

## 南方食品 (000716)

# 3Q13符合预期，2014年业绩弹性值得期待

### 推荐 (维持)

现价: 12.85 元

#### 主要数据

行业	平安食品饮料
公司网址	www.ndapit.cm
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)	31.61
流通 A 股市值(亿元)	21.99
每股净资产(元)	3.33
资产负债率(%)	41.0

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

#### 证券分析师

文 献 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  
tangweiliang978@pasc.com.cn

#### 研究助理

张宇光

一般从业资格编号1060113090015  
zhangyuguang467@pasc.com.cn

### 事项:

南方食品 10 月 25 日发布三季报。1-3Q13 实现营收 8.2 亿元, 同比增长 30%, 归属母公司股东净利 2931 万元, 同比增长 56.8%, EPS0.12 元。其中 3Q13 营收 2.98 亿元, 增长 27.5%, 净利 592 万元, 增长 68%, EPS0.02 元。

### 投资要点

- **三季度净利靠近业绩预告高值。**南方食品 10 月 10 日预告 3Q13 实现归属母公司股东净利 560-660 万元, 实际靠上值。
- **价量齐升推动 3Q13 非物流业务营收增长 38%。**我们测算, 3Q13 老产品黑芝麻糊和新品黑芝麻乳合计营收同比增长 38%, 新品增速应更快, 估计老产品增长约 35%。黑芝麻糊营收增长 35%来自 2Q13 涨价和销量增长, 我们估计两者各贡献一半。物流业务估计同比持平。
- **3Q13 毛利率升幅偏低, 应与季度间账务波动有关。**我们测算, 3Q13 非物流业务毛利率同比 3Q12 升约 3pct, 考虑提价, 升幅明显偏低。参考 2H12 情况, 我们判断应与公司季度间账务处理有关, 预计 4Q13 毛利率会环比大幅上升。比 1H13, 3Q13 销售费用和管理费用表现良好, 前者同比下降 8.5%, 后者仅小幅上升约 6%, 这可能显示公司费用是可控的。
- **新品仍在投入期, 2014 年扭亏为盈概率高。**据我们了解, 新品黑芝麻乳回款已有 2 千多万, 估计全年回款应能达到 4、5 千万, 当前仍亏损。随着规模扩大, 2014 年新品扭亏为盈概率高。
- **看好南方品牌价值, 且 2014 年业绩弹性值得期待。**“南方”品牌在黑芝麻品类处于绝对龙头地位, 我们看好其老产品黑芝麻糊稳健增长潜力和盈利能力。同时, 新产品如黑芝麻乳等增长空间也很大, 但能做多好、多快需观察。公司 2011 年开始加大费用投放, 随着营收规模增长和新品度过最早投入期, 预计 2014 年开始净利弹性将非常值得期待。我们维持 2013-2015 年 0.20、0.37 和 0.7 元的 EPS 预测, 同比增 168%、83%、89%, 以 10 月 24 日收盘价 12.85 元计算, 动态 PE 分别为 64、35、18 倍。我们维持“推荐”评级, 并建议中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	2013E	2014E	2015E
主营收入(百万元)	637	641	1,145	1,348	1,577
YoY(%)	51.0	0.7	78.4	17.8	17.0
净利润(百万元)	13	19	50	91	172
YoY(%)	-92.2	47.7	167.9	82.6	89.2
毛利率(%)	40.4	41.5	31.8	33.4	35.4
净利率(%)	2.0	2.9	4.4	6.8	11.0
ROE(%)	3.4	5.4	8.5	10.4	17.1
EPS(摊薄/元)	0.05	0.08	0.20	0.37	0.70
P/E(倍)	251.3	170.1	63.5	34.8	18.4
P/B(倍)	8.6	9.2	3.8	3.4	2.9

