

黑牛食品(002387.SZ)

固态豆奶粉稳步“前行”，液态奶“助跑”

胡鸿 分析师

电话: 0755-82739763

eMail: hh6@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260511010017

汤玮亮 分析师

电话: 020-87555888-634

eMail: twl@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260511020009

2010 年业绩低于预期

2010年实现营业总收入63954.85万元，同比增长9.10%，与前期公告的业绩快报一致，但低于市场前期预期，且营业利润9927.78万元，净利润8100.75万元，同比分别增长18.23%，20.44%，2010年度EPS为0.66元，较2009年减少0.01元。**分红预案：**每10股分配现金1.00元（含税）现金股息，每10股转增8股的比例，向全体股东转增股本。

低于市场预期原因：产能未能如期达产

第一、新增产能未能如期达产；第二、液态奶销售情况未超预期，2010年液态奶销售收入9537.31万元，按09年液态奶销售均价5100元/吨计算的话，公司液态奶销售收入应为1.01亿元，即意味着公司液态奶的产销率不到100%。我们认为主要原因为：公司以前的营销体系是为固态豆奶粉建立的，但液态奶是完全不同是销售概念，需要时间转型。

公司未来看点：液态奶产能和销量扩张

（1）固态豆奶粉稳定现有业绩，液态豆奶提供未来爆发增长的预期。按照投产计划，固态豆奶粉（2011年新增1.5万吨产能）贡献近两年稳定销售收入，液态奶产品的生产与销售带来公司未来业绩新增长点。（2）豆奶具备健康消费概念，且人均饮量低，未来成长空间大。

估值与盈利预测：一年内合理估值 37-41 元

预计公司2011年、2012年销售收入分别为9.68亿元和12.43亿元，EPS分别为0.92元和1.13元，目前公司的股价对应于2011年PE38.59倍，2012年PE31.4倍，处于合理估值区间，考虑2011年是公司液态奶释放的关键时期，且从一季度销售情况看，公司液态奶销售等各项工作相比2010年皆有一定进展，故给予公司“买入”评级，一年内公司合理估值为37元-41元。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	586.21	639.55	968.70	1243.32	1539.68
增长率(%)	16.78%	9.10%	51.47%	28.35%	23.84%
EBITDA(百万元)	107.97	110.59	172.95	210.52	254.53
净利润(百万元)	67.26	81.01	122.73	150.86	185.48
增长率(%)	19.39%	20.44%	51.50%	22.92%	22.95%
每股收益(元)	0.67	0.61	0.92	1.13	1.39
市盈率	0.00	64.02	38.62	31.42	25.55
市净率	0.00	4.23	3.51	3.16	2.81
EV/EBITDA	-0.77	39.01	25.75	16.36	12.64

数据来源: 黑牛食品股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	35.50
目标价格(元)	41.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-0.89%	-5.33%	-36.05%
沪深 300	4.67%	8.46%	-1.21%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	133.50/33.50
主要股东:	林秀浩
主要股东持股比例	47.19%

财务比率

ROE	6.61%
ROA	10.45%
资产负债率	9.64%
每股净资产(元)	9.18

2010 年报数据

2010年度业绩低于前期市场预期

2010年，公司实现营业总收入63954.85万元，同比增长9.10%，与前期公告的业绩快报一致，但低于市场前期预期，且营业利润9927.78万元，净利润8100.75万元，同比分别增长18.23%，20.44%，2010年度EPS为0.66元，较2009年减少0.01元。其中，公司产品液态豆奶营业收入9537.31万元，比上年同期增长66.83%，毛利率也同比上升了4.89%，带动公司销售综合毛利率小幅上升。

分红预案：以2010年12月31日的股本总额13350万股为基数，每10股分配现金1.00元（含税）现金股息。同时每10股转增8股的比例，向全体股东转增股本。

低于市场预期原因：产能未能如期达产

第一、新增产能未能如期达产，安徽液体奶基地一期项目年底才达产，意味着2010年液态奶产能仍不到2万吨，2009年液态奶总产能为19805吨。

第二、液态奶销售情况未超预期，2010年液态奶销售收入9537.31万元，按照2009年液态奶销售均价5100元/吨计算的话，公司液态奶销售收入为1.01亿元，即意味着公司液态奶的产销率不到100%。我们认为主要原因为：公司以前的营销体系是为固态豆奶粉建立的，但液态奶是完全不同是销售概念，公司需要时间转型。

