

2011-06-13

食品饮料

黑牛食品 002387-SZ

首次

增持

当前价格 14.71 元
目标价格 17.15 元
目标期限 6 个月

分析师:

张力扬 (执业证书编号: S0930511010005)

021-22169167 zhangly@ebsecn.com

联系人:

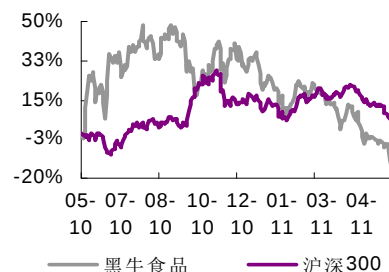
于青青

021-22169165 yuqq@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股) 240
总市值(百万元) 3,564
流通比例(%) 25.09%
12 个月最高/最低(元) 48.77/14.38
近 3 月日均成交量(百万股) 0.52
主要股东 林秀浩

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-6.95	-21.88	-26.89
绝对收益	-12.94	-28.01	-21.58

相关报告:

股权激励方案为业绩保驾护航

◇ 事件: 公布股权激励草案

◆ 股权激励计划要求符合增长率达 25%:

公司拟使用不超过 270 万股(占总股本的 1.124%)对公司高管、中层管理人员及核心业务(技术)人员共 185 人进行股权激励计划,其中首次授予 251.28 万股,预留 18.72 万股,预留股票期权占总期权的 6.933%。首次授予的股票期权自授权日起满一年后,分三次行权,每期可行权数量分别为总量的 30%、30%和 40%,行权价格为 7.95 元;预留股票期权自首次授权日起 12 个月内授出,分两次行权,每期可行权数量分别为总量 45%和 55%。本计划以 2010 年 7579 万元为基数,要求 2011 年、2012 年和 2013 年的净利润增长率不低于 20%、26%和 28%,净资产收益率分别不低于 6.5%、8%和 9%。即公司 2010-2014 年净利润复合增长率不低于 25%。

◆ “双蛋白动力饮品”募投项目逐步释放产能:

公司 09 年开始从“固态豆奶”业务逐步向“液态豆奶业务”转移,10 年公司销售液态豆奶 1.7 万吨,产能利用率高达 90%。为解决公司目前的产能瓶颈,迎合公司大力发展液态豆奶业务的战略,公司 IPO 及超募项目中对液态豆奶产能进行了大幅的扩张。我们预计公司 2011 年、2012 年和 2013 年产能将分别达到 4.36 万吨,11.9 万吨和 14.03 万吨,将在 2010 年 2 万吨产能的基础上大幅提高 702%,而营业收入分别为 2.14 亿元、5.42 亿元和 7.15 亿元,复合增长率为 82.74%。

◆ 2012 年公司业绩增速明显,首次给予“增持”评级:

我们认为公司募投项目 2011 年开始逐步释放业绩,2012 年将达到高峰期。预计公司 2011 年、2012 年和 2013 年营业收入分别为 8.37 亿元、12.88 亿元和 16.16 亿元,对应摊薄后的 eps 分别为 0.49、0.76 和 0.93 元。目前估值相对合理,首次给予“增持”评级,建议积极关注 2012 年产能释放情况。

◆ 风险分析:

募投项目进展低预期

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	586	640	837	1,288	1,616
营业收入增长率	16.78%	9.10%	30.84%	53.91%	25.45%
净利润(百万元)	67	81	119	182	223
净利润增长率	19.39%	20.44%	46.55%	53.30%	22.80%
EPS(元)	0.28	0.34	0.49	0.76	0.93
ROE(归属母公司) (摊薄)	23.88%	6.61%	8.92%	12.12%	13.09%
P/E	55	46	31	20	17
P/B	13	3	3	2	2
EV/EBITDA	19	17	22	15	12

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系,并且继续寻求发展这些关系。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突,不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

