



食品饮料  
Food & Drink

2010 年 3 月 25 日

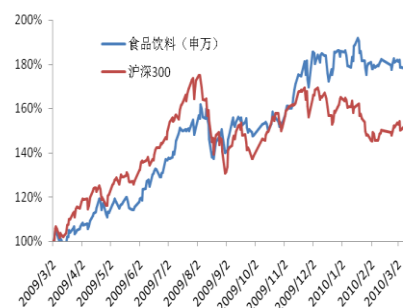
**黑牛食品 (002387) 新股分析报告**  
——立足于二三级市场 专注大豆蛋白饮料  
合理价值区间 22.5-26.6 元

**发行数据**

发行价格 (元) 待定  
发行规模 (百万股) 33.50  
发行后总股本 (百万股) 133.50  
发行方式 包括但不限于网下  
询价+网上申购  
申购日期 2010-3-31  
主承销商 国金证券  
行业 食品饮料

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	342	502	586	716	1003
增长率 (%)	N/A	46.7	16.8	22.1	40.1
净利润 (百万元)	39	56	67	86	129
增长率 (%)	N/A	11.2	11.5	28.4	50.0
每股收益 (元)	0.369	0.563	0.504	0.644	0.966
ROE (%)	23.35	26.28	23.88	10.3	11.91

食品饮料相对于沪深 300 指数表现



资料来源: 公司公告 金元证券研究所

魏芳 郭伟明 (协助)  
+86 755 21517994  
guowm@jy.zq.cn

执业证书编号

魏芳: S0370207120041

- 黑牛食品股份有限公司是中国第二大豆奶粉生产企业, 主要产品为豆奶粉、麦片和液态豆奶等, 产能分别为 3.5 万吨、0.8 万吨和 2 万吨。09 年公司实现营收 5.86 亿, 毛利 1.9 亿, 其中豆奶粉对营收和毛利贡献均达到 70% 以上。
- 液态豆奶业务将成为公司持续高增长的动力。近几年含乳饮料保持快速增长, 而公司力推的双蛋白液态豆奶产品成为市场的亮点。目前液态豆奶产品主要在安徽市场推广, 市场反响良好。未来三年, 公司将立足安徽市场辐射全国, 预计公司液态豆奶年销售额达到 4 亿元左右, 有望全面提升公司的整理盈利水平。
- 公司定位明确, 销售手段独具特色。公司根据自身特点, 坚持以豆奶粉产品为主打, 主攻国内二三级市场。目前二三级市场销售占比高达 90%, 一线城市市场仅占 10%。公司经过长期市场探索, 采取以“终端车销服务模式”为核心的深度分销手段。在全国主要销售区域已配置有 200 多辆车, 每辆车配有业务代表和司机, 担负终端的销售服务。
- 本次募集将解决公司资金瓶颈。09 年公司业务受制于产能, 本次募集投向扩能增产为主。项目包括杨凌年产 1.5 万吨豆奶粉项目、安徽双蛋白液态豆奶一期工程 (新增产能 7.9 万吨)、揭东豆奶粉生产线技改项目 (新增产能 0.7 万吨) 和汕头复合麦片扩产项目 (新增产能 0.7 万吨)。
- 我们预计公司未来 2 年的营业收入增幅约为 22% 和 40%, 对应的 EPS 分别为 0.64 和 0.97。参考 A 股食品饮料上市公司, 我们根据公司基本面给予 10 年 35-40 的 PE 水平, 即公司上市后的合理价值为 22.5-26.6 元。

**金元证券行业投资评级标准:**

**增持:** 行业股票指数在未来6个月内超越大盘;

**中性:** 行业股票指数在未来6个月内基本与大盘持平;

**减持:** 行业股票指数在未来6个月内明显弱于大盘。

**金元证券股票 投资评级标准:**

**买入:** 股票价格在未来6个月内超越大盘15%以上;

**增持:** 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为5%~15%;

**中性:** 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

**减持:** 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.