图表 1 三季报快读：1-3Q13营收增30%，净利增56.8%，靠近业绩预告上值

	3Q12	3Q13	QoQ	1-3Q12	1-3Q13	YoY	
营业收入	234	298	27.5%	630	820	30.1%	估计非物流业务 3Q13 营收增约 38%
营业成本	178	213	19.8%	461	604	31.2%	
毛利率	23.9%	28.5%	4.6%	26.9%	26.3%	-0.6%	2Q13涨价15%-20%带动3Q13毛利率上升
毛利	56	85	51.8%	170	216	27.1%	
营业税金及附加	1	2	66.3%	3	4	27.4%	
销售费用	60	55	-8.5%	130	135	3.4%	3Q13销售费用率18.3%，降7.2PCT
管理费用	15	15	6.3%	31	41	31.1%	3Q13管理费用率5.2%，降1PCT
财务费用	8	8	0.0%	22	24	11.0%	进行了贷款转置换，财务费用高于预期
资产减值损失	-17	0	100.9%	-16	-1	96.3%	
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●大地飞歌》电视栏目，1H13收325万
投资收益	-1	0	100.0%	-0	10	3758.1%	
营业利润	-12	5	140.2%	-1	23	3690.9%	
营业利润率	-5.0%	1.6%	6.6%	-0.1%	2.8%	2.9%	
营业外收入	15	2	-88.3%	26	8	-69.2%	主要是政府补贴
营业外支出	0	1	387.8%	7	1	-81.2%	
利润总额	3	6	69.5%	19	30	60.1%	
所得税	0	-0	0.0%	0	0	-43.3%	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	0.0%	-0.9%	-0.9%	-127.6%	2.0%	129.6%	
少数股东权益	-0	-0	64.7%	-1	0	105.6%	
归属于母公司净利润	3.53	5.92	67.9%	18.69	29.31	56.8%	
净利率	1.5%	2.0%	0.5%	2.9%	3.6%	0.7%	
EPS	0.01	0.02	67.9%	0.08	0.12	56.8%	基本符合此前业绩预告

备注：2Q12和1H13数据均已按收购物流资产后口径调整。

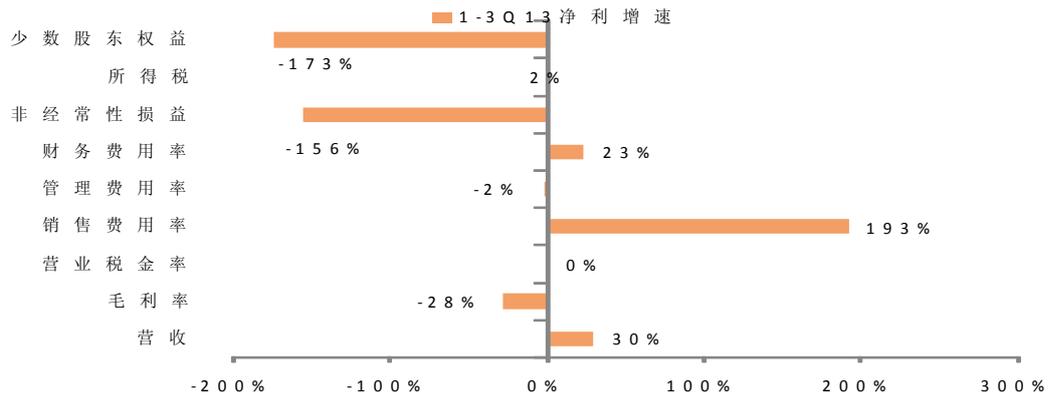
资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

