

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

液态饮品助收入增长 固态产品毛利率显著提升

事件描述

黑牛食品今日公告 2011 年半年度报告，其主要内容为：

- 2011 上半年公司实现营业收入 3.64 亿元，同比增长 17.52%；营业利润 6,106 万元，同比增长 17.97%；归属于上市公司股东的净利润 4,789 万元，同比增长 18.32%；基本每股收益 0.20 元。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 4,575 万元，同比增长 15.29%。
- 2011 年 4~6 月公司实现营业收入 1.81 亿元，同比增长 26.06%；营业利润 4,513 万元，同比增长 82.77%；归属于上市公司股东的净利润 3,489 万元，同比增长 80.79%；基本每股收益 0.15 元。

事件评论

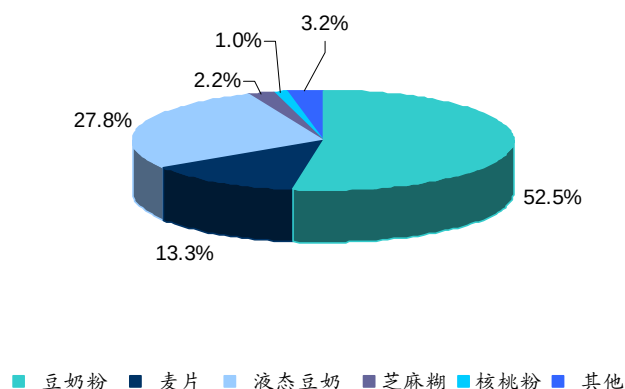
第一，2011 年上半年公司营业收入同比增长 17.52%；固态产品收入与上年基本同期持平，液态饮品销售快速增长。

2011 年上半年公司实现营业收入 3.64 亿元，同比增长 17.52%。其中固态产品销售收入与去年同期基本持平。上半年豆奶粉实现销售收入 1.97 亿元，同比略有增长 0.03%；麦片实现销售收入 5,004 万元，同比下滑 1.39%。液态豆奶饮品增速较快，上半年实现销售收入 1.05 亿元，同比增长 116.85%。

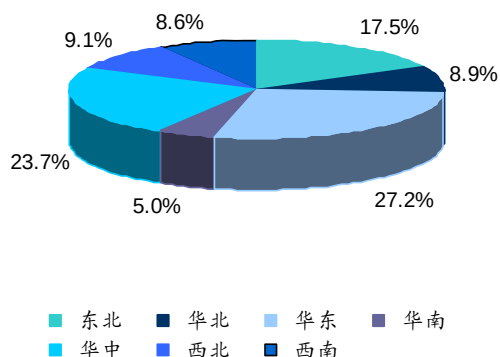
公司募投项目之一的杨凌豆奶粉项目（新增豆奶粉产能 1.5 万吨）已竣工等待验收，预计下半年可以投产。我们推测揭东豆奶粉生产线技改扩产项目（新增豆奶粉产能 7200 吨）也有可能年底前完成；汕头复合麦片扩产项目（新增麦片产能 6660 吨）或许要到明年投产。

安徽双蛋白液态豆奶一期工程购买的进口生产线设备目前正在安装，我们期待该生产线完成安装和调试以后，能够投产并推出利乐装的液态豆奶产品，解决公司液态产品目前的产能瓶颈。同时公司于今年 4 月公告设立黑牛食品（苏州）有限公司，布局辐射长三角市场的液态豆奶生产基地，预计建成后年产液态豆奶产品 4 万吨。我们期待安徽液态豆奶二期工程和苏州有限公司能够在明后年逐步建成投产，为公司液态豆奶产品的快速发展和市场推广此奠定坚实基础并作出有力支撑。

上半年公司华中地区销售收入增长较快，华中地区实现销售收入 8,616 万元，同比增长 58.61%。

图 1：2011 年上半年公司分产品销售收入结构


资料来源：Wind, 长江证券研究所

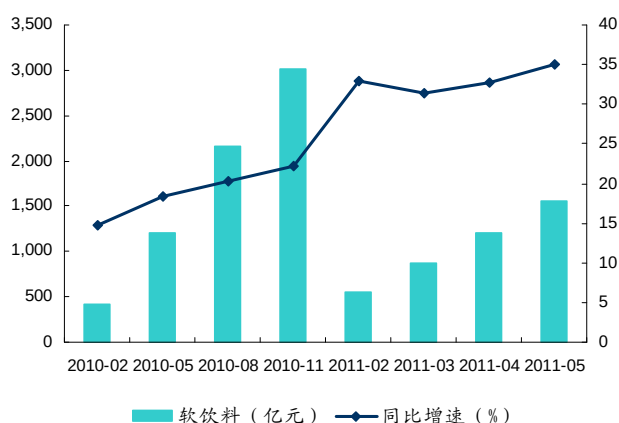
图 2：2011 年上半年公司分地区销售收入结构


资料来源：Wind, 长江证券研究所

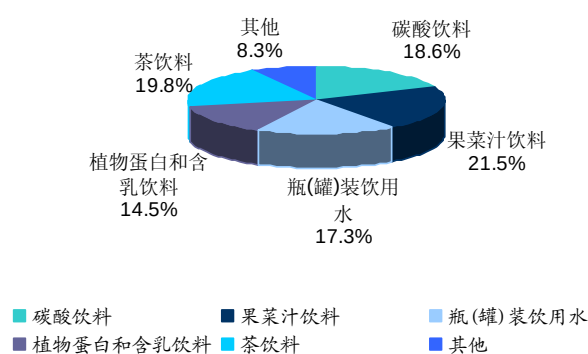
● 2011 年 1~5 月份，软饮料行业总产值同比快速增长 35.08%。

2011 年 1~5 月，我国软饮料行业实现销售收入 1,565 亿元，同比增长 35.08%。其中增长最快的茶饮料和果菜汁饮料，1~5 月份产值分别同比增长 43.64%和 40.66%。其次是瓶（罐）装饮用水以及植物蛋白和含乳饮料的增速，前者 1~5 月份产值同比增长 35.00%，后者同比增长 34.80%。公司的液态豆奶饮品也在植物蛋白和含乳饮料大幅增长的背景下快速发展。

近两年果菜汁饮料和茶饮料连续快速增长，2011 年 1~5 月份果菜汁饮料在软饮料行业中的产值占比已经达到 21.5%，茶饮料产值占比为 19.8%。2011 年 1~5 月，公司所在的植物蛋白以及含乳饮料产值在软饮料行业实现产值 226.5 亿元，在软饮料行业总产值中所占比例约为 14.5%。

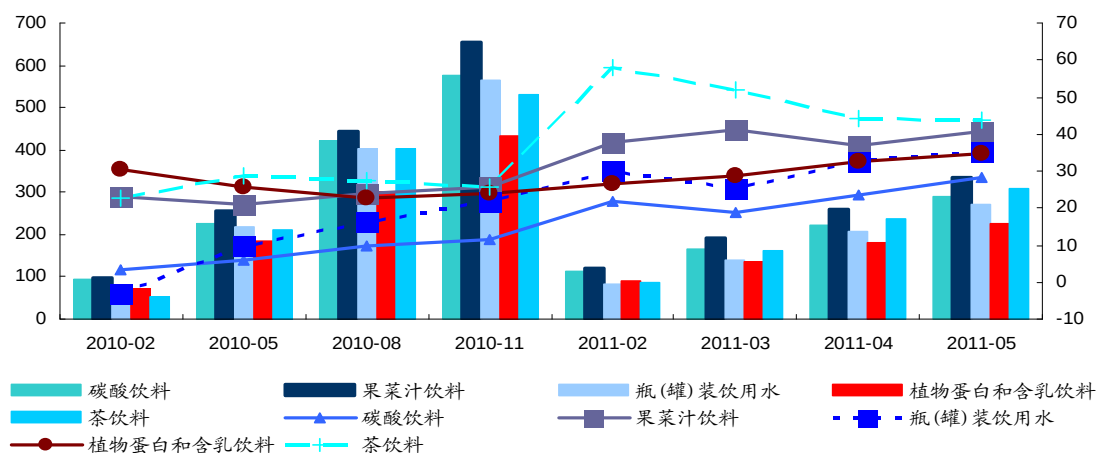
图 3：软饮料累计产值（亿元）以及同比增速


资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 4：2011 年 1~5 月软饮料各子行业的产值结构


资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 5: 2010 年~2011 年 5 月软饮料各子行业累计产值 (亿元) 以及同比增速



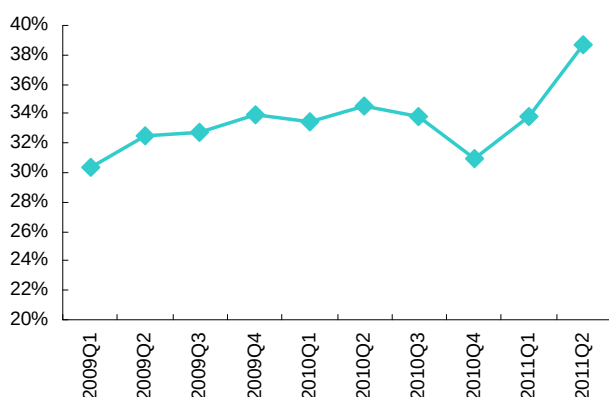
资料来源: Wind, 长江证券研究部

第二，公司上半年毛利率较去年同期上升 2.30 个百分点；第二季度毛利率环比上升 4.80 个百分点。

2011 年上半年公司毛利率为 36.25%，较去年同期上升 2.30 个百分点；主要系固态豆奶粉和麦片产品的毛利率显著提升。其中豆奶粉产品毛利率为 35.84%，较去年同期上升 2.61 个百分点；麦片产品毛利率为 36.50%，较去年同期上升 3.55 个百分点。而液态豆奶饮品毛利率为 36.74%，较去年同期下滑 1.07 个百分点。

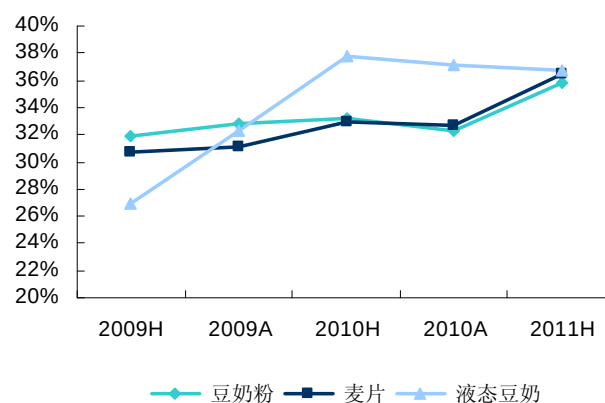
4~6 月份公司毛利率水平为 38.70%，环比大幅提升 4.80 个百分点。

图 6: 公司单季度毛利率水平



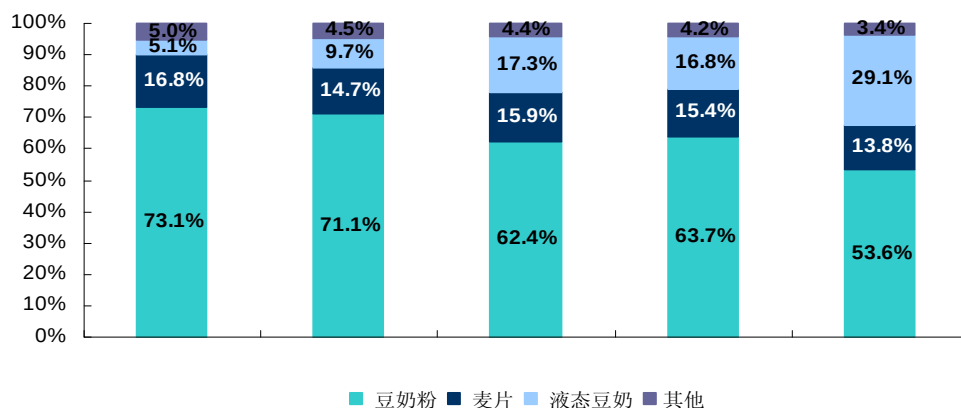
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 7: 公司主要产品毛利率水平



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 8：2009 年~2011 年中期公司各产品的毛利贡献比例



资料来源：Wind, 长江证券研究部

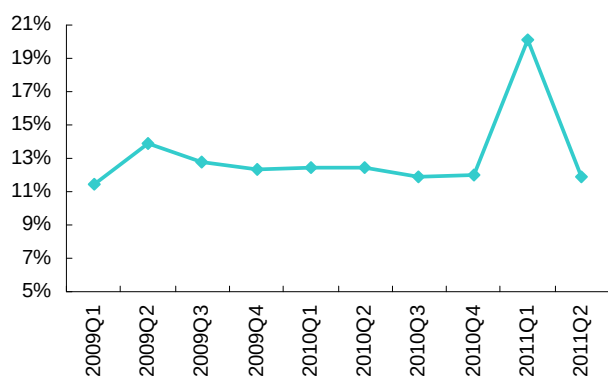
第三，广告宣传费同比快速增长导致销售费用率较去年同期上升 3.56 个百分点；营业利润率与去年同期基本持平。

2011 年上半年，公司销售费用为 5,822 万元，同比增加 33.04%；管理费用为 1,871 万元，同比增加 51.34%；财务费用为-885 万元。

上半年公司销售费用率为 16.00%，较去年同期上升 3.56 个百分点，主要因为广告宣传费同比增长较快；上半年公司广告宣传费为 2,322 万元，较去年同期增长 142.36%。管理费用率为 5.14%，较去年同期上升 1.15 个百分点。财务费用率为-2.43%，较去年同期下降 2.61 个百分点。总体期间费用率为 18.71%，较去年同期上升 2.09 个百分点。

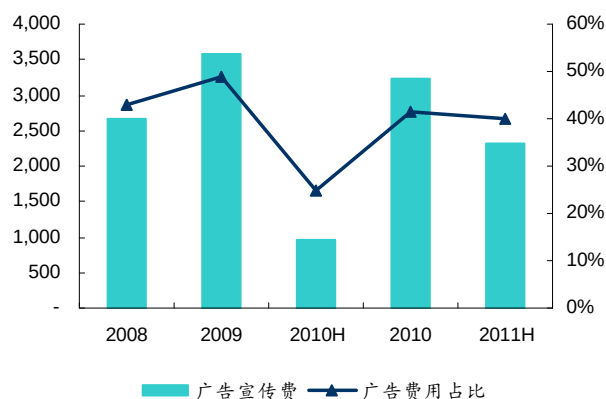
上半年公司营业利润为 6106 万元，同比增长 17.97%。营业利润率为 16.78%，与去年同期基本持平。

图 9：公司单季度销售费用率



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 10：公司广告宣传费（万元）以及占销售收入比例



资料来源：公司报表, 长江证券研究所

第四，2011 年上半年公司利润总额增加 20.23%；归属于母公司所有者的净利润同比增加 18.32%。

2011 年上半年公司利润总额为 6,423 万元，同比增加 20.23%。有效税率为 25.44%，较去年同期上升 1.20 个百分点。上半年归属于母公司所有者的净利润为 4,789 万元，同比增加 18.32%。

