

黑牛食品 (002387.SZ) 其它饮料行业

评级：买入 首次评级

公司研究简报

市场价格 (人民币): 18.99 元
 目标价格 (人民币): 25.00-30.00 元

控股权易主，公司踏上新征程

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	288.62
总市值(百万元)	8,915.04
年内股价最高最低(元)	37.68/8.80
沪深 300 指数	3749.30
深证成指	12447.38



公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.047	0.039	-0.427	0.088	0.192
每股净资产(元)	4.35	4.38	3.74	3.88	4.16
每股经营性现金流(元)	0.36	-0.01	-0.24	0.62	0.65
市盈率(倍)	169.47	386.10	-40.25	195.15	89.59
行业优化市盈率(倍)	15.48	18.32	22.44	22.44	22.44
净利润增长率(%)	-73.64%	-15.66%	N/A	N/A	117.83%
净资产收益率(%)	1.07%	0.90%	-17.12%	3.41%	6.91%
总股本(百万股)	312.97	312.97	469.46	469.46	469.46

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **黑牛食品的主营业务经营状况持续恶化**：截至 15 年 Q3，收入同比-18.26%，毛利同比-71.43%，毛利率同比下降 22.73pct。利润方面，15 年一直保持负值，前三季度已经亏损 1.59 亿元。
- **高管悉数离职**：黑牛食品原主业豆奶粉、营养麦片经营承压，加上近两年预调鸡尾酒运作不算成功。12 月 2 日，公司董事长林秀浩、董事黄树忠、何玉龙、陈茹女士辞职，朱少芬辞去证券事务代表辞职。
- **控股股东发生变化**：11 月 7 号，控股股东林秀浩（林秀浩持股 2.04 亿股，占比 43.41%）以 8.29 元/股（公司整体作价 39 亿），转让 5095 万股给西藏知合资本管理有限公司，占总股本 10.85%，转让金额 4.22 亿，同时通过表决权委托的方式间接持有 8905 万股，即知合资本拥有权益股份 1.4 亿股，占上市公司总股本 29.82%。王文学成为实际控制人。
- **多家子公司剥离**：近日，公司公开拍卖转让陕西黑牛 100% 股权、苏州黑牛 100% 股权、辽宁黑牛 100% 股权 广州黑牛、安徽黑牛部分生产设备。目前还有揭阳和部分募投项目在上市公司。
- **新控股股东实力强劲**：新控股股东王文学旗下资产众多、且其整合资源能力也很强，除了华夏幸福以外，目前仅黑牛食品一家二级市场运作平台。根据新控股股东过去资本运作经验和实业运作经验以及黑牛食品股权、管理层变化速度之快，我们认为未来新控股股东以黑牛食品为平台整合资源的可能性较大，若整合成功，黑牛食品空间较大，建议买入。

投资建议

- 考虑到新控股股东旗下资产众多、资本运作能力强，除了华夏幸福以外，目前仅黑牛食品一家二级市场运作平台，建议买入。

风险提示

后续资本运作低于预期/业绩预测存在很大不确定性

刘枝花 分析师 SAC 执业编号：S1130515060001
 (8621)61038289
 liuzh@gjzq.com.cn

黑牛食品主营业务下滑加速

原主业液态奶、豆奶粉、麦片在 2011 年前后达到收入高点，之后营收出现疲态，规模从 2011 年的 8.6 亿，下滑到 2014 年的 5.8 亿。净利润更是从 2011 年的 1 个亿下滑到 2014 年的 1228 万。

为寻找新的发展机会，公司曾在 2014 年尝试开拓预调鸡尾酒市场，但经验尚浅加上预调鸡尾酒市场本身也出现一定波动，该块业务经营不尽如人意。

2015 年黑牛食品的主营业务经营状况持续恶化，截至 15 年 Q3，收入同比-18.26%，毛利同比-71.43%，毛利率同比下降 22.73pct。利润方面，15 年一直保持负值，前三季度已经亏损 1.59 亿元。

