

大行业小公司，增长可持续

——黑牛食品（002387）调研简报

要点：

- 公司是从麦片起家，之后在东北、安徽市场做豆奶粉，效果不错；上市后，把液态豆奶作为发展重点。
- 消费者存在惰性，倾向于接受液态产品。蒙牛和伊利在1998、1999年分别把主要产品由牛奶粉调整为液态牛奶，消费者随之改变消费习惯，液态牛奶销售规模快速扩大至1000亿元。2010年，两大乳业龙头销售收入均为300亿元，其中液态牛奶占据绝对优势地位，伊利为200亿元，蒙牛为250亿元。光明在以牛奶粉为主要产品时，销售收入最高值仅为30-40亿元；2010年，销售收入为100亿元，其中液态牛奶为80亿元。

- 季度业绩增速走出低谷。2010年，公司实现营业收入6.39亿元，同比增长9.1%；利润总额1.07亿元，同比增长21.58%。如果剔除上市费用，利润总额增速为31.4%。豆奶粉、麦片等增长缓慢，液态豆奶增长强劲，但由于基数低，销售收入不到1亿元。

今年1季度，由于新增产能（（安徽液态豆奶项目一期工程（2万吨））投产推迟造成释放进度放缓，以及广告费用（有一笔1050万元投放在央视春晚）增长139.14%，净利润下降38.6%。2季度，由于没有额外广告费用，以及新增产能逐步达产，预计净利润增速达到40%以上。下半年，业绩增速应该不会下来，主要原因在于新增产能（安徽液态豆奶项目一期工程（5.92万吨））投产。

- 液态豆奶快速扩张，其他产品稳步发展。液态豆奶属于含乳、植物蛋白饮料，产品之间有替代性。2010年1-11月，含乳、植物蛋白饮料销售规模为430.91亿元，同比增长24.03%；今年1季度，增速为28.52%。由于农村人均现金收入增长加速使得消费对于经济增速的敏感程度在下降，含乳、植物蛋白饮料销售规模增速仍可保持。

预计安徽液态豆奶项目一期工程（5.92万吨）今年达产率不到30%，产量超过4万吨（液态豆奶产能利用率为79-83%，主要原因在于消费者对其口味敏感，生产一个品种，隔一段时间，需要冲洗），销售收入在2亿元以上，3-4亿元甚至更多也有可能的，与豆奶粉可能平分天下。

报告日期：2011年6月21日

分析师

王萍

☎0755-83515609 ✉ wangp@cgws.com

执业证书编号：S1070209040318

投资评级：推荐（首次）

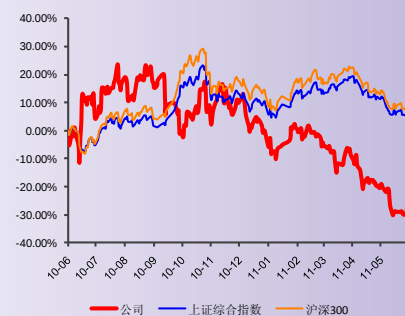
市场数据

总市值（亿元）	41.62
流通市值（亿元）	10.44
总股本（万股）	24030
流通股本（万股）	6030
12个月最高/最低（元）	26.04/14.68
十大流通股（%）	6.15%
股东总数	14376

盈利预测

单位：万元	2010A	2011E	2012E
营业收入	63955	91897	153606
(+/-%)	9.10%	43.69%	67.15%
净利润	8101	10647	18062
(+/-%)	20.44%	31.44%	69.64%
摊薄每股收益	0.34	0.44	0.75
PE	51.38	39.09	23.04

股价表现图



相关报告

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



安徽液态豆奶项目二期工程（4万吨）和江苏液态奶项目（4万吨）都使用进口设备，前者已经在上海报关，预计在2012年上半年投产，达产70%；后者在今年下半年启动，目前在办立项，预计在2013年上半年投产，达产80%。

- **主打二、三线市场，以车销模式来控制终端。**目前，由于资金实力有限，公司还是主打二、三线市场，以车销模式来控制终端，不会主攻一线城市，但也不放弃，毕竟消费者模仿心态不可小觑。从娃哈哈、康师傅、合其正等来看，一线城市赚钱难，二、三线市场贡献大部分利润。
- **受益于原材料价格上涨。**公司产品原材料主要是大豆。敏感性分析结果显示如果大豆价格上涨70%，由于管理有优势，公司产品价格只要上涨10%，就可以消化。由于产品绝对价格低，上涨10%，消费者并不敏感。如果通胀持续，对公司来说，影响是正面的。
- **基于增长可持续，给予公司“推荐”投资评级。**2011-2013年，液态豆奶产能为9.92、13.92、17.92万吨，根据投产进度，预计产量为4.5、10、13.5万吨，EPS为0.44、0.75、0.93元，对应于最新收盘价，PE为39.09、23.04、18.39倍。

