

黑牛食品 (002387.sz)

股权激励方案提升销售积极性，为明年液态产能释放铺垫

胡鸿 分析师

电话: 0755-82739763

eMail: hh6@gf.com.cn

执业编号: S0260511010017

股权激励方案与草案对比：净利润增速小幅提升，增加激励有效性与公司6月14日公告的草案相比，主要变化点有：

1) 2011年-2013年净利润增速由此前的20%、26%和28%变为**20.06%、28.57%和28.21%**，净利率增速小幅提升，变化不大。2) 高管激励对象由**10人调整为9人**，即公司副总经理林锡钦（公司实际控制人林秀浩妻兄）9万股被取消，且此前175人的中层管理人员和业务骨干激励对象调整为102人，使得总激励对象由185人变为111人，即激励对象更为集中，有利于提高激励有效性。3) 激励总数量由**270万股下降为229.94万股，减少40万股**，而预留股份由原来18.72万股增加为22.95万股，占总激励股本比重9.98%，预留的更多，我们推测，这或许是预留给公司近期液态奶产能释放新招聘一批优秀销售团队，将有效激励新加入公司的管理层和业务骨干。

4) 由于限制性股票的成本在经常性损益中列支，则限制性股票的摊销对有效期内各年净利润有所影响，根据测算，2011-2013年摊销的费用分别为421.02万元、421.02万元和561.36万元，**占业绩条件的最低净利润总额比重分别为4.63%、3.6%和3.74%**，影响不大。

整体而言，激励股份数占公司总股本比例为0.96%，激励力度不大，我们认为，部分原因为限制性股票激励方案需要激励对象一次性出资认购，对资金需求较大，所以也不太可能大比例股份授予，因此该方案是示范意义更大。

盈利预测与投资评级：维持“买入”评级

我们认同公司液态奶当前产品战略，但是短期需要等待公司液态奶“成绩单”，加上股权激励计划助推器，未来前景可期，预计11-13年EPS分别为0.42元、0.66和0.83元，目前公司的股价对应于2011年PE45倍、29倍和23倍，估值处于合理区间，维持“买入”评级。

风险提示：食品安全问题，液态奶销售低于预期。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	586.21	639.55	835.93	1212.61	1556.41
增长率(%)	16.78%	9.10%	30.71%	45.06%	28.35%
EBITDA(百万元)	107.97	110.59	143.33	222.80	277.09
净利润(百万元)	67.26	81.01	102.38	160.60	203.11
增长率(%)	19.39%	20.44%	26.38%	56.87%	26.47%
每股收益(元)	0.67	0.61	0.42	0.66	0.83
市盈率	0.00	64.02	45.23	28.78	22.89
市净率	0.00	4.23	3.52	3.14	2.77
EV/EBITDA	-0.77	39.01	31.17	15.65	11.79

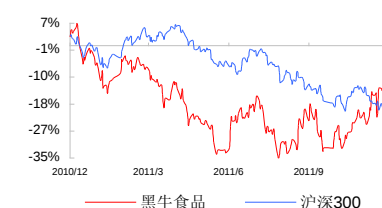
数据来源:黑牛食品股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	19.00
合理价值	21.00元
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	8.78	8.6	-51.88
沪深300	-9.02	-9.0	-19.85

股票数据

总股本/流通A股(百万股)

240.3/60.3

主要股东:

林秀浩

主要股东持股比例

47.19

流通A股比例

25.09%

财务比率

ROE	6.61
ROA	8.4326
资产负债率	9.6447

2010年报数据

股权激励方案核心要点

1、公司授予激励对象每一股标的股票的授予价格为 7.95 元，为本计划草案公告日前 20 个交易日股票均价 15.90 元的 50%，激励对象在获授限制性股票时，应按授予价格支付股票认购款。

2、本股权激励计划的激励对象：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 111人，占2011年 6月30日员工总数的5.86%。

