

南方食品 (000716.SZ)

其它食品行业

评级: 增持 维持评级

公司研究

市价(人民币): 10.41元
目标(人民币): 12.35-14.51元

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)	171.10
总市值(百万元)	1,855.68
年内股价最高最低(元)	10.90/6.40
沪深300指数	2901.22
深证成指	11568.17



赵晓媛 联系人
(8621)61038227
zhaoxy@gjzq.com.cn

陈钢 分析师 SAC 执业编号: S1130511030031
(8621)61038215
cheng@gjzq.com.cn

肖喆 联系人
(8621)61038276
xiaozhe@gjzq.com.cn

钟凯锋 联系人
(8621)60870959
zhongkf@gjzq.com.cn

现金增持显信心, 品牌力 + 产品力打造高成长

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	-0.094	0.069	0.242	0.386	0.578
每股净资产(元)	1.65	1.72	3.29	3.67	4.25
每股经营性现金流(元)	0.06	0.14	0.58	0.54	0.78
市盈率(倍)	-143.94	138.78	43.58	27.36	18.25
行业优化市盈率(倍)	451.33	168.40	211.09	211.09	211.09
净利润增长率(%)	165.43%	N/A	384.47%	59.28%	49.92%
净资产收益率(%)	-5.69%	4.01%	7.36%	10.50%	13.60%
总股本(百万股)	178.26	178.26	246.00	246.00	246.00

来源: 公司年报、国金证券研究所注: 上表股本假设了定增完成后的情况

投资逻辑

- **业绩基础: 品牌力强, 毛利率高, 细分行业龙头发展潜力大。**黑芝麻糊目前销售规模 5.4 亿, 已成为成熟产品, 经营历史长, “南方”品牌深入人心。公司糊类产品毛利率在 38-45%, 反应了两个问题, 一是强品牌力使消费者愿意付出更高溢价, 二是作为细分市场龙头, 产品有定价权从而享有更高毛利率。我们认为, 在快销品中拥有特色+品牌禀赋的企业并不多见, 有潜力打造高成长。
- **存量业务: 产品聚焦及渠道下沉保障传统袋装黑芝麻糊 20-30%的增长。**2010-2011, 随着对黑芝麻产品聚焦, 黑芝麻糊开始进行渠道下沉, 扩大片区、增加销售人员、改革销售管理体系, 使 2010-2011 年糊类产品的增长分别达到 30.75%和 31.44%。我们认为, 随着公司渠道下沉(今年开发 1200 个县级经销/分销商)、对行业零散企业的整合, 以及公司重新将精力回归经营, 未来传统袋装黑芝麻糊有望保持 20-30%的成长。
- **增量业务: 爱心杯(杯装冲调黑芝麻饮品)和黑芝麻露成为推动下一轮增长。**传统黑芝麻糊产品需要冲调, 消费地点多在家, 消费人群多集中在中老年和儿童, 爱心杯和黑芝麻露的推出, 使得黑芝麻糊得以开拓家庭之外的其他消费场所, 同时使消费人群扩大到工作学习节奏快、营养健康要求高的中青年。我们预计, 借助南方品牌、通过对渠道的精心维护, 以及公司专业做黑芝麻产品所形成的产品力, 这两款产品会分别在 2013 和 2014 年达到一定体量并进入加速增长期, 推动南方食品的下一轮增长。
- **促发事件: 消耗公司利润的历史遗留问题基本解决, 大股东现金认购公司增发股份显信心。**南方黑芝麻糊在历史上有 25 年的历史, 于 2004 年通过重组国有企业广西斯壮实现借壳上市。壳公司中存在很多历史遗留问题, 每年支出平均计 3000-4000 万。2012 年, 除南管公司仍要计提部分坏账外, 公司基本解决了大部分历史遗留问题。本次定向增发 6774 万股(6.65 元/股)的认购对象为公司控股股东和董事长, 各方均为现金认购, 发行后总股份 2.46 亿, 融资总额 4.5 亿, 因以现金入股, 证监会批准概率高。

投资建议和估值

- 预计 2012E-2014E 年收入分别达到 8.71 亿、11.80 亿、17.05 亿, 净利润 5955 万、9485 万和 1.42 亿, EPS 达到 0.242、0.386 和 0.578 元。目标价 12.35~13.51 元人民币, 相当于 (32x~35x) 2013E PE, 买入评级。

风险

- 宏观经济下行, 定增的审批风险

内容目录

投资要点与盈利预测	4
投资要点	4
盈利预测和估值.....	4
一、黑芝麻糊销售稳定增长，高毛利反应“南方”品牌价值.....	6
黑芝麻糊产品是当前主要产品，主营产品占比提升迅速	6
相对稳定增长由黑芝麻糊销售推动，其中 2010/2011 源于糊类的渠道深化 ..	6
公司主营产品毛利率一直较高，反应经典“南方”品牌力强	6
二、产品聚焦及渠道下沉保障传统黑芝麻糊 20-30%的增长	7
聚焦黑芝麻产业打造专业性，黑芝麻糊行业还有增长和整合空间	7
依托“南方品牌”，黑芝麻糊单品创造稳定的价链，渠道下沉支持未来成长	8
三、整合集团新品平台江西南方，新产品指向“新市场”驱动增长 ..	8
爱心杯与黑芝麻露是未来重点成长产品，以净资产作价整合江西新品	8
新品推广路径明晰，预计 2013-2014 年进入收入爆发期.....	9
从上游开始着手，未来看黑芝麻大产业计划	10
四、历史包袱逐步解决，大股东现金认购增发股票提升持股比例... ..	10
大股东和实际控制人现金认购所增发股票，持股比例进一步提升	10
消耗利润的历史包袱基本解决，未来净利率将趋于正常化.....	11
盈利预测和估值.....	11
附录：三张报表预测摘要	12

