

投资评级： 买入（维持）

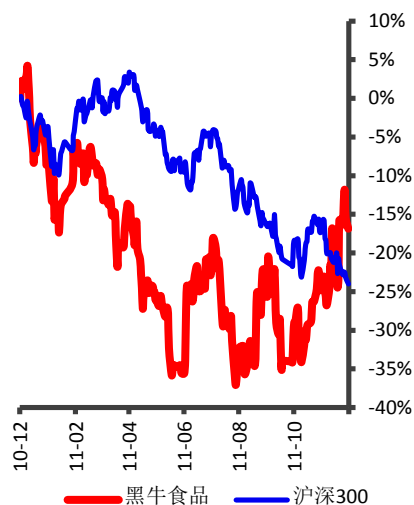
当前价格： 19.00 元
目标价格： - 元
目标期限： 12 个月

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)	43.30/13.65
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	2291/2478

注： 2011 年 12 月 12 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	18.7	16.7	7.0
绝对收益	10.6	6.7	-14.6

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师：赵军

固话：(8621) 68634510-8715

邮箱：zj2890@xcsc.com

执业证书编号：S0500511090001

股权激励方案获批，业绩要求微上调

——事件点评

事件：

公司修订后的《黑牛食品股份有限公司限制性股票激励计划（草案修订稿）及其摘要》已经中国证监会审核无异议，议案尚需提交股东大会审议。

点评：

□ 11 年 8 月 30 日上调公司评级至“买入”，至今已上涨 23.62%。

我们在 11 年 8 月 30 日上调公司评级至“买入”，其后股价上涨，受大盘调整影响而有所回落。然我们在 10 月 26 日的季报点评中继续维持“买入”评级，并提请投资者重点关注公司收入增速的提升。至今在沪深 300 下跌 13.15% 的情况下，公司股价逆市上涨了 23.62%。

公司战略规划清晰，液态饮品团队建设取得重大突破，产品差异化明显、后续产品研发的人员、设施和能力到位，营销措施逐步加大并超市场预期，这些都是我们上调公司评级至“买入”的关键所在。辅助以产能释放和股权激励，公司未来业绩高增长可期。

□ 微调 2012 年业绩增长要求，从原来的 26% 提高至 28.57%，2013 年业绩增长要求从 28% 略提高至 28.21%。

《黑牛食品股份有限公司限制性股票激励计划（草案修订稿）及其摘要》将 2012 年的业绩增长要求从 26% 提高至 28.57%，这使得公司的股价维持在目前的高位成为可能。根据我们的业绩预测，明年有望实现约 50% 的业绩增长，因此 12 年业绩要求的轻微上调不会影响行权的难度。

□ 股权激励人数、股份数等做了修改。

此次参与股权激励的人数从原来的 185 人减少为 111 人，约占 2011 年 6 月 30 日员工总数的 5.86%。计划授予激励对象限制性股票的数量从不超过 2,700,000 股减少为不超过 2,299,400 股，占公司已发行股本总额的 0.957%。

我们认为这部分内容的修改不会影响此次股权激励的效果。因为此次激励对象包括公司董事、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）中的大部分。公司的初衷原先是激励 185 人，由于某些原因而减少激励人数总额非公司自身意愿，应该不会影响此次激励的效果。相信如果此次股权激励效果理想，未来没有进入此次股权激励对象的骨干有希望在下次股权激励计划中满足。

□ 维持原判断四季度单季收入同比增速将超 60%，净利润同比增速超过 32%。

根据我们对市场建设、产能投放的判断，我们预计公司四季度单季收入同比增速将超过 60%，这与四季度产能释放较大有关，预期三季度市场建设效果后期也会逐步显现。

再者，根据公司股权激励中行权条件之一就有 11 年业绩增速 20%，依此计算四季度净利润增速至少为 32%。而根据我们的利润增速全年 25.79% 的预期，四季度的净利润增速预计为 56%。我们维持这一判断。

□ 盈利预测及估值

我们维持原预期,即公司 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。看好公司的战略、团队、产品规划和市场建设,继续维持 8 月 30 日上调的“买入”评级。我们认为近期股价的上涨已经对公司未来的业绩高增长有了预期,因此**短期投资者可以回避,长期战略投资者仍可适当介入。**

注: 公司饮品业务目前处于市场建设期,建议关注费用高增长外更多关注收入增速。

□ 重点关注事项

股价催化剂(正面): 公司产能释放,市场建设效果超预期

风险提示 (负面): 市场建设低于预期

表 1 公司主要财务指标盈利预测

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	101.90	151.76	210.06
净利润同比(%)	20.44%	25.79%	48.94%	38.41%
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	56.36	44.81	30.08	21.73
P/B	3.72	3.47	3.18	2.85