3、公司根据本股权激励计划授予激励对象限制性股票的数量累计不超过2,299,400股，占公司已发行股本总额的 0.957%。预留部分的限制性股票每次解锁需要满足上述2012年、2013年的公司业绩条件。

4、授予激励对象的股票来源为公司向激励对象定向发行的股票。

5、禁售期：自公司授予日起 1 年为禁售期，在禁售期内，激励对象根据本股权激励计划获授的标的股票被锁定，不得转让。获授的限制性股票在解锁前也不得转让。

6、解锁期：首批授予股票在授予日后（包括禁售期在内）的未来 48 个月为解锁期，在解锁期内，若达到本股权激励计划规定的解锁条件，条件为，2011-2013年净利润同比2010年增速分别为20.06%、28.57%和28.21%。

激励对象可分三次申请解锁：其中，第一次于授予日起12个月后的首个交易日起至授予日起24个月后可解锁30%，第二次于授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日起36个月后可解锁30%，第三次于授予日起 36 个月后的首个交易日起至授予日起48个月后可解锁40%。

如公司业绩考核达不到上述条件，锁定期满后未达到解锁条件的限制性股票，由公司授予价格每股 7.95 元回购后注销。

7、激励对象应自筹认购相应标的股票所需资金，公司不得为激励对象提供贷款或其他任何形式的财务资助，包括不得为其贷款提供担保。

8、自公司股东大会审议通过股权激励计划之日起 30 日内，公司应当按相关规定召开董事会对激励对象进行授权，并完成登记、公告等相关程序。

9、本股权激励计划自股东大会通过之日起有效期不超过 4年，自限制性股票首次授予之日起，至所有限制性股票解锁或回购注销完毕之日止。

10、股权激励总费用由公司在实施限制性股票激励计划的锁定期，在相应的年3次解锁比例（30%、30%、40%）分摊，同时增加资本公积。按首次授予 206.99 万股限制性股票应确认的总费用 1,403.39 万元，且2011-2013年分别为421.02万元、421.02万元和561.36万元。

表1：股权激励方案首次授予的限制性股票在各激励对象间的分配情况

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	6.26%	0.06%
2	陈茹	董事、副总经理	90,000	3.91%	0.04%

3	黄树忠	董事、董秘	108,000	4.70%	0.04%
4	陈焕达	副总经理	108,000	4.70%	0.04%
5	黄逊才	副总经理	108,000	4.70%	0.04%
6	曾燕芬	副总经理	90,000	3.91%	0.04%
7	陈克玖	副总经理	90,000	3.91%	0.04%
8	文献波	副总经理	90,000	3.91%	0.04%
9	何玉龙	财务总监	90,000	3.91%	0.04%
高管合计（9人）			918,000	38.09%	0.38%
中层管理人员、核心业务（技术）骨干（共102人）			1,151,900	50.10%	0.48%
高管、中层管理人员、核心业务（技术）骨干（共111人）			2,069,900	90.02%	0.86%
预留			229,500	9.98%	0.10%
合计			2,299,400	100.00%	0.96%

数据来源：公司公告

表2：2011年-2013 年经审计的净利润及其增长率

年度	年度达到或者超过净利润数额（万元）	各年度较上一年度的净利润增长率	草案净利率增速
2010 年	7,579.25		
2011 年	9,100	20.06%	20.00%
2012 年	11,700	28.57%	26.00%
2013 年	15,000	28.21%	28.00%

数据来源：公司公告

表2：股权激励费用对净利率影响

项目	2011 年（万元）	2012 年（万元）	2013 年（万元）	合计
净利润增长额	1,520.75	2,600.00	3,300.00	7,420.75
激励计划需分摊的费用	421.02	421.02	561.36	1,403.39
相差额	1,099.73	2,178.98	2,738.64	6,017.36
费用占净利增长额比重（%）	27.69	16.19	17.01	18.91
费用占当年净利润比重（%）	4.63	3.60	3.74	

