

黑芝麻(000716)

2015年11月30日

分析师: 马浩博

执业资格证书编号: S0850513090003

联系电话: 18862240507

mahb@research.dwstock.com.cn

大股东强力参与增发和大比例增持+黑芝麻全产业链

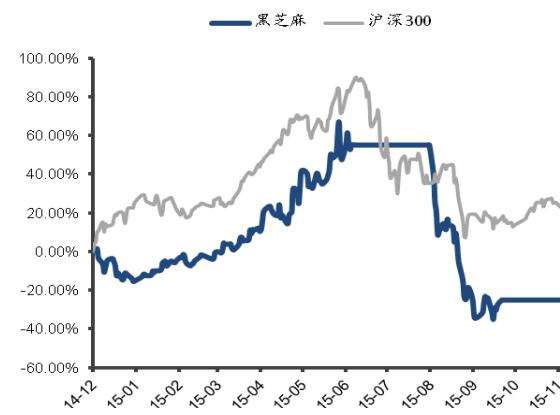
买入(首次)

盈利预测与估值

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1,498	1,842	2,505	3,081
同比(+/-%)	14.7%	23.0%	36.0%	23.0%
净利润(百万元)	62.24	124.56	219.52	314.04
同比(+/-%)	51.3%	100.1%	76.2%	43.1%
毛利率(%)	30.9%	31.4%	31.3%	33.3%
净资产收益率(%)	3.4%	3.6%	6.1%	8.3%
每股收益(元)	0.20	0.26	0.47	0.67
PE	62.96	47.59	27.01	18.88
PB	2.17	1.71	1.65	1.57

- **公司专注于做大、做强营养健康食品产业，通过募集资金以2.7亿元收购金日食用油46%的股权，进军食用油领域：金日食用油主营中国驰名商标“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5200万元，净利润率14%。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%，有助于改善上市公司主体较低的盈利水平。预计金日食用油明年利润6500万元，17年7500万。**
- **四季度是老产品的旺季，公司将全力以赴，加强宣传工作，落实奖励措施，集中火力促进液态、冲调类产品消费增长：老产品芝麻糊提价后毛利超过了50%，今年预计同比增长10%左右。老产品将扩大广告宣传投入，以经销商渠道为主，加大终端建设，今年新增了600-700家，经过大半年调整，已经取得比较好的效果；公司新品类今年预计实现销售额2亿元左右，与去年持平。新品黑芝麻乳定位中高端，营养丰富、饮用方便，符合行业发展的趋势，消费者接受度较高，自13年试销以来实现了爆发式增长。目前黑芝麻乳依靠代工生产，14年实现营业收入2.1亿元，同比增长283.2%。**
- **物流业务呈恢复性增长，今年上半年同比+25%：容州物流产业园收购完成，实现食品业与物流业的协同发展。公司5月20日公告完成收购广西容州物流产业园有限公司100%股权。**
- **大股东强力参与增发和大比例增持：本次非公开发行股票数量不超过1.53亿股，发行底价为不低于定价基准日前20个交易日公司股票交易均价的90%，即10.45元/股，募集资金16亿元。**
- **盈利预测与投资建议：预计15-17年营业收入18、25、30亿元，15-17年摊薄后EPS为0.26、0.47、0.67元/股。给予16年27XPE，“买入”评级。**
- **风险因素：新品推广不及预期；物流业务盈利能力低于预期风险。**

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.82
一年最低价/最高价(元)	9.54/25.49
市净率	2.58
流通A股市值(百万元)	3073

基础数据

每股净资产(元)	5.35
资产负债率(%)	36.20
总股本(百万股)	319
流通A股(百万股)	222

一、公司专注于做大、做强营养健康食品产业，通过募集资金以 2.7 亿元收购金日食用油 46%的股权，进军食用油领域。

公司已于 7 月 31 日签署转让协议，项目完成后直接并表增厚上市公司利润，有效整合双方采购、销售渠道，形成协同效应，更好地拓展市场，增强公司盈利能力。金日食用油主营中国驰名商标“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，净利润率 14%。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%，有助于改善上市公司主体较低的盈利水平。预计金日食用油明年利润 6500 万元，17 年 7500 万。目前利润贡献中香油占比较大，冷榨油相对较少，冷榨油产品定位针对中高端人群，类似于橄榄油。金日食用油渠道网点齐全，渠道成熟，看好公司带来持续带来业绩增厚。

