

黑芝麻 (000716)

40 亿市值+16 年 21XPE+16 年利润增

33%+外延并购预期

买入 (维持)

盈利预测与估值

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1,498	1,947	2,531	3,290
同比(+/-%)	14.7%	30.0%	30.0%	30.0%
净利润(百万元)	62.24	151.58	204.17	252.46
同比(+/-%)	51.3%	143.5%	34.7%	23.7%
毛利率(%)	30.9%	32.4%	32.3%	32.3%
净资产收益率(%)	3.4%	4.3%	5.7%	6.8%
每股收益(元)	0.20	0.32	0.43	0.53
PE	62.96	39.11	29.04	23.48
PB	2.17	1.70	1.65	1.59

■ **传统产品 4Q 释放业绩弹性, 全年业绩高速增长:** 预计公司 15 年扣非后净利润 1.5 亿元, 同比+140%。4Q 是传统产品芝麻糊的销售旺季, 公司在 3Q 提价 10%, 4Q 充分释放业绩弹性, 预计同比增长 20-30%。预计全年收入+10%左右, 净利润 1.2 亿元, 受益于提价因素, 利润增速可能更快。传统产品近年来增速有所放缓, 16 年公司将在渠道、管理机构及广告宣传、市场政策等方面进一步进行调整, 争取突破增长瓶颈, 目标实现两位数以上增长。新品方面, 公司继 14 年下半年推出黑芝麻乳后, 于 15 年下半年推出植物蛋白吸食饮品“黑黑乳”。公司将坚持新品推广, 逐步提高市占率, 计划先在广深地区打开市场渠道, 将利用老产品实现新老产品渠道共享, 协同增长。毛利率方面, 饮品较传统产品相对较高, 期待未来新品上量, 进一步提升公司盈利能力。15 年预计新品全年销售额约 2 亿元, 由于新品处于推广期, 因此投入费用较高, 仍存在亏损。

■ **物流园和物流业务呈恢复性增长:** 今年上半年同比+25%。预计 15 年营业收入 6 亿元, 同比增长 35%左右, 预计贡献净利润 2-3 千万。收购容州物流产业园保障了公司原材料的战略收储, 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。

■ **股权激励为业绩释放增强动力:** 公司于 2014 年 11 月发布股权激励计划, 对管理层及优秀员工授予限制性股票, 授予价格 7.91 元/股, 15-17 年指引达到扣非后净利润 1.5 亿元、2 亿元、2.5 亿。近日通过调研我们认为 15 年 1.5 亿的目标大概率完成。16 年芝麻油业绩将实现并表, 金日食用油净利率在 14%以上, 2015 前三季度收入为 3.15 亿, 净利润达 5200 万。此前公司承诺 15-18 年净利润分别不低于 5500 万、6500 万、7500 万、8500 万元, 为 16 年 2 亿元的股权激励目标增强保障。

■ **大股东 14、15 年多次参与增发, 彰显对公司发展的信心:** 公司大股东连续增持股票, 本次增发全部参与。14 年 10 月公司公告非公开发行预案, 拟发行新股 6597 万股, 发行价格 14.40 元/股, 拟募集资金 9.5 亿元。15 年 9 月公告拟非公开发行股票数量不超过 1.53 亿股, 发行底价为不低于 10.45 元/股, 募集资金总额不超过人民币 16 亿元, 拟用于收购金日食用油股权等项目。大股东 14、15 年多次参与增发, 彰显发展信心。

■ **盈利预测与投资建议:** 公司两次定增共募集资金 25 亿元, 公司资金实力雄厚, 外延并购预期强烈。后续可能成立并购基金, 加强对河南区域芝麻油项目的并购整合。此外公司未分配利润和资本公积较多, 存在高送转预期。整体 16 年目标市值 58 亿, 16 年 21xPE, 15-17 年 EPS 分别为 0.32, 0.43, 0.53 元/股 (摊薄后), “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。