“股权激励草案”要求公司复合增长率不低于 25%

公司公为了奠定人才资源的竞争优势，完善薪酬体系，拟使用不超过 270 万股（占总股本的 1.124%）对公司高管、中层管理人员及核心业务（技术）人员共 185 人进行期权激励计划，其中首次授予 251.28 万股，预留 18.72 万股，预留股票期权占总期权的 6.933%。首次授予的股票期权自授权日起满一年后，分三次行权，每期可行权数量分别为总量的 30%、30%和 40%。行权价格为 7.95 元；预留股票期权自首次授权日起 12 个月内授出，分两次行权，每期可行权数量分别为总量 45%和 55%。本计划以 2010 年 7579 万元为基数，要求 2011 年、2012 年和 2013 年的净利润增长率不低于 20%、26%和 28%，净资产收益率分别不低于 6.5%、8%和 9%。即公司 2010-2014 年净利润复合增长率不低于 25%。

表 1：本次股权激励对象及分配计划

序号	姓名	职务	获授的限制性股票数量（股）	占本次授予的限制性股票总量比例	占授予时公司总股本比例
1	吴华东	副董事长、总经理	144,000	5.333%	0.060%
2	陈茹	董事、副总经理	90,000	3.333%	0.037%
3	黄树忠	董事、董秘	108,000	4.000%	0.045%
4	陈焕逵	副总经理	108,000	4.000%	0.045%
5	黄逊才	副总经理	108,000	4.000%	0.045%
6	林锡钦	副总经理	90,000	3.333%	0.037%
7	曾燕芬	副总经理	90,000	3.333%	0.037%
8	陈克玫	副总经理	90,000	3.333%	0.037%
9	何玉龙	财务总监	90,000	3.333%	0.037%
10	文献波	副总经理	90,000	3.333%	0.037%
中层管理人员、核心业务（技术）骨干（共175人）			1,504,800	55.733%	0.626%

预 留	187,200	6.933%	0.078%
合 计	2,700,000	100.00%	1.124%

资料来源：公司公告、光大证券研究所

表 2：首次授予股票期权行权安排

	行权的业绩条件	行权期	可行权数量
第一个行权期	2011 年净利润达到 9100 万元，在 2010 年基础上增长 20%，净资产收益率不低于 6.5%	授予日后第一个周年日	获授权的股票总量 30%
第二个行权期	2012 年净利润达到 11500 万元，较 11 年净利润增长 26%，净资产收益率不低于 8%	授予日后第二个周年日	获授权的股票总量 30%
第三个行权期	2013 年净利润达到 14700 万元，较 12 年净利润增长 28%，净资产收益率不低于 9%	授予日后第三个周年日	获授权的股票总量 40%

资料来源：公司公告、光大证券研究所

表 3：预留股票期权行权安排

	行权的业绩条件	行权期	可行权数量
第一个行权期	2012 年净利润达到 11500 万元，较 11 年净利润增长 26%，净资产收益率不低于 8%	授予日后第二个周年日	获授权的股票总量 45%
第二个行权期	2013 年净利润达到 14700 万元，较 12 年净利润增长 28%，净资产收益率不低于 9%	授予日后第三个周年日	获授权的股票总量 55%

资料来源：公司公告、光大证券研究所

“双蛋白动力饮品”开始释放产能

新建产能的逐步投产缓解产能瓶颈。公司 2009 年开始从“固态豆奶”业务逐步向“液态豆奶业务”转移，2009 年公司销售液态豆奶 1.1 万吨，由于产能瓶颈的原因，公司 2010 年液态豆奶销量仅为 1.7 万吨。为了缓解公液态豆奶面临的产能瓶颈问题，公司 IPO 及超募项目中对液态豆奶产能进行了大幅的扩张。按照公司的产能规划，我们预计公司 2011 年产能将达到 4.36 万吨，2012 年达到 11.9 万吨，2013 年达到 14.03 万吨，将在 2010 年 2 万吨产能的基础上大幅提高 702%。

