

相关研究:

《黑牛就是“牛”》，2010.09.21
《10年业绩低于预期，关注11年二
季度末行情》，2011.02.25

投资评级: **买入(上调)**

当前价格: **15.37 元**

目标价格: -

目标期限: **12 个月**

市场数据

总股本(百万股)	240.30
A 股股本(百万股)	240.30
B 股股本(百万股)	0
A 股流通比例(%)	25.09
12 个月最高/最低(元)	48.77/13.65
第一大股东	林秀浩
第一大股东持股比例	47.19%
上证综指/沪深 300	2612/2901

注：2011年8月28日数据

近十二个月股价表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收 益	-3.0	3.3	-35.6
绝对收 益	-5.7	1.2	-34.1

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师: 金嘉欣

执业证书编号: S0500511010002

联系人: 赵 军

(8621) 68634510-8715

zj2890@xcsc.com

管理层动力提升、产能瓶颈打开，上调评级至“买入”

事件:

近来，公司董事会先后通过了《关于调整高级管理人员薪酬的议案》和《关于黑牛食品股份有限公司限制性股票激励计划(草案)及其摘要的议案》。考虑到公司目前股价已回落到合理位置，我们上调公司投资评级至“买入”。

投资要点:

□ 要点一:管理层动力提升——提高管理层薪水。

黑牛在吸引和留住人才方面，坚持“信任是基础、事业为平台、利益是杠杆，感情为纽带”。公司千方百计提高员工的福利待遇，并为其施展才华搭建平台、创造各种便利条件，力求最大限度地挖掘员工的潜能，使员工伴随企业的做大做强而逐步成长。

今年5月，公司董事会通过《关于调整高级管理人员薪酬的议案》:

- 1) 总经理吴华东年薪 50 万元人民币(税前)。
- 2) 副总经理林秀海、陈焕达、林锡钦年薪 35 万元人民币(税前)。
- 3) 副总经理曾燕芬、黄逊才、陈茹、陈克玫以及财务总监何玉龙、董事会秘书黄树忠年薪 30 万元人民币(税前)。
- 4) 上述高级管理人员的年薪中 40% 为绩效工资。

6月同意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,其薪酬参照第二届高级管理人员薪酬标准 30 万元(税前)执行,其中 40% 为绩效工资。

高管层工资上调到 30 万-35 万左右,体现了公司重奖重罚和利益是杠杆的用人理念。其中 40% 的绩效工资则是高管们冲锋陷阵的压力和动力所在。

□ 要点二:管理层动力提升——股权激励量虽小效果不容忽视。

公司今年6月董事会通过股权激励草案,根据本计划累计授予激励对象的限制性股票数量不超过 270 万股,占公司现有股本总额的 1.124%。其中,首次授予数量为 251.28 万股,占授予总量的 93.067%,预留 18.72 万股,占授予数量的 6.933%。预留部分用于公司近期将引入的骨干员工。

业绩要求:(1) 2011 年-2013 年经审计的净利润增长率为:20%、26%、28%。
(2) 2011 年-2013 年经审计的净资产收益率(摊薄)分别不低于 6.5%、8%、9%。

授予价格:7.95 元。假设授予日股票市场价格 15.9 元计算,11-14 年分摊的成本为 408 万、1026 万、515 万、195 万。2012 年需要摊销的费用高达 1026 万是当年业绩最低要求的 1.15 亿元的约 9%。因此股权激励数额的有限背后可能是因大量的分摊费用会对业绩要求的完成构成压力所致。

本次股权激励数额虽小,但效果不容忽视,有利于增加高层管理人员和公司骨干的归属感和动力。

□ 要点三:产能瓶颈打开

1) 液态奶及饮品

液态奶合肥项目一期 8 万吨，二期 4 万吨，合计 12 万吨。其中一期的 2 万吨于 09 年以自有资金建成，11 年初一期的另外 2 万吨投产，11 年 8 月一期的剩余 4 万吨和二期的 2 万吨试产。整体项目预计于明年底达产。

液态奶苏州项目 4 万吨，预计于明年底投产。

2) 豆奶粉

公司上市时拥有豆奶粉产能 3.5 万吨(广东揭东 1.5 万吨, 辽宁 2 万吨), 募投项目陕西杨凌 1.5 万吨豆奶粉项目 11 年 8 月底投产, 揭东豆奶粉生产线技改新增 7200 吨预计 11 年 9 月底投产。

3) 复合麦片

公司上市时原有复合麦片产能 8100 吨 (基本在广东汕头), 汕头复合麦片扩产项目完成后新增产能 6660 吨 (11 年 12 月底投产)。

4) 其他

此外, 公司 10 年 10 月拟以超募资金投资建设芝麻糊扩产项目, 达产后新增年加工成品 4500 吨, 预计 2012 年 6 月投产。

我们认为产能逐步释放有利于打开束缚公司发展的产能瓶颈, 有利于配合市场面的开拓。

□ 盈利预测及估值

我们预计公司 11-13 年的收入分别是 8.95 亿元、13.85 亿元、19.77 亿元, EPS 分别为 0.42 元、0.63 元、0.87 元。对应的市盈率分别为 36.93 倍、24.80 倍、17.92 倍。短期内公司股价可能受制于 A 股市场整体较弱和公司业绩释放有待时日, 但鉴于公司目前股价基本回落到合理位置, 管理层动力得到提升和产能瓶颈打开, 长期已具有投资价值, 我们上调公司评级至“买入”。

