

2016-9-13


公司报告(点评报告)


 评级 **买入** 维持

玉龙股份 (601028)

从黑牛定增看玉龙转型


分析师 王鹤涛


 (8621)68751760

 wanght1@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490512070002


分析师 肖勇


 (8621)68751760

 xiaoyong3@cjsc.com.cn

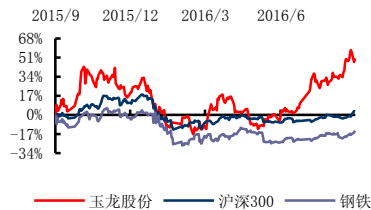
执业证书编号: S0490516080003

联系人 赵超

 (8621)68751760

 zhaochao1@cjsc.com.cn

市场表现对比图(近12个月)



资料来源: Wind

相关研究

《需求低迷制约主业, 转型步伐或将加快》

2016-8-30

《董事会换届提前, 转型预期或加速兑现》

2016-8-4

《上半年业绩有所下降, 转型步伐或将提速》

2016-7-30

■ 事件描述

黑牛食品公布非公开发行股票预案, 拟以发行底价 16.70 元/股, 发行股票不超过 10.78 亿股, 募集资金总额不超过 180 亿元, 进军 OLED (有机发光显示器件) 产业。

■ 事件评论

黑牛食品前车之鉴——拟定增募资 180 亿元投资 OLED 产业: 去年 11 月 6 日, 王文学实际控制的知合资本便以股份协议转让和表决权委托方式, 成为拥有黑牛食品单一表决权的最大股东 (与玉龙股份股权结构变动情况类似)。此后, 黑牛食品连续置出原有食品主业相关资产, 又于今年 6 月初出资 4000 万元设立两家全资子公司, 云谷固安和霸州云谷, 从事软件和信息服务业, 为未来转型铺路。在本次定增前, 王文学通过西藏知合 (知合资本控股) 控制黑牛食品 29.82% 的股份; 发行完成后, 根据西藏知合和昆山国创分别认购 50 亿元和 30 亿元计算, 西藏知合将持有黑牛食品 28.40% 股份, 仍为控股股东, 同时王文学仍为黑牛食品实际控制人, 而昆山国创则预计持有 11.61% 股份。

此次黑牛食品拟定增募资 180 亿元投资 OLED 产业, 预示着此前一系列运作为转型铺路的目标即将达成, 未来非公开发行完成及募集资金投资项目实施完毕后, 国显光电将成为黑牛食品的间接控股子公司, 第 5.5 代线及第 6 代线 AMOLED 项目将投建并生产, 黑牛食品将形成电子元器件、信息服务等产业体系, 新兴成长空间有望逐步打开。

玉龙股份后事之师——转型预期再度强化: 今年 7 月中旬, 王文学实际控制的知合科技, 以类似方式成为玉龙股份拥有最多表决权的单一最大股东, 王文学也因而成为公司实际控制人。至此以来, 公司动作亦十分频繁, 8 月初, 公司提前进行董事会换届选举, 8 月 30 日设立两家子公司用以管道、管件产品的研发、生产和销售。基于相似的运作路径以及相同的实际控制人背景, 黑牛食品此次战略转型将再度强化公司转型预期, 公司自身基本面也具有一定转型倾向: 1) 与黑牛食品类似, 公司传统钢管主业业绩近年来缺乏向上弹性, 今年上半年公司盈利同比下降 68.07%, 降幅明显; 2) 今日公司发布公告计提资产减值准备, 将影响当期净利润-3.03 亿元, 全年业绩大概率以亏损收官。因此, 公司作为王文学旗下第三家上市平台, 在黑牛食品战略转型之后, 预计其运作重心也将转移至公司身上, 王文学旗下的众多资产也为公司后续运作打开想象空间。

预计公司 2016、2017 年 EPS 分别为-0.22 元、0.13 元, 维持“买入”评级。

黑牛食品：定增新建 OLED 产线，战略转型进入实质性阶段

定增背景

在重大资产出售前，黑牛食品主要从事大豆及谷类等植物蛋白饮品的研发、生产和销售，属于食品饮料行业中的软饮料行业。近年来受食品饮料行业整体趋势影响，2015 年公司业绩较同期有较大幅度下滑。同时，就公司层面而言，黑牛食品产品结构相对老化，未能充分发挥品牌与渠道优势，产品竞争力有所下降，原有及新推出产品未能有效激发市场购买需求，销量下降。