此外，从年报公布数据看，1）2010年增长主要来源于华东地区和华中地区，即仍然来源于公司主要根据地安徽和其周边省份。2）公司近几年销售费用率保持稳定在12%附近，较奶制品公司如伊利和光明乳业费用率低，但是2010年管理费用率攀升明显，2010年管理费用率达到5.77%，实际费用达到3691万元。

公司未来看点：液态奶产能和销量扩张

固态豆奶粉稳定现有业绩，液态豆奶提供未来爆发增长的预期

公司目前主业仍为固态豆奶粉，08年、09年固态豆奶粉占营业收入分别为76.44%和70.23%，而至2010年时，豆奶粉占比降至65%。随着未来募投项目建成达产，公司主营业务将逐步转为液态奶。按照公司目前计划，预计2011年新增8万吨液态奶产能至10万吨总产能，2012年新增4万吨液态奶产能至14万吨总液态奶产能，而2011年仅增加1.5万吨豆奶粉产能使得豆奶粉产能达5万吨，按照2009年豆奶粉和液态奶价格计算，假设产能释放不能问题的话，可以预期未来公司液态奶主营业务收入超过固态豆奶粉收入。

综合而言，在液态奶大幅增长的情况下，固态豆奶粉（2011年新增1.5万吨产能）贡献近两年稳定销售收入，而液态奶产品的生产与销售带来公司未来业绩新增长点。此外，公司正在大力引进与液态奶相适应的各类人才，品牌推广逐渐转到液态奶上。

豆奶具备健康消费概念，且人均饮量低，成长空间较大

首先，豆奶具备健康消费概念。大豆的蛋白质含量高于谷类和薯类食物的2.5-8倍；除糖质较低外，其它营养成分，如脂质、钙、磷、铁和维生素B1、维生素B2 等人体必需的营养物质都明显高于谷类和薯类食物；它含有人体必需的8种氨基酸，还含有钾、钙、镁、铁、锌、硒等10 种矿物质元素。相比牛奶消费而言，含有膳食纤维等符合现代消费概念。

其次，豆奶人均饮量低，未来蛋白饮料成长空间较大。根据中国饮料工业协会数据，2009年全国饮料总产量为8130万吨，是2005年3380万吨的2.4倍。2010年全国饮料总产量已达1亿吨。且根据发展规划，蛋白饮料占6%，意味着蛋白饮料达600万吨，则人均蛋白饮料量为4.62kg每年，相比07年日本人均22升的水平具有一定的差距，根据公司招股说明书披露的信息：据日本《食品与科学》杂志报道，2007年日本人均消费550g大豆加工的豆奶，若按每25g大豆可加工1 升豆奶计算，则日本人均年消费豆奶达22升左右。

股价催化剂：2011年液态奶在销售、产品战略以及品牌推广方面超预期，使得2012年产能可以得到更进大部的释放。

估值与盈利预测：合理估值37-41元

预计公司2011年、2012年销售收入分别为9.68亿元和12.43亿元，EPS分别为0.92元和1.13元，目前公司的股价对应于2011年PE38.59倍，2012年PE31.4倍，处于合理估值区间，考虑2011年是公司液态奶释放的关键时期，且从一季度销售情况看，公司液态奶销售等各项工作相比2010年皆有一定进展，故给予公司“买入”评级，合理估值为37元-41元。

表1：公司近2年新增产能计划时间表

新增项目	项目预计完工时间
杨凌 1.5 万吨产能项目	2011 年 5 月
安徽双蛋白液态豆奶一期项目（8 万吨）	2010 年底（已完工）
安徽液态豆奶二期项目（4 万吨）	2012 年中期
揭东豆奶粉技改扩产项目	2011 年 8 月