数据来源：公司公告

风险提示

食品安全问题，液态奶销售低于预期

资产负债表

单位：百万元

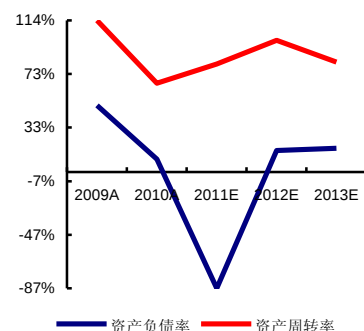
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	287	1,022	379	1,424	1,699
货币资金	208	873	214	1,194	1,414
应收及预付	29	71	85	113	134
存货	49	78	81	118	151
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	278	335	331	322	329
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	192	208	200	194	186
在建工程	1	44	52	50	67
无形资产	83	81	80	78	76
其他长期资产	2	2	0	0	0
资产总计	564	1,357	710	1,746	2,028
流动负债	196	119	218	285	363
短期借款	31	0	0	0	0
应付及预收	146	119	218	285	363
其他流动负债	19	0	0	0	0
非流动负债	86	12	-836	0	0
长期借款	75	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	11	12	-836	0	0
负债合计	283	131	-618	285	363
股本	100	134	243	243	243
资本公积	40	870	760	760	760
留存收益	142	223	325	486	689
归属母公司股东权益	282	1,226	1,328	1,489	1,692
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	564	1,357	710	1,774	2,055

利润表

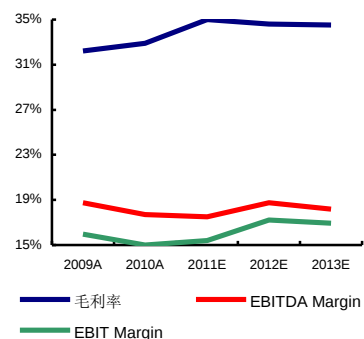
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	586	640	836	1213	1556
营业成本	396	428	541	789	1015
营业税金及附加	4	4	6	8	11
销售费用	74	78	117	146	187
管理费用	21	37	48	67	88
财务费用	7	-6	-2	0	-2
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	84	99	126	204	259
营业外收入	4	8	8	8	8
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	88	107	134	211	267
所得税	21	26	32	51	64
净利润	67	81	102	161	203
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	67	81	102	161	203
EBITDA	108	111	143	223	277
EPS (元)	0.67	0.61	0.42	0.66	0.83

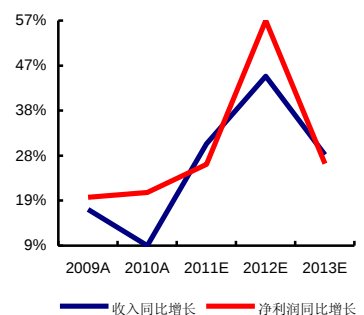
资产负债率趋势



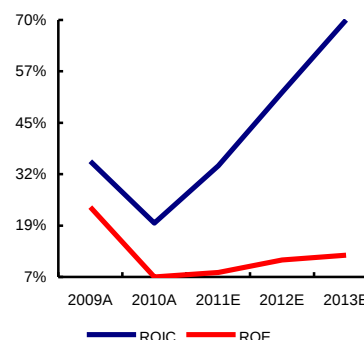
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

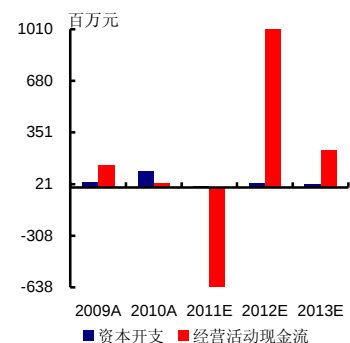
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	146	26	-638	1,010	240
净利润	67	81	102	161	203
折旧摊销	17	18	19	20	20
营运资金变动	53	-75	82	2	24
其它	8	2	-842	828	-8
投资活动现金流	-35	-100	-9	-30	-20
资本支出	-35	-102	-9	-30	-20
投资变动	0	0	0	0	0
其他	0	2	0	0	0
筹资活动现金流	-18	738	-12	0	0
银行借款	262	0	0	0	0
债券融资	-272	-125	-12	0	0
股权融资	0	871	0	0	0
其他	-8	-8	0	0	0
现金净增加额	93	664	-659	980	220
期初现金余额	116	208	873	214	1,194
期末现金余额	208	873	214	1,194	1,414

