

## 南方食品 (000716)

## 2Q14营收略低于预期，维持14、15年净利高增长判断

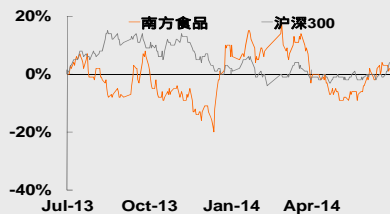
## 推荐(维持)

现价：12.19元

## 主要数据

行业	平安食品饮料
公司网址	www.ndapjt.com
大股东/持股	广西黑五类食品集团有限责任公司 /33.21%
实际控制人/持股	社会公众股股东 /56.01%
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)	29.99
流通A股市值(亿元)	20.86
每股净资产(元)	3.5
资产负债率(%)	39.8

## 行情走势图



## 证券分析师

## 文 献

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

## 王俏怡

一般从业资格编号S1060113110013  
wangqiaoyi597@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告,如经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

事项：南方食品7月29日发布中报。

## 平安观点：

- **2Q14 净利靠近业绩预告中值，营收低于我们预期。**1H14 实现营业收入 6.29 亿元，同比增 20%，归属母公司股东净利 0.37 亿元，同比增约 58%，每股收益 0.15 元。2Q14 营收和净利分别为 2.58 亿元和 0.1 亿元，同比分别降 19%，增 173%，每股收益 0.05 元。1H14 净利靠近公司 7 月 11 日预告中值。2Q14 营收下降是因为 2Q13 口径不可比，估计食品主业同比增约 32%，低于我们预期的 50%。
- **老产品黑芝麻糊价升量降，应为 2H14 留出了余粮。**我们测算，2Q14 老产品黑芝麻糊和新品黑芝麻乳合计营收同比增约 32%，其中估计老产品同比持平，由于提价约 10%，销量同比降约 10%；新产品 2Q14 估计规模略低于 1Q14，考虑正是淡季，当前仍算正常。老产品 1H14 总体增速偏慢，可能两方面原因，一是 2H13 同比大增超 90%，渠道库存可能偏高，需要消化；二是 2H13 基数高，正逢增发关键时期，公司可能也有意识地做了调整。
- **维持对新、老业务全年增速判断。**预计老产品黑芝麻糊全年营收增 15%至 8.86 亿，新品全年营收约 2.45 亿，主要考虑：针对老产品，1H14 公司已针对性地做了清理渠道工作；对新品而言，本来就是要看旺季动销情况，故上半年 0.85 亿销售仍算正常，随着渠道网络扩张，下半年中秋、年底销售上量值得期待。
- **维持 2014、2015 业绩高弹性判断。**我们维持 2014-2016 年 0.34、0.69 和 0.98 元的 EPS 预测（增发摊薄前），同比增 102%、104%、43%，以 7 月 28 日收盘价 12.19 元计算，动态 PE 分别为 36、18、12 倍。公司预计增发可能完成于 14 年 10 月，老产品稳定增长和新品度过最早投入期，我们预计公司进入业绩高增长时期。且如果增发顺利完成，则公司资金实力将大为改善，业务前景更乐观。维持“推荐”评级。
- **风险提示：新品 2H14 旺季销售低于预期。**

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营收入(百万元)	920	1,306	1,577	1,954	2,352
YoY(%)	44.5	41.9	20.8	23.9	20.3
净利润(百万元)	29	41	83	169	242
YoY(%)	133.4	40.1	101.7	103.9	43.1
毛利率(%)	31.2	30.3	31.9	34.0	34.9
净利率(%)	3.2	3.2	5.3	8.7	10.4
ROE(%)	5.9	4.9	9.7	18.0	22.4
EPS(摊薄/元)	0.12	0.17	0.34	0.69	0.98
P/E(倍)	102.1	72.9	36.1	17.7	12.4
P/B(倍)	6.1	3.6	3.4	3.0	2.6