数据来源：广发证券发展研究中心

表2：公司近2年总产能估算表

时间	产能（吨）	销量（吨）
2009 年	3.5 万吨豆粉，2 万吨的液态奶	豆奶粉基本满负荷生产，液态奶销量为 1.1 万吨左右
2010 年	3.5 万吨豆粉，2 万吨的液态奶，（2010 年底安徽一期项目建成，2011 年开始达产）	不到 2 万吨销量
2011 年	3.5 万吨豆奶粉+（1.5 万吨杨凌产能 5 月份建成，产能利用率按 70%）+揭东技改新增产能约 3000 吨=4.5 万吨；安徽一期项目按 50%产能利用率则新增 4 万吨液态奶（包括双蛋动车和新产品利乐包装豆奶），液态奶总产能可达 6 万吨。	5-6 万吨销量，按均价 5000 元/吨价格计算，液态奶带来销售收入在 2.5 亿元-3 亿元左右，今年 2 月份销量非常好，液态销售收入约 2000 万元。

2012 年 5 万吨豆奶粉，12 万吨液态奶（2 万吨原有产能+8 万吨安徽一期产能+4*50%安徽二期产能，预计年中建成，则按 50%的产能利用率计算）

数据来源：广发证券发展研究中心

图1：近几年公司主要产品收入结构

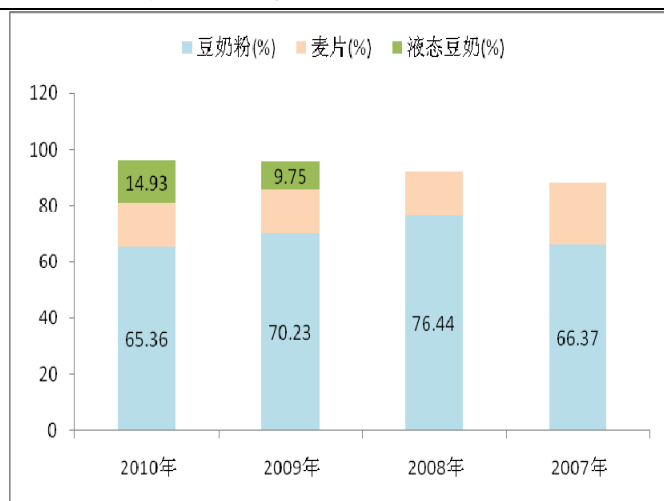


图2：最近几年公司销售收入情况

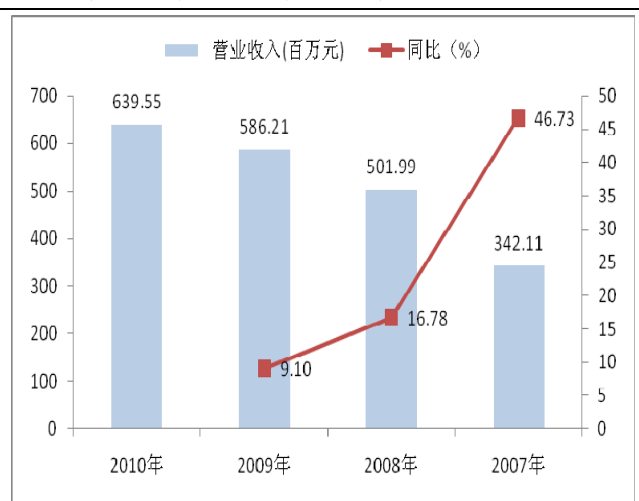


图3：2010年华东和华中地区收入有明显增长

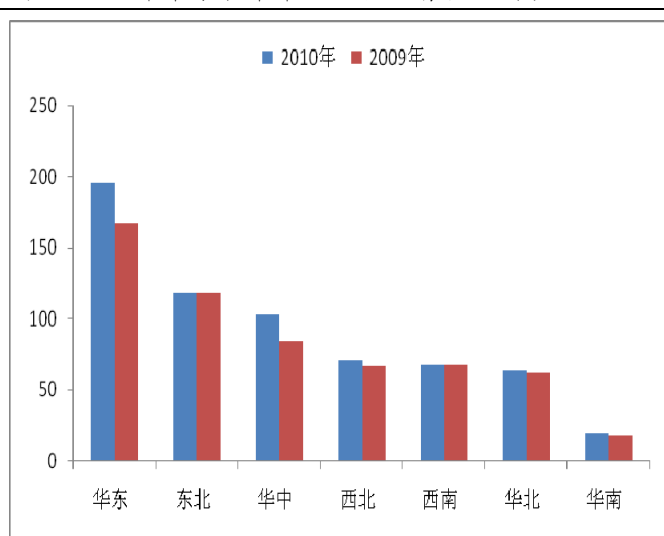
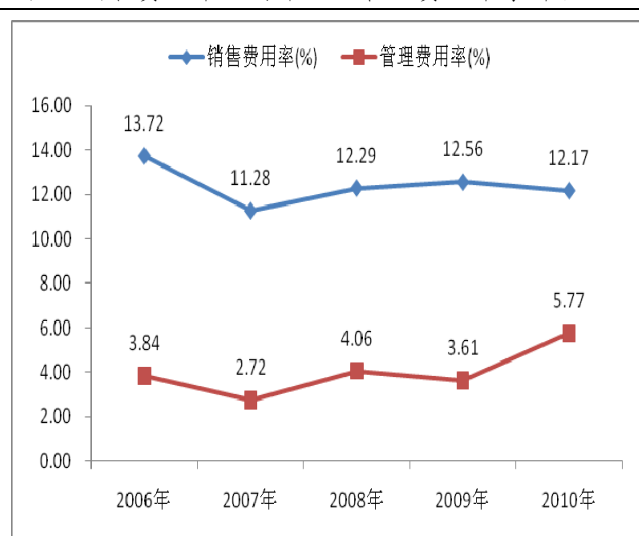