图表目录

图表 1: 南方食品 WACC 的价值，相当于每股 18.77 元.....	4
图表 2: 公司收入和利润预测如下	5
图表 3: 黑芝麻价格大幅下降带来成本弹性（2012）	5
图表 4: 公司销售收入分项预测（2011-2014E）	5
图表 5: 公司食品类占比稳步提升，其中糊类产品是主要产品（2006-2011） ..	6
图表 6: 成长性好，2010/2011 的成长由糊类食品主业推动（2006-2011） ...	6
图表 7: 公司糊类的毛利率水平（2006-2011）	7
图表 8: 公司毛利率在食品行业位于高位（2007-2011）	7
图表 9: 经典广告翻新版，南方品牌深入人心	7
图表 10: 公司糊类产品增长的稳定性强（2007-2011）	8
图表 11: 片区重新划分，管理框架更清晰	8
图表 12: 公司的渠道下沉是一整套体系的配合	8
图表 13: 爱心杯的情景广告，2011 销售~6400 万	9

图表 14: 芝麻露开芝麻饮料先河, 2011 销售~1800 万.....	9
图表 15: 公司产品定位高端, 定价高于其他同类产品 (单位: 元/件)	9
图表 16: 对公司新品爱心杯和黑芝麻露的预测 (2011-2014E)	10
图表 17: 黑五类集团由李氏家族和董事长控制.....	11
图表 18: 增发前总股本 1.78 亿, 增发后总股本 2.46 亿	11
图表 19: 食品企业销售费用率, 南方在 20-24% 的高位.....	11
图表 20: 南方作为细分行业龙头正常净利应在 8-10%.....	11

投资要点与盈利预测

投资要点

业绩基础——品牌力强，毛利率高，细分行业龙头发展潜力大。黑芝麻糊目前销售规模 5.4 亿，已成为成熟产品，经营历史长，“南方”品牌深入人心。公司糊类产品毛利率在 38-45%，反应两个问题，一是强品牌力使消费者愿意付更高溢价，二是作为细分市场龙头，产品有定价权从而享有更高毛利率。我们认为，在快销品中拥有特色+品牌禀赋的企业并不多见，有潜力打造高成长。

促发事件——消耗公司利润的历史遗留问题基本解决，大股东现金认购公司增发股份显信心。南方黑芝麻糊在历史上有 25 年的历史，于 2004 年通过重组国有企业广西斯壮实现借壳上市。壳公司中存在很多历史遗留问题，包括平安家园赔偿金、农行 500 万美元贷款的还本付息、县员工工资奖金，及原来老项目的维修，每年支出共计 4000-5000 万。2012 年，除南管公司仍要计提部分坏账外，公司基本解决了大部分历史遗留问题。本次增发 6774 万股（6.65 元/股）的认购对象为公司控股股东黑五类集团、黑五类集团实际控制人李氏家族 3 名成员，以及黑五类集团第一大股东兼上市公司董事长韦清文。各方均为现金认购，发行后总股份 2.46 亿，融资总额 4.5 亿。

存量业务——产品聚焦及渠道下沉保障传统袋装黑芝麻糊 20-30% 的增长（2011 年糊类产品销售规模 5.4 亿）。2010 年以前，母公司的策略是做大品牌策略，旗下涉米糊等多种产品，2010 年后，母公司和南方食品重新聚焦黑芝麻产品，同时增加多种产品口味及包装，更推出礼盒装产品。2010-2011，随着对黑芝麻产品聚焦，黑芝麻糊开始进行渠道下沉，扩大片区、增加销售人员、改革销售管理体系，使 2010-2011 年糊类产品的增长分别达到 30.75% 和 31.44%。我们认为，随着公司渠道下沉（今年开发 1200 个县级经销/分销商）、对行业零散企业的整合，以及公司重新将精力回归经营，未来传统袋装黑芝麻糊有望保持 20-30% 的成长。

增量业务——爱心杯（杯装冲调黑芝麻饮品）和黑芝麻露成为推动下一轮增长（2011 年新品销售规模 9700 万）。传统黑芝麻糊产品需要冲调，消费地点多在家庭，消费人群多集中在中老年和儿童，爱心杯和黑芝麻露的推出，使得黑芝麻糊得以开拓家庭之外的其他消费场所，同时使消费人群扩大到工作学习节奏快、营养健康要求高的中青年人。王力宏代言的爱心杯和黑芝麻露产品于 2011 年上半年和下半年分别推出，当年销售收入分别达到 6400 万和 1800 万。我们预计，借助南方品牌、对渠道的精心维护，以及公司专业做黑芝麻产品所形成的产品力，这两款产品会分别在 2013 和 2014 年达到一定体量并进入加速增长期，推动南方食品的下一轮增长。

盈利预测和估值

预计 2012E-2014E 年收入上的主要看点是老品的稳定增长和新品进入高速增长。在利润上的主要看点，是公司历史遗留包袱的解决。预计收入分别达到 8.71 亿、11.8 亿、17.04 亿，同比增长 49.76%、35.53% 和 44.35%，净利润分别 5955 万、9485 万和 1.42 亿，同比增长 384.47%、59.28% 和 49.92%，净利率 6.8%、8.0% 和 8.3%，EPS 达到 0.242、0.386 和 0.578 元。目标价 12.35~13.51 元人民币，相当于（32x~35x）2013E PE，买入评级。