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%

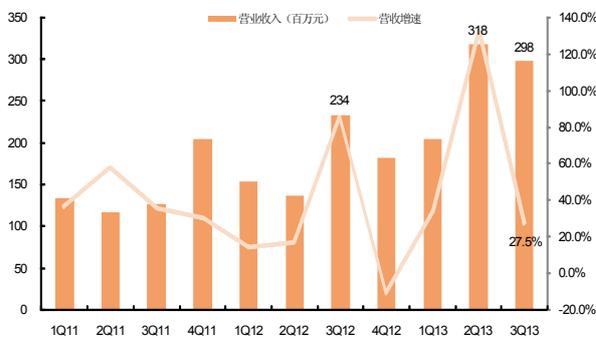
资料来源：公司公告、平安证券研究所

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



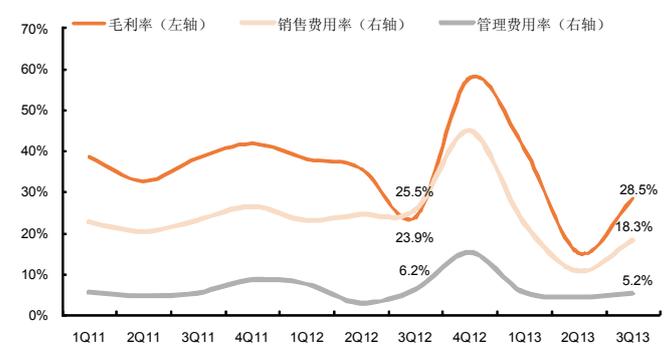
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 4 3Q13营收2.98亿元同比增约28%



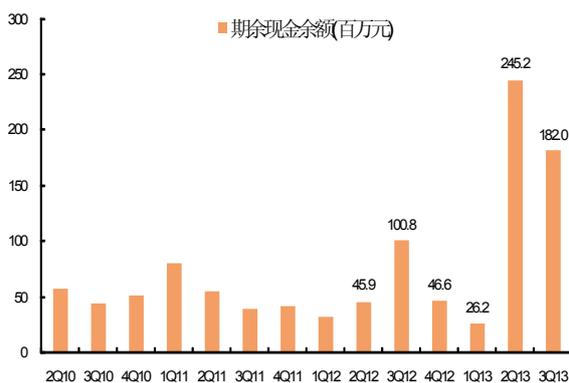
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 5 3Q13毛利率同比升，销售费用率大降



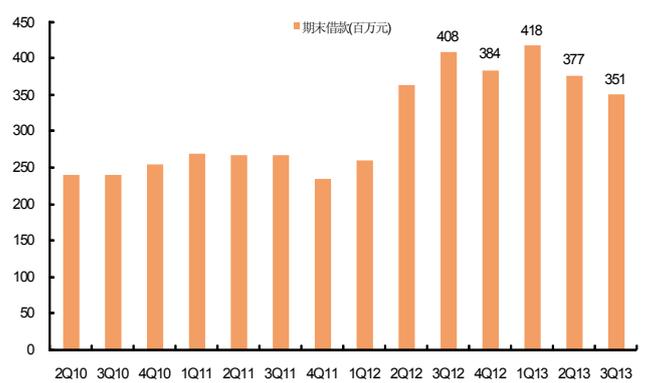
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 6 3Q13现金余额1.82亿



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 7 3Q13贷款余额略降，短期借款略降



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
	10月24日	12A	13E	14E	12A	13E	14E	
泸州老窖	21.24	3.13	3.31	2.62	6.8	6.4	8.1	中性
青青稞酒	19.24	0.67	0.84	1.07	28.7	23.0	17.9	推荐
五粮液	17.85	2.62	2.38	2.54	6.8	7.5	7.0	推荐
贵州茅台	143.71	12.82	13.02	12.52	11.2	11.0	11.5	推荐
沱牌舍得	14.11	1.10	0.36	0.49	12.9	39.2	29.1	中性
山西汾酒	18.07	1.53	1.67	1.97	11.8	10.8	9.2	推荐
洋河股份	42.50	5.70	5.32	5.42	7.5	8.0	7.8	推荐
古井贡酒	18.10	1.44	1.55	1.81	12.6	11.7	10.0	推荐
酒鬼酒	15.90	1.52	0.34	0.39	10.4	46.4	40.8	中性
张裕 A	30.30	2.48	1.98	2.12	12.2	15.3	14.3	中性
安琪酵母	16.64	0.74	0.48	0.59	22.6	34.4	28.2	推荐
双汇发展	47.71	1.31	1.74	2.06	36.4	27.4	23.1	强烈推荐
大北农	14.49	0.42	0.47	0.67	34.5	30.8	21.6	强烈推荐
贝因美	41.40	0.80	1.20	1.67	51.9	34.5	24.8	强烈推荐
伊利股份	47.57	0.84	1.41	1.53	56.6	33.7	31.1	强烈推荐
青岛啤酒	46.20	1.30	1.63	1.57	35.5	28.3	29.4	推荐
南方食品	12.85	0.08	0.20	0.37	170.1	64.1	35.0	推荐
古越龙山	11.85	0.30	0.30	0.37	39.4	39.5	32.0	推荐
均值					31.5	26.2	21.2	

