

## 南方食品 (000716)

## 14、15年业绩确定性高增长，定增为下一轮发展提供动力

## 推荐(维持)

现价：16.6元

## 主要数据

行业	平安食品饮料
公司网址	www.ndapjt.cm
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)	40.84
流通A股市值(亿元)	28.43
每股净资产(元)	3.48
资产负债率(%)	37.5

## 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。

## 投资要点：

事项：南方食品10月24日发布三季报。

平安观点：

■ **3Q14 净利靠近业绩预告上值，食品营收符合我们预期。** 1-3Q14 实现营收9.29亿元，同比+13%，归属母公司股东净利0.51亿元，同比+74%，EPS0.21元。3Q14 营收、净利为3亿元和0.14亿元，同比+0.9%、+136%，EPS0.06元。3Q14 净利靠近10月14日业绩预告上值，略高于我们预期。估计食品主业营收同比增约27%，符合我们预期。

■ **老产品黑芝麻糊销量下降，估计4Q14仍需消化高基数。** 我们测算，3Q14老产品黑芝麻糊和新品黑芝麻乳合计营收同比+27%，其中估计老产品同比降5%-10%，新产品3Q14规模达到0.86亿元，环比2Q14翻倍。老产品2014年以来销量下降，可能两方面原因，一是2H13同比大增超90%，渠道库存可能偏高，需消化；二是新品规模正逐步上来，12、13年持续高费用投入开始产生效益，公司有能力和引导市场健康发展。新品方面，考虑2Q14淡季和3Q14中秋旺季，仍算正常。由于糖价大跌，公司3Q14物流业务规模下降约50%，影响营收表现，但对利润影响微小。

■ **下调老业务增速预测，上调新业务增速预测。** 预计老产品黑芝麻糊全年营收微降1%，主要考虑4Q14老产品基数很高；预计新品黑芝麻乳全年营收约2.6亿，同比增370%，主要考虑当前仍处渠道扩张阶段，中秋旺季表现不错，年底旺季值得期待。

■ **14、15业绩确定性高增长，定增为下一轮发展提供动力，维持“推荐”投资评级。** 不考虑增发摊薄和财务费用影响，我们下调14-16年EPS预测值约11%、20%、30%至0.30、0.55和0.69元，同比增82%、82%、24%，动态PE分别为55、30、24倍。正如我们此前判断，随着新品规模上来加公司前期高费用率逐步下降，可推动净利连续高增长。同时，我们预计增发可能完成于10月，约9亿的融资额将显著改善公司资产负债表，足以支持公司15年及之后业务拓展。虽估值已不低，但仍值得趋势型投资者关注，维持“推荐”评级。

■ **风险提示：新品4Q14旺季销售低于预期。**

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营收入(百万元)	920	1,306	1,425	1,635	1,840
YoY(%)	44.5	103.5	9.1	14.7	12.5
净利润(百万元)	29	41	75	136	169
YoY(%)	133.4	121.4	81.6	81.9	24.4
毛利率(%)	31.2	30.3	32.5	34.2	34.8
净利率(%)	3.2	3.1	5.3	8.4	9.3
ROE(%)	5.9	7.0	8.8	14.8	16.5
EPS(摊薄/元)	0.12	0.17	0.30	0.55	0.69
P/E(倍)	139.1	99.3	54.6	30.0	24.1
P/B(倍)	8.3	4.9	4.7	4.2	3.8

图表 1 三季报快读：3Q14营收同比增0.9%，食品主业同比增约27% 单位：百万元，元/股

	3Q13	3Q14	QoQ	1-3Q13	1-3Q14	YoY	
营业收入	298	300	0.9%	820	929	13.3%	3Q14 物流业务同比大降拖累
营业成本	213	199	-6.6%	604	657	8.8%	整体营收增速
毛利率	28.5%	33.8%	5.3%	26.3%	29.3%	3.0%	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	85	102	19.7%	216	272	26.0%	
营业税金及附加	2	2	11.2%	4	5	27.8%	
销售费用	55	64	16.6%	135	167	24.2%	
管理费用	15	18	13.9%	41	46	13.1%	
财务费用	8	5	-34.6%	24	17	-31.4%	债务、利率估计均有所下降
资产减值损失	0	-0	-142.2%	-1	0	137.8%	
公允价值变动收益	0	0	0.0%	0		0.0%	
投资收益	0	1	0.0%	10	4	-62.0%	
营业利润	5	14	188.3%	23	41	78.6%	
营业利润率	1.6%	4.5%	2.9%	2.8%	4.4%	1.6%	
营业外收入	2	1	-30.5%	8	10	31.5%	主要是政府补贴
营业外支出	1	1	28.7%	1	1	-0.2%	
利润总额	6	14	138.9%	30	50	69.2%	
所得税	-0	0	100.0%	0	-1	-360.6%	
所得税率	-0.9%	0.0%	0.9%	2.0%	-1.9%	-3.9%	税率基本正常
少数股东权益	-0	-0	71.9%	0	-0	-712.1%	
归属于母公司净利润	5.92	13.99	136.3%	29.31	51.05	74.2%	
净利率	2.0%	4.7%	2.7%	3.6%	5.5%	1.9%	
EPS	0.02	0.06	136.3%	0.12	0.21	74.2%	3Q14偏业绩预告上值