图表 1: 黑牛食品之前主营业务

人民币百万	2010	2011	2012	2013	2014	2015H1
营业收入	640	857	763	697	583	251
产品	639	857	763	647	577	242
液态奶	95	287	326	288	228	114
豆奶粉	418	441	324	246	200	62
麦片	100	102	81	75	80	28
含酒饮料	-	-	-	-	17	22
芝麻糊	16	17	18	24	31	9
核桃粉	7	7	7	12	21	7
其他	4	2	8	3	-	0
收入增速	9.1%	34.0%	-11.0%	-8.6%	-16.3%	-2.0%
产品	9%	34%	-11%	-15%	-11%	-5%
液态奶	67%	201%	14%	-12%	-21%	-6%
豆奶粉	1%	6%	-27%	-24%	-19%	-26%
麦片	11%	3%	-21%	-7%	7%	-7%
含酒饮料						
芝麻糊	3%	6%	3%	35%	30%	-26%
核桃粉	-4%	13%	-8%	77%	75%	12%
其他	148%	-58%	428%	-67%	-100%	
毛利率(%)	33.1%	34.7%	34.3%	35.3%	39.0%	25.6%
产品	33.13%	34.71%	34.34%	37.87%	39.44%	27.34%
液态奶	37.18%	35.09%	34.32%	39.36%	40.17%	18.52%
豆奶粉	32.27%	34.24%	34.14%	35.57%	38.32%	26.61%
麦片	32.65%	35.19%	35.45%	39.69%	31.54%	28.26%
含酒饮料					76.73%	76.82%
芝麻糊	31.22%	36.31%	31.77%	36.31%	39.97%	21.20%
核桃粉	39.17%	37.64%	37.16%	45.92%	41.78%	30.57%
其他	36.15%	34.70%	35.44%	16.24%	0.00%	0.43%

来源：国金证券研究所

主业承压公司谋求转型，期间公司尝试增发做大豆多肽饮品、停牌做资产收购，均未果。终于在 2015 年 11 月 7 日，公司控股股东发生变更，公司发生实质性重大变化。

高管悉数离职

10 月 28 日，副董事长兼总经理吴迪年辞职。

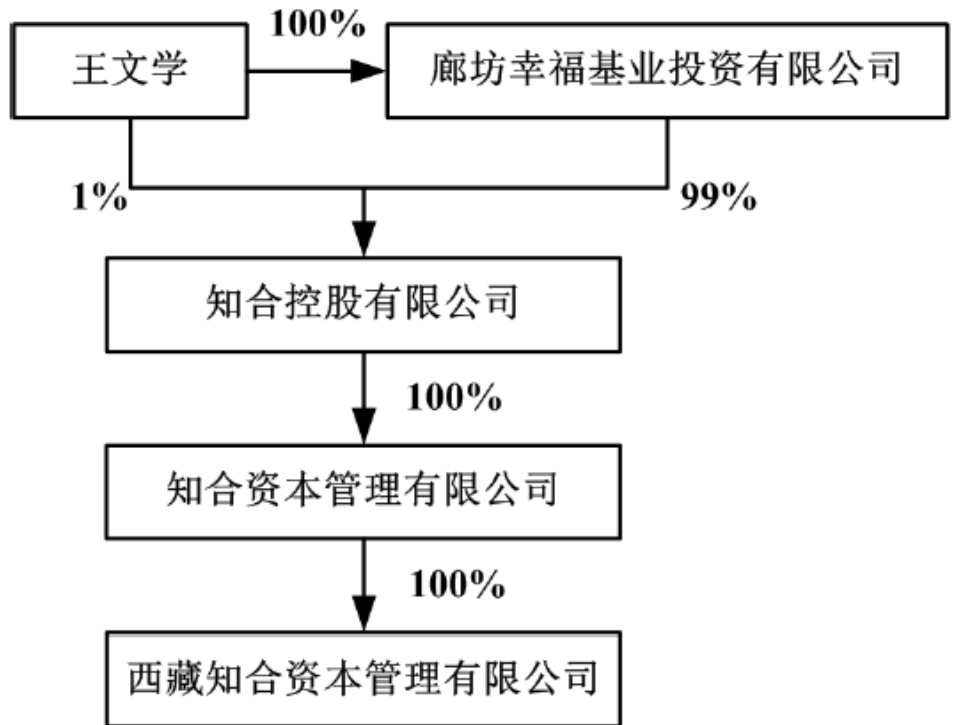
12 月 2 日，公司董事长林秀浩、董事黄树忠、何玉龙、陈茹女士辞职，朱少芬辞去证券事务代表辞职。

控股股东发生变化

11月7号，控股股东林秀浩（林秀浩持股2.04亿股，占比43.41%）以8.29元/股（公司作价39亿），转让5095万股给西藏知合资本管理有限公司，占总股本10.85%，转让金额4.22亿，同时通过表决权委托的方式间接持有8905万股，即西藏知合资本管理有限公司拥有权益股份1.4亿股，占上市公司总股本29.82%。王文学成为黑牛食品实际控制人。