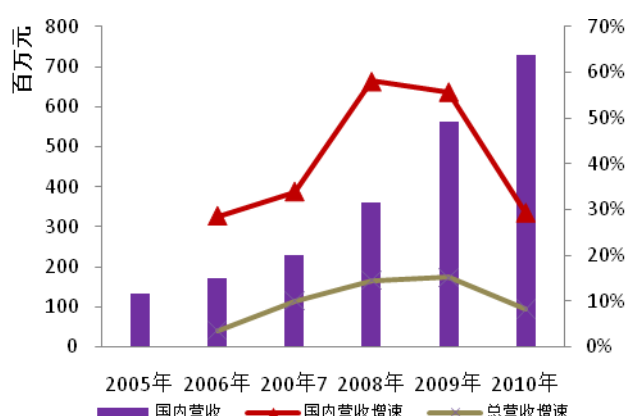
大豆蛋白健康饮食地位日益显现。1999 年美国食品和药品管理局（FDA）鉴于“食用大豆蛋白有助于减少心血管发病概率”，向全民发布健康报告，建议每人每天食用 25 克大豆蛋白。2010 年 FDA 又认定豆奶是健康食品，并建议每个成年人每天喝 4 杯豆奶，以降低体内胆固醇并延长寿命。近年来美国的豆奶消费以 14.3% 的增幅快速发展，且价格比牛奶高出 1/3；2002 年英国联合健康立法提案提议健康立法，每天食用至少 25 克的大豆蛋白作为低饱和脂肪的食物，能够帮助减少胆固醇。香港豆奶巨头维他奶集团一直觊觎我国内地豆奶的巨大市场，并在 2010 年 3 月提出了未来公司的发展重点市场为内地市场。维他奶 2010 年年报显示，公司当年营业收入较去年同期增长 7%，利润增长 15%；而其在内地市场营业收入同期增长 29%，利润增长了 33%，收入占比也从 09 年的 20% 提升至 10 年的 24%。

图 1：公司液态豆奶增长迅猛
2009-2010 年公司液态豆奶产销量预测



资料来源：光大证券研究所

图 2：维他奶国内市场是公司增长主动力
2008-2010 年国内市场营收数据

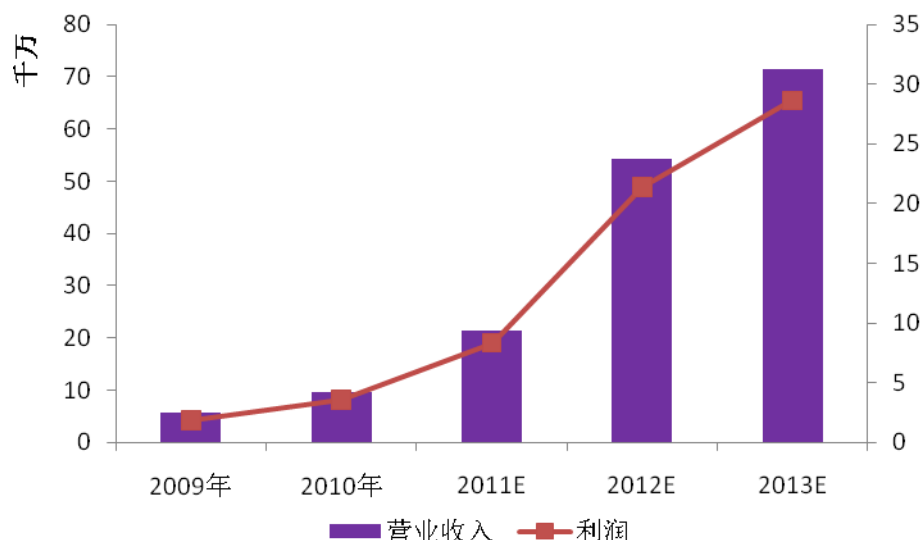


资料来源：光大证券研究所

公司产品主攻二三线城市和农村市场利于公司快速成长。公司选择二三线城市和农村市场做为液态豆奶的核心市场主要有以下三方面原因：第一，随着二三线城市及农村家庭人均收入的提高，将会带来较为可观的消费市场。第二，公司拥有了十年的二三线城市和农村市场的销售经验，并构建了较为完善的销售渠道。第三，目前一线城市饮料市场竞争激烈，而二三线城市，尤其是农村市场，大部分知名企业还未进行市场开拓，为公司的快速扩张奠定了一片市场基础。我们认为从公司目前的状况而言，主动规避一线红海市场，利用公司现有的渠道下城优势，在二三线城市和农村这片蓝海领域开拓豆奶饮料并率先占领该市场无疑可称为明智之选。

