
每股经营现金净流	0.273	1.517	2.120	1.667	1.623	1.695
每股股利	0.280	0.120	0.150	0.150	0.150	0.150
回报率						
净资产收益率	12.59%	9.22%	11.28%	12.00%	11.62%	11.61%
总资产收益率	4.41%	2.71%	3.50%	3.73%	3.75%	3.92%
投入资本收益率	9.41%	7.13%	10.99%	10.04%	9.84%	9.75%
增长率						
主营业务收入增长率	25.13%	-4.96%	4.30%	7.26%	6.83%	5.95%
EBIT 增长率	34.52%	-10.15%	58.36%	-12.91%	3.08%	4.42%
净利润增长率	39.87%	-26.34%	34.63%	16.42%	5.90%	9.55%
总资产增长率	11.37%	19.90%	4.10%	9.31%	5.24%	4.90%
资产管理能力						
应收账款周转天数	27.6	31.3	29.6	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	48.3	57.3	54.5	55.0	55.0	55.0
应付账款周转天数	55.5	63.8	60.8	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	82.4	120.3	128.0	114.7	102.1	90.7
偿债能力						
净负债/股东权益	12.92%	-10.26%	-28.97%	-38.26%	-47.97%	-57.09%
EBIT 利息保障倍数	11.7	5.9	4.5	11.8	15.7	36.3
资产负债率	59.64%	65.93%	61.69%	61.70%	60.32%	58.69%

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	1	1	1
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-08-31	买入	16.84	21.50~25.00
2	2015-11-03	买入	15.89	20.00~22.00
3	2016-04-19	增持	11.89	13.00~13.00
4	2016-08-31	增持	14.19	16.00~16.00
5	2016-10-30	增持	14.18	N/A
6	2017-03-28	增持	13.15	N/A

来源：国金证券研究所

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


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为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