西藏知合资本管理有限公司成立于2015年5月14日，注册资本5亿元，经营范围为资本管理（不含金融业务）、投资管理、管理咨询（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

图表2：新控股股东股权结构



来源：国金证券研究所、公告

多家子公司剥离

近日，公司公开拍卖转让陕西黑牛100%股权、苏州黑牛100%股权、辽宁黑牛100%股权、广州黑牛、安徽黑牛部分生产设备。目前还有揭阳和部分募投项目在上市公司。

图表 3：子公司剥离情况

被参控公司	参控关系	直接持股比例	表决权比例	被参控公司注册资本	投资额	营业收入	净利润	主营业务	是否合并报表	是否剥离
黑牛食品营销有限公司	孙公司	100.00	100.00	20,000.00	20,000.00	47,394.58	210.10	固态, 液态饮品	是	
安徽省黑牛食品工业有限公司	孙公司	100.00	100.00	15,500.00	28,930.00	16,872.15	909.22	液态饮品	是	是
黑牛食品(苏州)有限公司	孙公司	100.00	100.00	15,500.00	15,500.00	666.86	-391.58	液态饮品	是	是
陕西黑牛食品工业有限公司	孙公司	100.00	100.00	13,000.00	13,000.00	4,463.09	-2.42	固态饮品	是	是
黑牛食品(广州)有限公司	孙公司	100.00	100.00	8,000.00	8,000.00	0.00	-100.62	筹建中	是	是
揭阳市黑牛食品工业有限公司	孙公司	100.00	100.00	4,200.00	4,850.19	9,641.97	385.06	固态饮品	是	
黑牛食品(成都)有限公司	子公司			3,000.00		0.00	59.44	饮料的研发	否	
辽宁黑牛食品工业有限公司	孙公司	100.00	100.00	2,200.00	2,127.76	7,398.90	465.75	固态饮品	是	是
黑龙江黑牛农庄农产品有限公司	孙公司	100.00	100.00	1,000.00	1,000.00	996.91	11.87	农产品收购	是	
广州市达奇生物科技有限公司	孙公司		100.00	800.00		1,044.85	-12.32	液态饮品	是	
沈阳市黑牛投资有限公司	孙公司		100.00	800.00		0.00	-58.12	项目投资管理	是	
宁波达奇酒业有限公司	孙公司		100	500		647.52	230.98	项目投资管理	是	

