

湘财证券研究所

食品行业

徐广福 分析师

执业编号：S0500511010003

联系人：

赵 军

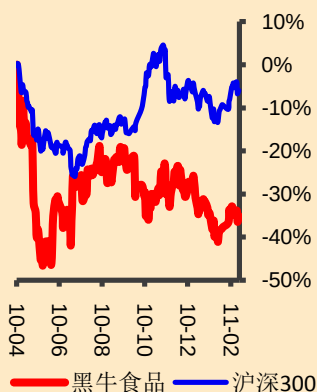
Tel: 021-68634510-8715

E-Mail: zj2890@xcsc.com

市场数据 2011/2/25

收盘价(元)	37.55
一年内最高价(元)	64.87
一年内最低价(元)	29.38
市净率	4.2
流通 A 股市值(亿元)	12.6

上市后股价与大盘的涨幅



事件：公司近日发布业绩快报，2010 年全年共实现收入 6.39 亿元，同比增长达 9.1%，归属上市公司股东净利润 8214 万元，同比仅增长 22.13%，实现每股收益 0.67 元，完全摊薄后 EPS0.62 元，大幅低于我们和市场的预期。

点评：

□ 公司四季度营收基本持平，营业利润大幅下滑 29.4%。

公司第四季度实现营收 1.69 亿元，同比仅增长 6.11%，这主要受安徽液态奶募投项目延后投产所致。而四季度营业利润在成本和费用大幅增加的背景下，出现了 29.4% 的下滑。

成本方面主要是大豆成本高企所形成的压力。而价格方面，公司产品目前主要面向二三线城市和农村市场，因此提价能力在激烈的市场竞争和消费者可承受性方面受到削弱。此外公司上市后为了迎接新一轮市场扩张的需要，在人才引进和市场开拓方面积极准备，因而费用呈现大幅增长的态势，而同期收入增长没有跟上，因此出现营业利润同比下滑。

□ 关注公司营销新进展和产能释放期的到来。

我们注意到 1 月 10 号公司动用募投资金 4994 万元，购置位于广州天河区一处建筑面积 1898 平方米的写字楼，拟用作公司营销中心使用。我们认为这是一个不错的开始，公司总部地处汕头虽属于经济特区，但长期发展缓慢，竞争力较深圳、珠海等特区要差很多，城市建设也较弱，不利于人才的引进和新思维的学习，而公司在广州建设营运中心类似洋河在南京建设营运中心一样，有利于公司未来营销运作的人才储备，为即将到来的市场开拓硬仗做准备。

公司目前在安徽拥有液态奶产能 2 万吨（上市前就已建好），而新的 2 万吨由于包装设备购置到位的时间要到今年 5、6 月份。此外，公司 10 月 25 日公布的二期 4 万吨项目预计要到 2012 年年中才能投产。联想我们前期报告中强调的黑牛的复制模式，后期黑牛可能会出现更快的增长。考虑市场最看好的液态奶项目的产能释放时间点，我们认为公司股价会在年度业绩和一季度业绩低于预期下承受压力，二季度末迎来真正的上涨时点，建议投资者关注。

□ 盈利预测及估值。我们下调 10-12 年的 EPS 业绩预测为 0.62 元、0.90 元、1.38 元。维持“增持”评级，建议关注二季度末的行情。

表 1 预测利润表和资产负债表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					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	1196	1285	1485	营业收入	586	640	793	1128
现金	208	1098	1171	1325	营业成本	396	437	534	737
应收账款	5	9	9	13	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	90	111	152
预付账款	22	25	30	42	管理费用	21	29	33	43
存货	49	61	72	101	财务费用	7	-19	-38	-43
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	98	147	230
无形资产	83	83	83	83	营业外收入	4	8	8	8
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	1494	1621	1837	利润总额	88	105	155	238
流动负债	196	196	228	296	所得税	21	23	35	54
短期借款	31	50	50	50	净利润	67	82	120	184
应付账款	32	37	45	62	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	133	109	134	185	归属母公司净利润	67	82	120	184
非流动负债	86	75	75	75	EBITDA	91	89	120	201
长期借款	75	75	75	75	EPS (元)	0.67	0.62	0.90	1.38
其他非流动负债	11	0	0	0	获利能力				
负债合计	283	271	303	371	毛利率(%)	32.43%	31.70%	32.61%	34.62%
少数股东权益	0	0	0	0	ROE(%)	23.88%	6.72%	9.07%	12.54%
股本	100	134	134	134	ROIC(%)	33.61%	24.97%	31.09%	54.85%
资本公积	40	866	866	866	估值比率				
留存收益	142	224	319	467	P/E	74.53	61.00	41.93	27.27
归属母公司股东权益	282	1223	1318	1466	P/B	17.80	4.10	3.80	3.42
负债和股东权益	564	1494	1621	1837	EV/EBITDA	54.14	55.10	40.92	24.53

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

□ 分析师声明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

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。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。