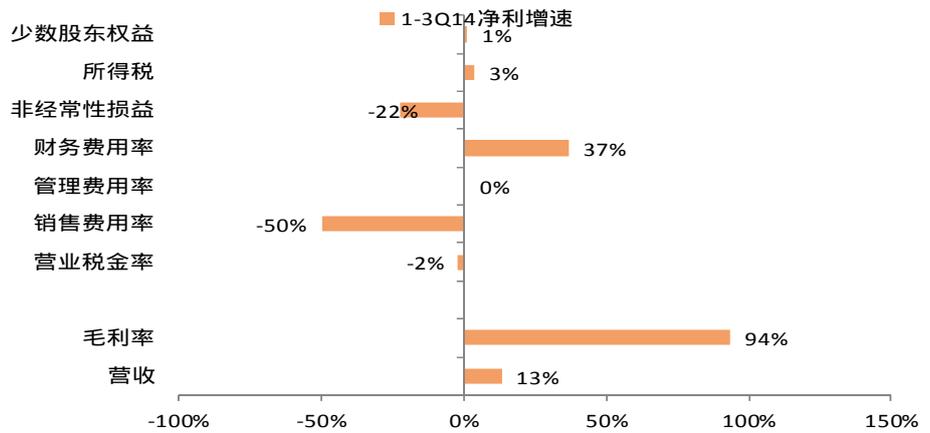
资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

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%	毛利率提升幅度略低于预期
同比变化	10.2%	-9.1%	-12.5%	17.6%	2.2%	
黑芝麻乳(含露)	2.1	21.7	4.4	51.2	85.4	1H14 新品表现基本正常
同比增长率	-80.0%	190.4%	110.7%	136.2%	1851.4%	
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%	

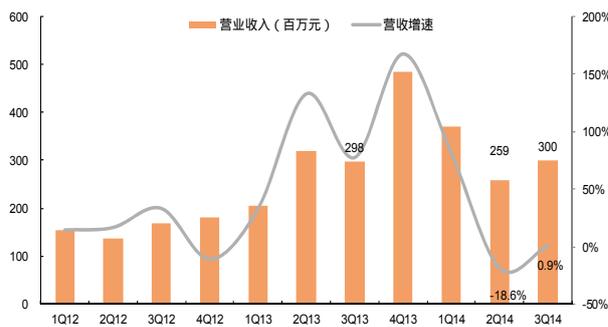
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 3 1-3Q14净利增长主要由毛利率上升、销售费用率下降所致



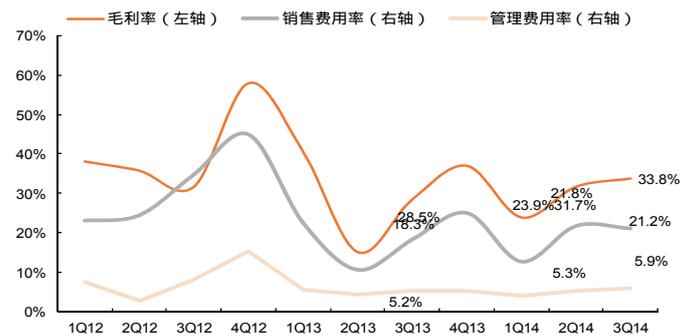
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 4 3Q14物流营收大降拖累营收仅增0.9%