针对该等行业发展及经营的不利因素，黑牛食品对食品饮料业务进行剥离，2015 年陆续处置陕西黑牛、苏州黑牛、辽宁黑牛以及广州达奇的股权以及广州黑牛、安徽黑牛的部分设备；2016 年，公司将黑牛实业 100%股权、揭阳黑牛 100%股权、安徽黑牛 100%股权、广州黑牛 100%股权、黑牛营销 100%股权对外出售。同时，黑牛食品亦积极探索业务转型方向，力求通过进军新兴产业领域，打造新的盈利增长点。本次定增就是转型落地举措之一。

定增方案

本次发行的发行底价为 16.70 元/股，发行股票不超过 10.78 亿股，募集资金总额为不超过 180 亿元（含 180 亿元）。

本次非公开发行前，西藏知合持有黑牛食品 29.82%股份、为黑牛食品的控股股东，王文学通过西藏知合控制黑牛食品 29.82%的股份，为黑牛食品的实际控制人。

本次非公开发行后，黑牛食品股东结构将发生变化，预计增加不超过 10.78 亿股有限售条件流通股（具体数额将在取得中国证监会发行核准批文后根据最终发行价格确定）。

其中，西藏知合和昆山国创分别拟认购 50 亿元和 30 亿元。

表 1：非公开发行完成后，西藏知合将持有黑牛食品 28.40%的股份

股东名称	本次发行前		增发股份（亿股）	本次发行后	
	数量（亿股）	比例		数量（亿股）	比例
西藏知合	1.40	29.82%	2.99	4.39	28.40%
昆山国创	-	-	1.80	1.80	11.61%
其他股东	3.29	70.18%	5.99	9.28	59.99%
合计	4.69	100.00%	10.78	15.47	100.00%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 2：黑牛食品定增募集资金拟建投 AMOLED 项目

序号	项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金（亿元）
1	合资设立江苏维信诺并投资第5.5代有源矩阵有机发光显示器件（AMOLED）扩产项目	45.31	32

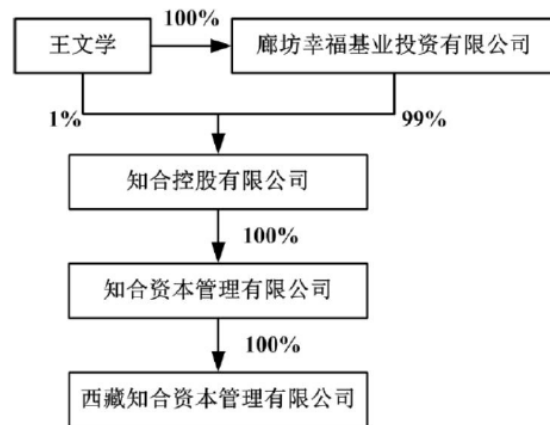
2	第6代有源矩阵有机发光显示器件 (AMOLED) 面板生产线项目	262.14	140
3	第6代有源矩阵有机发光显示器件 (AMOLED) 模组生产线项目	18.69	8
合计		326.14	180

资料来源：公司公告，长江证券研究所

定增对象

黑牛食品本次非公开发行的发行对象为西藏知合、昆山国创及其他投资者。

图 1：王文学为西藏知合的控股股东



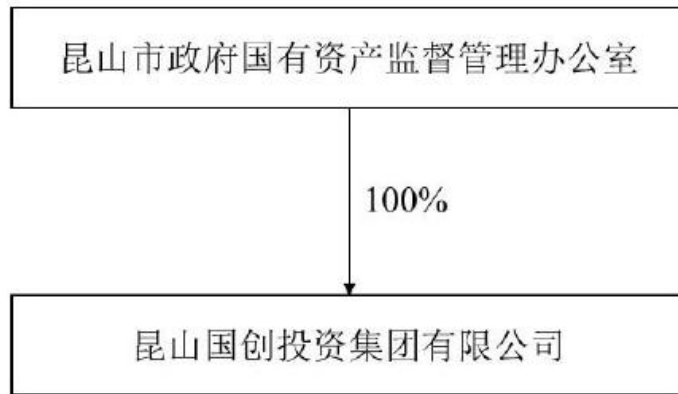
资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 3：西藏知合资本最近一年主要财务数据

项目	2015年12月31日
总资产	11.65
总负债	11.43
所有者权益	0.22
项目	2015年
营业收入	-
营业利润	-0.08
净利润	-0.08

资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 2：昆山市国有资产监督管理委员会是昆山国创的控股股东