二、四季度是老产品的旺季，公司将全力以赴，加强宣传工作，落实奖励措施，集中火力促进液态、冲调类产品消费增长。

前三季度，公司实现营业收入 10.3 亿元，归属于母公司净利润 0.7 亿元，分别同比上升 5.64% 和 63.22%。今年全年净利润预计 1.5 亿。分业务看，固态产品-芝麻糊提价后毛利超过了 50%，今年预计同比增长 10% 左右。老产品将扩大广告宣传投入，以经销商渠道为主，加大终端建设，今年新增了 600-700 家，经过大半年调整，已经取得比较好的效果；公司新品类今年预计实现销售额 2 亿元左右，与去年持平。新品黑芝麻乳定位中高端，营养丰富、饮用方便，符合行业发展的趋势，消费者接受度较高，自 13 年试销以来实现了爆发式增长。目前黑芝麻乳依靠代工生产，14 年实现营业收入 2.1 亿元，同比增长 283.2%。随着南昌（15 年 1 月投产）和滁州（16 年投产）两个生产基地的逐步投产，黑芝麻乳将打破产能瓶颈实现持续高增长，毛利率也会有所提高。新产品主要在深圳、广东、广州等区域铺设，以终端为主。新产品因节日效应较强，期待四季度春节的表现。由于去年四季度利润基数较低，估计四季度利润增速会进一步提升。

三、物流业务呈恢复性增长，今年上半年同比 +25%

容州物流产业园收购完成，实现食品业与物流业的协同发展。公司 5 月 20 日公告完成收购广西容州物流产业园有限公

司 100% 股权，该物流产业园目前尚在分期开发，集农产品采购、仓储、贸易、物流以及其他配套商住物业于一身，待建成之后将成为桂东南地区最大的专业物流基地。我们认为此次收购将保障公司未来黑芝麻、大米、白糖等原材料的战略收储，提升公司对于原材料成本以及质量的控制能力，进而提升盈利能力，实现公司物流与食品两大业务板块的协同效应。

四、大股东强力参与增发和大比例增持

本次非公开发行股票数量不超过 1.53 亿股，发行底价为不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 90%，即 10.45 元/股。发行前，黑五类集团持有公司 1.04 亿股，占公司总股本的 32.71%，为公司的控股股东。本次非公开发行，由黑五类集团按 20.52 元/股的价格认购黑芝麻本次非公开发行 A 股股票总数不低于 10% 的股票，黑芝麻发行股票数量不超过 7797 万股。发行后，黑五类集团的持股比例将降至 25.34%，公司实际控制人直接和间接控制本公司的股权比例将降至 28.63%。本次非公开发行后，公司控股股东和实际控制人不会发生变更，本次发行不会导致公司控制权发生变化。本次发行募集资金总额不超过人民币 16 亿元，扣除发行费用后拟用于“收购金日食用油股权项目”、“安阳黑芝麻健康营养食品生产基地建设项目”、“黑营养健康食品 B2B 和 O2O 平台建设及品牌推广项目”、“食品物联网及信息化管理平台建设项目”以及“补充流动资金”。

图表 1 定增资金计划投入项目

单位：万元

序号	项目名称	项目投 资金额	募集资金 拟投入金额
1	收购金日食用油股权项目	27,007.87	27,007.87
2	安阳黑芝麻健康营养食品生产基地建设项目	40,563.06	40,000.00
3	黑营养健康食品 B2B 和 O2O 平台建设及品牌推 广项目	55,000.00	54,992.13
4	食品物联网及信息化管理平台建设项目	8,000.00	8,000.00
5	补充流动资金	30,000.00	30,000.00
合计		160,570.93	160,000.00