图表 1 中报快读：2Q14营收降19%，但主要是口径不可比，食品主业同比增约40% 单位：百万元，元/股

	2Q13	2Q14	QoQ	1H13	1H14	YoY	
营业收入	318	259	-18.6%	522	629	20.4%	2Q13 包含 1H13 物流营收，
营业成本	270	177	-34.5%	391	458	17.1%	2Q14 食品主业同比增约 40%
毛利率	15.2%	31.7%	16.5%	25.1%	27.1%	2.0%	高毛利率的食品主业占比上升，老产品黑芝麻糊毛利率上升
毛利	48	82	70.3%	131	171	30.1%	
营业税金及附加	1	2	108.2%	2	3	41.1%	
销售费用	34	56	66.1%	80	103	29.3%	物流增加，估计广告投入上升
管理费用	14	14	-1.0%	25	28	12.7%	人员工资增长
财务费用	9	5	-41.3%	16	11	-29.8%	短长期债务同比均有所下降
资产减值损失	-1	0	138.6%	-1	0	138.6%	
公允价值变动收益	0	0	0.0%	0	0	0.0%	
投资收益	9	2	-83.2%	10	3	-67.2%	
营业利润	1	6	761.3%	18	27	50.2%	
营业利润率	0.2%	2.4%	2.2%	3.5%	4.4%	0.9%	
营业外收入	4	3	-16.5%	6	9	49.5%	主要是政府补贴
营业外支出	0	0	-45.3%	1	0	-31.8%	
利润总额	4	9	130.0%	24	36	52.1%	
所得税	0	-1	-326.8%	0	-1	-326.8%	
所得税率	-3.6%	-14.8%	-11.2%	3.6%	-2.9%	-6.5%	税率基本正常
少数股东权益	0	-0	-247.0%	0	-0	-454.5%	
归属于母公司净利润	4	10	172.6%	23	37	58.4%	
净利率	1.1%	3.8%	2.6%	4.5%	5.9%	1.4%	
EPS	0.01	0.04	172.6%	0.10	0.15	58.4%	2Q13靠近业绩预告中值

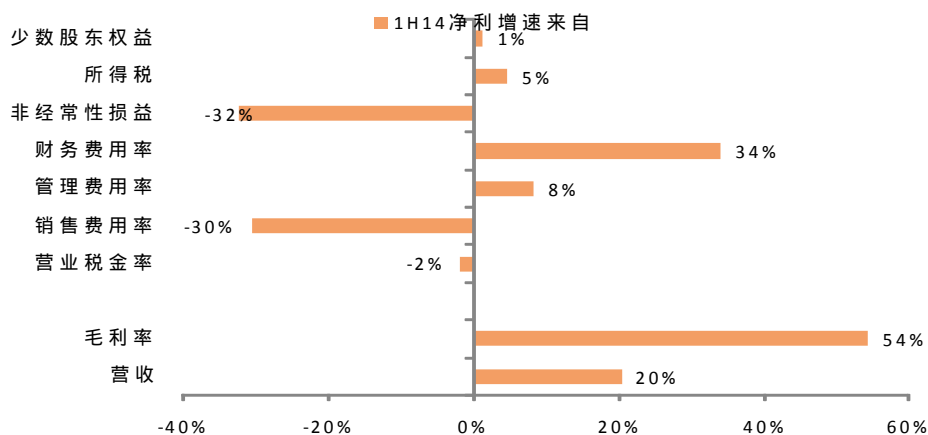
资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

图表 2 1H14黑芝麻糊增长11.2%，新品黑芝麻乳收入规模约0.85亿 单位：百万元

	1H2012	2H2012	1H2013	2H2013	1H2014	
黑芝麻糊(含杯)	332.4	257.6	306.5	497.5	340.9	1H14 价升量稳
同比增长率	45.1%	-26.5%	-7.8%	93.1%	11.2%	
毛利率	49.6%	33.8%	37.0%	51.4%	39.3%	毛利率提升幅
同比变化	10.2%	-9.1%	-12.5%	17.6%	2.2%	度略低于预期
黑芝麻乳(含露)	2.1	21.7	4.4	51.2	85.4	1H14 新品表现
同比增长率	-80.0%	190.4%	110.7%	136.2%	1851.4%	基本正常
毛利率	-175.4%	33.7%	14.7%	30.5%	30.6%	
同比变化	-194.5%	17.0%	190.1%	-3.2%	15.9%	
销售商品			201.6	227.0	196.9	物流业务
同比增长率					-2.3%	
毛利率			5.4%	-4.0%	4.1%	
同比变化					-1.3%	
其他	14.7	2.5	9.8	7.6	5.5	
同比增长率			14.8%	14.8%	-43.4%	
毛利率	35.6%	32.1%	61.3%	31.0%	42.9%	

