

# 黑芝麻 (000716)

## “硒食品”带来业绩高增长+净利率

2016年03月14日

### 缓步提升

分析师：马浩博

买入（维持）

执业资格证书编号：S0850513090003

联系电话：18862240507

mahb@research.dwstock.com.cn

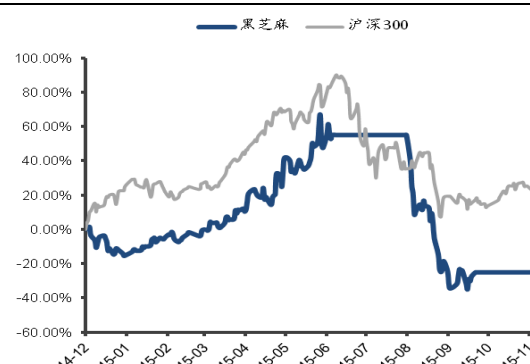
联系人：丁一

联系电话：0512-62936057

#### 投资要点

- **收购京和米业带来新的盈利增长点，打造富硒食品产业链：**公司以“黑营养、硒食品”为产业发展方向，与湖北荆门市签订战略合作协议着力打造硒食品产业园。中国富硒食品产业的市场前景相当广阔，未来国家和企业将扩大宣传，吸引中高端人群消费。未来将形成规模化的现代化种植、加工与交易。逐步拓展市场，打造高端食品产业链。富硒食品普遍价格较高，对应高毛利，以公司收购的京和米业为例，富硒大米价格比普通大米高50%左右。未来还将注册硒产品特殊商标，以京和为平台对相关富硒食品产业进行整合。
- **京和米业为黑芝麻提供优质、稳定的原料供应，降低成本，发挥协同效应。**且完成后富硒大米可利用公司的营销网络、渠道资源拓展销售，提高经营规模和效益，从而提高公司的投资收益。预计其2016年度净利润2000万元，51%股权对应1000万元净利润。我们认为公司的此次业务拓展将会成为公司未来较大的盈利增长点。
- **预计金日食用油今年下半年起并表，为16年股权激励目标再添保障：**公司业绩承诺15-18年净利润不低于5500/6500/7500/8500万元，增发完成后将业绩并表，保守估计增厚3250万元净利润，为公司16年股权激励目标增强保障。公司将通过收购不断加强区域内的收购整合，打造新的盈利增长点。
- **期待老品黑芝麻糊取得突破：**老品一线城市销售占比较高，公司近年来逐步加大渠道下沉；新品针对年轻化市场，毛利率37%左右，目标3-5年内追上老产品。
- **毛利率较高，费用控制高效：**毛利率稳定在45-50%，目前超50%，净利润率10%-12%，费用方面财务费用逐年下降，所得税有龙头产业化优势，税率15%及部分品种免税。芝麻价格近年来一直处于高位，物流园能够对其进行收储平抑物价。
- **盈利预测与投资建议：**今年整体业绩增长30%-40%：通过新建渠道扩张和提价，老产品预计10%增长，净利润1.3亿元；新产品整体目标今年3亿元，对应同比增30-40%；物流园增速平稳，预计3000-4000万净利润；芝麻油预计并表3-4亿，净利润3500万；米业并表2-3亿元，保守估计净利润1000万元，我们认为未来米业的增长潜力更大。同时公司增发资金还有5亿左右，外延并购预期强烈。整体16年23XPE，净利润2.1亿元，同比增40%，维持“买入”评级。
- **风险因素：**新品推广不及预期；食品安全问题。

#### 行业走势



#### 市场数据

收盘价(元)	12.63
一年最低价/最高价(元)	9.54/25.49
市净率	2.43
流通A股市值(百万元)	2913

#### 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——20151130
2. 40亿市值+16年21XPE+16年利润增33%+外延并购预期——20160127
3. 健康食品战略再下一城，16年仅23XPE，提升空间可观——20160222

## 1. 收购京和米业带来新的盈利增长点，打造富硒食品产业链

公司以“黑营养、硒食品”为产业发展方向，与湖北荆门市签订战略合作协议着力打造硒食品产业园，以现金方式向京和米业增资 5100 万元，完成后公司将持有京和米业 51% 的股权。荆门含硒土地资源丰富，区域内硒大米，硒大豆，硒茶叶等富硒农作物资源丰富。中国富硒食品产业的市场前景相当广阔，未来国家和企业将扩大宣传，吸引中高端人群消费。此外公司在荆门市钟祥县设立农谷，未来将形成规模化的现代化种植、加工与交易。未来将逐步拓展市场，打造高端食品产业链。富硒食品普遍价格较高，对应高毛利，以公司收购的京和米业为例，富硒大米价格比普通大米高 50% 左右，未来还将注册硒产品特殊商标，以京和为平台对相关富硒食品产业进行整合。

## 2. 优质、稳定的原料供应，降低成本，发挥协同效应。

京和米业拥有 10 多万亩优质稻米基地，为黑芝麻提供优质、稳定的原料供应，降低成本，发挥协同效应。且完成后富硒大米可利用公司的营销网络、渠道资源拓展销售，提高其经营规模和效益，从而提高公司的投资收益。预计其 2016 年度净利润 2000 万元，51% 股权对应 1000 万元净利润。我们认为公司的此次业务拓展将会成为公司未来较大的盈利增长点。