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	639.55	895.24	1385.20	1977.24
收入同比(%)	9.10%	39.98%	54.73%	42.74%
归属母公司净利润(百万元)	81.01	101.89	151.74	210.01
净利润同比(%)	20.44%	25.78%	48.92%	38.40%
毛利率(%)	33.10%	36.78%	36.56%	36.55%
每股收益(元)	0.34	0.42	0.63	0.87
P/E	45.59	36.25	24.34	17.59
P/B	3.01	2.81	2.57	2.31

□ 重点关注事项

股价催化剂(正面): 液态奶销售进展超预期, 粉类销售超预期, 股权激励方案获证监会通过。

风险提示(负面): 费用投入超预期, 业绩增速低于预期; 食品安全的风险

注：股权激励草案摘要

公司今年 6 月董事会通过股权激励草案，根据本计划累计授予激励对象的限制性股票数量不超过 270 万股，占公司现有股本总额的 1.124%。其中，首次授予数量为 251.28 万股，占授予总量的 93.067%，预留 18.72 万股，占授予数量的 6.933%。预留部分用于公司近期将引入的骨干员工。

表 1 股权激励方案的激励对象

序号	姓名	职务	获授的限制性股票数量 (股)	占本次授予的限制股票总量的比例	占授予时公司总股本比例
1	吴华东	副董事长、总经理	144,000	5.33%	0.06%
2	陈茹	董事、副总经理	90,000	3.33%	0.04%
3	黄树忠	董事、董秘	108,000	4.00%	0.05%
4	陈焕逵	副总经理	108,000	4.00%	0.05%
5	黄逊才	副总经理	108,000	4.00%	0.05%
6	林锡钦	副总经理	90,000	3.33%	0.04%
7	曾燕芬	副总经理	90,000	3.33%	0.04%
8	陈克玫	副总经理	90,000	3.33%	0.04%
9	何玉龙	财务总监	90,000	3.33%	0.04%
10	文献波	副总经理	90,000	3.33%	0.04%
中层管理人员、核心业务（技术）骨干（共 175 人）			1,504,800	55.73%	0.63%
预 留			187,200	6.93%	0.08%
合 计			2,700,000	100.00%	1.12%

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

1) 解锁期

首批授予股票在授予日后（包括禁售期在内）的 3 年为解锁期，在解锁期内，若达到本股权激励计划规定的解锁条件，激励对象可分三次申请解锁：

表 2 股权激励方案的解锁期

	年份	解锁数量比例
第一解锁期	2012 年	30%
第二解锁期	2013 年	30%
第三解锁期	2014 年	40%

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

预留部分自本计划首次授予日起 12 个月内授出，解锁期为 2 年，在解锁期内，若达到本股权激励计划规定的解锁条件，激励对象可分两次申请解锁：1、第一次解锁期为首次授予日后的第二个周年日，解锁数量是获授标的股票总数的 45%；2、第二次解锁期为首次授予日后的第三个周年日，解锁数量是获授标的股票总数的 55%。

2) 业绩要求

首次授予的限制性股票每次解锁需要满足的公司业绩条件为：

(1) 2011 年-2013 年经审计的净利润及其增长率如下：

表 3 股权激励的业绩要求

年度	年度达到或者超过净利润数额 (单位: 万元)	各年度较 2010 年度的净利润增长率	各年度较上一年度的净利润增长率
2010 年	7,579.25		
2011 年	9,100.00	20%	20%
2012 年	11,500.00	52%	26%
2013 年	14,700.00	94%	28%

资料来源: 公司公告, 湘财证券研究所

(2) 2011 年-2013 年经审计的净资产收益率 (摊薄) 分别不低于 6.5%、8%、9%。

3) 行权价和股权激励摊销成本

授予价格: 7.95 元

假定授予日为限制性股票的授予日为 2011 年 9 月 1 日, 假设授予日股票市场价格为 15.90 元/股, 则此次计划授予的限制性股票应确认的总费用 = $7.95 \times 270 = 2,146.50$ 万元, 按照在解锁期内匀速摊销的成本见下表:

表 4 股权激励的预计成本摊销

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	合计
第一期	210.93	433.02	22.32	-	666.27
第二期	108.98	326.94	227.05	18.19	681.16
第三期	88.79	266.36	266.36	177.57	799.07
合计	408.69	1,026.31	515.73	195.76	2,146.50

资料来源: 公司公告, 湘财证券研究所

2012 年需要摊销的费用高达 1026 万是当年业绩最低要求的 1.15 亿元的约 9%。因此股权激励数额的有限背后可能是因大量的分摊费用会对业绩要求的完成构成压力所致。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

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%以上；

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。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。