

分析师： 乔洋 (8621)68751126 qiaoyang@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120007
 联系人： 周密 (8621)68751219 zhoumi@cjsc.com.cn

布局营销人员、市场渠道、生产基地的关键之年

事件描述

我们前往黑牛食品总部调研，获得如下信息：

事件评论

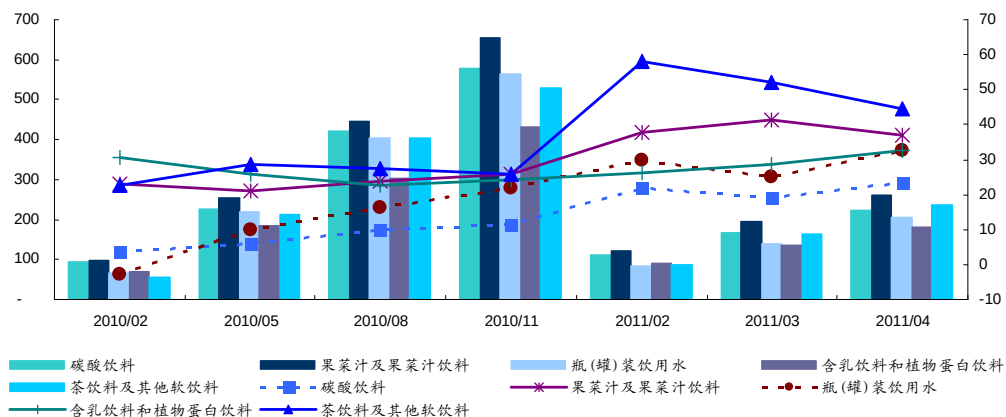
第一，公司以动植物双蛋白饮料切入软饮料细分市场，定位于大豆营养专家。

公司具有 10 多年从事豆奶粉生产、销售的经验，2009 年开始生产双蛋白液态豆奶产品。公司上市以后将液态饮品业务作为公司的重点发展业务，定位于豆类植物蛋白的营养专家。

近年来含乳饮料和植物蛋白饮料保持着较快的增长速度。今年 1-4 月份软饮料行业实现总产值 1,208 亿元，同比增长 32.66%。其中茶饮料及其他软饮料增长最快，1-4 月份同比增长 44.35%；其次是果菜汁及果菜汁饮料，同比增长 36.83%；再次是瓶(罐)装饮用水以及含乳饮料和植物蛋白饮料，同比增长 32.5%左右；碳酸饮料同比增速相对较慢，同比增长仅 23.55%。

首先，考虑中国国民身体素质，植物蛋白更适合国民需求。其次，目前动物蛋白饮料还不能完全满足消费者对蛋白质的需求，植物蛋白饮料在一定程度上具有替代左右。再次，植物蛋白饮料复合消费者追求健康的消费趋势，植物蛋白饮料在向消费市场深度渗透。因此我们认为植物蛋白饮料具有良好的发展前景。

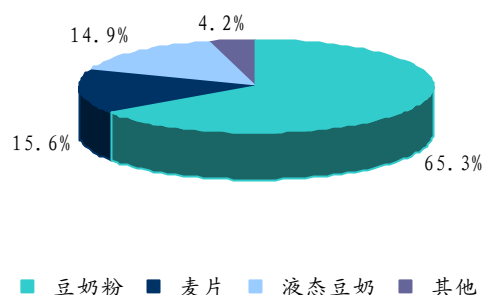
图 1：2010 年-2011 年 4 月软饮料各细分市场产值和同比增速



资料来源：公司公告，长江证券研究部

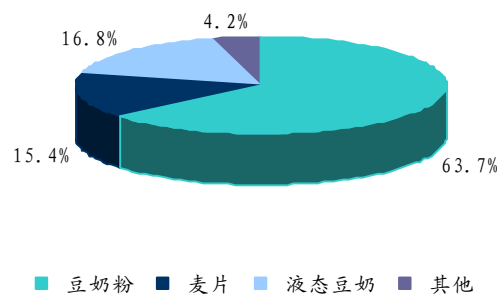
近两年期内公司液态奶产品对公司收入和利润贡献比例仍较小。2010 年液态豆奶业务占公司收入和毛利率的比例均仅为 14.9%和 16.8%。目前公司销售的液态奶产品主要包括花生牛奶和双蛋动车。2010 年公司液态豆奶业务的销售收入为 9,537 万元。今年我们期望公司液态豆奶业务能够实现翻番以上的增长。