来源：国金证券研究所、公告

管中窥豹：新控股股东王文学拥有丰富的资本运作和产业运作经验

王文学控制的核心企业达 14 家，其中有众多投资管理公司，以及两家从事智慧城市业务的公司，知合控股的投资多涉及高科技产业以及生物医药业。

图表 4：王文学控制的核心企业基本信息

序号	名称	注册资本 (万元)	控股比例 (%)	主营业务	经营范围
1	华夏幸福基业控股股份公司	105,000.00	81.50%	投资管理	对商业、制造业的投资；企业管理咨询
2	北京东方银联投资管理有限公司	2,000.00	100%	投资管理	对文化娱乐项目、教育项目的投资管理；投资咨询（中介除外）、技术开发及转让、技术培训及服务、信息咨询
3	廊坊幸福基业投资有限公司	3,000.00	100%	投资管理	投资基础设施、公用事业、产业投资招商、房地产、工业地产、物业管理、管理咨询等业务（法律、法规禁止的除外；法律、行政法规规定需取得行政许可的，未获批准前不得经营）
4	九通基业科技发展有限公司	10,000.00	100%	技术咨询	工业厂房租赁、工业厂房建设、技术咨询（法律、行政法规禁止的除外）。
5	鼎基资本管理有限公司	5,000.00	90%	投资管理	从事投融资管理及相关咨询服务。国家有专营、专项规定的按专营专项规定办理
6	华夏幸福创业投资有限公司	31,000.00	100%	投资管理	项目投资；投资与资产管理；投资咨询；企业管理咨询；经济贸易咨询
7	华夏幸福（上虞）股权投资有限公司	10,000.00	100%	投资管理	股权投资及相关咨询服务
8	华夏幸福（嘉兴）投资管理有限公司	1,000.00	100%	投资管理	投资管理、投资咨询
9	知合控股有限公司	100,000.00	100%	投资管理	投资管理、投资咨询、资产管理（证券、金融、期货、保险、贵金属等需许可的项目除外）；对高新科技产业、生物医药业的投资；新技术的开发、推广、转让、服务（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）
10	知合资本管理有限公司	10,000.00	100%	投资管理	股权投资管理、投资咨询、自有资产管理
11	知合产业投资有限公司	10,000.00	100%	投资管理	投资管理、投资咨询；资产管理；高新科技产业、生物医药业的投资；新技术的开发、推广、转让、服务（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）
12	知合金控管理有限公司	10,000.00	100%	投资管理	企业管理；投资管理、投资咨询；组织文化艺术交流（不含演出）；承办展览展示活动；会议服务；礼仪服务；技术推广服务；经济贸易咨询；电脑图文设计；翻译服务；摄影扩印服务；企业策划；影视策划；产品设计；文艺创作；计算机系统服务；软件开发；企业管理咨询；销售工艺品、花卉、首饰、日用品、文具用品、五金交电、计算机、软件及辅助设备、电子产品、通讯设备、针纺织品、机械设备、金属材料。（1、不得以公开方式募集资金；2、不得公开交易证券类产品和金融衍生品；3、不得发放贷款；4、不得向所投资企业以外的其他企业提供担保；5、不得向投资者承诺投资本金不受损失或者承诺最低收益；依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动。）
13	华夏云联科技有限公司	10,000.00	100%	慧城市相关	为科技活动提供社会化服务与管理，在政府、各类科技活动主体与市场之间提供居间服务，主要开展信息交流、技术咨询、技术孵化、技术评估和科技鉴证等活动；技术开发及转让、技术服务；计算机系统的设计、集成、安装、调试和管理；数据处理和存储服务；销售：电子设备、建筑材料、文化用品、计算机软件及外围设备、工艺品；维修仪器仪表；工程测绘服务（凭资质证经营）；工程技术咨询（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）
14	华夏云联智慧城市有限公司	10,000.00	100%	慧城市相关	技术开发及转让、技术服务；计算机系统的设计、集成、安装、调试和管理；数据处理和存储服务；销售：电子设备、建筑材料（砂石料除外）、文化用品、计算机软件及外围设备、工艺品；维修仪器仪表；工程测绘；工程技术咨询（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

来源：国金证券研究所、公告

王总拥有非常丰富的资本运作经验：

2009年，华夏幸福借壳 ST 国祥登陆 A 股市场，上市公司收入从 2009 年的 1.8 亿增长至 2014 年的 269 亿，净利润从 746 万增长至 38 亿，5 年多时间不考虑分红，从借壳估值 10 亿到目前 719 亿，股价涨了 70 多倍。

王总拥有非常丰富的产业运作经验：

华夏幸福创立于 1998 年，公司独创的固安模式是类 PPP 模式的最佳范本，解决了传统园区开发的资金和招商的瓶颈，实现了政府与企业的双赢。

华夏幸福目前有近 1800 平方公里委托开发区域面积，其中环北京占比超过 90%。公司已经不是简单的产业园区建设者，而是万科模式+招商模式+张江高科孵化基地模式三种模式的有机结合，发展空间依然巨大。

公司是京津冀一体化最受益企业，从公司发展史来看，王总总能积极响应国家号召，结合企业实际情况，将企业发展与国家战略有机结合协调发展。

根据新控股股东过去资本运作经验和实业运作经验以及黑牛食品股权、管理层变化速度之快，我们认为未来新控股股东以黑牛食品为平台整合资源的可能性较大，若整合成功，黑牛食品空间较大，建议买入。

