

黑牛食品：开拓市场，迎接产能释放

黑牛食品调研快报

报告关键点：

- 明年产能大增长；
- 增强品牌建设，加大市场投入；
- 未来还有增长点

报告摘要：

- 明年产能大释放：**明年杨凌1.5万吨豆奶项目预计在4月份竣工投产，届时公司豆奶粉的产能将达到5万吨。安徽生产基地8万吨液态豆奶项目今年年底将投产，预计投产第一年产能利用率达到50%，将增加4万吨的液态豆奶。另外，6600吨复合麦片项目也于明年10月份开始投产。
- 增强品牌建设，加大市场投入：**我们注意到公司近年的营销费用率一直相对较低且稳定，保持在12%左右的水平。随着明年液态豆奶放量，预计公司明年的广告费等营销费用将会大幅提升。公司明年首要任务是拓展市场，需要大量的市场费用的投入，因此明年的业绩增长恐低于销售额的增速。我们认为：上市后公司正处于高速成长期，此时公司的首要任务是占领市场，充分消化释放的产能。尽管我国饮料市场近8年保持着约20%的增速，未来成长空间巨大，但竞争也十分激烈，品牌是制胜的关键。之前由于公司产能和资金实力有限，主要发展二、三线城市，更注重渠道建设，在品牌宣传上的投入较小。今后主要产品液态豆奶如果要做大做强，广告宣传等品牌建设的投入将是十分必要的。
- 未来还有增长点：**近日公司发布公告，将在安徽生产基地一期8万吨液态豆奶工程项目完工后利用超募资金进行液态豆奶项目的二期建设，产能为4万吨。公司还计划将黑芝麻糊在现在产能约1000吨的基础上再增加4500吨。另外，在杨凌项目竣工后进行本部的扩产项目，将增加豆奶粉的产能7200吨。
- 调高盈利预测和投资评级：**未来3年公司产能不断释放，销量大幅提升，我们预计公司2010-2012年的销售额将分别增长28%、47%和30%。分别达到7.54、11.12和14.41亿元。同时我们预计在销量大幅增长的同时公司的营销费用也将大幅提升，届时公司业绩的增幅低于销售额的增长。公司产品结构也会有所提升，公司会生产一些高端产品进军一线城市。我们预计公司2010-2012年的EPS分别为0.71、1.01和1.40元，考虑到公司当前仍处于高速成长期，公司未来的发展空间较大，因此给予公司2011年目标价为50元，调高公司的投资评级为买入-B。其中，风险较大主要是考虑到饮料等快销品市场的竞争十分激烈。

评级：

买入-B

上次评级：增持-A

目标价格：

50.00 元

期限：6 个月 上次预测：50.00 元

现价：39.75 元

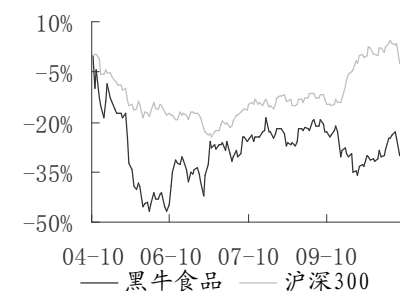
报告日期：

2010-11-16

市场数据

总市值(百万元)	5,306.63
流通市值(百万元)	1,331.63
总股本(百万股)	133.50
流通股本(百万股)	33.50
12 个月最高/最低	29.38/64.87 元
十大流通股股东(%)	39.24%
股东户数	13,366

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	9.41	(20.47)	(18.81)
绝对收益	4.66	(12.00)	(31.39)

研究员

李铁

行业分析师

010-66581633

litie2@essence.com.cn

证书编号

S1450210010314

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	502.0	586.2	754.3	1,112.0	1,441.1
Growth(%)	46.7%	16.8%	28.7%	47.4%	29.6%
净利润	56.3	67.3	100.4	141.7	196.1
Growth(%)	52.7%	19.4%	41.7%	41.2%	38.4%
毛利率(%)	31.7%	32.4%	34.2%	35.1%	35.7%
净利润率(%)	11.2%	11.5%	12.6%	12.1%	12.9%
每股收益(元)	0.42	0.50	0.71	1.01	1.40
每股净资产(元)	1.61	2.11	3.00	3.90	5.15
市盈率	91.9	77.0	54.3	38.5	27.8
市净率	24.2	18.4	12.9	9.9	7.5
净资产收益率(%)	26.3%	23.9%	25.1%	27.2%	28.5%
ROIC(%)	35.0%	26.5%	41.2%	61.1%	97.1%
EV/EBITDA	46.5	36.2	34.1	23.9	17.4
股息收益率	0.0%	0.0%	0.2%	0.3%	0.4%

前期研究成果

黑牛食品：“豆奶还是黑牛好”