我们预计随着公司液态豆奶产能的不断释放，公司 2011 年、2012 年和 2013 年液态豆奶业务的营业收入将分别达到 2.14 亿元、5.42 亿元和 7.15 亿元，复合增长率为 82.74%。

图表 3：公司液态豆奶将逐步成为公司第一主营业务
2009 年-2013 年公司液态豆奶收入和利润预测



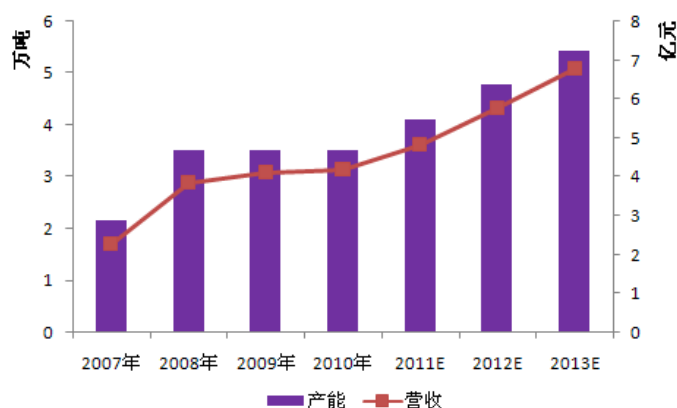
资料来源：光大证券研究所

豆奶粉业务稳步增长

豆奶粉仍为公司第一大主营业务。2010 年公司豆奶粉市场占有率达到 11%，位居国内第二，销售收入达到 4.18 亿元，利润为 1.35 亿元，分别占公司总营收的 65%和利润的 63%，名副其实的成为公司的第一主营业务。

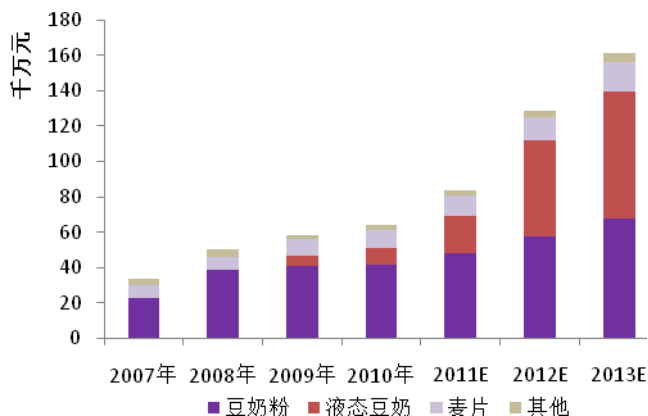
公司豆奶粉业务稳步增长。2007-2009 年公司的豆奶粉业务发展迅速，产量从 2.37 万吨增长至 3.81 万吨，营业收入也从 2.27 亿元增长至 4.12 亿元。公司 2010 年的豆奶粉营业收入较 09 年同期仅增长 1.42%，我们认为公司豆奶粉业务在 10 年出现了增速放缓主要有两方面原因：第一，公司的豆奶粉产能利用率在 2008 年就达到了 95.67%，而 2009 年时已经达到了 95.67%，而 2009 年产能利用率更高达 108.53%，导致 2010 年公司的产量因产能瓶颈问题不能扩大，从而致使销量出现了放缓。第二，考虑到消费习惯和未来豆奶行业的发展前景，公司从 2009 年开始进军液态豆奶市场，且未来公司的重点发展业务将从“固态奶”转移到“液态奶”，因此也是公司豆奶粉业务增速放缓的原因之一。随着公司杨凌新增产能和揭东生产线技改的完成，公司豆奶粉业务的产能瓶颈有望得到解决，但是考虑到公司未来的主推“液态奶”的发展方向，我们认为公司的豆奶粉业务将保持稳步发展态势。

