

湘财证券研究所

食品行业研究员

姓名：赵军

Tel: 021-68634510-8715

E-Mail: zj2890@xcsc.com

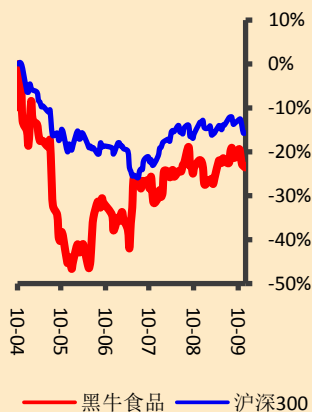
姓名：巢枫

Tel: 021-68634510-8528

E-Mail: cf2255@xcsc.com

市场数据	2010/9/21
收盘价(元)	44.14
一年内最高价(元)	64.87
一年内最低价(元)	29.38
市净率	5.0
流通A股市值(亿元)	14.8

上市后股价与大盘的涨幅



相关研究报告：

《经济结构调整和人口红利拐点使食品板块现巨大投资机会》

2010/05/20

《2010年中期投资策略_食品行业_把握收入分配体制改革和消费升级》2010/06/21

事件：黑牛食品自我们5月中旬推荐以来，涨幅较大。近期对公司进行了调研，与公司高管进行了深入友好地交流。我们对公司的看法是公司高股价的根本支撑是其**业务复制能力带来的高增长潜力**。具体投资策略请参见本文最后一段。现向投资者简要汇报如下：

□ 黑牛就是“牛”的含义有四层：

1) 股价走势强劲。自我们在5月20日提示食品行业巨大投资机会中大力推荐公司以来，公司股价已经上涨约45%，期间不乏涨停的动人表现。这也使我们有责任来深度解析这家神秘的公司。

2) 产品与牛有一定的关系。黑牛的产品主要有豆奶粉、豆浆和麦片，而08年以来的双蛋白饮品成为公司新的重点。其中**双蛋白饮品中有动物蛋白牛奶的成分，或许与牛也搭上一边**，因此从产品的角度来解释黑牛的牛字似乎也有一定的合理之处。

3) **关键的是使命与牛有关系**。黑牛就是“牛”的关键是公司内在使命。“黑”代表力量和健康，“牛”象征吉祥、幸福。就像鲁迅先生所体现的“俯首甘为孺子牛”精神一样，黑牛的品牌名称同样也展现了情系人民、全心全意为人民服务的精神。黑牛品牌带给社会、国人的不仅仅是一种产品，更是一种营养生活和时尚品味。

4) 黑牛的“牛”还代表了公司创业的形象。牛的形象蕴涵了创业的艰辛，更代表着企业在不断追求进步、追求卓越。

□ 模式复制酝酿新一轮大发展

1) 上市融资打开公司发展的资金瓶颈

公司上市发行3350万股，净募集资金总额为8.57亿元，其中募投项目耗资约2.85亿元，此外用超募资金偿还银行贷款1.03亿元，剩余超募资金约4.69亿元。

公司09年销售豆奶粉3.8万吨，同期公司豆奶粉的产能只有3.5万吨，产能利用率超过100%，而公司的重点产品双蛋白饮品上年销售约9000吨左右，产能约2万吨，考虑淡旺季因素后，产能利用率也几乎接近100%，公司产品的供销两旺。四季度将有2万吨产能投入预计能够缓解相应供应方面的压力，而募投项目后期4万吨预计会在明年下半年投产。

公司08年的资产负债率高达54%，09年末也高达50%。上市后，10年中报显示目前的资产负债率只有6.8%，账面拥有8.89亿现金，**充足的弹药为公司今后的发展奠定了资本基础**。

2) 水类产品营销人才瓶颈获得突破

公司黑牛牌豆奶粉获得的中国名牌产品称号和驰名商标的荣誉证明的是公司在粉类产品领域的领先优势，包括人才优势。然而涉足双蛋白饮品之后，通过一年左右的摸索和积累，逐步掌握了市场推广的经验，培养了一批精通水类产品销售的销售骨干，而太子奶的倒闭也一定程度上为公司贡献了大批的销售精英，使公司在水类产品的发展道路上如虎添翼。

