

黑牛食品 (002387)

增持/维持评级

股价: RMB35.5

分析师

蒋小东

SAC 执业证书编号:S1000510120031

(021)6849 8615

jiangxiaodong@mail.htlhsc.com.cn

洪婷

SAC 执业证书编号:S1000510120012

(021)6849 8639

hongting@mail.htlhsc.com.cn

逯海燕

SAC 执业证书编号:S1000510120030

(021)6849 8637

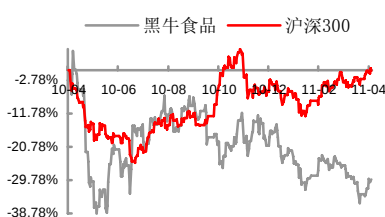
luhy@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	134
流通 A 股 (百万股)	134
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	4,739

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

黑牛食品 (002387) 今明两年产能释放加快

- 公司 2010 年实现营业收入 6.4 亿元, 同比增长 9.1%, 净利润 8100 万元, 同比增长 20.4%, 每股收益 0.66 元, 每 10 股派送现金红利 1.00 元(含税), 转增 8 股。公司业绩低于预期约 10%, 主要是受限产能。
- 公司收入增速较低, 主要受豆奶粉、液态豆奶产能限制。2010 年, 豆奶粉收入 4.2 亿元, 同比增长 1.4%, 主要是豆奶粉已经满产; 麦片收入 9957 万元, 同比增长 10.7%; 液态豆奶收入 9537 万元, 同比增长 66.8%, 接近满产。报告期内, 液态豆奶毛利率 37.2%, 同比增加 4.9 个百分点, 带来综合毛利率同比增加 0.7 个百分点。销售费用率保持平稳, 管理费用率的上升被财务费用率的下降所抵消。以豆奶粉、麦片为基础, 液态豆奶成为公司新增利润的主要来源。
- 今明两年产能释放加快, 盈利能力提升。公司募投项目、超募项目为销售增长奠定基础, 豆奶粉产能今年中期投产, 比现有产能增加 50%以上; 液态豆奶陆续达产, 11、12 年每年产能增加 100%左右。随着液态豆奶收入占比提升, 以及高档豆奶粉的生产, 公司毛利率将逐渐提高。报告期内, 公司在双蛋动车的基础上, 开发了一系列新产品如发酵豆奶、花生牛奶奶, 扩大了消费群体覆盖。借助三四线城市、农村消费的兴起, 再加上车销模式和返点较高的渠道刺激, 液态豆奶在安徽、山东、江西等六省快速增长有较高保证。我们认为, 下半年豆奶粉将保持略高于行业平均的增长, 主要是公司多年的豆奶粉运作已很成熟。
- 盈利预测与投资建议。我们下调公司盈利预测, 预计 2011-2013 年每股收益 0.82、1.10、1.48 元, 目前股价对应市盈率 43X、32X、24X, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 1) 食品安全风险; 2) 液态豆奶市场开拓进度低于产能的风险。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	639.5	799	1007	1253
(+/-%)	9.1	25%	26%	24%
归属母公司净利润(百万元)	81.0	110	146	197
(+/-%)	20.4	36%	33%	35%
EPS(元)	0.61	0.82	1.10	1.48
P/E(倍)	58.5	42.8	32.1	23.8

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1022	1037	1054	1235	营业收入	640	799	1007	1253
现金	873	823	753	902	营业成本	428	525	658	816
应收账款	6	23	28	35	营业税金及附加	4	6	6	8
其他应收款	0	8	9	12	营业费用	78	100	123	150
预付账款	65	24	30	37	管理费用	37	40	48	41
存货	78	158	230	245	财务费用	-6	-7	-12	-12
其他流动资产	0	2	3	4	资产减值损失	0	-0	0	0
非流动资产	335	563	778	885	公允价值变动收	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	208	387	559	641	营业利润	99	136	183	249
无形资产	81	89	97	105	营业外收入	0	7	7	7
其他非流动资产	0	87	121	139	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1357	1664	1856	2120	利润总额	107	143	190	256
流动负债	119	315	361	427	所得税	26	34	44	59
短期借款	0	0	0	6	净利润	81	110	146	197
应付账款	26	79	99	122	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	0	236	262	298	归属母公司净利	81	110	146	197
非流动负债	12	22	22	22	EBITDA	93	0	219	301
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.61	0.82	1.10	1.48
其他非流动负	12	22	22	22	主要财务比率				
负债合计	119	315	361	427	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	134	134	134	134	营业收入	9.1%	25.0%	26.0%	24.4%
资本公积	870	861	861	861	营业利润	18.2%	37.4%	34.4%	36.0%
留存收益	223	332	479	676	归属母公司净利	20.4%	35.5%	33.3%	34.7%
归属母公司股	1226	1327	1474	1671	获利能力				
负债和股东权	1357	1664	1856	2120	毛利率(%)	0.0%	34.3%	34.6%	34.9%
现金流量表					净利率(%)	12.7%	15.0%	16.1%	0.0%
单位: 百万元					ROE(%)	6.6%	8.3%	9.9%	11.8%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	5.5%	0.0%	18.3%	22.9%
经营活动现金	26	220	140	277	偿债能力				
净利润	81	110	146	197	资产负债率(%)	9.6%	20.2%	20.6%	21.2%
折旧摊销	0	29	48	63	净负债比率(%)	91.11%	0.00%	0.00%	1.34%
财务费用	3	-7	-12	-12	流动比率	8.57	3.29	2.92	2.89
投资损失	0	0	0	0	速动比率	7.91	2.79	2.29	2.32
营运资金变动	0	101	-42	28	营运能力				
其他经营现金	23	-12	0	1	总资产周转率	0.67	0.54	0.59	0.63
投资活动现金	-100	-234	-262	-170	应收账款周转率	120	53	37	37
资本支出	102	224	252	160	应付账款周转率	14.79	10.04	7.42	7.38
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	0	-10	-10	-10	每股收益(最新)	0.61	0.82	1.10	1.48
筹资活动现金	738	-55	22	12	每股经营现金流	0.19	1.65	1.05	2.08
短期借款	0	0	0	6	每股净资产(最	9.18	9.94	11.04	12.52
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	34	0	0	0	P/E	58.50	42.80	32.11	23.84
资本公积增加	830	-9	0	0	P/B	3.87	3.54	3.19	2.81
其他筹资现金	-125	-47	22	6	EV/EBITDA	51	-	17	13
现金净增加额	0	-69	-100	119					

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn