

广州新公司进一步助力公司发展

黑牛食品（002387）跟踪点评报告

行业分类：食品饮料

2011.09.19

研究员：张绍坤（执业证书编号：S0640511010008）

联系人：刁志学, 李润平

电话：0755-83520492/83692762 Email: diaozhixue@163.com

当前股价	17.08 元	6 个月目标价	21.70 元	投资评级	买入
------	---------	---------	---------	------	----

公司事件：

公司近日发布公告，拟在广州市黄埔区云埔工业园设立全资子公司实施大豆多肽饮品项目，项目投资总额 2.98 亿元，其中使用超募资金 7,200 万元，募集资金利息 800 万元，企业自筹 2.18 亿元。该项目建成投产后，预计年产产品 90,000 吨，产值 40,000 万元。静态投资回收期 7.22 年。项目的建成和后续开发有利于公司迅速开拓珠三角地区的大豆多肽饮品市场，将大幅提高公司的主营业务收入和盈利能力，巩固公司在大豆多肽饮品领域的领先地位，扩大产品市场份额。

事件点评：

我们在以前报告中已经提到，公司已经逐渐从固态豆奶粉业务开始向以大豆蛋白为主的液态饮品业务转移。对于固态豆奶粉业务，公司很可能在完成 IPO 时募投的两个项目（陕西杨凌和广东揭阳豆奶粉共 2.2 万吨）后就不会新建产能，而将更多的资源集中在市场空间更大的液态饮品业务，主要是双蛋白液态饮品。我们认为公司广州子公司项目建设有三个方面意义：

一是进一步确定了公司未来业务的展方向，避免了再次陷入产能瓶颈的问题。公司近两年的发展一直遇到产能瓶颈，也因此其业绩和成长性一直被市场所怀疑。按照我们的测算，在市场体系建设逐步完善的情况下，公司现有的产能只能满足未来两年左右的公司发展需求，为了避免未来再次陷入产能瓶颈，新的项目建设需要提前布局。广州项目一方面证明了公司继续大力发展液态饮品的决心，另一方面也很好地解决了产能方面潜在的问题。

图表 1 公司在建产能项目简况

项目	产品	产能 (吨/年)	投资总额 (万元)	立项日期	计划建设 期间(月)	预计完工日期
1 安徽一期	液态双蛋白饮品	80,000	14,997	2008-12-31	18	2012-06-30
2 安徽二期	液态双蛋白饮品	40,000	13,930	2010-10-22	18	2011-08-31
3 陕西杨凌豆奶粉	豆奶粉	15,120	12,997	2009-12-31	20	2011-08-31
4 广东揭东豆奶粉技改	豆奶粉	7,200	3,000	2009-12-31	18	2011-09-30
5 广东汕头麦片扩产	麦片	5,580	5,000	2009-12-31	18	2011-12-31
6 广东汕头芝麻糊扩产	芝麻糊	4,500	3,500	2010-10-22	12	2012-06-30
7 江苏苏州公司	液态双蛋白饮品	40,000	15,500	2011-04-22	20	2012-12-31
8 广东广州公司	液态大豆多肽饮品	90,000	29,800	2011-09-19	20	2013-06-30

资料来源：中航证券金融研究所

二是完善了公司的产能布局。公司液态饮品的产能目前在安徽肥东县，主要辐射华中和华北区域；然后新建了江苏苏州项目，主要辐射华东区域；公司此次在广东广州建设液态饮品项目，可以较好地解决华南区域的市场覆盖。参照液态饮品行业的发展经验，就近建厂不仅可以为市场拓展解决后顾之忧，而且可以很好地节约运输成本。作为一家广东企业，此次在广东设厂与之前在广州购置办公用房等都表明公司将有意加大对华南市场的开拓和营销力度。

三是公司提出了大豆多肽饮品。我们曾经讨论过液态饮品公司需要成功的几项条件，其中一项就是企业的产品创新能力，而这也是公司目前较为缺乏的能力。公司此次提出广州将生产大豆多肽饮品，虽然对具体产品细节我们尚不知晓，但却传递出公司积极开发新品的意识和努力。我们对此较为乐观。

我们暂不调整前期预测，给予公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.44 元、0.62 元和 0.76 元，给予公司 2012 年 35 倍的估值，则每股价格为 21.7 元。继续维持公司买入评级。





图表 2 经营情况预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
分产品收入（百万元）				
豆奶粉	417.57	444.13	638.39	746.32
液体饮品	95.37	243.19	459.64	729.29
麦片	99.57	101.56	158.06	183.70
芝麻糊	16.08	16.40	32.88	49.50
其他	10.28	10.28	10.28	10.28
分产品收入增长率				
豆奶粉	1.42%	6.36%	43.74%	16.91%
液体饮品	66.82%	155.00%	89.00%	58.67%
麦片	10.69%	2.00%	55.63%	16.22%
芝麻糊	3.34%	2.00%	100.45%	50.57%
其他	-9.75%	0.00%	0.00%	0.00%
分产品产销量（吨）				
豆奶粉	35,090.00	36,590.00	50,090.00	57,410.00
液体饮品	16,000.00	40,000.00	72,000.00	112,000.00
麦片	8,100.00	8,100.00	12,006.00	13,680.00
芝麻糊	2,475.00	2,475.00	4,725.00	6,975.00
分产品产销量增长率				
豆奶粉	0.00%	4.27%	36.90%	14.61%
液体饮品	60.00%	150.00%	80.00%	55.56%
麦片	0.00%	0.00%	48.22%	13.94%
芝麻糊	0.00%	0.00%	90.91%	47.62%
主营业务收入（万元）				
主营业务收入	638.87	815.56	1,299.25	1,719.09
主营收入增长率%				
主营收入增长率	9.1%	27.7%	59.3%	32.3%
分产品成本（百万元）				
豆奶粉	282.83	289.02	427.31	504.45
液体饮品	59.91	157.26	297.23	485.47
麦片	67.05	65.71	105.19	123.45
芝麻糊	11.06	11.06	21.11	31.17
其他	6.37	6.43	6.50	6.56
分产品成本增长率				
豆奶粉	2.25%	2.19%	47.85%	18.05%
液体饮品	54.81%	162.50%	89.00%	63.33%
麦片	8.18%	-2.00%	60.08%	17.36%
芝麻糊	2.22%	2.00%	2.00%	2.00%
其他	-16.07%	1.00%	1.00%	1.00%
主营业务成本				
主营业务成本	427.22	529.49	857.34	1,151.10
主营业务毛利率				
主营业务毛利率	33.13%	35.08%	34.01%	33.04%

资料来源：中航证券金融研究所

图表 3 公司财务报表预测

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	999	1088	1209	营业收入	640	816	1299	1719
现金	873	828	820	941	营业成本	428	529	857	1151
应收账款	6	9	14	17	营业税金及附加	4	5	9	11
其他应收款	0	2	3	3	营业费用	78	122	208	292
预付账款	65	80	80	80	管理费用	37	40	48	45
存货	78	80	172	169	财务费用	-6	-17	-16	-18
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	-0	0	0	0
非流动资产	335	554	647	767	公允价值变动收益	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	412	516	635	营业利润	99	135	194	237
无形资产	81	81	80	79	营业外收入	8	7	7	7
其他非流动资产	46	61	51	53	营业外支出	1	0	0	1
资产总计	1357	1553	1735	1976	利润总额	107	141	200	243
流动负债	119	223	279	362	所得税	26	35	50	61
短期借款	0	0	0	0	净利润	81	106	150	183
应付账款	26	55	72	98	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	93	168	207	264	归属母公司净利润	81	106	150	183
非流动负债	12	11	11	11	EBITDA	111	140	211	262
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.61	0.44	0.62	0.76
其他非流动负债	12	11	11	11	主要财务比率				
负债合计	131	234	290	373	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	240	240	240	营业收入	9.1%	27.5%	59.3%	32.3%
资本公积	870	763	763	763	营业利润	18.2%	36.4%	43.3%	22.2%
留存收益	223	315	441	600	归属于母公司净利润	20.4%	31.0%	41.5%	21.6%
归属母公司股东权益	1226	1319	1445	1603	获利能力				
负债和股东权益	1357	1553	1735	1976	毛利率(%)	33.1%	35.1%	34.0%	33.0%
现金流量表					净利率(%)	12.7%	13.0%	11.6%	10.6%
单位: 百万元					ROE(%)	6.6%	8.0%	10.4%	11.4%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	19.4%	18.3%	21.2%	24.7%
经营活动现金流	26	177	135	288	偿债能力				
净利润	81	106	150	183	资产负债率(%)	9.6%	15.1%	16.7%	18.9%
折旧摊销	18	22	33	42	净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	-6	-17	-16	-18	流动比率	8.57	4.48	3.90	3.34
投资损失	0	0	0	0	速动比率	7.91	4.12	3.28	2.88
营运资金变动	-75	82	-41	82	营运能力				
其他经营现金流	9	-15	10	-2	总资产周转率	0.67	0.56	0.79	0.93
投资活动现金流	-100	-226	-136	-161	应收账款周转率	120	106	112	111
资本支出	102	225	135	160	应付账款周转率	14.79	13.12	13.56	13.61
长期投资	0	0	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	2	-1	-1	-1	每股收益(最新摊薄)	0.34	0.44	0.62	0.76
筹资活动现金流	738	4	-8	-6	每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	0.74	0.56	1.20
短期借款	-31	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.10	5.49	6.01	6.67
长期借款	-75	0	0	0	估值比率				
普通股增加	34	107	0	0	P/E	50.81	38.80	27.42	22.55
资本公积增加	830	-107	0	0	P/B	3.36	3.12	2.85	2.57
其他筹资现金流	-19	4	-8	-6	EV/EBITDA	29	23	15	12
现金净增加额	664	-45	-8	121					

资料来源: 中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入**：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持**：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

张绍坤，SAC执业证书号：S0640511010008，南开大学经济学硕士，2007年8月加入中航证券金融研究所，从事消费行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83692635

传真：0755-83688539

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。