

黑芝麻 (000716)

定增项目效益待观察，下调评级至“中性”

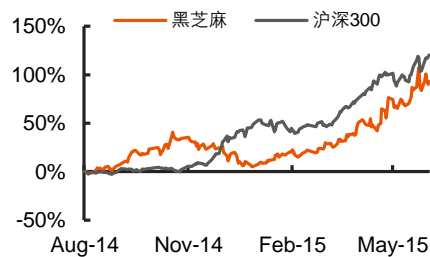
中性 (下调)

现价: 21.32 元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.nfspjt.com
大股东/持股	广西黑五类食品集团有限责任公司/32.55%
实际控制人/持股	李汉荣/56.01%
总股本(百万股)	319
流通 A 股(百万股)	171
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	67.91
流通 A 股市值(亿元)	36.51
每股净资产(元)	6.07
资产负债率(%)	20.10

行情走势图



证券分析师

文献 投资咨询资格编号
S1060511010014
0755-22627143
WENXIAN001@pingan.com.cn

研究助理

王俏怡 一般从业资格编号
S1060113110013
0755-22626689
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: 近日黑芝麻公布非公开发行预案。拟以 20.52 元/股底价、定增 77,972,709 股，募集约 16 亿元（含发行费），其中约 5.5 亿元用于黑营养健康食品 B2B 和 O2O 平台建设及品牌推广，约 4 亿元用于安阳黑芝麻健康营养食品生产基地建设，约 2.7 亿元用于收购金日食用油股权，8,000 万元用于食品物联网及信息化管理平台建设，3 亿元作为补充流动资金。

平安观点:

■ **B2B、O2O 平台效益有待观察。**本次定增将有约 1.8 亿元用于建设线上及客户端平台，约 1.9 亿元用于线下 KA 专柜等终端建设，约 1.8 亿元用于品牌营销推广。拟建的线上平台包括两个，一是黑芝麻原料 B2B 平台，主要为原材料供应商、经销商等提供行业资讯、供需信息等服务。二是黑芝麻产品的 B2C 平台，前期主要为公司自有产品的网上商城，后期可能会销售其他品牌的健康食品。客户端平台主要指手机 APP 应用及微信销售平台。B2B、O2O 平台及品牌推广项目，有助于公司更好地搜集市场信息，更有针对性地研发产品和推送广告，但实际效益有待观察。

■ **食用油行业增长速度、空间可能较为有限，收购金日协同效益仍需观察。**金日食用油主营“李耳”芝麻油，是河南老字号品牌，公司 80% 收入来自河南。2014 年金日食用油收入 3.76 亿元，净利润约 5,200 万元。2014 年黑芝麻收入 15 亿元，收购金日后，食用油将占到公司收入的约 20%，考虑到食用油行业增长速度和空间可能较为有限，收购产生的协同效益仍需观察。

■ **建设安阳生产基地，增加健康食品品类，可完善全国化布局。**黑芝麻已布局华南、华东、华中市场，公司在广西容县、江西南昌、安徽滁州均建有产能，安阳基地建设有助于完善公司全国化布局。安阳生产基地项目还将增加营养谷物餐、蛋白粉、食用油产品，促进公司产品结构进一步多元化。

■ **定增项目效益有待观察，下调评级至“中性”。**根据草根调研情况，芝麻糊、芝麻乳收入增长较预期慢，预计 2Q15 收入可能同比下降 10%，考虑到主业发展持续低于预期，当前估值较高，分别下调 15-17 年 EPS 预测值 57%、64%、67%，下调评级至“中性”。不考虑收购并表，预计 15-17 年 EPS 分别为 0.22 元、0.25 元、0.28 元，对应 8 月 3 日收盘价动态 P/E 分别为 97.4 倍、86.7 倍、77.0 倍。

■ **风险提示:** 食品安全事故、新产品低于预期、中报业绩低于预期。

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1,306	1,498	1,635	1,735	1,814
YoY(%)	103.5	14.7	9.1	6.1	4.6
净利润(百万元)	41	62	70	78	88
YoY(%)	121.4	51.3	12.0	12.4	12.5
毛利率(%)	30.3	31.5	32.0	31.8	32.2
净利率(%)	3.2	4.2	4.3	4.5	4.9
ROE(%)	7.0	4.7	3.8	4.1	4.4
EPS(摊薄/元)	0.13	0.20	0.22	0.25	0.28
P/E(倍)	127.5	106.9	97.4	86.7	77.0
P/B(倍)	6.3	3.7	3.6	3.5	3.4