数据来源:公司公告,湘财证券研究所

附录:相关研究报告:

《专注豆奶和麦片,“双蛋白饮品”寄托未来希望》2010/03/26

《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

《管理层动力提升、产能瓶颈打开,上调评级至“买入”》2011/08/30

《新项目布局珠三角,维持“买入”评级》2011/09/18

《收入增长开始加速,费用投入加大图未来》2011/10/26

表 2 2011 年前三季度收入增长 23.19%，归属母公司净利润上涨 16.03%

	1H10	1-3Q10	1H11	1-3Q11	1H10 同比	1-3Q10 同比	1H11 同比	1-3Q11 同比
一、营业总收入	309.59	469.99	363.84	579.00	16.21%	10.22%	17.52%	23.19%
二、营业总成本	257.83	391.14	302.77	488.93	10.94%	6.01%	17.43%	25.00%
营业成本	204.48	310.72	231.94	374.24	11.78%	6.96%	13.43%	20.44%
营业税金及附加	2.09	3.18	2.42	4.02	3.66%	-2.29%	15.63%	26.62%
销售费用	38.53	57.56	58.22	92.97	15.17%	6.81%	51.10%	61.51%
管理费用	12.36	19.63	18.71	28.12	17.92%	23.25%	51.34%	43.24%
财务费用	0.55	-1.00	-8.85	-10.51	-84.17%	-118.54%	-	951.53%
资产减值损失	-0.19	1.04	0.34	0.08				
三、其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00				
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00				
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00				
四、营业利润	51.76	78.85	61.06	90.07	52.21%	37.21%	17.97%	14.23%
加：营业外收入	2.35	2.76	3.17	6.94				
减：营业外支出	0.68	0.78	0.00	1.00				
五、利润总额	53.43	80.83	64.23	96.02	49.59%	35.86%	20.23%	18.79%
减：所得税	12.95	19.47	16.34	24.81	55.20%	43.98%	26.18%	27.47%
六、净利润	40.47	61.36	47.89	71.20	47.88%	33.47%	18.32%	16.03%
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00				
归属于母公司所有者的净利润	40.47	61.36	47.89	71.20	47.88%	33.47%	18.32%	16.03%
每股收益	0.17	0.26	0.20	0.30	47.88%	33.47%	18.32%	16.03%
以上同比为相对数，以下为绝对数								
	1H10	1-3Q10	1H11	1-3Q11	1H10 同比	1-3Q10 同比	1H11 同比	1-3Q11 同比
毛利率	33.95%	33.89%	36.25%	35.36%	2.62%	2.01%	2.30%	1.48%
营业税金及附加率	0.68%	0.68%	0.66%	0.69%	-0.08%	-0.09%	-0.01%	0.02%
营业费用率	12.45%	12.25%	16.00%	16.06%	-0.11%	-0.39%	3.56%	3.81%
管理费用率	3.99%	4.18%	5.14%	4.86%	0.06%	0.44%	1.15%	0.68%
财务费用率	0.18%	-0.21%	-2.43%	-1.81%	-1.13%	-1.48%	-2.61%	-1.60%
三项费用率	16.62%	16.21%	18.71%	19.10%	-1.19%	-1.42%	2.09%	2.89%
利润率	17.26%	17.20%	17.65%	16.58%	3.85%	3.25%	0.40%	-0.62%
实际所得税率	24.24%	24.08%	25.44%	25.84%	0.88%	1.36%	1.20%	1.76%
净利润率	13.07%	13.06%	13.16%	12.30%	2.80%	2.27%	0.09%	-0.76%
归属母公司净利润率	13.07%	13.06%	13.16%	12.30%	2.80%	2.27%	0.09%	-0.76%