利润表（万元）					主要财务指标				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	63955	91897	153606	190651	成长性				
营业成本	42787	61297	101669	125697	营业收入增长	9.10%	43.69%	67.15%	24.12%
销售费用	7785	11187	18699	23209	营业成本增长	8.02%	43.26%	65.86%	23.63%
管理费用	3691	5304	8866	11004	营业利润增长	18.23%	41.38%	69.64%	25.28%
财务费用	-642	-531	-447	-342	利润总额增长	21.58%	31.44%	69.64%	25.28%
投资净收益	0	0	0	0	净利润增长	20.44%	31.44%	69.64%	25.28%
营业利润	9928	14036	23810	29830	盈利能力				
营业外收支	751	0	0	0	毛利率	33.10%	33.30%	33.81%	34.07%
利润总额	10679	14036	23810	29830	销售净利率	12.67%	11.59%	11.76%	11.87%
所得税	2578	3389	5748	7202	ROE	6.61%	7.99%	11.94%	13.01%
少数股东损益	0	0	0	0	ROIC	21.26%	18.83%	20.73%	17.73%
净利润	8101	10647	18062	22628	营运效率				
资产负债表（万元）					销售费用/营业收入	12.17%	12.17%	12.17%	12.17%
流动资产	102159	96883	96920	87157	管理费用/营业收入	5.77%	5.77%	5.77%	5.77%
货币资金	87269	75549	61524	43389	财务费用/营业收入	-1.00%	-0.58%	-0.29%	-0.18%
应收帐款	597	857	1433	1779	投资收益/营业利润	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
应收票据	0	0	0	0	所得税/利润总额	24.14%	24.14%	24.14%	24.14%
存货	7814	11195	18568	22956	应收帐款周转率	87.97	80.24	95.65	12.64
非流动资产	33541	54655	84095	123319	存货周转率	4.50	4.12	4.90	4.89
固定资产	25162	46847	76856	116650	流动资产周转率	0.64	0.95	1.67	1.97
资产总计	135699	151538	181015	210476	总资产周转率	0.45	0.55	0.78	0.83
流动负债	11924	17116	28532	35364	偿债能力				
短期借款	0	0	0	0	资产负债率	9.64%	12.06%	16.40%	17.35%
应付款项	2581	3697	6133	7582	流动比率	8.57	5.66	3.40	2.46
非流动负债	1164	1164	1164	1164	速动比率	7.91	5.01	2.75	1.82
长期借款	0	0	0	0	每股指标（元）				
负债合计	13088	18279	29695	36528	EPS	0.34	0.44	0.75	0.94
股东权益	122611	133259	151320	173948	每股净资产	5.10	5.55	6.30	7.24
股本	24030	24030	24030	24030	每股经营现金流	0.11	0.53	0.87	1.24
留存收益	109261	109229	127290	149918	每股经营现金/EPS	0.32	1.20	1.16	1.32
少数股东权益	0	0	0	0	估值				
负债和权益总计	135699	151538	181015	210476	PE	51.38	39.09	23.04	18.39
现金流量表（万元）					PEG	1.26	0.85	0.91	-
经营活动现金流	2597	12770	21023	29809	PB	3.39	3.12	2.75	2.39
其中营运资本减少	-11656	-1252	-2646	-1540	EV/EBITDA	37.74	24.73	14.41	10.92
投资活动现金流	-9990	-24490	-35048	-47944	EV/SALES	6.53	4.54	2.72	2.19
其中资本支出	-10235	-24490	-35048	-47944	EV/IC	9.93	6.25	4.01	2.82
融资活动现金流	73834	0	0	0	ROIC/WACC	1.65	1.46	1.61	1.38
净现金总变化	66440	-11720	-14025	-18135	REP	6.01	4.27	2.49	2.04

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润

资料来源：长城证券盈利预测模型

研究员介绍:

王 萍: 中国科学技术大学经济学硕士, 07年加入长城证券, 08年任农业和食品饮料行业分析师。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680354, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;
推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;
中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;
回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明:

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所
地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编：518034
传真：86-775-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层
邮编：100044
传真：86-10-88366650
网址：<http://www.cgws.com>