主要财务比率

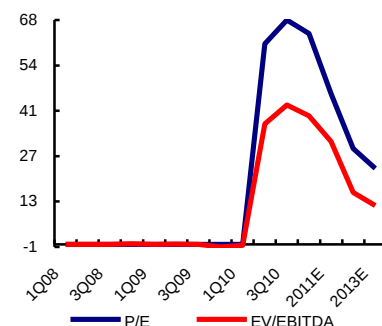
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	16.8%	9.1%	30.7%	45.1%	28.4%
营业利润	25.7%	18.2%	27.2%	61.2%	27.2%
归属于母公司净利润	19.4%	20.4%	26.4%	56.9%	26.5%
获利能力					
毛利率	32.4%	33.1%	35.3%	34.9%	34.8%
净利率	11.5%	12.7%	12.2%	13.2%	13.0%
ROE	23.9%	6.6%	7.7%	10.8%	12.0%
ROIC	35.2%	19.9%	34.1%	52.3%	70.2%
偿债能力					
资产负债率	50.1%	9.6%	-87.1%	16.1%	17.7%
净负债比率	-29.6%	-71.2%	-16.1%	-80.2%	-83.5%
流动比率	1.46	8.57	1.74	5.00	4.68
速动比率	1.10	7.37	1.12	4.24	3.94
营运能力					
总资产周转率	1.14	0.67	0.81	0.99	0.82
应收账款周转率	113.87	120.16	120.16	120.16	120.16
存货周转率	7.31	6.71	6.71	6.71	6.71
每股指标 (元)					
每股收益	0.67	0.61	0.42	0.66	0.83
每股经营现金流	1.46	0.19	-2.62	4.15	0.99
每股净资产	2.82	9.18	5.46	6.12	6.96
估值比率					
P/E	0.0	64.0	45.7	29.1	23.0
P/B	0.0	4.2	3.5	3.1	2.8
EV/EBITDA	-0.8	39.0	31.2	15.7	11.8

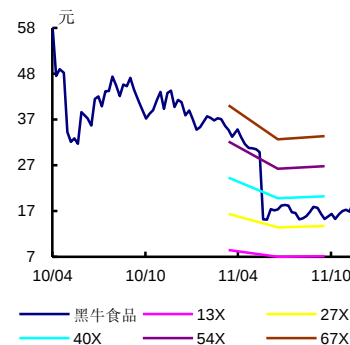
资本支出与经营活动现金流



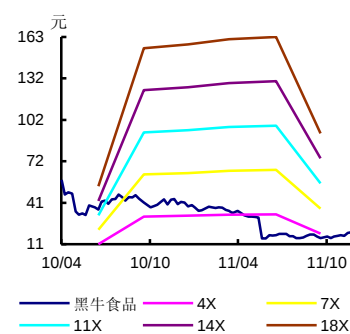
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发食品饮料行业研究小组

汤伟亮，分析师，华南理工大学管理学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

胡鸿，分析师，中山大学金融学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

黑牛食品（002387.sz）：液态产品、渠道及广告战略清晰可见，期待惊人“成绩单”	胡鸿	2011-12-05
黑牛食品（002387.sz）：产能逐渐释放，液态奶销量蓄势待发	胡鸿	2011-10-25
黑牛食品(002387.sz)：下半年固态和液态豆奶皆有望快速增长	胡鸿	2011-07-28

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy)：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold)：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell)：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。