

光明乳业 (600597.SH) 买入 (维持评级)

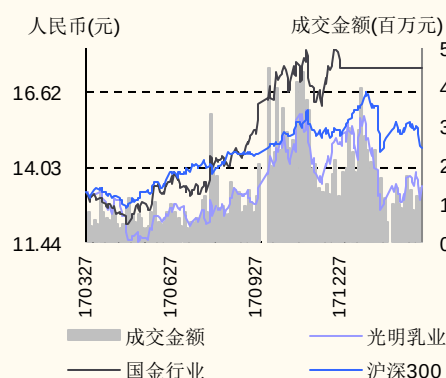
公司点评

市场价格 (人民币): 13.40 元

新莱特收入利润高增长, 控费成效显著

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)	16,408.13
年内股价最高最低(元)	16.01/11.44
沪深 300 指数	3879.89
上证指数	3133.72



公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.458	0.504	0.537	0.606	0.700
每股净资产(元)	4.06	4.38	4.76	5.22	5.77
每股经营性现金流(元)	2.12	1.31	1.79	1.89	2.04
市盈率(倍)	28.54	30.07	24.93	22.12	19.15
行业优化市盈率(倍)	63.69	90.87	77.72	77.72	77.72
净利润增长率(%)	34.63%	-15.78%	38.74%	12.74%	15.51%
净资产收益率(%)	11.28%	8.85%	11.28%	11.61%	12.13%
总股本(百万股)	1,230.64	1,224.49	1,224.49	1,224.49	1,224.49

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 光明乳业 2017 年实现收入 216.7 亿元, 同比+7.25%, 实现归母净利润 6.17 亿元, 同比+9.6%, 扣非净利 5.83 亿元, 同比+25.2%。Q4 单季收入同比+9.0%, 受少数股东权益影响, Q4 单季利润同比-35.8%。公司拟派每股现金红利 0.16 元 (含税)。

经营分析

- 液态奶收入增速乏力, 低温巴氏奶表现亮眼: 2017 年光明液态奶收入同比-3.7%, 其中常温部分收入同比-13.2%, 料莫斯利安受竞品铺货影响, 收入下滑幅度较大。而低温部分收入同比+2.2%, 料低温酸奶总体略有下滑, 巴氏奶略有增长, 其中优倍表现亮眼, 预计收入有望实现同比高个位数增速。
- 受益于婴幼儿奶粉占比提升, 新莱特收入利润高速增长: 受益于产品结构中高毛利婴幼儿奶粉占比的提升, 2017 年新莱特录得收入 41.95 亿元, 同比+47.6%, 录得利润 2.86 亿元, 同比+57.8%。若粗略剔除新莱特的影响, 则 2017 年光明本土收入同比+0.7%, 利润同比+2.6%。
- 受原材料价格影响, 毛利率同比下滑: 2017 年光明整体毛利率同比-5.4ppt 至 33.3%, 料主要受包材及白糖价格上涨影响。其中 Q4 单季毛利率分别同比-2.1ppt/-4.0ppt, 料主要是由于巴氏奶加工工艺升级, 相应提高了对于原奶要求, 导致了原奶成本的上升。光明在华东地区已在去年年底和今年年初分别对入户巴氏奶和商超巴氏奶提价, 预计今年这部分毛利影响将会消除。
- 广告营销费用大幅下滑, 控费成效明显。2017 年光明整体销售费用率同比-4.0ppt 至 23.8%, 其中广告费用同比-24.8%, 而营销及销售费用同比-17.7%。我们认为光明华东市场受国内外乳企冲击, 必要的营销投放属于为维护市场的必须, 预计未来销售费用将会提升。而受折旧摊销以及股权激励回购注销, 管理费用同比-0.8ppt 至 3.1%。虽然费用大幅下滑, 但未能平衡原材料成本上升的冲击, 公司经营性利润同比-2.7%至 12.7 亿元。

投资建议

- 我们预计 2018-2020 年公司收入分别为 233 亿元/255 亿元/282 亿元, 分别同比+7.6%/9.4%/10.5%, 净利润分别为 6.58 亿元/7.42 亿元/8.57 亿元, 分别同比+6.7%/12.7%/+15.5%, 目前公司股价对应 18/19 年 PE 分别为 25X/22X, 维持买入评级。

风险提示

- 华东市场其他乳企费用投放加速, 侵蚀光明市场份额。

相关报告

1. 《新莱特维持高增长, 期待经营效率持续提升-光明乳业公司点评》, 2017.10.30
2. 《新莱特贡献收入增速, 销售费用降幅超预期-光明乳业公司点评》, 2017.8.29
3. 《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