图 4：公司液态豆奶增长迅猛
2009-2013 年公司液态豆奶产销量预测



资料来源：光大证券研究所

图 5：液态豆奶和豆奶粉将成为公司两大业务
2007-2013 年公司各项业务营收预测

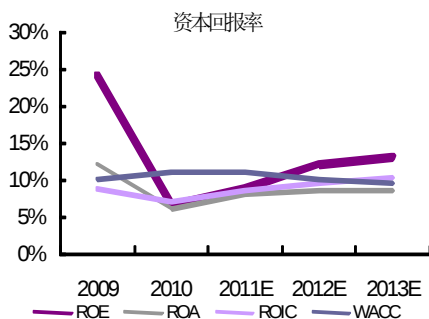
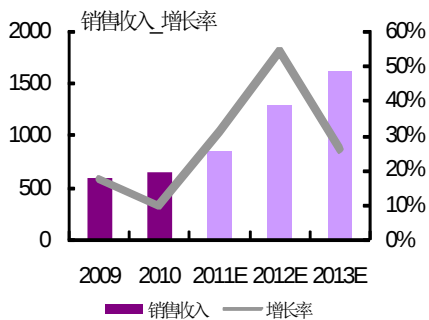
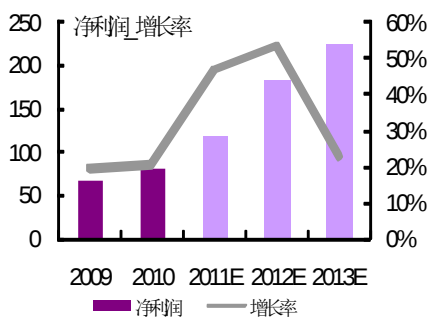
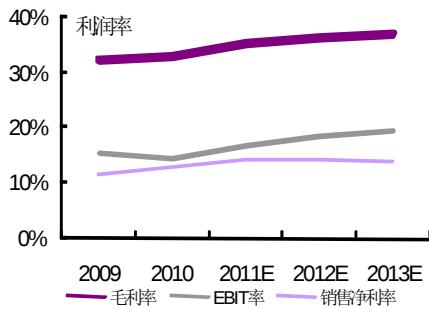


资料来源：光大证券研究所

2012 年增速显著，建议“增持”

我们认为公司募投项目 2011 年开始逐步释放业绩，2012 年将达到高峰期。预计公司 2011 年、2012 年和 2013 年营业收入分别为 8.37 亿元、12.88 亿元和 16.16 亿元，对应摊薄后的 eps 分别为 0.49、0.76 和 0.93 元。目前估值相对合理，首次给予“增持”评级，建议积极关注 2012 年产能释放情况。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	586	640	837	1,288	1,616
营业成本	396	428	541	817	1,017
折旧和摊销	17	18	23	28	35
营业税费	4	4	6	9	11
销售费用	74	78	115	174	215
管理费用	21	37	33	49	60
财务费用	7	-6	-9	4	23
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	84	99	150	235	290
利润总额	88	107	158	243	298
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	67.26	81.01	118.72	181.99	223.49