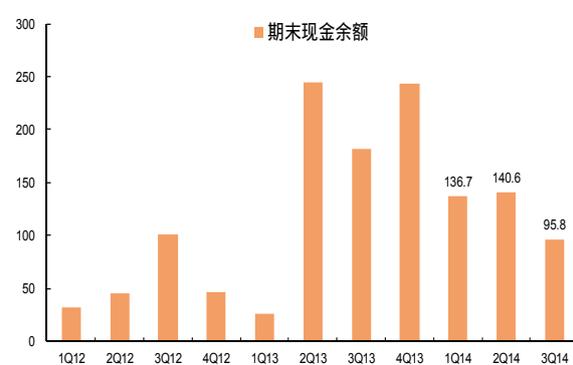
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 5 3Q14毛利率大升



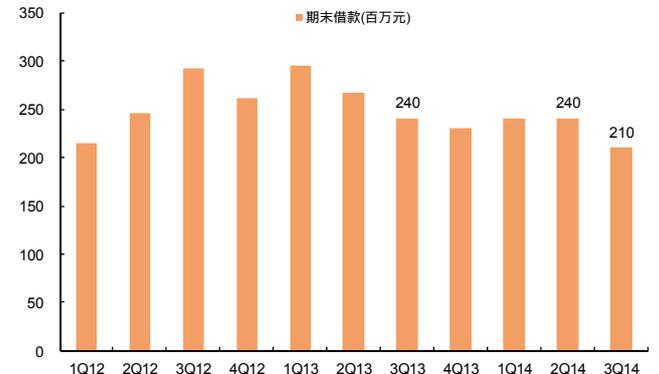
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 6 3Q14现金余额降至0.96亿



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 7 3Q14贷款余额略降



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	EPS最新调整 2014E
	10月23日	2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E			
贵州茅台	159.05	11.65	13.25	12.96	13.68	13.6	12.0	12.3	11.6	推荐		
五粮液	17.26	2.62	2.10	1.76	1.89	6.6	8.2	9.8	9.1	暂不评级		
洋河股份	62.10	5.72	4.65	4.21	4.73	10.9	13.4	14.7	13.1	中性		
泸州老窖	16.20	3.13	2.45	1.16	1.17	5.2	6.6	14.0	13.9	中性	↓(19%)10月21日	
青青稞酒	16.43	0.67	0.83	0.73	0.81	24.5	19.8	22.4	20.3	中性		
山西汾酒	16.06	1.53	1.11	0.47	0.56	10.5	14.5	33.9	28.7	中性		
顺鑫农业	17.20	0.22	0.35	0.69	0.87	78.0	49.7	24.9	19.7	推荐	↓(6%)9月26日	
古井贡酒	23.42	1.44	1.24	1.22	1.38	16.3	19.0	19.1	17.0	中性		
张裕 A	28.97	2.48	1.53	1.45	1.47	11.7	18.9	20.0	19.7	中性	(7%)10月13日	
青岛啤酒	38.24	1.30	1.46	1.52	1.70	29.4	26.2	25.2	22.5	推荐	↓(5%)10月12日	
海天味业	36.73	0.81	1.07	1.36	1.66	45.5	34.2	27.0	22.2	强烈推荐		
中炬高新	10.04	0.16	0.27	0.39	0.50	63.6	37.6	25.9	20.3	推荐		
伊利股份	22.76	0.56	1.04	1.30	1.61	40.6	21.9	17.4	14.1	强烈推荐		
贝因美	15.89	0.50	0.71	0.35	0.46	31.9	22.5	45.5	34.8	中性		
南方食品	16.60	0.08	0.17	0.30	0.55	219.8	99.3	54.6	30.0	推荐	↓(11%)10月23日	
安琪酵母	17.26	0.74	0.44	0.50	0.84	23.4	38.9	34.6	20.5	推荐	↓(9%)10月12日	
双汇发展	33.50	1.31	1.75	2.10	2.31	25.6	19.1	16.0	14.5	推荐	↓(2%)9月23日	
大北农	12.91	0.41	0.47	0.60	0.92	31.4	27.5	21.5	14.0	强烈推荐		
均值						38.2	27.2	24.4	19.2			