申晟

分析师 SAC 执业编号: S1130517080003
(8621)60230204
shensheng@gjzq.com.cn

于杰

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

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	19,373	20,207	21,672	23,323	25,510	28,179
增长率		4.3%	7.3%	7.6%	9.4%	10.5%
主营业务成本	-12,378	-12,391	-14,452	-15,440	-16,785	-18,401
%销售收入	63.9%	61.3%	66.7%	66.2%	65.8%	65.3%
毛利	6,995	7,816	7,220	7,883	8,724	9,778
%销售收入	36.1%	38.7%	33.3%	33.8%	34.2%	34.7%
营业税金及附加	-96	-119	-121	-131	-143	-158
%销售收入	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-5,392	-5,619	-5,164	-5,618	-6,250	-7,045
%销售收入	27.8%	27.8%	23.8%	24.1%	24.5%	25.0%
管理费用	-683	-772	-664	-746	-867	-1,014
%销售收入	3.5%	3.8%	3.1%	3.2%	3.4%	3.6%
息税前利润 (EBIT)	825	1,306	1,271	1,388	1,464	1,561
%销售收入	4.3%	6.5%	5.9%	6.0%	5.7%	5.5%
财务费用	-140	-290	-252	-206	-164	-98
%销售收入	0.7%	1.4%	1.2%	0.9%	0.6%	0.3%
资产减值损失	-26	-54	-65	-38	-46	-55
公允价值变动收益	9	13	0	0	0	0
投资收益	0	0	5	1	1	1
%税前利润	n.a	0.0%	0.6%	0.1%	0.1%	0.1%
营业利润	669	976	958	1,144	1,256	1,409
%营业利润率	3.5%	4.8%	4.4%	4.9%	4.9%	5.0%
营业外收支	36	41	-98	0	0	0
税前利润	705	1,017	860	1,144	1,256	1,409
利润率	3.6%	5.0%	4.0%	4.9%	4.9%	5.0%
所得税	-209	-342	-185	-286	-314	-352
所得税率	29.6%	33.6%	21.5%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	496	675	675	858	942	1,057
少数股东损益	78	112	201	200	200	200
归属于母公司的净利润	418	563	617	658	742	857
净利率	2.2%	2.8%	2.8%	2.8%	2.9%	3.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	496	675	675	858	942	1,057
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	564	783	912	912	984	1,069
非经营收益	293	261	238	277	209	152
营运资金变动	507	883	-367	148	176	215
经营活动现金净流	1,860	2,603	1,601	2,195	2,311	2,492
资本开支	-2,082	-1,101	-992	-577	-1,010	-1,210
投资	-65	0	0	0	0	0
其他	119	35	47	1	1	1
投资活动现金净流	-2,028	-1,065	-945	-576	-1,009	-1,209
股权募资	2	277	23	0	0	0
债权募资	85	-1,315	2,013	-1,367	-479	-486
其他	1,357	-459	-2,453	-271	-394	-336
筹资活动现金净流	1,444	-1,497	-418	-1,638	-874	-822
现金净流量	1,276	40	239	-19	429	462

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	3,320	3,366	3,409	3,390	3,819	4,281
应收款项	1,754	1,830	2,046	2,070	2,222	2,409
存货	1,853	1,849	1,798	1,988	2,161	2,369
其他流动资产	628	555	596	644	681	724
流动资产	7,555	7,600	7,848	8,093	8,884	9,783
%总资产	48.9%	47.3%	47.5%	49.1%	51.2%	53.0%
长期投资	70	71	75	75	75	75
固定资产	6,944	7,376	7,473	7,438	7,508	7,702
%总资产	45.0%	45.9%	45.2%	45.1%	43.3%	41.8%
无形资产	534	592	635	373	375	377
非流动资产	7,892	8,480	8,691	8,394	8,466	8,661
%总资产	51.1%	52.7%	52.5%	50.9%	48.8%	47.0%
资产总计	15,447	16,080	16,539	16,487	17,349	18,444
短期借款	1,696	1,200	3,098	1,767	1,288	801
应付款项	4,930	5,292	5,166	5,532	6,042	6,662
其他流动负债	444	761	772	1,003	1,076	1,165
流动负债	7,070	7,253	9,036	8,302	8,407	8,628
长期贷款	1,089	415	397	397	397	398
其他长期负债	2,025	2,252	423	430	430	430
负债	10,184	9,920	9,857	9,130	9,234	9,456
普通股股东权益	4,539	4,993	5,358	5,833	6,391	7,064
少数股东权益	725	1,167	1,324	1,524	1,724	1,924
负债股东权益合计	15,447	16,080	16,539	16,487	17,349	18,444

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.340	0.458	0.504	0.537	0.606	0.700
每股净资产	3.688	4.057	4.376	4.763	5.219	5.769
每股经营现金净流	1.517	2.120	1.307	1.792	1.888	2.036
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	9.22%	11.28%	8.85%	11.28%	11.61%	12.13%
总资产收益率	2.71%	3.50%	2.87%	3.99%	4.28%	4.65%
投入资本收益率	7.13%	10.99%	9.68%	10.77%	11.05%	11.34%
增长率						
主营业务收入增长率	-4.96%	4.30%	7.25%	7.62%	9.38%	10.46%
EBIT增长率	-10.15%	58.36%	-2.73%	9.20%	5.52%	6.62%
净利润增长率	-26.34%	34.63%	-15.78%	38.74%	12.74%	15.51%
总资产增长率	20.69%	4.10%	2.86%	-0.32%	5.23%	6.31%
资产管理能力						
应收账款周转天数	31.3	29.6	29.6	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	57.3	54.5	46.0	47.0	47.0	47.0
应付账款周转天数	63.8	60.8	50.5	52.0	52.0	52.0
固定资产周转天数	120.3	128.0	120.4	106.1	92.3	79.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-10.26%	-28.97%	0.45%	-17.42%	-26.99%	-34.90%
EBIT利息保障倍数	5.9	4.5	5.0	6.7	8.9	15.9
资产负债率	65.93%	61.69%	59.60%	55.38%	53.23%	51.27%

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	2	5	6	21
增持	0	0	2	2	10
中性	1	1	3	3	6
减持	0	0	0	0	1
评分	3.00	1.67	1.80	1.73	1.66

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	2016-04-19	增持	11.89	13.00~13.00
2	2016-08-31	增持	14.19	16.00~16.00
3	2016-10-30	增持	14.18	N/A
4	2017-03-28	增持	13.15	N/A
5	2017-08-29	买入	12.63	16.00~16.00
6	2017-10-30	买入	15.09	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


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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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 7GH