



谨慎
买入

17% ↑

目标价格:人民币 17.00

600597.CH

价格:人民币 14.56

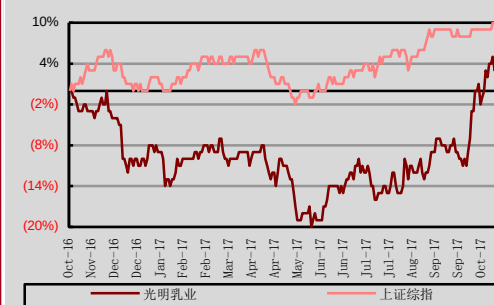
目标价格基础:25倍 18年市盈率

板块评级:增持

本报告要点

■ 17年3季报点评

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	11.4	9.6	18.1	4.0
相对上证指数	3.3	8.3	13.9	(5.2)

发行股数(百万)	1,231
流通股(%)	99
流通股市值(人民币 百万)	17,826
3个月日均交易额(人民币 百万)	141
净负债比率(%) (2017E)	(14)
主要股东(%)	
光明食品(集团)有限公司	54

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2017年10月30日收市价为标准

相关研究报告

《乳制品17年中报总结: 需求超预期, 行业收入提速》2017.9.6

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料

汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

光明乳业

液体乳控费用, 新莱特创增量, 静待老牌乳企调整复兴

光明乳业公告17年三季报。17年1-3Q实现营收165.1亿, 同比增6.7%, 净利5.3亿, 同比增24.3%, 3季度营收55.8亿, 同比增7.4%, 净利1.6亿, 同比降12.1%, 17年1-3Q每股收益0.43元。我们预计17-19年每股收益为0.55、0.64、0.74元/股, 重新首次覆盖给予谨慎买入评级, 12个月目标价为17.00元。

支撑评级的要点

- 1-3Q17收入同比增6.7%, 3Q17增7.4%, 收入环比提速。根据草根调研, 3季度光明低温收入稳健增长, 主要受莫斯利安销售下滑影响, 常温收入同比减少, 莫斯利安8月底已有多款新品推出, 后续销售情况可能会有所改善。液体乳收入略有下滑, 根据前期公告推算, 17年上半年新莱特营收增38%, 我们判断3季度新莱特依然是光明收入增长的主要动力, 增速较快, 且3Q16收入受Tnuva不再并表影响基数较低, 3Q17收入环比提速, 提升2.1pct。
- 产销分离, 液体乳业务费用管控可能成为常态, 费用率继续处于相对低位。光明17年开始实行产销分离, 六大营销中心整合内部资源, 3Q17销售费用率为24.6%, 同比降4.7pct, 3Q17管理费用率3.0%, 剔除营改增影响, 同比降0.8pct。
- 3Q17净利同比降12.1%, 但营业利润同比大增36%, 液体乳业务费用管控是主要动力, 新莱特锦上添花, 带来增量收益。3Q17毛利率同比降5.8pct, 我们判断主要因为收入结构变化, 低毛利率的新莱特原料奶粉收入和牧业收入占比增加。新莱特虽然拉低整体毛利率, 但对费用率较低, 带来一定增量收益。3Q17净利同比降12%, 但利润总额同比增17%, 我们判断净利同比下降主要受非经常性损益减少和所得税率上升影响, 3Q17光明所得税率同比增7.4pct, 非经常性损益同比减少约3,300万, 主要因3Q16补贴收入较高、3Q17奶牛资产处置损失较多。
- 光明品牌消费者基础较好, 五年战略规划推动调整革新, 有望调整中打开复兴向上空间。光明目前主力产品莫斯利安受竞品挤压收入下滑, 华东以外区域较为薄弱, 但其作为老牌乳企, 消费者基础较好, 五年战略规划开启, 乳业、牧业、冷链“1+2”全产业链布局, 上游全资持股荷兰牧业, 更好把控奶源, 武汉、潮州建厂进一步构建华中、华南冷链圈, 依托海外资源, 新莱特奶粉注册制获批, 新增混合灌装生产线产能逐步释放, 婴幼儿奶粉业务规模将不断扩大。若常温业务新品上市扭转下滑趋势, 冷链助力优势低温产品全国化布局, 海外资源能够持续带来增量收益, 费用管控常态化且效率提升, 随着乳品行业需求超预期, 未来业绩有望乘势改善。