资料来源：平安证券研究所、WIND

附注：财务报表

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	1,145	1,348	1,577	净利润	18	50	92	174
YoY	10.3%	78.4%	17.8%	17.0%	折旧摊销	29	43	43	43
营业成本	376	781	898	1,019	营运资金投资	-53	-322	36	-124
毛利率	41.5%	31.8%	33.4%	35.4%	经营活动现金净流量	41	-171	210	122
营业税金及附加	6	9	11	13	资本开支	-162	-40	-49	-48
股权激励费用	0	0	0	0	投资活动现金净流量	-165	-40	-49	-48
销售费用	209	220	246	270	债务融资	103	-25	-173	-50
管理费用	57	72	79	87	股权融资	0	432	0	0
财务费用	17	33	29	18	支付红利	0	0	0	0
投资净收益	-0	12	8	8	融资活动现金净流量	-2	115	375	-201
营业利润	-2	42	95	179	当年现金净流量	-9	163	-40	7
加：营业外收入	31	9	0	0					
减：营业外支出	8	0	0	0	资产负债表 (百万元)				
利润总额	21	52	95	179	货币资金	47	210	177	177
减：所得税	4	2	3	5	应收款项	53	116	124	153
净利润	18	50	92	174	预付款项	35	156	132	177
减：少数股东损益	-1	0	1	2	存货	69	145	165	188
归属母公司所有者净利	19	50	91	172	其他流动资产	115	159	128	188
YoY	50.8%	167.9%	82.6%	89.2%	流动资产合计	319	786	725	882
销售净利率	2.7%	4.4%	6.8%	11.0%	长期股权投资	5	5	5	5
EPS (当年股本)	0.10	0.20	0.37	0.70	固定资产	411	408	413	417
EPS (最新股本摊薄)	0.08	0.20	0.37	0.70	无形资产	181	183	183	184
					其他非流动资产	38	37	37	38
重要指标速览					非流动资产合计				
	2012A	2013E	2014E	2015E		2012A	2013E	2014E	2015E
估值					资产总计	954	1,419	1,364	1,525
PE(P=12.85)	123.3	63.5	34.8	18.4	短期借款	261	261	211	161
PEG	1.1	1.1	0.9	1.1	应付款项	85	78	90	102
PB	6.6	3.8	3.4	2.9	预收款项	8	15	17	20
PS	3.6	2.8	2.3	2.0	应付股利	22	22	22	22
EV/EBITDA	61.7	29.9	20.3	13.8	其他流动负债	100	83	94	117
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	流动负债合计	476	459	434	422
经营回报率					长期借款	123	123	0	0
ROE	5.7%	8.5%	10.4%	17.1%	应付债券	0	0	0	0
ROA	1.4%	6.1%	8.6%	13.2%	其他非流动负债	8	8	8	8
资本结构及偿债能力					非流动负债合计	131	131	8	8
资产负债率	63.6%	41.5%	32.4%	28.2%	负债合计	607	590	443	430
速动比率	0.5	1.4	1.3	1.6	归属母公司所有者权益	345	827	918	1,090
运营效率					其中：实收资本	178	246	246	246
存货周转率	5.5	7.3	5.8	5.8	少数股东权益	2	3	4	5
流动资产周转率	2.1	2.1	1.8	2.0	股东权益合计	347	829	921	1,095
固定资产周转率	1.9	2.8	3.3	3.8	负债及股东权益总计	954	1,419	1,364	1,525

## 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  $\pm 10\%$ 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：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

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。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

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