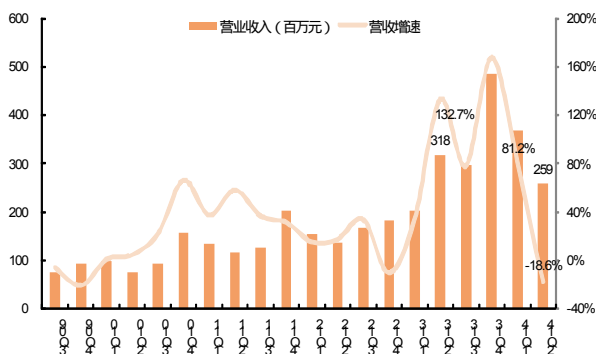
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 3 1H14净利增长主要由营收增长、毛利率上升、财务费用下降导致



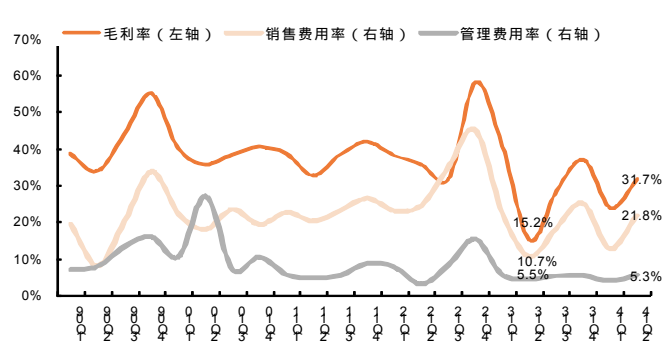
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 4 2Q14营收可比口径增约19%



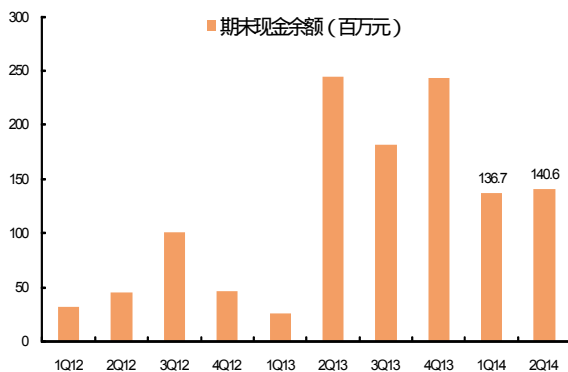
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 5 口径改变致使2Q14毛利率、销售费用率大升



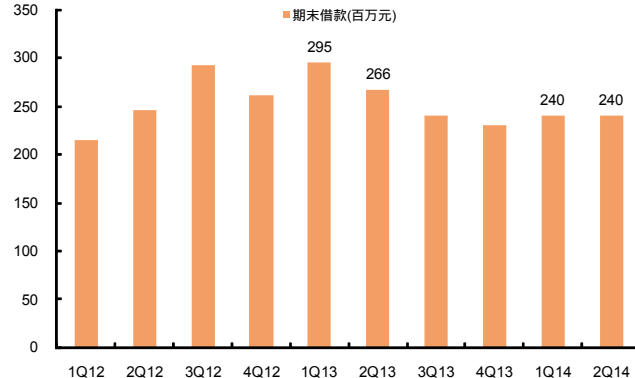
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 6 2Q14现金余额稳定在约1.41亿



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 7 2Q14贷款余额基本稳定



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	业绩预测最新调整 2014 年
	7月28日	12A	13A	14E	15E	12A	13A	14E	15E			
贵州茅台	164.25	11.65	13.25	12.96	13.68	14.1	12.4	12.7	12.0	中性		
五粮液	20.02	2.62	2.10	1.80	1.94	7.6	9.5	11.1	10.3	中性		
洋河股份	59.05	5.72	4.65	4.21	4.73	10.3	12.7	14.0	12.5	中性		
泸州老窖	18.75	3.13	2.45	1.43	1.47	6.0	7.6	13.1	12.8	中性		
青青稞酒	16.76	0.67	0.83	0.81	0.92	25.0	20.2	20.8	18.2	推荐	↓(6%)7月6日	
山西汾酒	16.54	1.53	1.11	0.68	0.80	10.8	14.9	24.2	20.6	中性		
顺鑫农业	14.99	0.22	0.35	0.73	0.87	68.0	43.3	20.5	17.1	推荐		
张裕 A	26.81	2.48	1.53	1.35	1.32	10.8	17.5	19.8	20.3	中性		
青岛啤酒	41.91	1.30	1.46	1.58	1.77	32.2	28.7	26.5	23.6	推荐		
海天味业	33.85	0.81	1.07	1.32	1.63	42.0	31.5	25.6	20.7	强烈推荐	↑(2%)7月20日	
中炬高新	9.97	0.16	0.27	0.38	0.50	63.2	37.3	26.3	19.8	推荐	↑(6%)7月27日	
伊利股份	24.15	0.56	1.56	1.96	2.26	43.1	15.5	12.3	10.7	强烈推荐		
贝因美	14.36	0.50	0.71	0.56	0.78	28.8	20.4	25.8	18.3	中性		
南方食品	12.19	0.08	0.17	0.34	0.69	161.4	72.9	36.1	17.7	推荐	↓(18%)7月12日	
安琪酵母	17.12	0.74	0.44	0.55	0.85	23.2	38.5	31.1	20.1	推荐	↑(7%)7月6日	
双汇发展	36.10	1.31	1.75	2.14	2.46	27.5	20.6	16.9	14.7	强烈推荐	↓(0.5%)7月6日	
大北农	12.70	0.41	0.47	0.68	1.16	30.8	27.1	18.7	10.9	强烈推荐		
均值						35.6	25.3	20.9	16.5			