图表1：南方食品 WACC 的价值，相当于每股 18.77 元

每股价值	18.77	TV 增长率	4.0%
企业值	3,585.20	WACC	11.65%
股票价值	3,346.58	债务	259.58
		投资	9.73
		少数股东权益	-20.97

会计年度截止日：12/31	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	TV	合计
FCF	-11.91	108.46	164.92	137.10	210.81	251.14	299.46	357.38	426.80	536.02	7,283.22	9,763.39
PV(FCF)	-10.67	87.00	118.48	88.21	121.48	129.62	138.43	147.96	158.25	178.01	2,418.69	3,575.46

来源：国金证券研究所注：假设资产注入完成、增发完成

图表2: 公司收入和利润预测如下

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	341	422	582	871	1,180	1,704
增长率	0	23.7%	37.9%	49.8%	35.5%	44.3%
主营业务成本	-194	-257	-358	-520	-705	-1,016
%销售收入	56.8%	60.9%	61.5%	59.7%	59.7%	59.7%
毛利	147	165	224	351	475	687
%销售收入	43.24%	39.06%	38.47%	40.28%	40.26%	40.34%
营业费用	-72	-87	-137	-209	-283	-409
%销售收入	21.2%	20.7%	23.6%	24.0%	24.0%	24.0%
管理费用	-38	-53	-37	-53	-70	-99
%销售收入	11.0%	12.6%	6.4%	6.1%	5.9%	5.8%
息税前利润 (EBIT)	35	21	44	81	112	165
%销售收入	10.2%	5.0%	7.5%	9.3%	9.5%	9.7%
财务费用	-19	-18	-19	-3	2	5
%销售收入	5.4%	4.2%	3.3%	0.4%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	-9	-22	-13	0	0	0
营业利润	8	-19	12	78	115	170
营业利润率	2.2%	n.a	2.0%	9.0%	9.7%	10.0%
营业外收支	-12	17	-6	-8	-3	-3
税前利润	-4	-1	6	70	112	167
利润率	n.a	n.a	1.0%	8.0%	9.5%	9.8%
所得税	-2	-23	2	-11	-17	-25
所得税率	n.a	n.a	-35.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	-6.3	-24.9	8.0	59.6	94.9	142.2
少数股东损益	0	-8	-4	0	0	0
归属于母公司的净利润	-6	-17	12	60	95	142
净利率	n.a	n.a	2.1%	6.8%	8.0%	8.3%

来源: 国金证券研究所注: 假设资产注入完成、增发完成

公司收入预测和成本弹性分项如下:

图表3: 黑芝麻价格大幅下降带来成本弹性 (2012)



公司黑芝麻的成本弹性: 4.79%-6.38% (按照下述同比变动数)

2011年全年黑芝麻均价: 15370元/吨

2012年迄今黑芝麻均价: 11275元/吨

同比变动: -26.6%

假设, 黑芝麻占销货成本的30-40%

注: 公司也进口黑芝麻, 预计批量采购成本较国内市场波动性小

来源: 国金证券研究所注: 2012E-2014E 假设成功从集团收购江西公司

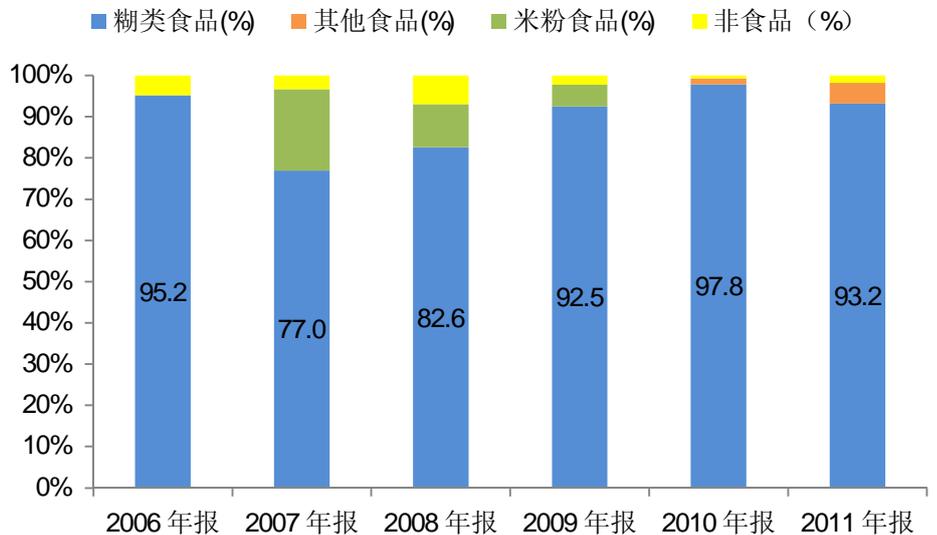
图表4: 公司销售收入分项预测 (2011-2014E)

项目	2011	2012E	2013E	2014E
袋装黑芝麻糊				
销售收入 (百万元)	542.12	670.93	842.32	1,057.49
增长率 (YOY)	31.44%	23.76%	25.55%	25.55%
毛利率	38.81%	41.00%	41.00%	41.00%
占总销售额比重	79.89%	77.04%	71.36%	62.07%
占主营业务利润比重	77.64%	78.43%	72.68%	63.08%
爱心杯				
销售收入 (百万元)	64.00	120.07	192.12	307.38
增长率 (YOY)		87.61%	60.00%	60.00%
毛利率	41.00%	42.00%	42.00%	42.00%
占总销售额比重	11.80%	13.79%	16.28%	18.04%
占主营业务利润比重	12.05%	14.38%	16.98%	18.78%
黑芝麻露				
销售收入 (百万元)	18.00	25.50	76.50	229.50
增长率 (YOY)		50.00%	200.00%	200.00%
毛利率	32.00%	35.00%	37.00%	40.00%
占总销售额比重	2.51%	2.93%	6.48%	13.47%
占主营业务利润比重	3.76%	2.54%	5.96%	13.36%
其他				
销售收入 (百万元)	39.40	0.27	54.40	69.40
增长率 (YOY)		332.00%	38.07%	27.57%
毛利率	45.00%	31.25%	30.00%	30.00%
占总销售额比重	5.81%	0.00%	6.25%	5.88%
占主营业务利润比重	6.54%	0.00%	4.65%	4.38%

一、黑芝麻糊销售稳定增长，高毛利反应“南方”品牌价值

黑芝麻糊产品是当前主要产品，主营产品占比提升迅速

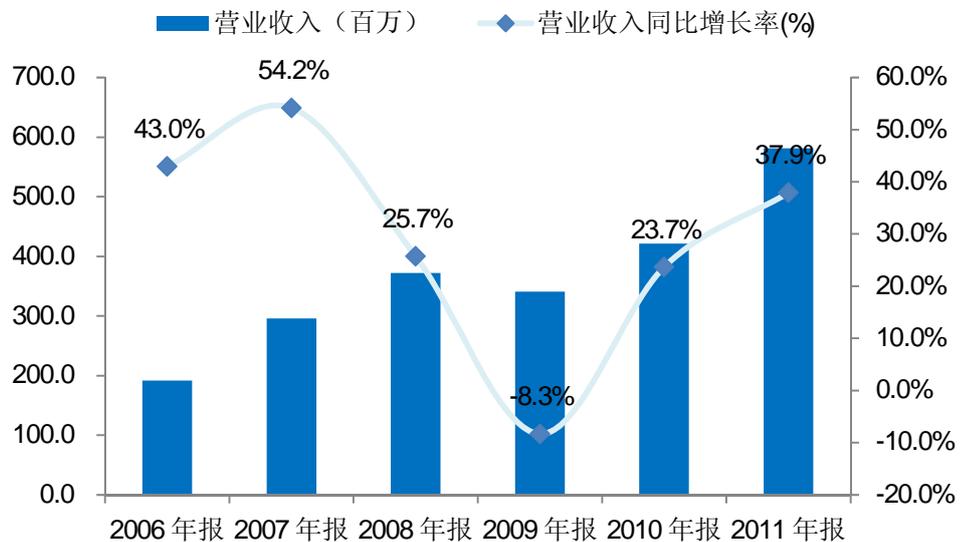
图表5: 公司食品类占比稳步提升，其中糊类产品是主要产品 (2006-2011)



来源: 国金证券研究所, 年报数据

相对稳定增长由黑芝麻糊销售推动，其中 2010/2011 源于糊类的渠道深化

图表6: 成长性好，2010/2011 的成长由糊类食品主业推动 (2006-2011)



来源: 国金证券研究所, 年报数据

公司主营产品毛利率一直较高，反应经典“南方”品牌力强

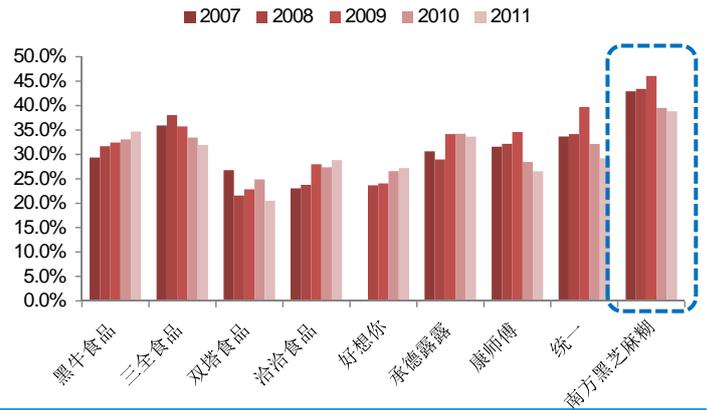
- **细分市场龙头，既是健康营养又是特别口味，毛利率高于其他食品企业。** 公司是专业生产黑芝麻糊的企业，有二十多年的历史，上世纪 90 年代南方黑芝麻糊的经典广告深入人心。
- **黑芝麻保健概念突出。** 近几年黑芝麻洗发水、黑芝麻保健酒的概念崛起，黑芝麻保健概念已被消费者接受。南方食品作为黑芝麻食品/饮料子行业的龙头企业，消费者愿意为产品付出更高的价格，从而推动其毛利率高于行业 25-35% 的水平。

图表7: 公司糊类的毛利率水平 (2006-2011)



来源: 国金证券研究所, 年报数据

图表8: 公司毛利率在食品行业位于高位 (2007-2011)



二、产品聚焦及渠道下沉保障传统黑芝麻糊 20-30% 的增长

聚焦黑芝麻产业打造专业性, 黑芝麻糊行业还有增长和整合空间

- **经营历史长, 品牌深入人心。**黑芝麻糊是两广地区的传统小吃, 后经南方食品首次进行工业化生产并向全国推广。南方黑芝麻糊产品在市场上有 25 年历史, 在上世纪 90 年代经典的广告更是深入人心。

图表9: 经典广告翻新版, 南方品牌深入人心



来源: 国金证券研究所, 公司网站

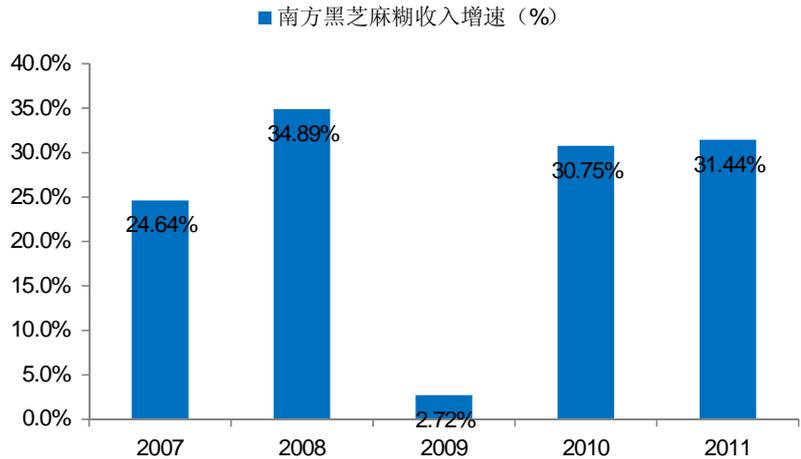
- **调整策略, 聚焦黑芝麻产业打造专业性。**南方食品母公司黑五类集团在 2010 年以前, 围绕“南方”实施大品牌战略, 下涉多种食品产品, 除南方黑芝麻糊外, 还包括快点米粉/鲜粉系列、南方高山玉米糊系列、黑八阵系列、南方莲藕食品系列。而江西南方公司下面还有南方蜂蜜系列、南方糕点系列、南方五谷系列、南方营养食品系列等。2010 年以后, 黑五类集团重新调整了战略重点, 聚焦黑芝麻产业。
- **活化口味、包装, 扩大传统糊类产品覆盖人群, 促进行业成长。**上市公司围绕黑芝麻糊开发产品, 在芝麻糊的口味和包装上延伸, 扩大产品覆盖人群。黑芝麻糊、低糖黑芝麻糊、原味黑芝麻糊基础上, 新增加红枣黑芝麻糊等新的产品。同时在包装上, 更新推出礼盒装产品。

- 行业仍有数十个千万级企业待整合。目前，其他品牌和散装黑芝麻糊仍占有 50% 的行业份额，随着公司对黑芝麻产业的聚焦，预计公司市占率仍有进一步提升的潜力。

依托“南方品牌”，黑芝麻糊单品创造稳定的价链，渠道下沉支持未来成长

- 黑芝麻糊单品成长良好，渠道价值链稳定。“南方”黑芝麻糊品牌有二十多年的历史，近 5 年收入增长稳定，创造了稳定的价值链体系。2010 年之前的收入主要来自一二线城市，2010 年后渠道下沉，三四线城市的收入占比逐步提升。

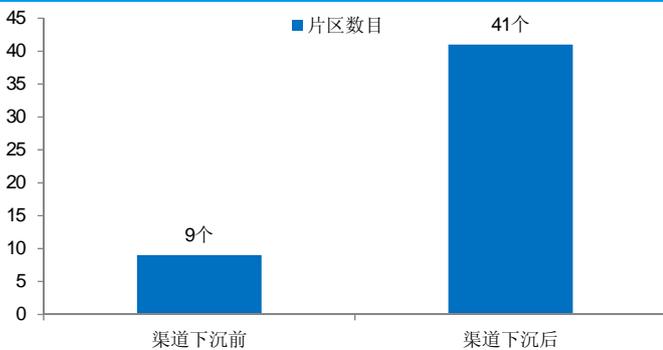
图表10: 公司糊类产品增长的稳定性强 (2007-2011)



来源: 国金证券研究所

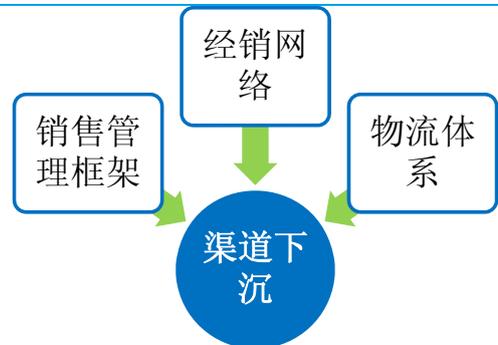
- 定位高端，2010 年前渠道集中在省会级以上城市。2010 年以前，公司原有渠道基本在一二线城市（省会级以上城市），北京等重点城市经销商的收入规模均在千万级，没有渠道下沉，销售人员队伍在 100-200 名，截至 2009 年底，公司共有经销商不到 200 家，人均销售额约 200 万。
- 城乡消费升级过程来临，2010 年后开始渠道下沉。2010 年开始，公司将经销商体系进行重新规划，开拓二三线城市和县乡市场，进行渠道下沉，由此使 2010-2011 年收入得以稳定增长。
- 渠道下沉保障未来稳定增长。公司渠道下沉表现在三个方面，一是销售管理框架的调整，二是经销网络的变化，三是物流体系的完善，公司全国新增 6 个中转站，以配合经销体系的完善。两年来，公司销售人员从 200 多人增加到 600 多人，2012 年开发县乡经销商/分销商 1200 家。

图表11: 片区重新划分，管理框架更清晰



来源: 国金证券研究所

图表12: 公司的渠道下沉是一整套体系的配合



三、整合集团新品平台江西南方，新产品指向“新市场”驱动增长

爱心杯与黑芝麻露是未来重点成长产品，以净资产作价整合江西新品

- 王力宏代言新产品，进入黑芝麻大产业。2011年3月份，黑五类集团下属的江西分公司推出黑芝麻饮料系列产品（包括杯装黑芝麻糊和杯装黑芝麻饮料），请王力宏作为品牌形象代言。

图表13: 爱心杯的情景广告, 2011 销售~6400 万



来源: 国金证券研究所, 互联网

图表14: 芝麻露开芝麻饮料先河, 2011 销售~1800 万



- 新产品定位高端，2011年试销情况良好。2011年公司推出9个月的（含3-4个月的试销期）爱心杯销售规模在6400万，黑芝麻露销售规模1800万，黑芝麻豆浆销售规模1500万。

图表15: 公司产品定位高端, 定价高于其他同类产品 (单位: 元/件)

杯装产品	传统渠道	KA渠道	露状产品	传统渠道	KA渠道
南方黑芝麻糊	3.5	3.9	南方黑芝麻露	3.9	4.5
香飘飘奶茶	2.8	3.5	露露杏仁露	3	3.5
优乐美奶茶	2.5	3.5	六个核桃核桃露	3	3.5

来源: 国金证券研究所, 终端调研, 互联网

- 以净资产评估价收购。公司拟从黑五类集团以净资产作价7168万（评估价）收购江西南方100%的股权（待股东大会审议通过）。江西南方是经营爱心杯和黑芝麻露的主体，同时，江西南方控股70%的江苏南方是经营黑芝麻豆浆的主体。
- 收购时机合理。我们认为，公司在当前阶段收购江西南方选择时点恰当，江西南方已经基本将两大主打产品培育成熟，黑芝麻豆浆也初见成效，此时收购可大大降低经营风险，并享有明、后年利润高增长的收益。

新品推广路径明晰, 预计2013-2014年进入收入爆发期

- 爱心杯和黑芝麻露的市场具有明确消费需求和基础，品牌力+产品力是成功的基础。“南方”品牌就是“黑芝麻”专家，而随着“黑芝麻”保健概念的推广，对黑芝麻产品的需求逐步提升，目前，黑芝麻比白芝麻的单价高20%就是因为黑芝麻的保健效果已逐步进入人心。目前，市场上并没有能够满足黑芝麻保健需求的即饮产品，杯装产品和露状产品的推出符合该需求趋势。
- 产品定位新消费群，拓展黑芝麻饮品的“新市场”。公司传统黑芝麻糊的包装形态决定了它只能是家庭消费，而爱心杯和黑芝麻露的包装形态以及产品特色使其走出家庭，满足了多场合需求和消费的特点，相当于一个“新市场”。
- 新品推广路径明晰力度强劲，销售稳健避免短期行为，渠道力保障销售收入健康成长。规划上，2011-2012年重点推广产品爱心杯，2013-2014重点推广黑芝麻露，渠道上，爱心杯进行全国推广，黑芝麻露先在武汉和邯

鄂试点。公司的黑芝麻露试点选了武汉和邯郸，一个南方市场一个北方市场，一个成熟的露状产品市场（河北地区有六个核桃、露露等露状产品）另一个是未开发的市场，为未来全国化打下基础，试点思路可圈可点。

- **预计 2013-2014 年新品增长进入爆发期，收入占比不断提升。**公司推新品节奏稳健，并对新品推广中的问题进行及时总结和改进，本年度会继续改进对经销商分销能力的考核、对路线内客户的维护，以及对销售人员考核方式的调整，同时下半年会对产品定位进行深化。我们认为，公司在产品力方面具有细分子品类的优势，在营销方面有品牌优势并能优化定位，在渠道方面能够及时调整，预计 2013-2014 进入爆发期，收入占比提升。

图表 16: 对公司新品爱心杯和黑芝麻露的预测 (2011-2014E)

项目	2011	2012E	2013E	2014E
爱心杯				
销售收入 (百万元)	64.00	120.07	192.12	307.38
增长率 (YOY)	0.00%	87.61%	60.00%	60.00%
毛利率	41.00%	42.00%	42.00%	42.00%
占总销售额比重	11.80%	13.79%	16.28%	18.04%
占主营业务利润比重	12.05%	14.38%	16.98%	18.78%
黑芝麻露				
销售收入 (百万元)	18.00	25.50	76.50	229.50
增长率 (YOY)	0.00%	50.00%	200.00%	200.00%
毛利率	32.00%	35.00%	37.00%	40.00%
占总销售额比重	2.51%	2.93%	6.48%	13.47%
占主营业务利润比重	3.76%	2.54%	5.96%	13.36%

来源：国金证券研究所

从上游开始着手，未来看黑芝麻大产业计划

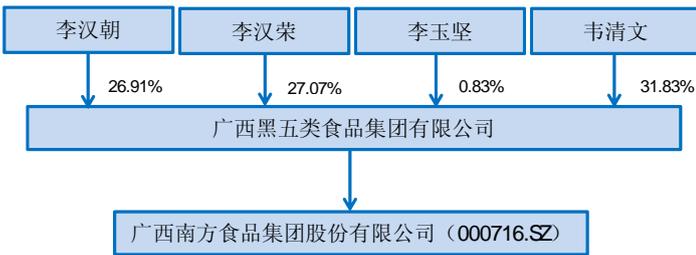
- **营养价值高但开发深度不足。**黑芝麻是中国传统的药用和食用植物，中国黑芝麻产量在 8 万吨左右（广西、江西为主产区），主要用作出口、药用和食品工业。黑芝麻的铁、钙、蛋白质含量高，是健康营养的产品，单价比白芝麻高 20%，目前形成产业化的黑芝麻食品只有黑芝麻糊和黑芝麻汤圆中的馅料，作为保健食品的开发深度不足。
- **掌控原料，做黑芝麻大产业。**黑五类集团 2008 年成立农业开发公司，主营黑芝麻育种、存储、生产基地建设、产区供货网络建设，2010 年在江西建生产基地，目前在东盟贸易物流中枢的南宁建立黑芝麻初加工储存物流中心平台，并与中国油料研究所签订技术合作协议，与农业部共同投资约 100 万/年进行芝麻品种的选育及增产研究。

四、历史包袱逐步解决，大股东现金认购增发股票提升持股比例

大股东和实际控制人现金认购所增发股票，持股比例进一步提升

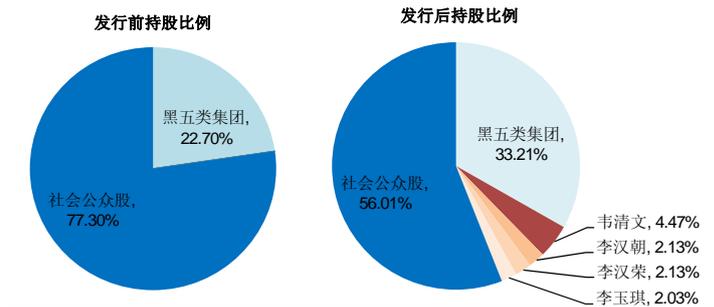
- **增发融资 4.5 亿用于改善资产结构，大股东现金认购，增发成行概率高。**本次非公开发行定价为 6.65 元/股，总计 6774.046 万股，发行后总股本达到 2.46 亿股，融资总额 4.5 亿，2 亿用于补充流动资金，2 亿用于偿还银行贷款。非公开发行对象为公司控股股东黑五类集团、黑五类股东李氏家族 3 名成员（自然人），以及黑五类集团第一大股东韦清文（自然人）。
- **增持成功后实际控制人持股比例提升。**黑五类集团与李氏家族（同为股份公司的实际控制人）的持股比例从 22.7% 上升至 43.99%。

图表17: 黑五类集团由李氏家族和董事长控制



来源: 国金证券研究所

图表18: 增发前总股本 1.78 亿, 增发后总股本 2.46 亿



消耗利润的历史包袱基本解决, 未来净利率将趋于正常化

- 消耗公司利润的历史遗留问题基本解决, 大股东现金认购公司增发股份有信心。南方黑芝麻糊在历史上有 25 年的历史, 于 2004 年通过重组国有企业广西斯壮实现借壳上市。壳公司中存在很多历史遗留问题, 包括平安家园赔偿金、农行 500 万美元贷款的还本付息、县员工工资奖金, 及原来老项目的维修, 平均每年支出计 4000 万左右。2012 年, 除南管公司仍要计提部分坏账外, 公司基本解决了大部分历史遗留问题。本次增发 6774 万股 (6.65 元/股) 的认购对象为公司控股股东黑五类集团、黑五类集团实际控制人李氏家族 3 名成员, 以及黑五类集团第一大股东兼上市公司董事长韦清文。各方均为现金认购, 发行后总股份 2.46 亿, 融资总额 4.5 亿。
- 大股东现金认购增发股票, 使公司财务缺口减小, 财务费用下降。公司 2011 年财务费用率为 3.3%, 注资后资产负债率将从 65% 下降至 30%, 每年新增利润 2509 万, 相当于摊薄后约 0.11 元的业绩。
- 公司财务费用率偏高净利率水平偏低, 预计未来三年恢复正常水平。我们认为, 公司作为细分行业龙头, 拥有更有利的竞争格局, 同时享有 38-45% 的毛利率, 由于历史原因, 公司财务费用率偏高, 净利率水平偏低, 随着公司的精力回归主业, 预计未来三年内公司的净利率水平将逐步趋近 8-10% 的正常水平。

图表19: 食品企业销售费用率, 南方在 20-24% 的高位

	财务费用率				
	2007	2008	2009	2010	2011
黑牛食品	0.60%	1.41%	1.21%	-1.00%	-1.63%
三全食品	1.54%	0.49%	-0.06%	-0.23%	-0.24%
好想你		2.20%	2.10%	2.31%	0.91%
洽洽食品	0.59%	0.85%	0.76%	0.08%	-1.77%
承德露露	0.89%	0.50%	-0.09%	-0.19%	-0.28%
康师傅		0.73%	0.25%	0.10%	0.12%
统一		0.83%	-0.52%	-0.44%	-0.56%
南方食品	8.65%	6.29%	5.45%	4.17%	3.31%

来源: 国金证券研究所

图表20: 南方作为细分行业龙头正常净利应在 8-10%

	销售净利率				
	2007	2008	2009	2010	2011
黑牛食品	11.28%	11.22%	11.47%	12.67%	12.00%
三全食品	5.71%	5.64%	6.13%	6.39%	5.12%
好想你		13.22%	12.61%	14.33%	14.34%
洽洽食品	6.55%	5.62%	6.50%	7.54%	8.18%
承德露露	6.59%	7.65%	10.65%	9.85%	10.04%
康师傅		8.47%	9.85%	9.17%	6.35%
统一		3.72%	7.74%	4.12%	1.84%
南方食品	1.34%	-10.39%	-1.85%	36.48%	1.39%

盈利预测和估值

- 预计 2012E-2014E 年在收入上的主要看点是老品的稳定增长和新品进入高速增长期。在利润上的主要看点, 是公司对历史遗留包袱的解决。预计收入分别达到 8.71 亿、11.8 亿、17.04 亿, 同比增长 49.76%、35.53% 和 44.35%, 净利润分别 5955 万、9485 万和 1.42 亿, 同比增长 384.47%、59.28% 和 49.92%, 净利润率 6.8%、8.0% 和 8.3%, EPS 达到 0.242、0.386 和 0.578 元。目标价 12.35~13.51 元人民币, 相当于 (32x~35x) 2013E PE, 买入评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	341	422	582	871	1,180	1,704
增长率		23.7%	37.9%	49.8%	35.5%	44.3%
主营业务成本	-194	-257	-358	-520	-705	-1,016
%销售收入	56.8%	60.9%	61.5%	59.7%	59.7%	59.7%
毛利	147	165	224	351	475	687
%销售收入	43.24%	39.06%	38.47%	40.28%	40.26%	40.34%
营业税金及附加	-3	-3	-5	-7	-10	-14
%销售收入	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-72	-87	-137	-209	-283	-409
%销售收入	21.2%	20.7%	23.6%	24.0%	24.0%	24.0%
管理费用	-38	-53	-37	-53	-70	-99
%销售收入	11.0%	12.6%	6.4%	6.1%	5.9%	5.8%
息税前利润 (EBIT)	35	21	44	81	112	165
%销售收入	10.2%	5.0%	7.5%	9.3%	9.5%	9.7%
财务费用	-19	-18	-19	-3	2	5
%销售收入	5.4%	4.2%	3.3%	0.4%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	-9	-22	-13	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	8	-19	12	78	115	170
营业利润率	2.2%	n.a	2.0%	9.0%	9.7%	10.0%
营业外收支	-12	17	-6	-8	-3	-3
税前利润	-4	-1	6	70	112	167
利润率	n.a	n.a	1.0%	8.0%	9.5%	9.8%
所得税	-2	-23	2	-11	-17	-25
所得税率	n.a	n.a	-35.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	-6	-25	8	60	95	142
少数股东损益	0	-8	-4	0	0	0
归属于母公司的净利润	-6.30	-16.72	12.29	59.55	94.85	142.21
净利率	n.a	n.a	2.1%	6.8%	8.0%	8.3%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	-6	154	8	60	95	142
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	21	41	31	24	29	29
非经营收益	19	-163	21	27	6	6
营运资金变动	55	-21	-35	32	3	14
经营活动现金净流	88	10	26	142	133	192
资本开支	-106	-37	-33	-183	-21	-22
投资	85	89	0	-1	0	0
其他	0	-75	0	0	0	0
投资活动现金净流	-21	-23	-33	-184	-21	-22
股权募资	0	0	0	443	0	0
债权募资	-1	8	7	-244	0	1
其他	-1	-10	-9	-6	-3	-3
筹资活动现金净流	-2	-3	-2	194	-3	-2
现金净流量	64	-16	-9	152	109	168

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	72	51	41	194	303	471
应收款项	145	125	128	119	162	233
存货	68	77	67	93	126	181
其他流动资产	27	64	57	80	108	154
流动资产	312	317	293	486	698	1,039
%总资产	38.8%	38.0%	35.5%	42.1%	51.5%	61.6%
长期投资	5	10	10	11	10	10
固定资产	286	265	278	425	407	390
%总资产	35.6%	31.8%	33.7%	36.8%	30.1%	23.1%
无形资产	189	229	229	231	238	246
非流动资产	492	518	531	668	657	647
%总资产	61.2%	62.0%	64.5%	57.9%	48.5%	38.4%
资产总计	804	835	823	1,154	1,355	1,687
短期借款	168	176	214	0	0	0
应付款项	319	213	206	301	408	588
其他流动负债	38	58	43	19	19	27
流动负债	526	447	462	320	427	615
长期贷款	78	78	46	46	46	47
其他长期负债	62	32	30	0	0	0
负债	666	557	538	366	473	662
普通股股东权益	138	294	306	809	904	1,046
少数股东权益	0	-17	-21	-21	-21	-21
负债股东权益合计	804	835	823	1,154	1,355	1,687

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	-0.035	-0.094	0.069	0.242	0.386	0.578
每股净资产	0.776	1.649	1.718	3.287	3.673	4.251
每股经营现金净流	0.493	0.058	0.144	0.578	0.539	0.779
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	-4.56%	-5.69%	4.01%	7.36%	10.50%	13.60%
总资产收益率	-0.78%	-2.00%	1.49%	5.16%	7.00%	8.43%
投入资本收益率	13.40%	66.44%	10.92%	8.28%	10.27%	13.09%
增长率						
主营业务收入增长率	-8.33%	23.68%	37.90%	49.76%	35.53%	44.35%
EBIT增长率	18.08%	-39.22%	107.21%	85.41%	38.17%	47.12%
净利润增长率	-84.04%	165.43%	N/A	384.47%	59.28%	49.92%
总资产增长率	27.98%	3.81%	-1.36%	40.17%	17.43%	24.45%
资产管理能力						
应收账款周转天数	25.6	22.7	31.2	25.0	25.0	25.0
存货周转天数	117.7	102.4	73.2	65.0	65.0	65.0
应付账款周转天数	91.9	92.5	68.3	65.0	65.0	65.0
固定资产周转天数	281.1	228.9	173.2	175.3	122.7	80.3
偿债能力						
净负债/股东权益	125.72%	73.40%	76.47%	-18.77%	-29.10%	-41.34%
EBIT利息保障倍数	1.9	1.2	2.3	25.8	-47.1	-31.7
资产负债率	82.77%	66.78%	65.34%	31.75%	34.88%	39.24%

来源：公司年报、国金证券研究所注：假设定增完成、资产注入完成

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	1	2	2	2	2
增持	0	2	2	2	2
中性	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.67	1.73	1.75	1.76

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:

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	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B