图 2：2010 年公司分产品收入结构



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：2010 年公司分产品毛利结构

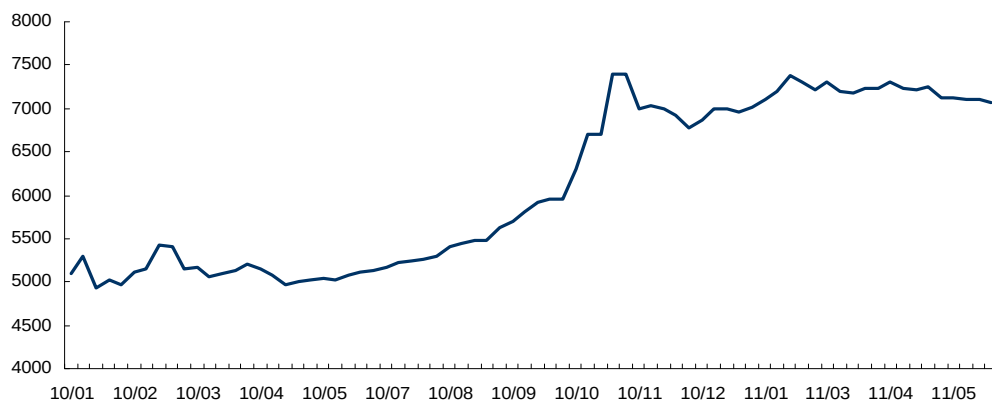


资料来源：Wind，长江证券研究所

第二，预计公司产品将维持稳定的毛利率水平。

目前公司成本构成中，大豆占成本比例约为 40%。今年大豆价格上涨幅度不大；白糖价格上涨较快，今年南宁白糖现货价格一直在 7000 元/吨以上。公司在白糖价格较高时会采用糖浆替代一部分白糖原料。

图 4：2010 年-2011 年 4 月南宁白糖现货价格走势



资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司产品定价原则为成本加成法。因此原材料成本小幅上涨时，公司通过调整销售政策来微调产品毛利率。当原材料成本上涨过快的情况下，公司将对产品进行提价，市场也能够接受。提价后如果原材料成本回落，公司也可以通过调整销售政策起到稳定毛利的效果。我们认为公司液态奶产品毛利率水平大约维持在 35%~37%之间，固态豆奶粉和麦片产品的毛利率水平大约维持在 30%或者以上。

第三，今年仍是公司布局年。

➤ 人员布局

今年公司聘任的新的总经理，以及负责液态饮品营销工作的副总经理。

今年 5 月公司公告第二届董事会第一次会议公告审议通过聘任吴华东先生担任公司总经理。吴总 1996 年在宜华企业

(集团)有限公司工作,曾任宜华集团总裁助理、副总裁。2002年至2010年,在广东省宜华木业股份有限公司工作,曾任董事副总经理、董秘、董事总经理等职务。今年6月公司第二届董事会第二次会议审议通过聘请文献波先生担任公司副总经理,主要负责公司液态饮品营销工作。我们从文献波先生简历推断文总具有多年食品行业的市场营销经验。

同时,公司于6月份公告了股权激励计划草案,向公司董事、高级管理人员、公司及控股子公司的中层管理人员及核心业务(技术)人员共185人授予激励对象限制性股票。我们认为本次激励计划有助于使公司董事、高级管理人员和核心业务(技术)人员的薪酬收入与公司业绩表现相结合,使激励对象的行为与公司的战略目标保持一致,促进公司长远战略目标的实现。

► 生产基地布局

目前公司在华中、华东地区的生产基地布局已经开始。我们预计公司在安徽合肥的液态奶一期项目的利乐包生产线于今年下半年投产。二期项目厂房预计将于明年中期建成。对于新成立的黑牛食品(苏州)有限公司,我们推测其产能项目将于明年下半年建成,该基地的产品将销往附近的长三角市场。我们认为公司之后还将陆续针对华南、以及西南市场,选择合理的地理位置布局对应的液态豆奶生产基地。