2016 年 01 月 26 日

分析师: 马浩博

执业资格证书编号: S0850513090003

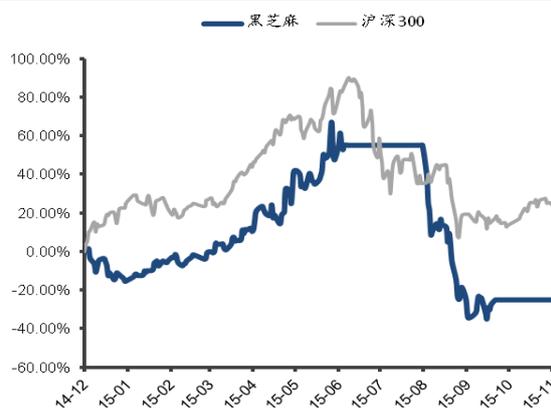
联系电话: 18862240507

mahb@research.dwstock.com.cn

联系人: 丁一

联系电话: 0512-62936057

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.42
一年最低价/最高价(元)	9.54/25.49
市净率	2.64
流通 A 股市值(百万元)	2984

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

相关研究

1. 大股东强力参与增发和大比例增持+黑芝麻全产业链 ——2015年11月30日

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	1373.9	2821.3	2897.9	3050.8	营业收入	1497.5	1946.8	2530.8	3290.1
现金	865.3	2270.7	2182.1	2120.3	营业成本	1025.2	1304.3	1695.7	2204.3
应收款项	267.4	213.3	277.4	360.6	营业税金及附加	10.3	11.7	17.7	23.0
存货	79.7	103.6	134.7	175.1	营业费用	315.2	406.7	523.9	676.1
其他	161.5	233.6	303.7	394.8	管理费用	79.9	106.3	136.5	175.5
非流动资产	954.7	1068.2	1158.6	1253.6	财务费用	18.0	-13.6	-28.4	-27.7
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	144.4	200.5	255.7
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	3889.5	4056.5	4304.4	利润总额	62.9	154.4	210.5	265.7
流动负债	512.3	387.2	453.0	564.7	所得税费用	1.1	2.8	6.3	13.3
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	178.7	232.3	302.0	归属母公司净利润	62.2	151.58	204.17	252.46
其他	103.9	108.5	140.8	182.7	EBIT	69.9	126.7	167.0	222.1
非流动负债	5.9	5.9	5.9	5.9	EBITDA	105.4	186.4	238.2	302.7
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	重要财务与估值指 标	2014	2015E	2016E	2017E
其他	5.9	5.9	5.9	5.9	每股收益(元)	0.20	0.32	0.43	0.53
负债总计	518.2	393.0	458.9	570.5	每股净资产(元)	5.80	7.40	7.63	7.92
少数股东权益	1.7	1.7	1.7	1.7	发行在外股份(百万 股)	312.0	472.0	472.0	472.0
归属母公司股东 权益	1808.7	3490.6	3600.8	3737.1	ROIC(%)	4.3%	6.7%	9.5%	11.2%
负债和股东权益总 计	2328.6	3885.3	4061.4	4309.4	ROE(%)	3.4%	4.3%	5.7%	6.8%
现金流量表 (百万 元)	2014	2015E	2016E	2017E	毛利率(%)	30.9%	32.4%	32.3%	32.3%
经营活动现金流	-33.8	197.4	196.0	230.0	EBIT Margin(%)	4.7%	6.5%	6.6%	6.8%
投资活动现金流	-188.6	-162.3	-170.7	-175.6	销售净利率(%)	4.2%	7.8%	8.1%	7.7%
筹资活动现金流	842.6	1370.3	-113.9	-116.1	资产负债率(%)	22.3%	10.1%	11.3%	13.3%
现金净增加额	620.2	1405.4	-88.6	-61.8	收入增长率(%)	14.7%	30.0%	30.0%	30.0%
企业自由现金流	-179.9	48.0	23.2	52.9	净利润增长率(%)	51.3%	143.5%	34.7%	23.7%

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，并注明出处为东吴证券研究所，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>