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)				
	2013A	2014E	2015E	2016E		2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,306	1,577	1,954	2,352	净利润	41	84	171	245
YoY	103.5%	20.8%	23.9%	20.3%	折旧摊销	34	41	41	42
营业成本	910	1,074	1,291	1,531	营运资金投资	-63	-51	-56	-20
毛利率	30.3%	31.9%	34.0%	34.9%	经营活动现金净流量	107	114	197	308
营业税金及附加	8	8	9	11	资本开支	-118	-41	-49	-47
股权激励费用	0	0	0	0	投资活动现金净流量	-203	-41	-49	-47
销售费用	256	320	384	442	债务融资	-68	-87	0	0
管理费用	66	76	84	92	股权融资	0	0	0	0
财务费用	34	26	22	22	支付红利	0	-12	-25	-51
投资净收益	11	8	8	8	融资活动现金净流量	115	286	-125	-47
营业利润	41	81	173	263	当年现金净流量	191	-52	102	188
加：营业外收入	12	7	7	3					
减：营业外支出	7	0	0	0	资产负债表 (百万元)				
利润总额	46	88	180	266	货币资金	244	293	293	481
减：所得税	5	4	9	21	应收款项	72	83	105	125
净利润	41	84	171	245	预付款项	163	146	204	225
减：少数股东损益	-0	1	2	2	存货	104	107	116	122
归属母公司所有者净利	41	83	169	242	其他流动资产	67	-54	40	24
YoY	121.4%	101.7%	103.9%	43.1%	流动资产合计	650	576	758	978
销售净利率	3.1%	5.3%	8.7%	10.4%	长期股权投资	9	9	9	9
EPS (当年股本)	0.17	0.34	0.69	0.98	固定资产	499	499	505	510
EPS (最新股本摊薄)	0.17	0.34	0.69	0.98	无形资产	224	224	224	224
					其他非流动资产	77	76	77	78
重要指标速览					非流动资产合计	809	808	816	821
	2013A	2014E	2015E	2016E	资产总计	1,459	1,385	1,573	1,799
估值					短期借款	230	230	230	230
PE(P=12.19)	72.9	36.1	17.7	12.4	应付款项	151	107	103	107
PEG	0.9	0.6	0.5	0.4	预收款项	44	37	55	61
PB	3.6	3.4	3.0	2.6	应付股利	1	26	51	73
PS	2.3	1.9	1.5	1.3	其他流动负债	102	94	122	144
EV/EBITDA	30.8	21.9	13.8	10.0	流动负债合计	527	493	562	616
股息收益率	0.4%	0.8%	1.7%	2.4%	长期借款	87	0	0	0
经营回报率					应付债券	0	0	0	0
ROE	7.0%	9.7%	18.0%	22.4%	其他非流动负债	7	7	7	7
ROA	5.0%	7.2%	12.5%	15.5%	非流动负债合计	94	7	7	7
资本结构及偿债能力					负债合计	622	500	569	623
资产负债率	42.6%	36.1%	36.2%	34.6%	归属母公司所有者权益	834	879	998	1,167
速动比率	1.0	1.0	1.1	1.4	其中：实收资本	246	246	246	246
运营效率					少数股东权益	4	5	6	9
存货周转率	10.5	10.1	11.5	12.8	股东权益合计	838	884	1,004	1,176
流动资产周转率	2.7	2.6	2.9	2.7	负债及股东权益总计	1,459	1,385	1,573	1,799
固定资产周转率	2.9	3.2	3.9	4.6					

## 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）

### 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 2014 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	