评级面临的主要风险

- 新莱特业绩低于预期, 常温业务调整速度低于预期, 费用管控力度低于预期。

估值

- 我们预计17-19年每股收益为0.55、0.64、0.74元/股, 同比增21%、15%、15%, 重新首次覆盖给予谨慎买入评级, 12个月目标价为17.00元。

投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	19,373	20,207	21,571	23,791	26,536
变动(%)	(5)	4	7	10	12
净利润(人民币 百万)	418	563	682	787	907
全面摊薄每股收益(人民币)	0.340	0.458	0.554	0.639	0.737
变动(%)	(26.3)	34.6	21.0	15.4	15.3
市场预期每股收益(人民币)			0.554	0.612	0.656
全面摊薄市盈率(倍)	42.8	31.8	26.3	22.8	19.8
价格/每股现金流量(倍)	14.8	8.9	12.0	10.1	8.4
每股现金流量(人民币)	0.98	1.64	1.22	1.44	1.72
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.9	8.1	10.8	8.9	7.8
每股股息(人民币)	0.407	0.204	0.247	0.285	0.328
股息率(%)	2.8	1.4	1.7	2.0	2.3

资料来源: 公司数据及中银证券预测

图表 1. 2017 年 3 季报快读：营收增 7.4%、净利降 12.1%

(人民币, 百万)	3Q16	3Q17	同比增长(%)	1-3Q16	1-3Q17	同比增长(%)
营业收入	5,197	5,584	7.4	15,466	16,507	6.7
营业成本	3,143	3,702	17.8	9,158	10,823	18.2
毛利率(%)	39.5	33.7	(5.8)	40.8	34.4	(6.4)
毛利	2,054	1,881	(8.4)	6,309	5,684	(9.9)
营业税金及附加	33	30	(9.7)	90	104	14.7
销售费用	1,524	1,373	(9.9)	4,825	4,109	(14.8)
管理费用	195	168	(13.9)	530	496	(6.4)
财务费用	58	19	(67.3)	123	117	(4.9)
资产减值损失	27	21	(23.2)	62	56	(9.7)
公允价值变动收益	3	1	(54.0)	3	(1)	(130.8)
投资收益	0	1	487.2	(1)	2	443.5
营业利润	219	297	35.7	680	842	23.9
营业利润率(%)	4.2	5.3	1.1	4.4	5.1	0.7
营业外收入	37	26	(30.5)	58	39	(32.5)
营业外支出	27	54	101.2	63	100	58.0
利润总额	230	270	17.3	675	782	15.8
所得税	49	77	58.2	172	161	(6.6)
所得税率(%)	21.2	28.6	7.4	25.3	19.2	(6.2)
少数股东权益	(4)	30	919.9	77	92	19.0
归属于母公司净利润	184.79	162.50	(12.1)	425.51	528.81	24.3
净利率(%)	3.5	3.4	0.0	3.2	3.8	0.5
每股收益(元)	0.15	0.13	(12.1)	0.35	0.43	24.3

资料来源：万得，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	19,373	20,207	21,571	23,791	26,536
销售成本	(12,474)	(12,509)	(14,187)	(15,356)	(17,091)
经营费用	(5,553)	(5,703)	(5,640)	(6,245)	(6,888)
息税折旧前利润	1,346	1,994	1,744	2,190	2,556
折旧及摊销	538	729	481	606	745
经营利润(息税前利润)	809	1,265	1,263	1,585	1,811
净利息收入/(费用)	(140)	(290)	(145)	(217)	(238)
其他收益/(损失)	36	42	(10)	(10)	(10)
税前利润	705	1,017	1,098	1,350	1,556
所得税	(209)	(342)	(286)	(412)	(475)
少数股东权益	(78)	(112)	(131)	(151)	(175)
净利润	418	563	682	787	907
核心净利润	429	577	679	784	904
每股收益(人民币)	0.340	0.458	0.554	0.639	0.737
核心每股收益(人民币)	0.349	0.469	0.552	0.637	0.734
每股股息(人民币)	0.407	0.204	0.247	0.285	0.328
收入增长(%)	(5)	4	7	10	12
息税前利润增长(%)	4	56	(0)	25	14
息税折旧前利润增长(%)	14	48	(13)	26	17
每股收益增长(%)	(26)	35	21	15	15
核心每股收益增长(%)	(25)	35	18	15	15

