

黑芝麻 (000716)

3Q 业绩大幅改善, 2 亿利润股权激励+外延并购预期+16 年 25XPE

投资评级: 买入 (维持)

2016 年 10 月 21 日

事件: 黑芝麻发布 2016 年三季报, 公司 3Q16 实现营收 4.4 亿, 同比增长 38.8%, 净利 3914.6 万元, 同比增 29%, 每股收益 0.06 元。前三季度实现营收和净利分别为 11.8 亿和 0.6 亿, 营收同比增 13.96%, 净利同比下降 14.3%, 每股收益 0.10 元, 符合我们的预期。

点评

■ **三季度业绩反弹明显, “黑营养, 硒食品”的产业发展战略初见成效。1) 1Q、2Q 业绩乏力, 3Q 业绩反弹明显。**公司营收 1Q/2Q/3Q 分别为 4.38/2.94/4.44 亿元, 3Q 营收同比+38.8%, 环比+51%, 反弹幅度较大。公司净利润 1Q/2Q/3Q 分别为 0.22/-0.01/0.39 亿元, 相对 1Q、2Q 的下滑, 3Q 净利大增。销售净利率 1Q/2Q/3Q 分别为 5.47%/-0.01%/9.2%, 3Q 明显反弹。**2) 公司利润无忧, 收入目标虽有压力, 但完成的可能性较大。**1-3Q16 食品业收入估计+10%。4Q 是老产品黑芝麻糊的销售旺季, 预计全年可增 10%, 实现收入 11-12 亿。预计 16 年黑芝麻乳收入 2 亿元以上。估计新品黑黑乳 1-3Q16 收入 4000-5000 万, 4Q16 量价有望齐升, 预计收入在 6000 万以上。米业收储量, 1-3Q16 收入预计 2 亿多, 4Q 销售旺季, 预计全年实现收入 4 亿。**黑芝麻股权激励要求 2016-2017 年均收入 (食品业) 增速不低于 30%, 净利润不低于 2 亿元和 2.5 亿元, 并购芝麻油项目终止后, 我们认为实现激励虽有一定压力, 但完成的可能性仍然较大。**

■ **费用控制高效, 管理费用率及销售费用率下降。**公司 1H16 主推新品黑黑乳开支较大, 3Q16 控制费用, 销售费用率同比-0.3pct, 4Q 有望下降; 管理费用率同比-0.9pct, 本期借款利息增加, 财务费用率+1.8pct, 营业税金率+0.4pct。

■ **大股东持股比 41.38%, 14 年公司增发价复权后 7.2 元/股, 与现价接近, 考虑资金成本股价倒挂。外延并购做大做强健康食品产业。2016 年收购京和米业, 建设富硒食品产业链, 京和米业 16 年预计营收约 4 亿元, 17 年预计收入可以实现 20~30% 的增长。2015 年收购内蒙古南方塞宝 60% 股权, 整合完成后发展空间巨大。**公司在手现金充足, 5 亿并购基金, 积极寻找国外项目, 外延并购预期强。

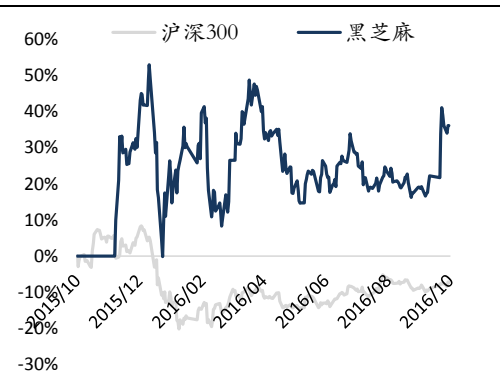
■ **盈利预测与投资建议:** 预计 16 年整体业绩增长 30%-40%: 通过新建渠道扩张和提价, 老产品预计 10% 增长, 净利润 1.3 亿元; 新产品整体目标 2-3 亿元, 对应同比增 30-40%; 物流园增速平稳, 预计 3000-4000 万净利润; 米业并表 4 亿元, 保守估计净利润 1200 万元, 我们认为未来米业的增长潜力更大。同时公司增发资金充足, 外延并购预期强烈。股权激励目标 2 亿完成概率大, 目前估值为 24XPE, 预计 16-17 年净利 2.0、2.8 亿, 同比增 35%、40%, 给予 16 年 30XPE, 目标价 9.6 元, 还有 25% 空间, 维持买入评级。