数据来源：公司公告，湘财证券研究所

表 3 2011 年第三季度收入增长为 34.14%，归属母公司股东净利润同比增长高达 11.60%

	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q10 同比	1Q11 同比	2Q11 同比	3Q11 同比
一、营业总收入	169.56	182.50	181.34	215.16	6.12%	10.11%	26.06%	34.14%
二、营业总成本	149.13	166.57	136.21	186.15	11.89%	20.12%	14.31%	39.64%
营业成本	117.15	120.77	111.17	142.30	10.91%	9.49%	18.04%	33.94%
营业税金及附加	1.03	1.09	1.32	1.60	7.07%	2.91%	28.77%	47.81%
销售费用	20.29	36.73	21.50	34.74	2.89%	78.38%	19.79%	82.59%
管理费用	17.28	9.25	9.46	9.41	231.08%	72.83%	34.93%	29.45%
财务费用	-5.42	-1.34	-7.51	-1.66	-417.77%	-197.63%	819.40%	6.63%
资产减值损失	-1.20	0.06	0.28	-0.25				
三、其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00				
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00				
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00				
四、营业利润	20.43	15.93	45.13	29.01	-22.92%	-41.14%	82.77%	7.09%
加：营业外收入	5.53	1.82	1.35	3.77				
减：营业外支出	0.00	0.00	0.00	1.00				
五、利润总额	25.96	17.75	46.48	31.78	-8.40%	-36.56%	82.70%	15.98%
减：所得税	6.31	4.75	11.59	8.47	-10.49%	-30.22%	88.72%	30.01%
六、净利润	19.64	13.00	34.89	23.31	-7.70%	-38.60%	80.79%	11.60%
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00				
归属于母公司所有者的净利润	19.64	13.00	34.89	23.31	-7.70%	-38.60%	80.79%	11.60%
每股收益	0.08	0.05	0.15	0.10	-7.70%	-38.60%	80.79%	11.60%
以上同比为相对数，以下同比为绝对数								
	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q10 同比	1Q11 同比	2Q11 同比	3Q11 同比
毛利率	30.91%	33.82%	38.70%	33.86%	-2.98%	0.38%	4.16%	0.10%
营业税金及附加率	0.61%	0.60%	0.73%	0.75%	0.01%	-0.04%	0.02%	0.07%
营业费用率	11.97%	20.12%	11.85%	16.15%	-0.38%	7.70%	-0.62%	4.28%
管理费用率	10.19%	5.07%	5.21%	4.38%	6.92%	1.84%	0.34%	-0.16%
财务费用率	-3.20%	-0.73%	-4.14%	-0.77%	-4.27%	-1.56%	-3.57%	0.20%
三项费用率	18.96%	24.46%	12.93%	19.75%	2.28%	7.98%	-3.85%	4.32%
利润率	15.31%	9.73%	25.63%	14.77%	-2.43%	-7.16%	7.95%	-2.31%
实际所得税率	24.33%	26.76%	24.94%	26.65%	-0.57%	2.43%	0.79%	2.88%
净利润率	11.58%	7.12%	19.24%	10.84%	-1.73%	-5.65%	5.82%	-2.19%
归属母公司净利润率	11.58%	7.12%	19.24%	10.84%	-1.73%	-5.65%	5.82%	-2.19%

数据来源：公司公告，湘财证券研究所

表 4 预测利润表和资产负债表

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	772	581	699	营业收入	640	895	1385	1977
现金	873	593	300	300	营业成本	428	566	879	1255
应收账款	6	13	20	29	营业税金及附加	4	6	9	13
其他应收款	0	1	2	3	营业费用	78	148	222	316
预付账款	65	67	114	158	管理费用	37	58	83	109
存货	78	97	146	210	财务费用	-6	-15	-6	8
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	0	1	1	1
非流动资产	335	730	1207	1643	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	440	864	1372	营业利润	99	131	198	276
无形资产	81	93	104	100	营业外收入	8	5	5	5
其他非流动资产	46	198	239	171	营业外支出	1	0	0	1
资产总计	1357	1502	1788	2342	利润总额	107	136	202	280
流动负债	119	175	341	730	所得税	26	34	51	70
短期借款	0	0	86	370	净利润	81	102	152	210
应付账款	26	38	57	82	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	93	137	197	278	归属母公司净利润	81	102	152	210
非流动负债	12	12	12	12	EBITDA	111	135	228	347
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.61	0.42	0.63	0.87
其他非流动负债	12	12	12	12	获利能力				
负债合计	131	187	352	742	毛利率(%)	33.10%	36.78%	36.56%	36.55%
少数股东权益	0	0	0	0	ROE(%)	6.61%	7.75%	10.57%	13.13%
股本	134	240	240	240	ROIC(%)	19.42%	11.96%	11.67%	12.66%
资本公积	870	763	763	763	估值比率				
留存收益	223	311	432	597	P/E	56.36	44.81	30.08	21.73
归属母公司股东权益					P/B				
益	1226	1315	1436	1600		3.72	3.47	3.18	2.85
负债和股东权益	1357	1502	1788	2342	EV/EBITDA	33.35	27.34	16.22	10.64

数据来源:公司公告,湘财证券研究所

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。