图4：销售费用率保持平稳，管理费用率攀升明显



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

风险提示

食品安全问题，产能未能如期释放

资产负债表

单位：百万元

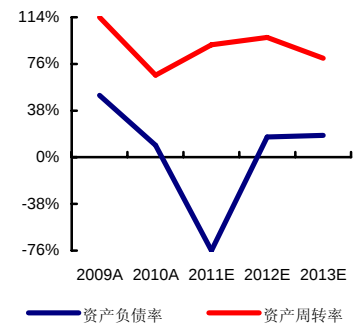
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	287	1,022	477	1,537	1,809
货币资金	208	873	286	1,295	1,523
应收及预付	29	71	96	118	134
存货	49	78	96	123	152
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	278	335	289	258	238
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	192	208	196	179	162
在建工程	1	44	14	1	0
无形资产	83	81	80	78	76
其他长期资产	2	2	0	0	0
资产总计	564	1,357	767	1,794	2,046
流动负债	196	119	254	294	361
短期借款	31	0	0	0	0
应付及预收	146	119	254	294	361
其他流动负债	19	0	0	0	0
非流动负债	86	12	-836	0	0
长期借款	75	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	11	12	-836	0	0
负债合计	283	131	-582	294	361
股本	100	134	134	134	134
资本公积	40	870	870	870	870
留存收益	142	223	345	496	682
归属母公司股东权益	282	1,226	1,349	1,500	1,685
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	564	1,357	767	1,794	2,046

利润表

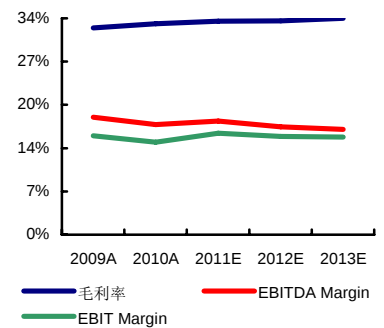
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	586	640	969	1243	1540
营业成本	396	428	644	826	1017
营业税金及附加	4	4	7	8	10
销售费用	74	78	118	152	200
管理费用	21	37	45	65	76
财务费用	7	-6	-2	-1	-3
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	84	99	156	192	238
营业外收入	4	8	6	7	7
营业外支出	0	1	0	1	0
利润总额	88	107	162	199	245
所得税	21	26	39	48	59
净利润	67	81	123	151	185
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	67	81	123	151	185
EBITDA	108	111	173	211	255
EPS (元)	0.67	0.61	0.92	1.13	1.39

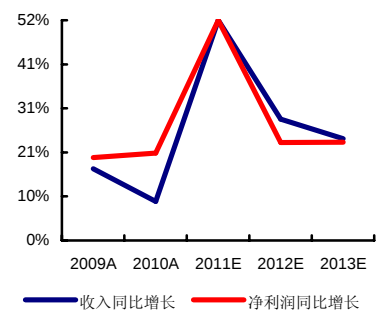
资产负债率趋势



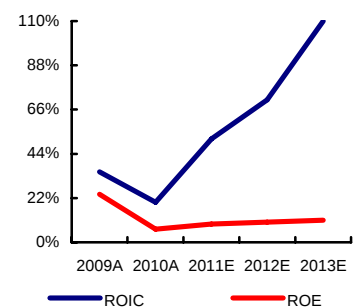
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