## 3. 预计金日食用油今年下半年起并表，为 16 年股权激励目标再添保障

公司产品目前销售以河南区域为主，并购完成后将充分利用上市公司资源，发挥协同效应，提升利润，拓展市场。目前产能冷榨油 5000 吨，香油 5000 吨。公司业绩承诺 15-18 年净利润不低于 5500/6500/7500/8500 万元，增发完成后将业绩并表，保守估计上半年完成流程，下半年业绩并表，相当于增厚 3250 万元净利润，为公司 16 年股权激励目标增强保障。此外河南区域芝麻油企业多而零散，公司将通过此次收购不断加强区域内的收购整合，打造新的盈利增长点。

## 4. 期待老品黑芝麻糊取得突破，新品目标 3-5 年内追上老产品。

老品目前主要市场华东、川渝、京津、河南河北和两广区域，一线城市销售占比较高，公司近年来逐步加大渠道下沉；新品针对年轻化市场，毛利率 37% 左右，目标 3-5 年内追上老产品：1) 去年 4 季度推出新品“黑黑乳”目前主要在广深铺货，目前还处于拓展市场摸索阶段。春节两个月广深区域初步预计营收 500-600 万元。今年下半年起公司会加大投入，拓展市场 2) 罐装黑芝麻糊增长平稳，15 年动销 1.8 亿左右，稍低于预期，产品冠名浙江卫视做的西游奇遇记以及北京卫视二胎生活，投入近 1.2 亿冠名费着力开拓年轻化市场。由于费用投入较大，新品目

前仍略有亏损，期待未来上量和规模化后，固定成本分摊下降实现扭亏为盈。

## 5. 毛利率较高，费用控制高效

毛利率稳定在 45-50%，目前超 50%，净利润率 10%-12%，费用方面财务费用逐年下降，所得税有龙头产业化优势，税率 15%及部分品种免税。芝麻价格近年来一直处于高位，物流园能够对其进行收储平抑物价。此外东盟地区芝麻价格优势明显，公司计划建立合作关系，物流园未来定位为东盟自贸区，保障公司长期的原材料价格优势。

## 6. 盈利预测与投资建议：

今年整体业绩增长 30% -40%：通过新建渠道扩张和提价，老产品预计 10%增长，净利润 1.3 亿元；新产品整体目标今年 3 亿元，对应同比增 30-40%；物流园增速平稳，预计 3000-4000 万净利润；芝麻油预计并表 3-4 亿，净利润 3500 万；米业并表 2-3 亿元，保守估计净利润 1000 万元，我们认为未来米业的增长潜力更大。同时公司增发资金还有 5 亿左右，外延并购预期强烈。整体 16 年 23XPE，净利润 2.1 亿元，同比增 40%，维持“买入”评级。

## 7. 风险因素：

新品推广不及预期；食品安全问题。

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	<b>1373.9</b>	<b>2821.3</b>	<b>2897.9</b>	<b>3050.8</b>	<b>营业收入</b>	<b>1497.5</b>	<b>1946.8</b>	<b>2530.8</b>	<b>3290.1</b>
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
<b>非流动资产</b>	<b>954.7</b>	<b>1068.2</b>	<b>1158.6</b>	<b>1253.6</b>	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	<b>营业利润</b>	<b>48.2</b>	<b>144.4</b>	<b>200.5</b>	<b>255.7</b>
其他	65.4	65.4	65.4	65.4	营业外净收支	14.7	10.0	10.0	10.0
<b>资产总计</b>	<b>2328.6</b>	<b>3889.5</b>	<b>4056.5</b>	<b>4304.4</b>	<b>利润总额</b>	<b>62.9</b>	<b>154.4</b>	<b>210.5</b>	<b>265.7</b>
<b>流动负债</b>	<b>512.3</b>	<b>387.2</b>	<b>453.0</b>	<b>564.7</b>	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	<b>归属母公司净利润</b>	<b>62.2</b>	<b>151.58</b>	<b>204.17</b>	<b>252.46</b>
其他	103.9	108.5	140.8	182.7	EBIT	69.9	126.7	167.0	222.1
<b>非流动负债</b>	<b>5.9</b>	<b>5.9</b>	<b>5.9</b>	<b>5.9</b>	EBITDA	105.4	186.4	238.2	302.7
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>重要财务与估值指 标</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
其他	5.9	5.9	5.9	5.9	每股收益(元)	0.20	0.32	0.43	0.53
<b>负债总计</b>	<b>518.2</b>	<b>393.0</b>	<b>458.9</b>	<b>570.5</b>	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%
<b>负债和股东权益总 计</b>	<b>2328.6</b>	<b>3885.3</b>	<b>4061.4</b>	<b>4309.4</b>	ROE(%)	3.4%	4.3%	5.7%	6.8%
<b>现金流量表 (百万 元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	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>