资料来源：公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	705	1,017	1,098	1,350	1,556
折旧与摊销	538	729	481	606	745
净利息费用	140	290	155	225	246
运营资本变动	26	(76)	(124)	(201)	(249)
税金	(364)	(566)	(548)	(714)	(824)
其他经营现金流	168	623	436	501	648
经营活动产生的现金流	1,211	2,018	1,499	1,767	2,122
购买固定资产净值	(2,166)	(1,290)	(1,751)	(1,751)	(1,751)
投资减少/增加	628	146	0	0	0
其他投资现金流	306	13	(272)	(365)	(433)
投资活动产生的现金流	(1,231)	(1,131)	(2,022)	(2,115)	(2,183)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	1,880	1,010	1,850	237	365
支付股息	(501)	(251)	(304)	(351)	(404)
其他融资现金流	(41)	(1,599)	(1,827)	0	0
融资活动产生的现金流	1,338	(840)	(280)	(114)	(39)
现金变动	1,318	47	(804)	(462)	(100)
期初现金	2,002	3,320	3,366	2,562	2,100
公司自由现金流	(20)	887	(524)	(349)	(61)
权益自由现金流	1,999	2,187	1,482	113	550

资料来源：公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	3,948	3,921	3,120	2,715	2,686
应收帐款	1,754	1,830	1,953	2,154	2,403
库存	1,853	1,849	2,096	2,269	2,525
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	7,555	7,600	7,170	7,138	7,614
固定资产	5,925	6,325	7,827	9,270	10,641
无形资产	301	344	327	309	292
其他长期资产	1,666	1,811	1,812	1,812	1,812
长期资产总计	7,892	8,480	9,965	11,391	12,745
总资产	15,447	16,080	17,135	18,529	20,359
应付帐款	2,273	1,853	2,102	2,274	2,531
短期债务	1,696	1,200	3,000	3,187	3,502
其他流动负债	3,101	4,200	4,495	4,917	5,476
流动负债总计	7,070	7,253	9,597	10,378	11,509
长期借款	1,089	415	465	515	565
其他长期负债	2,025	2,252	425	425	425
股本	4,539	4,993	5,371	5,807	6,310
储备	0	0	0	0	0
股东权益	4,539	4,993	5,371	5,807	6,310
少数股东权益	725	1,167	1,277	1,404	1,550
总负债及权益	15,447	16,080	17,135	18,529	20,359
每股帐面价值(人民币)	3.69	4.06	4.36	4.72	5.13
每股有形资产(人民币)	3.44	3.78	4.10	4.47	4.89
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.43)	(1.42)	0.73	1.30	1.68

资料来源：公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日：12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	6.9	9.9	8.1	9.2	9.6
息税前利润率(%)	4.2	6.3	5.9	6.7	6.8
税前利润率(%)	3.6	5.0	5.1	5.7	5.9
净利率(%)	2.2	2.8	3.2	3.3	3.4
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.0	0.7	0.7	0.7
利息覆盖率(倍)	5.9	4.5	8.6	7.4	7.7
净权益负债率(%)	10.2	28.4	(13.6)	(22.2)	(26.3)
速动比率(倍)	0.8	0.8	0.5	0.5	0.4
估值					
市盈率(倍)	42.8	31.8	26.3	22.8	19.8
核心业务市盈率(倍)	41.8	31.0	26.4	22.9	19.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	48.8	36.3	30.8	26.7	23.1
市净率(倍)	3.9	3.6	3.3	3.1	2.8
价格/现金流(倍)	14.8	8.9	12.0	10.1	8.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.9	8.1	10.8	8.9	7.8
周转率					
存货周转天数	17.5	33.4	33.4	33.5	33.0
应收帐款周转天数	16.5	32.4	32.0	31.5	31.3
应付帐款周转天数	21.4	37.3	33.5	33.6	33.1
回报率					
股息支付率(%)	119.8	44.6	44.6	44.6	44.6
净资产收益率(%)	18.4	11.8	13.2	14.1	15.0
资产收益率(%)	7.4	5.3	5.6	6.2	6.5
已运用资本收益率(%)	20.1	16.0	14.2	15.2	15.9

资料来源：公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371