来源：公司公告 东吴证券研究所

五、盈利预测与估值

大股东两次参与增发彰显对公司未来发展的信心，高管全面参与的股权激励计划有利于保障未来三年收入利润的快速增长

长。期待公司新产品实现爆发式增长以及收购芝麻油项目 16 年并表带来业绩增厚。预计 15-17 年营业收入 18、25、30 亿元。预计 15-17 年摊薄后 EPS 为 0.26、0.47、0.67 元/股。给予 16 年 27XPE，“买入”评级。

资产负债表 (百万)	2014	2015E	2016E	2017E	利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	1373.9	2795.0	2890.2	3038.1	营业收入	1497.5	1842.0	2505.1	3081.2
现金	865.3	2272.6	2179.7	2169.1	营业成本	1025.2	1252.5	1703.4	2033.6
应收款项	267.4	201.9	274.5	337.7	营业税金及附加	10.3	11.1	17.5	21.6
存货	79.7	99.5	135.3	161.6	营业费用	315.2	386.8	476.0	585.4
其他	161.5	221.0	300.6	369.7	管理费用	79.9	101.1	135.3	165.1
非流动资产	954.7	1068.2	1158.6	1253.6	财务费用	18.0	-13.6	-28.4	-28.0
长期股权投资	0.0	4.2	-4.9	-4.9	投资净收益	2.9	4.0	5.0	6.0
固定资产	620.3	698.6	768.1	834.1	其他	-3.6	9.0	10.0	11.0
无形资产	269.0	300.0	330.0	359.0	营业利润	48.2	117.1	216.3	320.6
其他	65.4	65.4	65.4	65.4	营业外净收支	14.7	10.0	10.0	10.0
资产总计	2328.6	3863.2	4048.8	4291.7	利润总额	62.9	127.1	226.3	330.6
流动负债	512.3	375.5	451.6	525.0	所得税费用	1.1	2.5	6.8	16.5
短期借款	260.0	100.0	80.0	80.0	少数股东损益	-0.4	0.0	0.0	0.0
应付账款	148.4	171.6	233.3	278.6	归属母公司净利润	62.2	124.56	219.52	314.04
其他	103.9	103.9	138.3	166.4	EBIT	69.9	99.5	182.9	286.6
非流动负债	5.9	5.9	5.9	5.9	EBITDA	105.4	159.1	254.1	367.2
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	重要财务与估值指标				
其他	5.9	5.9	5.9	5.9	2014	2015E	2016E	2017E	
负债总计	518.2	381.3	457.5	530.8	每股收益(元)	0.20	0.26	0.47	0.67
少数股东权益	1.7	1.7	1.7	1.7	每股净资产(元)	5.80	7.36	7.62	7.97
归属母公司股东权益	1808.7	3476.0	3594.5	3764.1	发行在外股份(百万股)	312.0	472.0	472.0	472.0
负债和股东权益总计	2328.6	3859.0	4053.7	4296.6	ROIC(%)	4.3%	5.2%	10.5%	14.6%
					ROE(%)	3.4%	3.6%	6.1%	8.3%
现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	毛利率(%)	30.9%	31.4%	31.3%	33.3%
经营活动现金流	-33.8	186.9	198.8	309.5	EBIT Margin(%)	4.7%	5.4%	7.3%	9.3%
投资活动现金流	-188.6	-162.3	-170.7	-175.6	销售净利率(%)	4.2%	6.8%	8.8%	10.2%
筹资活动现金流	842.6	1382.7	-121.0	-144.5	资产负债率(%)	22.3%	9.9%	11.3%	12.4%
现金净增加额	620.2	1407.3	-92.9	-10.6	收入增长率(%)	14.7%	23.0%	36.0%	23.0%
企业自由现金流	-179.9	37.5	26.0	132.0	净利润增长率(%)	51.3%	100.1%	76.2%	43.1%

资料来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>