表 1: 公司液态奶项目以及产能情况

子公司名称	产能
安徽省黑牛食品工业有限公司	液态奶产能一期项目新增产能2万吨,达产后液态奶总产能约达到4万吨;液态奶二期项目新增产能5~6万吨,2011年1月1日开建,预计2012年5月30日建成。
黑牛食品(苏州)有限公司	项目建成投产后,预计年产产品4万吨,产值2.4亿元。

资料来源:公司公告,长江证券研究部

► 样板市场和销售渠道需要时间打好基础

公司具有10多年销售固态豆奶粉产品的经验,具有一定品牌知名度。但是液态奶产品与固态豆奶粉产品在保质期、产品消费周期、市场区域、营销理念等方面具有不同的特点。公司要培养和招聘液态饮品的营销人才组建专业的销售团队,或者在样板市场做出一定成绩,都需要一定的时间建立渠道并打好基础。因此我们认为今年仍是公司的组建销售团队、布局渠道和市场的关键年份。

公司目前液态豆奶产品的目标市场主要还是三四线城市,进入三四线城市最初通过传统渠道依靠渠道自然推力,并不需要大量投放广告促销等费用。因此我们认为今年公司的销售费用率能够控制在较稳定范围内。一季度费用率大幅提升主要系公司于今年春晚支出的广告费用所致。

不同市场对产品的需求的偏好也存在差异。长远来看,我们认为公司在考虑进入一、二线城市市场时,将推出更高质量的大豆饮品,进而能够更好的契合市场需求。

第四,维持“谨慎推荐”。

我们认为今年是公司组建销售团队、布局销售渠道并在样板市场打好基础的重要一年。需要继续跟踪公司不同产品的销售进展,尤其是液态奶产品在重点市场销售情况、营销团队的构建、以及对应的生产基地和产能建设进展。待公司培养建立起一直专业完善的销售团队,在样板市场取得长足进展,渠道建设和生产基地布局相得益彰之时,或将是公司步入快速成长通道的开始。

我们预计公司2011-2013年的每股收益分别为0.45元,0.63元,0.87元。维持“谨慎推荐”。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	640	887	1230	1591	货币资金	873	896	950	1119
营业成本	428	582	804	1027	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	212	304	426	564	应收账款	6	9	12	15
% 营业收入	33.1%	34.3%	34.7%	35.4%	存货	78	106	147	187
营业税金及附加	4	6	8	10	预付账款	65	88	121	155
% 营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	78	115	160	200	流动资产合计	1022	1099	1230	1477
% 营业收入	12.2%	13.0%	13.0%	12.6%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	37	44	62	76	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	5.8%	5.0%	5.0%	4.8%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	-6	-3	-3	-4	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-1.0%	-0.4%	-0.3%	-0.2%	固定资产合计	252	333	420	454
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	81	77	73	70
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	2	0	0	0
营业利润	99	142	200	280	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	15.5%	16.0%	16.3%	17.6%	资产总计	1357	1509	1723	2001
营业外收支	8	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	107	142	200	280	应付款项	26	35	48	62
% 营业收入	16.7%	16.0%	16.3%	17.6%	预收账款	77	107	148	192
所得税费用	26	35	50	70	应付职工薪酬	3	4	6	8
净利润	81	107	150	210	应交税费	9	12	18	25
归属于母公司所有者					其他流动负债	4	5	7	9
的净利润	81.0	107.3	150.2	210.1	流动负债合计	119	164	228	295
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.34	0.45	0.63	0.87	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	12	12	12	12
经营活动现金流净额	26	121	163	231	负债合计	131	176	240	307
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	1226	1333	1484	1694
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1226	1333	1484	1694
固定资产投资	-102	-100	-112	-66	负债及股东权益	1357	1509	1723	2001
其他	2	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-100	-100	-112	-66		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.337	0.446	0.625	0.874
股权融资	871	0	0	0	BVPS	9.18	9.99	6.17	7.05
银行贷款增加 (减少)	-125	0	0	0	PE	53.10	40.10	28.63	20.47
筹资成本	3	3	3	4	PEG	1.42	1.07	0.77	0.55
其他	-11	0	0	0	PB	1.95	1.79	2.90	2.54
筹资活动现金流净额	738	3	3	4	EV/EBITDA	30.96	21.00	14.80	10.22
现金净流量	664	24	54	169	ROE	6.6%	8.0%	10.1%	12.4%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。