资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 4：昆山国投最近一年主要财务数据

项目	2015年12月31日
总资产	648.21
总负债	436.31
所有者权益	211.90
项目	2015年
营业收入	47.26
营业利润	-0.49

资料来源：公司公告，长江证券研究所

玉龙股份转型预期再度强化

今年7月中旬，王文学实际控制的知合科技，以类似方式成为玉龙股份拥有最多表决权的单一大股东，王文学也因而成为公司实际控制人。至此以来，公司动作亦十分频繁，8月初，公司提前进行董事会换届选举，8月30日设立两家子公司用以管道、管件产品的研发、生产和销售。基于相似的运作路径以及相同的实际控制人背景，黑牛食品此次战略转型将再度强化公司转型预期，公司自身基本面也具有一定转型倾向：1) 与黑牛食品类似，公司传统钢管主业业绩近年来缺乏向上弹性，今年上半年公司盈利同比下降68.07%，降幅明显；2) 今日公司发布公告计提资产减值准备，将影响当期净利润-3.03亿元，全年业绩大概率以亏损收官。因此，公司作为王文学旗下第三家上市平台，在黑牛食品战略转型之后，其运作重心也将转移至公司身上，王文学旗下的众多资产也为公司后续运作打开想象空间。

维持“买入”评级

预计公司2016、2017年的EPS分别为-0.22元、0.13元，维持“买入”评级。

风险提示：

- 1、市场出现系统性风险；
- 2、钢铁行业需求出现超预期波动。

主要财务指标

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2227	1963	3612	4804
增长率(%)	-14%	-12%	84%	33%
归属母公司所有者净利润(百万元)	130.2	-175.7	103.0	130.5
增长率(%)	12%	-235%	159%	27%
每股收益(元)	0.166	-0.223	0.131	0.166
净资产收益率(%)	5.0%	-7.1%	4.0%	4.9%
每股经营现金流(元)	0.32			

财务报表及指标预测

利润表(百万元)					资产负债表(百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2227	1963	3612	4804	货币资金	647	420	542	721
营业成本	1834	1625	3035	4008	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	393	338	577	795	应收账款	422	372	685	911
%营业收入	17.6%	17.2%	16.0%	16.6%	存货	499	415	798	1063
营业税金及附加	9	8	14	19	预付账款	141	125	233	308
%营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	310	273	502	668
销售费用	102	90	166	221	流动资产合计	2133	1706	2946	3917
%营业收入	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	162	143	263	350	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	长期股权投资	9	9	9	9
财务费用	-10	5	20	57	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	-0.4%	0.2%	0.6%	1.2%	固定资产合计	865	1071	1175	1176
资产减值损失	6	310	0	0	无形资产	219	208	197	188
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	5	5	5	5
投资收益	9	0	0	0	递延所得税资产	22	46	0	0
营业利润	133	-217	114	149	其他非流动资产	7	7	7	7
%营业收入	6.0%	-11.1%	3.1%	3.1%	资产总计	3259	3051	4340	5302
营业外收支	14	10	8	5	短期贷款	287	0	970	1667
利润总额	146	-207	122	154	应付款项	197	174	326	430
%营业收入	6.6%	-10.6%	3.4%	3.2%	预收账款	77	68	125	167
所得税费用	18	-31	18	23	应付职工薪酬	5	5	8	11
净利润	129	-176	103	131	应交税费	7	-6	9	11
归属于母公司所有者的净利润	130.2	-175.7	103.0	130.5	其他流动负债	4	4	7	9
少数股东损益	-2	-1	0	0	流动负债合计	577	244	1445	2295
EPS(元/股)	0.17	-0.22	0.13	0.17	长期借款	0	0	0	0
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	8	0	0	0
					其他非流动负债	15	15	15	15
					负债合计	601	259	1460	2310
					归属于母公司	2629	2480	2567	2678
					少数股东权益	30	29	29	30
					股东权益	2659	2509	2597	2708
					负债及股东权益	3259	2768	4057	5019
					基本指标				
						2015A	2016E	2017E	2018E
					EPS	0.166	-0.223	0.131	0.166
					BVPS	3.34	3.15	3.27	3.41
					PE	63.88	-47.34	80.73	63.72
					PEG	811.56	-601.52	1025.76	809.65
					PB	3.16	3.35	3.24	3.11
					EV/EBITDA	34.27	-89.38	31.74	25.52
					ROE	5.0%	-7.1%	4.0%	4.9%

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好：	相对表现优于市场
中性：	相对表现与市场持平
看淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对大盘涨幅大于 10%
增持：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼 (200122)
电话：021-68751100 传真：021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)
传真：027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室 (100032)
传真：021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼 (518000)
传真：0755-82750808, 0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。