今年上半年公司净利润率为 13.16%，较去年同期上升 0.09 个百分点；4~6 月净利润率为 19.24%，环比上升 12.11 个百分点。

公司应收账款余额为 995 万元，较四月初同比增长 66.79%，主要系报告期内公司销售收入增加。

其他应收款余额由四月初的 22.5 万元大幅增加到二季度期末的 145.1 万元，主要由于募投项目建设支付给政府相关部门的保证金增加。

二季度期末存货余额为 1.34 亿元，较期初数增加 71.55%，主要因为原材料、包装材料等增加。

第五，维持“谨慎推荐”评级。

今年是公司调整和布局产能基地、管理人员以及激励机制的关键年份。

一方面，今年下半年公司产能瓶颈有望得到缓解。募集资金投资的豆奶粉扩产项目以及安徽液态奶一期工程的进口生产线很可能在下半年建成投产，由此缓解公司固态产品和液态豆奶饮品的产能瓶颈。苏州有限公司的设立，将为公司液态饮品辐射长三角市场布局生产基地并奠定基础。

同时，公司重要管理人员在今年上半年有新的变化。公司于 5 月份聘任吴华东先生担任公司新总经理。6 月份公司聘任了具有多年食品行业市场营销经验的文献波先生担任公司副总经理，主要负责液态奶营销工作。

此外，6 月份公司还公告了股权激励计划草案，拟向公司董事、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。该股权激励草案还需等待证监会审批，并经由股东大会批准方可正式实施。我们认为本次激励计划的实施将有助于使公司董事、高级管理人员和核心业务（技术）人员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。

我们估算公司 2011-2013 年的预测业绩分别为 0.45 元，0.67 元，0.98 元，维持“谨慎推荐”评级。

表 1：公司利润表主要项目

(万元)	单季度财务数据						年度和半年度财务数据				
	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2008A	2009A	2010H	2010A	2011H
营业总收入	16,574	14,385	16,040	16,956	18,250	18,134	50,199	58,621	30,959	63,955	36,384
%同比增长率	17.45%	14.81%	0.24%	6.12%	10.11%	26.06%		16.78%		9.10%	17.52%
营业成本	11,031	9,417	10,624	11,715	12,077	11,117	34,282	39,612	20,448	42,787	23,194
% 毛利率	33.45%	34.53%	33.76%	30.91%	33.82%	38.70%	31.71%	32.43%	33.95%	33.10%	36.25%
营业税金及附加	106	103	108	103	109	132	375	421	209	421	242
销售费用	2,059	1,794	1,903	2,029	3,673	2,150	6,168	7,361	3,853	7,785	5,822
% 销售费用率	12.42%	12.47%	11.86%	11.97%	20.12%	11.85%	12.29%	12.56%	12.45%	12.17%	16.00%
管理费用	535	701	727	1,728	925	946	2,036	2,115	1,236	3,691	1,871
% 管理费用率	3.23%	4.87%	4.53%	10.19%	5.07%	5.21%	4.06%	3.61%	3.99%	5.77%	5.14%
财务费用	137	-82	-155	-542	-134	-751	708	709	55	-642	-885
% 财务费用率	0.83%	-0.57%	-0.97%	-3.20%	-0.73%	-4.14%	1.41%	1.21%	0.18%	-1.00%	-2.43%
资产减值损失	-1	-18	123	-120	6	28	-48	6	-19	-15	34
营业利润	2,707	2,469	2,709	2,043	1,593	4,513	6,679	8,397	5,176	9,928	6,106
% 营业利润率	16.33%	17.16%	16.89%	12.05%	8.73%	24.89%	13.30%	14.32%	16.72%	15.52%	16.78%
% 同比增长率	41.09%	66.61%	15.47%	-22.92%	-41.14%	82.77%		25.72%		18.23%	17.97%
营业外收入	92	143	41	553	182	135	657	387	235	829	317
营业外支出		68	10	0		0	33		68	78	-
利润总额	2,799	2,544	2,741	2,596	1,775	4,648	7,303	8,783	5,343	10,679	6,423
税前利润率	16.89%	17.68%	17.09%	15.31%	9.73%	25.63%	14.55%	14.98%	17.26%	16.70%	17.65%
% 同比增长率	38.27%	64.41%	15.23%	-8.40%	-36.56%	82.70%		20.27%		21.58%	20.23%

所得税	681	614	652	631	475	1,159	1,670	2,057	1,295	2,578	1,634
%有效税率	24.33%	24.14%	23.77%	24.33%	26.76%	24.94%	22.86%	23.42%	24.24%	24.14%	25.44%
归属于母公司所有者的净利润	2,118	1,930	2,089	1,964	1,300	3,489	5,633	6,726	4,047	8,101	4,789
% 净利润率	12.78%	13.41%	13.02%	11.58%	7.12%	19.24%	11.22%	11.47%	13.07%	12.67%	13.16%
% 同比增长率	49.08%	46.59%	12.27%	-7.70%	-38.60%	80.79%		19.39%		20.44%	18.32%
基本每股收益	0.21	0.14	0.16	0.15	0.10	0.15	0.56	0.67	0.17	0.66	0.20

资料来源: Wind, 长江证券研究部

表 2: 公司资产负债表主要项目

(万元)	2010Q1	2010H	2010Q3	2010A	2011Q1	2011H
货币资金	13,216	88,944	84,100	87,269	71,600	62,792
应收账款	428	530	2,598	597	702	995
存货	6,803	5,973	6,155	7,814	10,800	13,405
营业总收入	16,574	30,959	46,999	63,955	18,250	36,384
% YOY	17.45%	16.21%	10.22%	9.10%	10.11%	17.52%
销售商品、提供劳务收到的现金	13,748	27,787	43,564	72,022	17,759	36,967
购买商品、接受劳务支付的现金	14,249	22,736	34,014	51,378	19,424	33,882
支付/收到	103.64%	81.82%	78.08%	71.34%	109.37%	91.65%
短期借款	1,000	-	-	-	-	-
应付账款	2,907	3,931	3,078	2,581	3,453	4,198
预收款项	4,169	1,635	1,229	7,719	4,551	3,358
长期借款	7,500	-	-	-	-	-
资本公积金	3,995	86,133	86,133	86,996	86,996	76,316
股本	10,000	13,350	13,350	13,350	13,350	24,030

资料来源: Wind, 长江证券研究部

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	1271	1685	货币资金	873	896	961	1157
营业成本	428	582	824	1069	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	212	304	447	616	应收账款	6	9	12	16
% 营业收入	33.1%	34.3%	35.2%	36.5%	存货	78	106	150	195
营业税金及附加	4	6	8	11	预付账款	65	88	124	161
% 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	165	212	流动资产合计	1022	1099	1247	1529
% 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	64	81	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	455
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	214	315	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	15.5%	16.0%	16.8%	18.7%	资产总计	1357	1509	1741	2055
营业外收支	8	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	107	142	214	315	应付款项	26	35	50	64
% 营业收入	16.7%	16.0%	16.8%	18.7%	预收账款	77	107	153	203
所得税费用	26	35	53	79	应付职工薪酬	3	4	6	8
净利润	81	107	160	236	应交税费	9	12	19	27
归属于母公司所有者的净利润	81.0	107.3	160.2	236.4	其他流动负债	4	5	8	10
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	119	164	236	313
EPS (元/股)	0.34	0.45	0.67	0.98	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	26	121	174	259	其他非流动负债	12	12	12	12
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	131	176	247	325
收回现金					归属于母公司	1226	1440	1600	1837
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-102	-100	-113	-67	股东权益	1226	1440	1600	1837
其他	2	0	0	0	负债及股东权益	1357	1616	1848	2161
投资活动现金流净额	-100	-100	-113	-67	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	871	0	0	0	EPS	0.337	0.446	0.667	0.984
银行贷款增加 (减少)	-125	0	0	0	BVPS	9.18	10.79	6.66	7.64
筹资成本	3	3	3	4	PE	49.24	37.19	24.89	16.87
其他	-11	0	0	0	PEG	1.15	0.87	0.58	0.39
筹资活动现金流净额	738	3	3	4	PB	1.81	1.54	2.49	2.17
现金净流量	664	24	64	196	EV/EBITDA	28.14	19.08	12.63	8.17
					ROE	6.6%	7.4%	10.0%	12.9%

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。