2010-09-16

黑牛食品：营养健康生活的引领者

2010-03-26

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-11-17

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	502.0	586.2	754.3	1,112.0	1,441.1	成长性					
减: 营业成本	342.8	396.1	496.4	721.1	926.7	营业收入增长率	46.7%	16.8%	28.7%	47.4%	29.6%
营业税费	3.7	4.2	5.5	8.1	10.5	营业利润增长率	36.4%	25.7%	54.0%	43.9%	37.1%
销售费用	61.7	73.6	95.0	155.7	201.8	净利润增长率	52.7%	19.4%	41.7%	41.2%	38.4%
管理费用	20.4	21.1	27.0	42.3	54.8	EBITDA 增长率	46.4%	25.2%	38.4%	38.4%	31.7%
财务费用	7.1	7.1	1.0	-1.3	-7.7	EBIT 增长率	44.8%	23.3%	43.1%	41.8%	33.9%
资产减值损失	-0.5	0.1	-	-	-	NOPLAT 增长率	53.7%	17.6%	39.1%	39.2%	35.1%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	55.2%	-10.5%	-6.1%	-14.9%	-28.1%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	35.7%	31.4%	42.2%	30.1%	32.0%
营业利润	66.8	84.0	129.3	186.0	255.1	利润率					
加: 营业外净收支	6.2	3.9	1.0	-1.0	1.0	毛利率	31.7%	32.4%	34.2%	35.1%	35.7%
利润总额	73.0	87.8	130.3	185.0	256.1	营业利润率	13.3%	14.3%	17.1%	16.7%	17.7%
减: 所得税	16.7	20.6	30.0	43.3	60.0	净利润率	11.2%	11.5%	12.6%	12.1%	12.9%
净利润	56.3	67.3	100.4	141.7	196.1	EBITDA/营业收入	16.9%	18.1%	19.5%	18.3%	18.6%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	14.7%	15.5%	17.3%	16.6%	17.2%
货币资金	115.6	208.3	625.5	808.8	1,056.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	108	117	95	70	58
应收帐款	7.5	7.2	9.4	13.9	18.0	流动营业资本周转天数	15	-2	-17	-22	-28
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	146	150	240	268	269
预付帐款	20.9	21.7	22.6	24.0	25.8	应收帐款周转天数	7	3	3	2	3
存货	59.0	49.5	62.0	90.0	115.7	存货周转天数	45	33	27	25	26
其他流动资产	-	0.0	0.0	-	-0.0	总资产周转天数	295	317	378	368	350
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	161	159	113	69	42
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	26.3%	23.9%	25.1%	27.2%	28.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	12.0%	11.9%	9.9%	11.3%	12.6%
固定资产	189.9	191.7	206.8	225.2	241.8	ROIC	35.0%	26.5%	41.2%	61.1%	97.1%
在建工程	3.0	0.7	1.0	1.2	1.3	费用率					
无形资产	69.6	82.9	83.0	83.1	83.2	销售费用率	12.3%	12.6%	12.6%	14.0%	14.0%
其他非流动资产	2.7	2.3	7.9	8.2	8.5	管理费用率	4.1%	3.6%	3.6%	3.8%	3.8%
资产总额	468.1	564.3	1,018.2	1,254.5	1,551.0	财务费用率	1.4%	1.2%	0.1%	-0.1%	-0.5%
短期债务	135.0	31.0	300.0	300.0	300.0	三费/营业收入	17.8%	17.4%	16.3%	17.7%	17.3%
应付帐款	35.3	36.1	42.9	62.4	80.1	偿债能力					
应付票据	2.9	-	-	-	-	资产负债率	54.2%	50.1%	60.7%	58.5%	55.7%
其他流动负债	73.3	129.2	180.1	258.8	354.6	负债权益比	118.4%	100.4%	154.3%	140.9%	125.6%
长期借款	-	75.0	75.0	75.0	75.0	流动比率	0.82	1.46	1.38	1.51	1.66
其他非流动负债	7.3	11.5	19.8	37.5	53.8	速动比率	0.58	1.21	1.26	1.36	1.50
负债总额	253.8	282.7	617.8	733.7	863.5	利息保障倍数	10.44	12.84	127.94	#####	-31.98
少数股东权益	-	-	4.2	10.2	18.6	分红指标					
股本	100.0	100.0	133.5	133.5	133.5	DPS(元)	-	-	0.07	0.10	0.14
留存收益	114.3	181.6	262.6	377.1	535.4	分红比率	0.0%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%
股东权益	214.3	281.6	400.3	520.8	687.5	股息收益率	0.0%	0.0%	0.2%	0.3%	0.4%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	56.3	67.3	100.4	141.7	196.1	EPS(元)	0.42	0.50	0.71	1.01	1.40
加: 折旧和摊销	12.1	16.9	16.6	18.6	20.6	BVPS(元)	1.61	2.11	3.00	3.90	5.15
资产减值准备	-0.5	0.1	-	-	-	PE(X)	91.9	77.0	54.3	38.5	27.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	24.2	18.4	12.9	9.9	7.5
财务费用	2.1	7.2	7.8	1.0	-1.3	P/FCF	-	60.3	13.6	30.7	21.5
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	10.3	8.8	6.9	4.7	3.6
少数股东损益	-	-	5.0	7.1	9.8	EV/EBITDA	46.5	36.2	34.1	23.9	17.4
营运资金的变动	12.7	61.7	49.4	81.9	98.3	CAGR(%)	36.0%	42.9%	31.5%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	100.3	145.6	172.4	248.1	317.1	PEG	2.6	1.8	1.7	-0.4	-0.3
投资活动产生现金流量	-108.7	-34.9	-32.1	-32.1	-32.1	ROIC/WACC	3.7	2.8	4.4	6.5	10.3
融资活动产生现金流量	49.1	-18.0	292.9	-12.2	-10.9	REP	3.9	5.6	5.0	3.8	3.2

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

李铁，食品饮料行业分析师。经济学学士，格拉斯哥大学 (Glasgow University) 会计和财务管理硕士，中国注册会计师、中国注册税务师。曾就职于德勤华永会计师事务所，2008 年 1 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。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。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
李昕	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	律烨	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558076	lyye@essence.com.cn
曹加	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558045	caojia@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编：100034