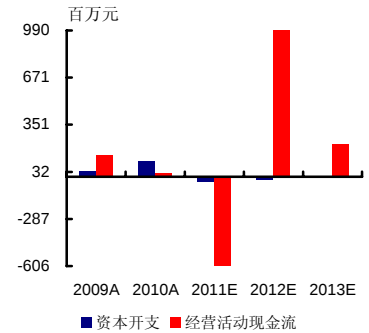
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	146	26	-606	990	221
净利润	67	81	123	151	185
折旧摊销	17	18	19	19	19
营运资金变动	53	-75	92	-9	23
其它	8	2	-839	829	-6
投资活动现金流	-35	-100	31	20	7
资本支出	-35	-102	31	20	7
投资变动	0	0	0	0	0
其他	0	2	0	0	0
筹资活动现金流	-18	738	-12	0	0
银行借款	262	0	0	0	0
债券融资	-272	-125	-12	0	0
股权融资	0	871	0	0	0
其他	-8	-8	0	0	0
现金净增加额	93	664	-587	1,009	228
期初现金余额	116	208	873	286	1,295
期末现金余额	208	873	286	1,295	1,523

主要财务比率

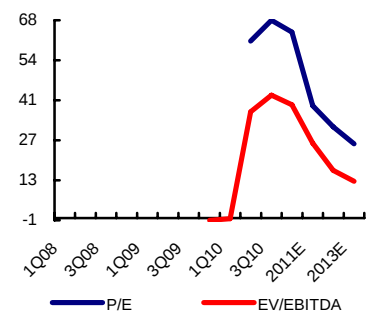
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	16.8%	9.1%	51.5%	28.3%	23.8%
营业利润	25.7%	18.2%	57.2%	23.2%	24.0%
归属于母公司净利润	19.4%	20.4%	51.5%	22.9%	22.9%
获利能力					
毛利率	32.4%	33.1%	33.5%	33.6%	34.0%
净利率	11.5%	12.7%	12.7%	12.1%	12.0%
ROE	23.9%	6.6%	9.1%	10.1%	11.0%
ROIC	35.2%	19.9%	51.6%	71.1%	110.3%
偿债能力					
资产负债率	50.1%	9.6%	-75.9%	16.4%	17.6%
净负债比率	-29.6%	-71.2%	-21.2%	-86.4%	-90.4%
流动比率	1.46	8.57	1.88	5.22	5.01
速动比率	1.10	7.37	1.24	4.44	4.26
营运能力					
总资产周转率	1.14	0.67	0.91	0.97	0.80
应收账款周转率	113.87	120.16	120.16	120.16	120.16
存货周转率	7.31	6.71	6.71	6.71	6.71
每股指标 (元)					
每股收益	0.67	0.61	0.92	1.13	1.39
每股经营现金流	1.46	0.19	-4.54	7.41	1.65
每股净资产	2.82	9.18	10.10	11.23	12.62
估值比率					
P/E	0.0	64.0	38.6	31.4	25.6
P/B	0.0	4.2	3.5	3.2	2.8
EV/EBITDA	-0.8	39.0	25.7	16.4	12.6

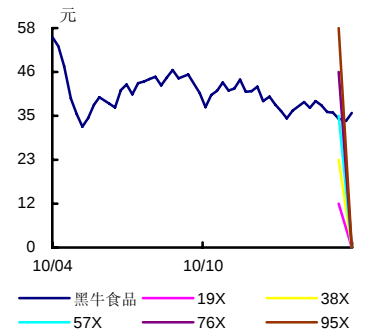
资本支出与经营活动现金流



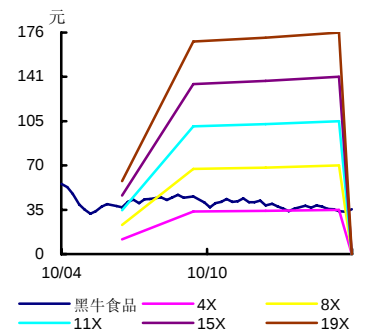
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发食品饮料研究小组

汤伟亮，分析师，华南理工大学管理学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

胡鸿，分析师，中山大学金融学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。