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	564	1,357	1,479	2,143	2,612
流动资产	287	1,022	1,067	1,547	1,938
货币资金	208	873	896	1,288	1,616
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	5	6	7	11	14
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	3	0	2	3	3
存货	49	78	108	163	203
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	192	208	262	352	430
无形资产	83	81	77	73	70
总负债	283	131	148	641	905
无息负债	158	131	178	267	334
有息负债	125	0	-30	374	571
股东权益	282	1,226	1,331	1,502	1,707
股本	100	134	240	240	240
公积金	47	879	784	803	825
未分配利润	135	213	307	459	642
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	146	26	156	214	283
净利润	67	81	119	182	223
折旧摊销	17	18	23	28	35
净营运资金增加	40	151	174	452	326
其他	21	-224	-159	-449	-301
投资活动产生现金流	-35	-100	-100	-212	-113
净资本支出	35	102	100	212	113
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-70	-202	-200	-424	-226
融资活动现金流	-18	738	-33	390	158
股本变化	0	34	107	0	0
债务净变化	-10	-125	-30	404	197
无息负债变化	39	-27	47	89	67
净现金流	93	664	23	392	328

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力					
收入增长	16.78%	9.10%	30.84%	53.91%	25.45%
净利润增	19.39%	20.44%	46.55%	53.30%	22.80%
EBITDA 增	25.56%	2.63%	48.19%	62.71%	30.13%
EBIT 增长	23.28%	1.97%	52.00%	69.06%	30.98%
估值指标					
PE	55	46	31	20	17
PB	13	3	3	2	2
EV/EBITD	19	17	22	15	12
EV/EBIT	23	20	26	17	14
EV/NOPL	29	26	34	23	18
EV/Sales	3	3	4	3	3
EV/IC	3	2	3	2	2
盈利能力(%)					
毛利率	32.43%	33.10%	35.37%	36.54%	37.05%
EBITDA 率	18.41%	17.32%	19.61%	20.73%	21.51%
EBIT 率	15.53%	14.52%	16.87%	18.53%	19.34%
税前净利	14.98%	16.70%	18.92%	18.84%	18.44%
税后净利	11.47%	12.67%	14.19%	14.13%	13.83%
ROA	11.92%	5.97%	8.03%	8.49%	8.56%
ROE(归属)	23.88%	6.61%	8.92%	12.12%	13.09%
经营性	8.89%	7.09%	8.52%	9.54%	10.29%
偿债能力					
流动比率	1.46	8.57	6.46	2.43	2.34
速动比率	120.85%	791.20	580.59	217.45	209.36%
归属母公	2.25	-	-44.38	4.01	2.99
有形资产/	3.83	-	-46.65	5.53	4.45
每股指标(按最)					
EPS	0.28	0.34	0.49	0.76	0.93
每股红利	0.00	0.06	0.05	0.08	0.09
每股经营	0.61	0.11	0.65	0.89	1.18
每股自由	0.05	-0.69	-0.60	-1.90	-0.70
每股净资	1.17	5.10	5.54	6.25	7.10
每股销售	2.44	2.66	3.48	5.36	6.72

资料来源：光大证券、上市公司

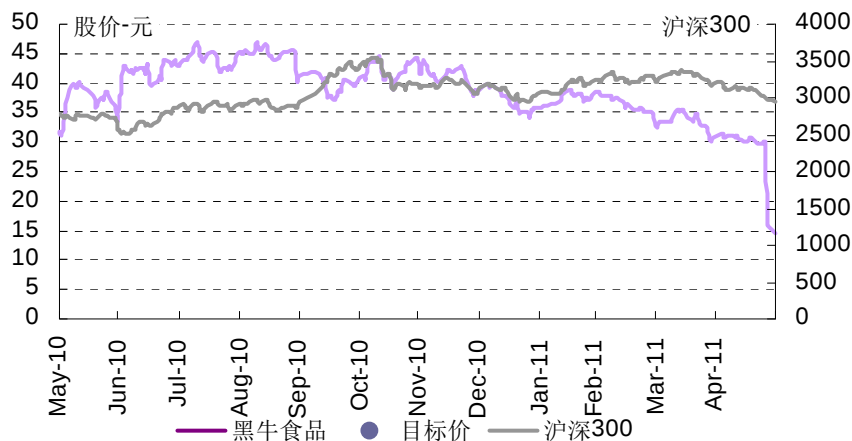
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本证券研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

黑牛食品（002387）

分析师：张力扬



日期	股价	目标价	评级
买入	增持	中性	
减持	卖出		

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本证券研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。