■ **风险因素:** 新品推广不及预期, 食品安全问题。

证券分析师 马浩博
 执业资格证书号码: S0850513090003
mahb@research.dwstock.com.cn
 021-60199762

证券分析师 汤玮亮
 执业资格证书号码: S0600516070002
tangwl@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	7.71
一年最低价/最高价	6.59/17.47
市净率	2.76
流通市值 (亿)	45.00

基础数据

每股净资产	5.35
资产负债率	20.06
总股本 (百万股)	638.58
流通股 A 股 (百万股)	583.88

相关研究

1. “硒食品”带来业绩高速增长+净利率缓步提升——20160314
2. 健康食品战略再下一城, 16 年仅 23XP, 提升空间可观——20160222

图表 1: 黑芝麻三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1391.5	1397.4	1431.6	1614.2	营业收入	1887.6	2454.1	3067.8	3578.0
现金	633.8	509.7	325.0	330.0	营业成本	1272.5	1602.9	1984.9	2276.1
应收款项	342.0	444.6	555.8	648.2	营业税金及附加	19.0	26.5	31.6	37.6
存货	277.6	263.5	326.3	374.2	营业费用	391.8	492.3	601.0	699.5
其他	138.1	179.6	224.5	261.8	管理费用	110.0	138.7	170.3	196.8
非流动资产	1433.2	1670.1	1947.0	2214.8	财务费用	-12.7	15.8	20.7	27.8
长期股权投资	5.2	10.3	15.5	20.6	投资净收益	0.0	2.9	2.9	2.9
固定资产	872.6	1119.2	1405.8	1683.3	其他	40.8	20.4	20.4	20.4
无形资产	297.6	282.7	267.9	253.0	营业利润	147.8	201.3	282.7	363.5
其他	257.9	257.9	257.9	257.9	营业外净收支	4.8	4.8	4.8	4.8
资产总计	2824.7	3067.5	3378.6	3829.0	利润总额	152.6	206.0	287.4	368.2
流动负债	910.6	1050.3	1218.5	1486.7	所得税费用	3.5	4.8	6.8	8.7
短期借款	372.0	372.0	380.5	523.4	少数股东损益	-0.0	-0.1	-0.1	-0.1
应付账款	198.2	249.7	309.2	354.6	归属母公司净利润	149.1	201.3	280.8	359.7
其他	340.4	428.6	528.8	608.6	EBIT	113.3	220.3	311.7	405.6
非流动负债	176.4	178.9	181.4	183.9	EBITDA	159.9	291.3	406.7	524.8
长期借款	168.0	168.0	168.0	168.0	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
其他	8.4	10.9	13.4	15.9	每股收益(元)	0.47	0.32	0.44	0.56
负债总计	1087.0	1229.2	1399.9	1670.6	每股净资产(元)	5.45	2.88	3.10	3.38
少数股东权益	1.7	1.6	1.6	1.5	发行在外股份(百万股)	318.5	638.0	638.0	638.0
归属母公司股东权益	1736.1	1836.7	1977.1	2156.9	ROIC(%)	4.2%	8.5%	11.7%	13.5%
负债和股东权益总计	2824.7	3067.5	3378.6	3829.0	ROE(%)	8.6%	11.0%	14.2%	16.7%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	32.6%	34.7%	35.3%	36.4%
经营活动现金流	161.2	314.7	301.7	411.4	EBIT Margin(%)	6.0%	9.0%	10.2%	11.3%
投资活动现金流	-431.3	-338.2	-354.5	-369.5	销售净利率(%)	7.9%	8.2%	9.2%	10.1%
筹资活动现金流	21.8	-100.6	-131.9	-36.9	资产负债率(%)	38.5%	40.1%	41.4%	43.6%
现金净增加额	-248.4	-124.1	-184.7	5.0	收入增长率(%)	26.0%	30.0%	25.0%	16.6%
折旧和摊销	46.5	71.0	95.1	119.2	净利润增长率(%)	139.6%	34.9%	39.5%	28.1%
资本开支	-288.5	-333.0	-349.4	-364.3	P/E	16.62	24.66	17.68	13.80
营运资本变动	-200.2	62.9	-53.7	-47.1	P/B	1.43	1.35	1.25	1.15
企业自由现金流	-330.0	16.0	-3.7	103.9	EV/EBITDA	22.30	12.73	9.54	7.91

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:

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。

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。

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>