资料来源：平安证券研究所、WIND

损益表 (百万元, 元/股)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,306	1,425	1,635	1,840
YoY	103.5%	9.1%	14.7%	12.5%
营业成本	910	962	1,076	1,199
<b>毛利率</b>	<b>30.3%</b>	<b>32.5%</b>	<b>34.2%</b>	<b>34.8%</b>
营业税金及附加	8	7	7	8
股权激励费用	0	0	0	0
销售费用	256	297	327	360
管理费用	66	73	80	88
财务费用	34	22	17	16
投资净收益	11	7	7	7
<b>营业利润</b>	<b>41</b>	<b>71</b>	<b>134</b>	<b>175</b>
加: 营业外收入	12	12	12	6
减: 营业外支出	7	1	1	1
<b>利润总额</b>	<b>46</b>	<b>81</b>	<b>144</b>	<b>180</b>
减: 所得税	5	6	7	9
<b>净利润</b>	<b>41</b>	<b>75</b>	<b>137</b>	<b>171</b>
减: 少数股东损益	-0	1	1	2
<b>归属母公司所有者净利</b>	<b>41</b>	<b>75</b>	<b>136</b>	<b>169</b>
YoY	121.4%	81.6%	81.9%	24.4%
销售净利率	3.1%	5.3%	8.4%	9.3%
<b>EPS (当年股本)</b>	<b>0.17</b>	<b>0.30</b>	<b>0.55</b>	<b>0.69</b>
<b>EPS (最新股本摊薄)</b>	<b>0.17</b>	<b>0.30</b>	<b>0.55</b>	<b>0.69</b>

重要指标速览	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>估值</b>				
PE(P=16.6)	99.3	54.6	30.0	24.1
PEG	1.6	1.3	1.2	0.9
PB	4.9	4.7	4.2	3.8
PS	3.1	2.9	2.5	2.2
EV/EBITDA	40.8	32.4	22.6	18.6
股息收益率	0.3%	0.5%	1.0%	1.2%
<b>经营回报率</b>				
ROE	7.0%	8.8%	14.8%	16.5%
ROA	5.0%	6.1%	10.1%	11.7%
<b>资本结构及偿债能力</b>				
资产负债率	42.6%	35.2%	34.5%	32.4%
速动比率	1.0	1.0	1.1	1.4
<b>运营效率</b>				
存货周转率	10.5	9.6	11.1	12.4
流动资产周转率	2.7	2.4	2.7	2.5
固定资产周转率	2.9	2.9	3.3	3.7

现金流量表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
净利润	41	75	137	171
折旧摊销	34	41	41	41
营运资金投资	-63	-26	-35	-8
<b>经营活动现金净流量</b>	<b>107</b>	<b>118</b>	<b>171</b>	<b>231</b>
资本开支	-118	-38	-46	-46
<b>投资活动现金净流量</b>	<b>-203</b>	<b>-38</b>	<b>-46</b>	<b>-46</b>
债务融资	-68	-87	0	0
股权融资	0	0	0	0
支付红利	0	-12	-22	-41
<b>融资活动现金净流量</b>	<b>115</b>	<b>286</b>	<b>-121</b>	<b>-39</b>
<b>当年现金净流量</b>	<b>191</b>	<b>-40</b>	<b>86</b>	<b>127</b>

资产负债表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	244	289	289	417
应收款项	72	75	88	98
预付款项	163	131	170	176
存货	104	96	97	96
其他流动资产	67	-42	33	19
<b>流动资产合计</b>	<b>650</b>	<b>549</b>	<b>677</b>	<b>805</b>
长期股权投资	9	9	9	9
固定资产	499	497	501	505
无形资产	224	224	224	224
其他非流动资产	77	76	77	77
<b>非流动资产合计</b>	<b>809</b>	<b>806</b>	<b>810</b>	<b>815</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,459</b>	<b>1,355</b>	<b>1,487</b>	<b>1,621</b>
短期借款	230	230	230	230
应付款项	151	96	86	84
预收款项	44	33	46	47
应付股利	1	23	41	51
其他流动负债	102	87	102	106
<b>流动负债合计</b>	<b>527</b>	<b>469</b>	<b>506</b>	<b>519</b>
长期借款	87	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	7	7	7	7
<b>非流动负债合计</b>	<b>94</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>
<b>负债合计</b>	<b>622</b>	<b>476</b>	<b>513</b>	<b>526</b>
归属母公司所有者权益	834	874	969	1,087
其中: 实收资本	246	246	246	246
少数股东权益	4	5	6	8
<b>股东权益合计</b>	<b>838</b>	<b>878</b>	<b>975</b>	<b>1,095</b>
<b>负债及股东权益总计</b>	<b>1,459</b>	<b>1,355</b>	<b>1,487</b>	<b>1,621</b>

## 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：

此报告旨在为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 邮编：518048 传真：(0755) 82449257	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼 邮编：200120 传真：(021) 33830395	北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室 邮编：100031