图表1 重点公司年度盈利预测

股票名称	股价(元) 8月3日	EPS(元/股)			P/E			评级	EPS最新调整 2015E
		2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E		
贵州茅台	209.56	12.22	13.14	14.30	17.1	15.9	14.7	强烈推荐	
五粮液	25.73	1.54	1.66	1.92	16.7	15.5	13.4	强烈推荐	
洋河股份	65.66	2.99	3.26	3.59	22.0	20.1	18.3	中性	
泸州老窖	25.07	0.63	1.14	1.25	40.0	22.1	20.1	中性	
青青稞酒	26.37	0.71	0.73	0.80	37.4	36.3	33.2	中性	
山西汾酒	19.25	0.41	0.44	0.56	46.9	43.7	34.6	推荐	
顺鑫农业	21.78	0.63	0.69	0.78	34.6	31.7	27.9	推荐	↓ 8% (7月11日)
古井贡酒	39.89	1.19	1.29	1.48	33.6	31.0	26.9	中性	
张裕A	39.29	1.45	1.47	1.57	27.2	26.7	25.0	中性	
青岛啤酒	38.07	1.47	1.41	1.55	25.8	26.9	24.5	中性	↓ 6% (7月11日)
海天味业	34.32	0.77	0.90	1.06	44.4	38.1	32.3	强烈推荐	
中炬高新	21.62	0.36	0.30	0.36	60.1	72.2	60.7	推荐	
伊利股份	17.75	0.68	0.87	1.07	26.2	20.4	16.6	强烈推荐	↓ 9% (7月29日)
贝因美	15.66	0.07	0.04	0.03	232.5	415.9	618.2	中性	↓ 43% (7月8日)
光明乳业	19.51	0.32	0.92	1.19	61.0	21.2	16.4	推荐	
黑芝麻	21.32	0.20	0.22	0.25	106.9	97.4	86.7	中性	↓ 57% (8月3日)
安琪酵母	31.79	0.45	0.87	1.40	71.2	36.6	22.7	强烈推荐	↑ 9% (7月24日)
双汇发展	20.07	1.22	1.35	1.49	16.4	14.8	13.4	推荐	
大北农	13.66	0.29	0.43	0.65	47.1	31.9	21.0	强烈推荐	
三全食品	13.27	0.10	0.13	0.25	132.0	100.8	52.1	强烈推荐	
均值					55.1	55.9	58.9		

资料来源: 平安证券研究所、Wind

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
流动资产	650	1,374	1,364	1,399
现金	244	865	888	894
应收账款	65	153	125	155
其他应收款	67	64	33	17
预付账款	163	150	181	183
存货	104	80	100	95
其他流动资产	7	62	38	56
非流动资产	809	955	948	951
长期投资	9	0	0	0
固定资产	499	620	615	617
无形资产	224	269	269	269
其他非流动资产	77	65	65	66
资产总计	1,459	2,329	2,312	2,351
流动负债	527	512	398	383
短期借款	230	260	160	160
应付账款	151	148	89	83
其他流动负债	146	104	149	140
非流动负债	94	6	6	6
长期借款	87	0	0	0
其他非流动负债	7	6	6	6
负债合计	622	518	404	389
少数股东权益	4	2	1	1
股本	246	312	319	319
资本公积	486	1,348	1,410	1,410
留存收益	101	148	178	233
归属母公司股东权益	834	1,809	1,907	1,962
负债和股东权益	1,459	2,329	2,312	2,351

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
经营活动现金流	107	-34	142	83
净利润	41	62	70	78
折旧摊销	34	41	48	48
财务费用	34	18	9	6
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-63	-157	-9	-53
其他经营现金流	62	3	24	4
投资活动现金流	-203	-189	-43	-50
资本支出	-118	-156	-43	-50
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-85	-32	0	0
筹资活动现金流	286	843	-76	-27
短期借款	-31	30	-100	0
长期借款	-36	-87	0	0
普通股增加	68	66	7	0
资本公积增加	378	875	45	0
其他筹资现金流	-93	-41	-27	-27
现金净增加额	191	620	22	6

利润表

单位: 百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	1,306	1,498	1,635	1,735
营业成本	910	1,025	1,112	1,182
营业税金及附加	8	10	7	8
营业费用	256	315	344	373
管理费用	66	77	84	95
财务费用	34	18	9	6
资产减值损失	2	7	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	11	3	3	3
营业利润	41	48	65	73
营业外收入	12	21	14	14
营业外支出	7	6	7	7
利润总额	46	63	72	80
所得税	5	1	3	2
净利润	41	62	69	78
少数股东损益	-0.1	-0.4	-0.5	-0.6
归属母公司净利润	41	62	70	78
EBITDA	109	107	122	127
EPS (元)	0.13	0.20	0.22	0.25

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
成长能力				
营业收入(%)	103.5	14.7	9.1	6.1
营业利润(%)	2,545.8	17.4	34.5	13.4
归属于母公司净利润(%)	121.4	51.3	12.0	12.4
获利能力				
毛利率(%)	30.3	31.5	32.0	31.8
净利率(%)	3.2	4.2	4.3	4.5
ROE(%)	7.0	4.7	3.8	4.1
ROIC(%)	13.4	7.9	5.6	6.0
偿债能力				
资产负债率(%)	42.6	22.3	17.5	16.5
净负债比率(%)	-64.7	-34.3	-38.2	-40.4
流动比率	1.2	2.7	3.4	3.7
速动比率	1.0	2.5	3.2	3.4
营运能力				
总资产周转率	1.1	0.8	0.7	0.7
应收账款周转率	22.2	13.7	11.8	12.4
应付账款周转率	7.7	6.8	9.4	13.8
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.20	0.22	0.25
每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	-0.11	0.45	0.26
每股净资产(最新摊薄)	2.62	5.68	5.99	6.16
估值比率				
P/E	127.5	106.9	97.4	86.7
P/B	6.3	3.7	3.6	3.5
EV/EBITDA	51.5	64.9	57.2	54.8

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±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。客户并不能仅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 2015 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

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

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

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033