我们关注的不仅是公司逐步通过探索培养出来的水类产品销售精英和太子奶倒闭后加盟公司的水类产品销售行家，我们更关注**公司通过自己的培养体系，利用现有的水类产品销售精英复制（培育）出一批又一批的精通市场、销售的销售员队伍，从而支撑公司今后的发展。**譬如，之前优秀的市级区域销售经理在公司扩张后就很有可能成为新公司和新区域的片区经理，并担任要职而开展工作。

3) 安徽市场经验为未来发展奠定基础

安徽市场的发展为公司今后开拓其他市场奠定了基础。公司自08年下半年在安徽市场从事液态奶产品的销售以来，不断探求新的经销商模式，新的营销模式，培养出自己的经销商队伍和消费群体，这些构成公司未来发展的样板市场。因为公司主攻二三线城市，而安徽市场在全国二三线城市中具有相当大的代表性。

水类经销商体系从粉类产品的金字塔模式走向扁平化。公司经销商模式，之前粉类产品销售采用的是层级代理制度，大部分是三、四级的经销商体系。而现在公司采用扁平化的销售体系，公司销售人员覆盖到县（区）级，而后经过县级经销商及其开拓的零售网点直通客户，分享原先多层经销商的利润，扩大人均销售员的利润额。并更好服务经销商、深入市场、贴近消费者。

4) 营销模式不断创新

公司之前粉类产品销售采用的“终端车销服务模式”销售小组，负责终端的拜访工作，其终端拜访服务主要包括接受订单、产品铺市、新店开发、产品补货、了解终端库存、店头宣传、消费者信息和竞争信息收集、协助经销商进行产品陈列等销售服务。而目前，公司向更多则是选择有一定资金实力、有物流体系的合格经销商，这样有助于减少公司在终端车上的投入，与此同时，**公司加强了与消费者的沟通，通过路演车与消费者沟通，即路演车到居民点表演节目，而后推出公司产品的模式，通过加强与消费者的沟通交流和接触，让黑牛产品、黑牛的形象、黑牛品牌深入人心。**目前公司在安徽市场已经得到高度的认同。**我们认为公司路演车模式确实新鲜，一方面是公司的创新之作，代表了公司的创新意识和能力，另一方面，路演车模式加强了与消费者的沟通，有利于开拓市场。**

此外，我们对公司的文化和管理等各方面均有一定的认识，但我们认为文化和管理均是对我们**首先提出的复制模式**的背后支撑。详细内容请关注我们之后的深度报告黑牛就是“牛”之二。

□ **盈利预测与估值** 我们综合考虑了公司产能的投放和与黑牛公司复制模式带来的未来潜在收益。我们初步预计10-12年的业绩增长为55.5%、40.35%、41.08%，每股收益EPS为0.78元、1.10元、1.55元，对应的市盈率为56.8倍、40.47倍、28.69倍。绝对估值为34.8元，给予10年50倍的市盈率、11年40倍的市盈率得到的相对估值为39元和44元。因此合理的估值应该在40元左右，而目前股44.14元超出来的4.14元，我们认为是对公司募投项目之外业务复制能力表现出来的发展潜力的估价。综合考虑后，我们认为黑牛是一家成长性不错的公司，其高溢价部分反映了这种成长性。投资评级方面，我们下调至“增持”，下调理由是股价前期涨幅较大已反映了未来的成长，需要以时间换空间。但不排除政策性因素（实质性收入分配体制改革）刺激公司股价上涨。投资建议，长期投资者可以长期持有，享受其成长性带来的收益；但短期投资者切勿对此股价短期的增长希望太高。