图表 5: 三表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	763	697	583	561	597	702
增长率		-8.6%	-16.3%	-3.9%	6.4%	17.7%
主营业务成本	-501	-451	-356	-476	-371	-428
% 销售收入	65.7%	64.7%	61.0%	84.9%	62.1%	61.0%
毛利	262	246	228	85	226	274
% 销售收入	34.3%	35.3%	39.0%	15.1%	37.9%	39.0%
营业税金及附加	-4	-5	-6	-4	-5	-6
% 销售收入	0.6%	0.7%	1.1%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-140	-154	-137	-169	-95	-91
% 销售收入	18.4%	22.1%	23.4%	30.1%	16.0%	13.0%
管理费用	-54	-62	-71	-95	-60	-56
% 销售收入	7.0%	8.8%	12.2%	17.0%	10.0%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	64	25	14	-184	66	121
% 销售收入	8.4%	3.6%	2.3%	n.a	11.1%	17.2%
财务费用	7	-11	-20	-16	-11	-14
% 销售收入	-0.9%	1.6%	3.4%	2.8%	1.8%	2.0%
资产减值损失	0	-1	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	70	13	-8	-199	55	107
营业利润率	9.2%	1.9%	n.a	n.a	9.3%	15.2%
营业外收支	3	10	23	3	3	3
税前利润	73	23	15	-196	58	110
利润率	9.6%	3.3%	2.5%	n.a	9.8%	15.6%
所得税	-18	-8	-2	10	-3	-5
所得税率	24.7%	36.3%	16.9%	n.a	5.0%	5.0%
净利润	55	15	12	-187	55	104
少数股东损益	0	0	0	14	14	14
归属于母公司的净利润	55	15	12	-201	41	90
净利率	7.2%	2.1%	2.1%	n.a	6.9%	12.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	55	15	12	-187	55	104
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	33	43	50	117	115	115
非经营收益	0	14	78	19	13	21
营运资金变动	-73	41	-142	-25	10	-37
经营活动现金净流	15	112	-2	-75	194	203
资本开支	-245	-314	-705	-114	-127	-127
投资	0	0	12	-20	0	0
其他	0	0	219	0	0	0
投资活动现金净流	-245	-314	-475	-134	-127	-127
股权募资	12	0	0	0	0	0
债权募资	100	167	243	176	82	21
其他	-25	-19	-26	-19	-16	-24
筹资活动现金净流	87	148	217	156	65	-3
现金净流量	-143	-54	-260	-52	132	73

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	466	412	152	100	232	305
应收款项	12	40	66	77	83	100
存货	174	155	132	130	112	141
其他流动资产	97	108	124	130	111	121
流动资产	749	716	474	437	538	667
% 总资产	47.4%	39.8%	21.8%	20.3%	23.7%	27.6%
长期投资	0	0	0	20	20	20
固定资产	626	859	882	951	1,013	1,068
% 总资产	39.6%	47.7%	40.5%	44.1%	44.6%	44.2%
无形资产	126	206	410	354	306	266
非流动资产	831	1,084	1,701	1,718	1,733	1,748
% 总资产	52.6%	60.2%	78.2%	79.7%	76.3%	72.4%
资产总计	1,580	1,799	2,176	2,155	2,270	2,415
短期借款	100	0	186	499	580	600
应付款项	99	133	118	118	98	113
其他流动负债	9	29	37	28	26	30
流动负债	208	162	341	644	704	743
长期贷款	0	0	58	58	58	59
其他长期负债	9	275	405	268	268	268
负债	217	437	804	969	1,029	1,070
普通股股东权益	1,363	1,363	1,372	1,171	1,213	1,303
少数股东权益	0	0	0	14	28	42
负债股东权益合计	1,580	1,799	2,176	2,155	2,270	2,415

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	0.176	0.047	0.039	-0.427	0.088	0.192
每股净资产	4.337	4.354	4.384	3.743	3.875	4.163
每股经营现金净流	0.048	0.358	-0.007	-0.239	0.619	0.649
每股股利	0.000	0.100	0.100	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	4.05%	1.07%	0.90%	-17.12%	3.41%	6.91%
总资产收益率	3.50%	0.81%	0.56%	-9.31%	1.82%	3.73%
投入资本收益率	3.28%	0.98%	0.60%	-8.69%	2.93%	5.05%
增长率						
主营业务收入增长率	-11.00%	-8.61%	-16.33%	-3.90%	6.43%	17.66%
EBIT增长率	-45.02%	-60.77%	-45.74%	-1455.27%	-135.99%	82.59%
净利润增长率	-46.24%	-73.64%	-15.66%	N/A	N/A	117.83%
总资产增长率	9.40%	13.87%	20.92%	-0.96%	5.36%	6.35%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.1	6.2	19.3	35.0	36.0	37.0
存货周转天数	111.2	133.0	147.2	100.0	110.0	120.0
应付账款周转天数	43.3	52.6	76.2	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	253.4	360.5	425.2	474.4	471.3	418.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-26.86%	-10.61%	26.18%	61.09%	54.30%	46.20%
EBIT利息保障倍数	-9.1	2.2	0.7	-11.8	6.1	8.5
资产负债率	13.73%	24.26%	36.94%	44.98%	45.35%	44.30%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD