

南方食品 (000716)

看好南方品牌价值，但业绩复苏可能需更长时间

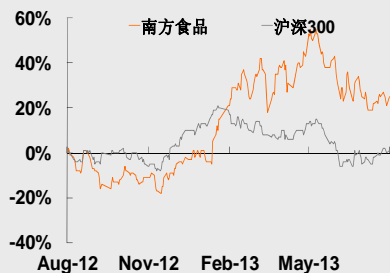
推荐 (下调)

现价: 13.93 元

主要数据

| | |
|---------------|----------------|
| 行业 | 平安食品饮料 |
| 公司网址 | www.ndapit.com |
| 大股东/持股 | 广西南方投资 /22.70% |
| 实际控制人/持股 | 韦清文/7.23% |
| 总股本(百万股) | 246 |
| 流通 A 股(百万股) | 171 |
| 流通 B/H 股(百万股) | 0 |
| 总市值(亿元) | 31.22 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 21.71 |
| 每股净资产(元) | 1.48 |
| 资产负债率(%) | 62.6 |

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

文 献 CFA 食品饮料首席研究员

投资咨询资格编号: S1060209040123
0755-22627143
wenxian@pasc.com.cn

汤玮亮

投资咨询资格编号: S1060512040001
0755-22624571
tangweiliang978@pasc.com.cn

事项:

南方食品 8 月 21 日发布中报。

平安观点:

■ 中期利润基本符合业绩预告，但主业营收增速低于预期

南方食品 1H13 实现营收 5.22 亿元,同比增长 31.6%,归属母公司股东净利 0.23 亿元,同比增长 54%,EPS0.10 元。净利与此前业绩预告基本相符。但 1H13 主业黑芝麻糊收入增速仅 14.8%, 低于市场和我们预期的增长 20%以上。

■ 提价、老产品清理等可能导致主业增速低于预期

南方食品在 12 年收购了集团旗下的江西南方,随后对该公司杯装黑芝麻糊和黑芝麻露进行了调整并延续至 1Q13,这两块业务可能拖累了整体增速。另一方面,2Q13 公司对老产品黑芝麻糊提价约 10%,这可能导致了部分客户 1Q13 提早拿货,2Q13 则需消化库存。在提价拉动下,我们估计 2H13 老品黑芝麻糊营收增速应可达到 20%。

■ 新品黑芝麻乳进度低于预期，物流资产弥补部分利润

新品黑芝麻乳从 2Q13 开始面世,但进度低于我们预期。公司计划 2H13 加大新品推广力度,产品定位也在调整。我们仍看好新品持续成长空间,但短期贡献营收会较低。2Q13 南方食品收购了集团的物流资产,贡献毛利约 0.1 亿元,但总的来看,这块业务利润率及未来增长能力均有限。

■ 看好南方品牌价值，但业绩复苏可能需更长时间

根据中报和最新业务进展,我们下调了南方食品老产品黑芝麻糊和新产品黑芝麻乳的营收增速假设,并适当上调了财务费用,相应下调 13-14 年 EPS 预测值约 39%、37%至 0.20 和 0.37 元,以 8 月 20 日收盘价 12.69 元计算,动态 PE 分别为 63 和 35 倍。考虑“南方”品牌在黑芝麻品类的绝对龙头地位,我们看好其老产品稳健增长潜力,其新产品黑芝麻乳增长空间也很大。考虑公司实际业务进展低于预期,我们暂时将评级下调至“推荐”,但建议长线投资者紧密关注。

■ 风险提示: 新产品费用投放力度超预期。

| | 2011A | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 637 | 641 | 1,091 | 1,280 | 1,512 |
| YoY(%) | 51.0 | 0.7 | 70.1 | 17.3 | 18.2 |
| 净利润(百万元) | 13 | 19 | 49 | 90 | 129 |
| YoY(%) | -92.2 | 47.7 | 165.6 | 82.8 | 42.8 |
| 毛利率(%) | 40.4 | 41.5 | 30.5 | 32.5 | 33.6 |
| 净利率(%) | 2.0 | 2.9 | 4.6 | 7.1 | 8.6 |
| ROE(%) | 3.4 | 5.4 | 8.4 | 10.4 | 13.1 |
| EPS(摊薄/元) | 0.05 | 0.08 | 0.20 | 0.37 | 0.52 |
| P/E(倍) | 248.2 | 168.0 | 63.3 | 34.6 | 24.2 |
| P/B(倍) | 8.5 | 9.1 | 3.8 | 3.4 | 3.0 |

图表 1 中报快读：1H13营收增31.6%，净利增54%，与业绩预告相符

| | 2Q12 | 2Q13 | QoQ | 1H12 | 1H13 | YoY | |
|-----------|-------|-------|---------|-------|-------|---------|-------------------------------------|
| 营业收入 | 137 | 318 | 132.7% | 397 | 522 | 31.6% | 2Q13收购了集团物流资产，黑芝麻糊营收增约14.8% |
| 营业成本 | 88 | 270 | 207.3% | 283 | 391 | 38.3% | |
| 毛利率 | 35.7% | 15.2% | -20.6% | 28.7% | 25.1% | -3.6% | 黑芝麻糊毛利率微跌，但涨价能够推动2H13毛利率回复 |
| 毛利 | 49 | 48 | -1.3% | 114 | 131 | 15.0% | |
| 营业税金及附加 | 1 | 1 | -6.7% | 2 | 2 | 7.4% | |
| 销售费用 | 33 | 34 | 1.3% | 71 | 80 | 13.4% | 2Q13销售费用率15.3%，降2.5PCT |
| 管理费用 | 4 | 14 | 246.7% | 16 | 25 | 53.0% | |
| 财务费用 | 6 | 9 | 44.3% | 13 | 16 | 19.8% | 还款进度低于我们预期 |
| 资产减值损失 | 1 | -1 | -177.8% | 1 | -1 | -177.8% | |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0.0% | 0 | 0 | 0.0% | 投资2500与南宁中联文化传播有限公司合作经营广西电视台的《升级你的家 |
| 投资收益 | 0 | 9 | 0.0% | 0 | 10 | 2314.0% | ●大地飞歌》电视栏目，1H13收325万 |
| 营业利润 | 3 | 1 | -78.5% | 11 | 18 | 64.4% | |
| 营业利润率 | 2.5% | 0.2% | -2.3% | 2.8% | 3.5% | 0.7% | |
| 营业外收入 | 8 | 4 | -56.8% | 10 | 6 | -41.0% | 主要是政府补贴 |
| 营业外支出 | 2 | 0 | -83.0% | 6 | 1 | -90.8% | |
| 利润总额 | 10 | 4 | -58.5% | 15 | 24 | 57.9% | |
| 所得税 | 0 | 0 | -9.2% | 0 | 0 | -34.8% | 黑芝麻糊加工不用交税，母公司享受西部大开发15%税率 |
| 所得税率 | 10.0% | -3.6% | -13.6% | 4.4% | 3.6% | -0.8% | |
| 少数股东权益 | -0 | 0 | 261.8% | -1 | 0 | 110.5% | |
| 归属于母公司净利润 | 9 | 4 | -60.8% | 15 | 23 | 54.3% | 基本符合此前业绩预告 |
| 净利率 | 6.7% | 1.1% | -5.6% | 3.7% | 4.5% | 0.8% | |
| EPS | 0.04 | 0.01 | -60.8% | 0.06 | 0.10 | 54.3% | 符合此前业绩预告 |

备注：由于1H13合并了收购的物流资产，故2Q12、2Q13数据均不准确，1H12数据公司已按新口径调整。

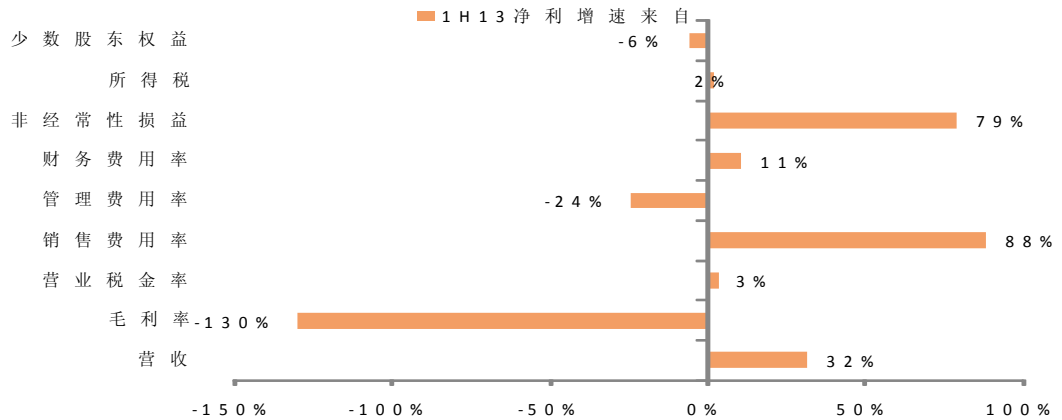
资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

图表 2 1H13黑芝麻糊增长14.8%，新品黑芝麻乳收入规模仅约400万 单位：百万元

| | 1H2012 | 2H2012 | 1H2013 |
|----------|--------|--------|--------|
| 黑芝麻糊(含杯) | 267.0 | 333.8 | 306.5 |
| 同比增长率 | 16.6% | -4.7% | 14.8% |
| 毛利率 | 37.2% | 46.1% | 37.0% |
| 同比变化 | -2.1% | 3.2% | -0.2% |
| 黑芝麻乳(含露) | 8.0 | 8.9 | 4.4 |
| 同比增长率 | -22.9% | 19.3% | -45.5% |
| 毛利率 | 28.7% | 7.3% | 14.7% |
| 同比变化 | 9.6% | -9.4% | -14.0% |
| 销售商品 | | | 201.6 |
| 同比增长率 | | | |
| 毛利率 | | | 5.4% |
| 同比变化 | | | |
| 其他 | 14.7 | 2.5 | 9.8 |
| 同比增长率 | | | 14.8% |
| 毛利率 | 35.6% | 32.1% | 61.3% |

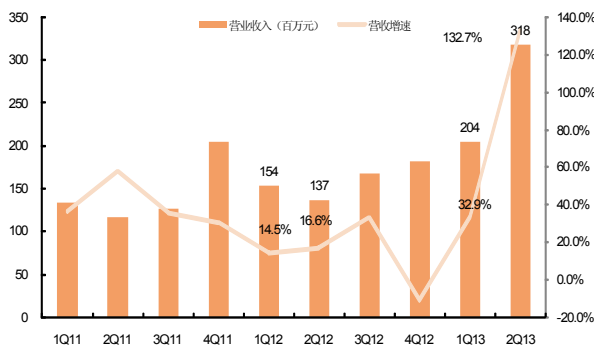
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 3 1H13 净利增长主要由收入增长、销售费用率下降和投资收益贡献



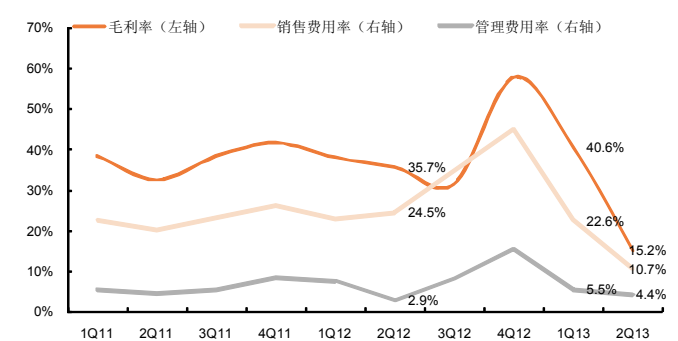
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 4 2Q13 营收 3.18 亿，但口径改变不可比



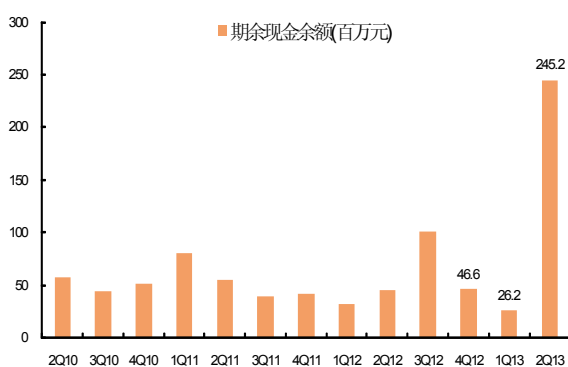
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 5 口径改变致使 2Q13 毛利率、销售费用率大降



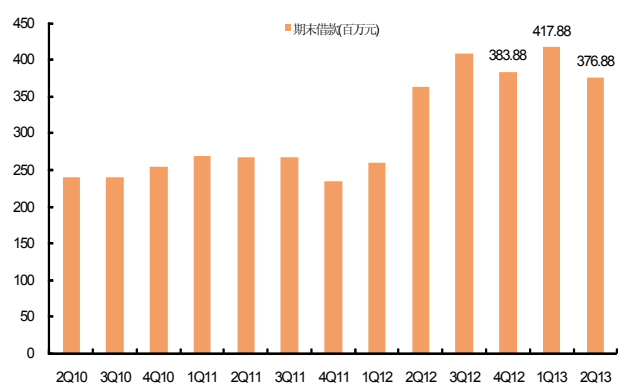
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 6 定增带动 2Q13 现金余额升至 2.45 亿



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 7 2Q13 还款 1.4 亿，收购物流后贷款余额仍高



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 8 食品饮料重点公司估值对比

| 股票名称 | 股价 (元) | EPS (元/股) | | | PE (倍) | | | 评级 |
|------|--------|-----------|-------|-------|--------|-------|-------|------|
| | 08月20日 | 2012A | 2013E | 2014E | 2012A | 2013E | 2014E | |
| 泸州老窖 | 21.55 | 3.13 | 3.42 | 3.76 | 6.9 | 6.3 | 5.7 | 推荐 |
| 青青稞酒 | 22.60 | 0.67 | 0.84 | 1.07 | 33.7 | 27.1 | 21.0 | 推荐 |
| 五粮液 | 19.69 | 2.62 | 2.57 | 2.78 | 7.5 | 7.7 | 7.1 | 推荐 |
| 贵州茅台 | 173.61 | 12.82 | 13.92 | 14.04 | 13.5 | 12.5 | 12.4 | 推荐 |
| 沱牌舍得 | 17.96 | 1.10 | 0.69 | 0.85 | 16.4 | 26.1 | 21.2 | 中性 |
| 山西汾酒 | 22.61 | 1.53 | 1.67 | 1.97 | 14.7 | 13.5 | 11.5 | 推荐 |
| 洋河股份 | 50.00 | 5.70 | 6.05 | 6.93 | 8.8 | 8.3 | 7.2 | 推荐 |
| 古井贡酒 | 22.04 | 1.44 | 1.55 | 1.81 | 15.3 | 14.2 | 12.2 | 推荐 |
| 酒鬼酒 | 17.97 | 1.52 | 0.74 | 0.87 | 11.8 | 24.4 | 20.7 | 中性 |
| 张裕 A | 32.64 | 2.48 | 2.46 | 2.67 | 13.2 | 13.3 | 12.2 | 中性 |
| 安琪酵母 | 15.63 | 0.74 | 0.64 | 0.85 | 21.2 | 24.3 | 18.4 | 推荐 |
| 双汇发展 | 38.50 | 1.31 | 1.74 | 2.06 | 29.4 | 22.1 | 18.7 | 强烈推荐 |
| 大北农 | 11.70 | 0.42 | 0.49 | 0.70 | 27.8 | 23.9 | 16.7 | 推荐 |
| 贝因美 | 36.15 | 0.80 | 1.20 | 1.67 | 45.4 | 30.1 | 21.7 | 强烈推荐 |
| 伊利股份 | 35.14 | 0.84 | 1.13 | 1.51 | 41.8 | 31.1 | 23.3 | 强烈推荐 |
| 青岛啤酒 | 41.00 | 1.30 | 1.39 | 1.54 | 31.5 | 29.5 | 26.6 | 推荐 |
| 南方食品 | 12.69 | 0.08 | 0.20 | 0.37 | 168.0 | 63.3 | 34.6 | 推荐 |
| 古越龙山 | 11.23 | 0.30 | 0.25 | 0.31 | 37.4 | 44.8 | 35.7 | 推荐 |
| 均值 | | | | | 30.2 | 23.5 | 18.2 | |

资料来源：平安证券研究所、WIND

| 损益表 (百万元, 元/股) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|----------------|-------|--------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E | | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
| 营业收入 | 641 | 1,091 | 1,280 | 1,512 | 净利润 | 18 | 50 | 91 | 130 |
| YoY | 10.3% | 70.1% | 17.3% | 18.2% | 折旧摊销 | 29 | 11 | -6 | 16 |
| 营业成本 | 376 | 759 | 863 | 1,004 | 营运资金投资 | -53 | -128 | -20 | -91 |
| 毛利率 | 41.5% | 30.5% | 32.5% | 33.6% | 经营活动现金净流量 | 41 | -22 | 100 | 90 |
| 营业税金及附加 | 6 | 9 | 10 | 12 | 资本开支 | -162 | -21 | -12 | 6 |
| 股权激励费用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资活动现金净流量 | -165 | -21 | -12 | 6 |
| 销售费用 | 209 | 209 | 240 | 276 | 债务融资 | 103 | -148 | 0 | 0 |
| 管理费用 | 57 | 52 | 54 | 57 | 股权融资 | 0 | 432 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 17 | 25 | 24 | 23 | 支付红利 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | -0 | 12 | 8 | 0 | 融资活动现金净流量 | -2 | 115 | 260 | -24 |
| 营业利润 | -2 | 50 | 96 | 139 | 当年现金净流量 | -9 | 217 | 63 | 73 |
| 加: 营业外收入 | 31 | 5 | 5 | 5 | | | | | |
| 减: 营业外支出 | 8 | 0 | 0 | 0 | 资产负债表 (百万元) | | | | |
| 利润总额 | 21 | 55 | 101 | 145 | 货币资金 | 47 | 264 | 400 | 400 |
| 减: 所得税 | 4 | 6 | 10 | 14 | 应收款项 | 53 | 111 | 118 | 146 |
| 净利润 | 18 | 50 | 91 | 130 | 预付款项 | 35 | 96 | 95 | 119 |
| 减: 少数股东损益 | -1 | 0 | 1 | 1 | 存货 | 69 | 140 | 159 | 185 |
| 归属母公司所有者净利 | 19 | 49 | 90 | 129 | 其他流动资产 | 115 | 152 | 131 | 225 |
| YoY | 50.8% | 165.6% | 82.8% | 42.8% | 流动资产合计 | 319 | 762 | 902 | 1,075 |
| 销售净利率 | 2.7% | 4.6% | 7.1% | 8.6% | 长期股权投资 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| EPS (当年股本) | 0.10 | 0.20 | 0.37 | 0.52 | 固定资产 | 411 | 441 | 436 | 436 |
| EPS (最新股本摊薄) | 0.08 | 0.20 | 0.37 | 0.52 | 无形资产 | 181 | 182 | 182 | 182 |
| | | | | | 其他非流动资产 | 38 | 19 | 41 | 19 |
| 重要指标速览 | | | | | 非流动资产合计 | 635 | 647 | 664 | 642 |
| | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E | 资产总计 | 954 | 1,409 | 1,567 | 1,718 |
| 估值 | | | | | 短期借款 | 261 | 261 | 261 | 261 |
| PE(P=12.66) | 121.8 | 63.3 | 34.6 | 24.2 | 应付款项 | 85 | 76 | 86 | 100 |
| PEG | 1.3 | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 预收款项 | 8 | 14 | 17 | 19 |
| PB | 6.6 | 3.8 | 3.4 | 3.0 | 应付股利 | 22 | 22 | 22 | 22 |
| PS | 3.5 | 2.9 | 2.4 | 2.1 | 其他流动负债 | 100 | 199 | 252 | 256 |
| EV/EBITDA | 61.0 | 39.4 | 29.6 | 18.9 | 流动负债合计 | 476 | 572 | 638 | 659 |
| 股息收益率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 长期借款 | 123 | 0 | 0 | 0 |
| 经营回报率 | | | | | 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 5.7% | 8.4% | 10.4% | 13.1% | 其他非流动负债 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| ROA | 1.5% | 5.7% | 7.2% | 8.9% | 非流动负债合计 | 131 | 8 | 8 | 8 |
| 资本结构及偿债能力 | | | | | 负债合计 | 607 | 580 | 646 | 667 |
| 资产负债率 | 63.6% | 41.2% | 41.3% | 38.9% | 归属母公司所有者权益 | 345 | 826 | 917 | 1,045 |
| 速动比率 | 0.5 | 1.1 | 1.2 | 1.4 | 其中: 实收资本 | 178 | 246 | 246 | 246 |
| 运营效率 | | | | | 少数股东权益 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| 存货周转率 | 5.5 | 7.3 | 5.8 | 5.8 | 股东权益合计 | 347 | 829 | 920 | 1,050 |
| 流动资产周转率 | 2.1 | 2.0 | 1.5 | 1.5 | 负债及股东权益总计 | 954 | 1,409 | 1,567 | 1,718 |
| 固定资产周转率 | 1.9 | 2.6 | 2.9 | 3.5 | | | | | |

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257