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	586.21	655.27	812.40	1155.65
收入同比(%)	16.78%	11.78%	23.98%	42.25%
归属母公司净利润（百万元）	67.26	104.59	146.79	207.10
净利润同比(%)	19.39%	55.50%	40.35%	41.08%
毛利率(%)	32.43%	34.62%	35.61%	36.35%
每股收益(元)	0.50	0.78	1.10	1.55
P/E	88.33	56.80	40.47	28.69
P/B	21.10	4.77	4.37	3.90
EV/EBITDA	64.32	46.92	35.86	24.39

表 1 预测资产负债表和利润表

资产负债表		单位:百万元				利润表		单位:百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E		
流动资产	287	1220	1330	1547	营业收入	586	655	812	1156		
现金	208	1123	1217	1387	营业成本	396	428	523	736		
应收账款	5	9	9	14	营业税金及附加	4	5	6	8		
其他应收款	3	3	3	5	营业费用	74	82	102	144		
预付账款	22	24	29	41	管理费用	21	26	31	42		
存货	49	60	71	101	财务费用	7	-19	-40	-45		
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0		
非流动资产	278	298	336	352	公允价值变动收益	0	0	0	0		
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0		
固定资产	192	206	239	258	营业利润	84	134	191	272		
无形资产	83	83	83	83	营业外收入	4	5	4	5		
其他非流动资产	3	9	14	11	营业外支出	0	1	0	0		
资产总计	564	1518	1666	1899	利润总额	88	138	196	276		
流动负债	196	197	230	300	所得税	21	34	49	69		
短期借款	31	50	50	50	净利润	67	105	147	207		
应付账款	32	36	44	62	少数股东损益	0	0	0	0		
其他流动负债	133	111	137	189	归属母公司净利润	67	105	147	207		
非流动负债	86	75	75	75	EBITDA	91	125	163	240		
长期借款	75	75	75	75	EPS (元)	0.67	0.78	1.10	1.55		
其他非流动负债	11	0	0	0	获利能力						
负债合计	283	272	305	375	毛利率 (%)	32.43%	34.62%	35.61%	36.35%		
少数股东权益	0	0	0	0	ROE (%)	23.88%	8.40%	10.79%	13.59%		
股本	100	134	134	134	ROIC (%)	33.61%	35.50%	42.74%	65.39%		
资本公积	40	866	866	866	估值比率						
留存收益	142	246	362	525	P/E	88.33	56.80	40.47	28.69		
归属母公司股东权益	282	1245	1361	1524	P/B	21.10	4.77	4.37	3.90		
负债和股东权益	564	1518	1666	1899	EV/EBITDA	64.32	46.92	35.86	24.39		

资料来源:公司公告,湘财证券研究所

表 2 DCF 估值相关参数

贝塔值 (β)	1.41
无风险利率 (%)	2.52%
市场的预期收益率 (%)	8.00%
股权资本成本 (K _e)	10.26%
债务成本 K _d (%)	3.75%
债务比率 D/(D+E) (%)	2.14%
WACC	10.12%

资料来源:公司公告,湘财证券研究所

表 3 DCF 估值敏感性分析

WACC (%)	永续增长率					
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
5.12%	50.94	62.26	80.85	116.96	217.55	1989.45
6.12%	41.76	49.10	60.00	77.90	112.67	209.52
7.12%	35.19	40.27	47.34	57.85	75.08	108.57
8.12%	30.26	33.96	38.86	45.67	55.79	72.40
9.12%	26.44	29.22	32.78	37.50	44.07	53.82
10.12%	23.40	25.55	28.23	31.66	36.21	42.54
11.12%	20.91	22.62	24.69	27.27	30.58	34.97
12.12%	18.86	20.23	21.87	23.87	26.36	29.55
13.12%	17.13	18.25	19.57	21.15	23.08	25.49
14.12%	15.65	16.58	17.66	18.94	20.47	22.33
15.12%	14.38	15.16	16.06	17.10	18.34	19.81
16.12%	13.28	13.94	14.69	15.56	16.57	17.76

资料来源：湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。