

## “双蛋”饮料销量猛增 调升盈利预测与评级

### ——黑牛食品（002387）调研快报

2010年6月3日

强烈推荐/调升

黑牛食品

调研快报

刘宏伟

食品饮料行业分析师

010-66507309 Email: [liujw@dxzq.net.cn](mailto:liujw@dxzq.net.cn) MSN: [yynyljw999@hotmail.com](mailto:yynyljw999@hotmail.com) 执业证书编号: S148020712000046

#### 事件:

近日我们专程到黑牛食品总部汕头市与公司高管进行了交流，并参观了位于揭阳市的揭东奶粉生产基地，

#### 内容:

#### 1. 双蛋白饮料增长迅猛，毛利率有望提升至 40%

公司作为豆奶份额全国第二的行业新星，今年除了继续巩固和扩大豆奶粉和麦片市场外，将主推新产品“牛奶+豆奶”的“双蛋白含乳饮料”（下称液态豆奶）。该产品以优化大豆蛋白和牛奶蛋白营养价值为取向，以“双蛋动车”为主题，成为继哇哈哈“爽歪歪”之后深受儿童喜爱的含乳饮料品种，且其营养价值超过以往任何一个单一的乳品饮料或果汁乳品饮料。今年公司以安徽为主要市场，另外在山东等市场有少量销售，市场反应很好。根据我们的调研情况，目前安徽市场增长迅猛，预计全年销售额增速可达 100%-200%，接近 1.5 亿元，由于公司大豆价格提前锁定从而成本基本锁定，毛利率有望从去年的 38% 升至 40% 左右，据此简单测算，全年毛利可达 6000 万元左右。

#### 2. 产能释放、销量全面增长几成定局

公司主打产品黑牛豆奶、黑牛豆浆和麦片目前销售良好，特别是前两个产品供不应求。作为 2010 年 4 月上市的中小板企业，公司 3 月底首次发行 3350 万股募集资金净额达到 85488.60 万元，主要用于豆奶粉技改与扩产、双蛋白饮料和麦片扩产，预计建设期均为一年，10 年下半年就可总体达产 70% 以上，液态豆奶产能从 09 年的 19805 吨增至 39600 吨，增长 19750 吨，增幅近 100%，11 年完全达产后总产能达到 59400 吨，再增长 19800 吨或 50%；同时豆奶粉会从 09 年的 35090 吨增至 10 年的 41138 吨增长 17%、2011 年再增至 59354 吨同比增长 44.3%；麦片也会有较大幅度的增长。未来公司将以现有的安徽、辽宁、山东、四川、陕西等市场为重点进行不同程度的全国化市场开发，立志成为以大豆蛋白及含乳饮料市场龙头。

表 1 2009-2011 年黑牛食品主要产品产能扩张情况

| 产品      | 2009  | 2010E | 2011E | 主要分布     |
|---------|-------|-------|-------|----------|
| 豆奶粉（吨）  | 35090 | 41138 | 59354 | 广东、陕西和辽宁 |
| 增速      |       | 17.2% | 44.3% |          |
| 液态豆奶（吨） | 19805 | 39600 | 58400 | 安徽、山东等   |
| 增速      |       | 99.9% | 47.5% |          |
| 麦片（吨）   | 8100  | 8100  | 12762 | 广东       |
| 增速      |       | 0.0%  | 57.6% |          |
| 其他（吨）   | 2475  | 2475  | 2475  | 广东       |
| 增速      |       | 0.0%  | 0.0%  |          |

资料来源：东兴证券研究所根据公司招股说明书整理

### 3.公司高管勤奋团结，新近对安徽黑牛食品工业有限公司追加资本，显示对该公司业务拓展寄予更高期望

在公司总部我们亲眼看到所有高管勤奋团结，情绪高涨，兢兢业业，特别是对公司各项业务尤其是双蛋饮料产品充满信心，为了更好发展双蛋饮料业务，经常工作至深夜2点，邻人感动。最近在发展双蛋饮料方面有两个突出举措——对全资子公司安徽省黑牛食品工业有限公司（下称安徽公司）连续两次增资，一是从原注册资本4000万元，5月6日召开公司第一届董事会2010年第三次临时会议审议通过增资8000万元，主要用于募投项目安徽双蛋白液态豆奶一期工程；二是5月13日董事会第四次临时会议通过决议，追加注册资本3000万元，用于偿还中国农业发展银行肥东县支行的银行贷款，决议已于5月26日经10年第一次临时股东大会通过。至此，安徽公司注册资本增至15000万元。早先经公司第一届董事会2010年第三次临时会议通过的《关于使用部分超募资金偿还银行贷款的议案》，以超募资金偿还银行贷款10300万元，本次追加安徽公司注册资本3000万元亦全部用于偿还银行贷款。这两个举措表明至少传递出两个信息：一是对于公司而言可以提高超募资金使用效率，降低财务费用；二是安徽公司扩大产能和业务规模之底气更足，资源整合条件更好，市场开拓有更好的财力支撑。

#### 结论：

目前正是天气转热致乳品饮料消费高峰季节，在公司卓有成效的管理体制、营销体系和产品独具营养价值等因素综合作用下，我们从中性偏乐观角度，调升公司业绩预测，初步预计2010-2012年公司收入增速为40%、45%和45%左右，净利润增速可达51%、60%和60%左右，EPS约0.76元、1.23元和1.97元，此前预测为净利润增速36.3%、59.1%和22.3%，对应EPS为0.69元、1.09元和1.34元，对10年和12年业绩增速调升较大，分别达15个百分点和38个百分点。

就公司合理定价看，尽管二级市场具有不确定性，但中小板行业目前估值重心仍为50倍PE左右，考虑到公司处在发展向好的大豆蛋白饮品行业，募投后豆奶粉和麦片产能的扩大将弥补其供不应求的状态，以及双蛋白液态豆奶有望成为公司强劲的新增长点，我们认为可以以50倍PE水平来测算其2011年股价约为60元左右。因此，在前次关于公司二级市场定价报告基础上，我们将公司评级从“推荐”调升为强烈推荐。

**表2 黑牛食品2010-2012年业绩预测表**

| 指标        | 08A    | 09A    | 10E    | 11E      | 12E      |
|-----------|--------|--------|--------|----------|----------|
| 营业收入（百万元） | 501.99 | 586.21 | 820.70 | 1,190.02 | 1,725.52 |
| 增长率（%）    | 46.73% | 16.78% | 40.0%  | 45%      | 450%     |
| 净利润（百万元）  | 0.56   | 0.67   | 1.02   | 1.64     | 2.63     |
| 增长率（%）    | 52.68% | 19.39% | 51.20% | 60.95%   | 60.95%   |
| 每股收益(元)   | 0.56   | 0.67   | 0.76   | 1.23     | 1.97     |
| 净资产收益率（%） | 30.26% | 27.12% | 28.48% | 29.90%   | 31.39%   |
| PE        | -      | -      | 41.48  | 25.77    | 16.01    |
| PB        | -      | -      | 3.88   | 3.52     | 3.20     |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘家伟

经济学博士，食品饮料行业研究员，消费品行业研究小组负责人，2007 年加盟东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。