

增持 维持
南方食品 (000716)
2014 年 11 月 04 日

食品饮料行业高级分析师 马浩博
SAC 执业证书编号: S0850513090003
电话: 021-23219822
Email: mhb6614@htsec.com

食品饮料行业核心分析师 闻宏伟
SAC 执业证书编号: S0850514030001
电话: 010-58067941
Email: whw9587@htsec.com

股权激励进一步保障公司收入利润快速增长

10 月 28 日收盘价 16.53 元 (公司因筹划股权激励事项, 于 10 月 29 日开始停牌, 11 月 4 日复牌), 目标价: 18.62 元

事件:

公司 2014 年 11 月 4 日公告, 拟对公司中高层管理人员和核心业务人员授予限制性股票 790 万股南方食品 A 股股票作为股权激励, 占该激励计划签署时公司股本总额 3.12 亿股的 2.53%, 其中首次授予 711 万股。该激励计划授予的限制性股票的授予价格为 7.91 元。

点评及分析:

激励计划有利于提高员工积极性, 保障公司未来三年收入利润快速增长。激励计划的有效期为 48 个月, 授予的限制性股票在授予日后 12 个月为锁定期, 之后三年分三次解锁, 解锁比例分别为 30%、30%和 40%。激励计划以营业收入 (食品业) 增长率及净利润水平为公司财务业绩考核指标, 以 2014 年营业收入 (食品业) 为基数, 2015-2017 年营业收入复合增长率不低于 30%; 2015-2017 年公司扣非净利润分别不低于 1.5、2.0 和 2.5 亿元; 公司除了有对公司业绩的考核指标, 还有对激励对象个人的考核标准。我们认为公司此次股权激励方案的业绩考核指标设定较为合理, 具有一定的挑战性, 能够有利于提高激励对象的积极性, 使公司利益与员工利益趋于一致, 并保障公司未来三年收入利润实现较快增长。2015-2017 年公司分别需摊销股权激励成本 2239.15、791.13 和 273.39 万元, 对公司 2015 年业绩造成一定的压力。

表 1 南方食品股权激励解锁期及解锁比例

解锁安排	解锁时间	解锁比例
第一次解锁	自授予日起 12 个月后的首个交易日起至授予日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	30%
第二次解锁	自授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	30%
第三次解锁	自授予日起 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	40%

资料来源: 公司股权激励计划 (草案), 海通证券研究所

表 2 南方食品股权激励业绩考核指标

	2014	2015	2016	2017
	基期	解锁 30%	解锁 30%	解锁 40%
收入 (食品业) (百万元)	1209.41	1572.23	2043.90	2657.07
增速 (%)	39.97	30.00	30.00	30.00
扣非净利润 (百万元)	68.97	150.00	200.00	250.00
增速 (%)	79.31	117.49	33.33	25.00
激励成本摊销 (万元)		2239.15	791.13	273.39

资料来源: 公司股权激励计划 (草案), 海通证券研究所 (2015-2017 年收入考核指标以 2014 年为基期计算)

黑芝麻乳保持高速增长, 成为公司未来业绩主要增长点。传统糊类产品保持稳定增长, 市场占有率超过 40%, 一直保持全国第一。2H14 公司加强了对糊类食品的市场管理, 强化销售渠道的管控, 销售渠道也不断下沉, 预计全年糊类产品收

入增速为 12%左右。南方黑芝麻乳 2013 年 10 月正式推向市场，当年实现收入 5000 多万，2014 年前三季度实现收入 1.71 亿，已占公司营业收入的 18.4%，其中第三季度实现收入 8558 万，环比增长 236.8%。上市一年累计销售达 2.21 亿元(含税)。随着全国性铺货的展开，围绕黑芝麻乳品类的整体营销宣传的展开，以及传统消费旺季的到来，预计黑芝麻乳产品将在第四季度继续保持高速增长。公司新品销售目标超 20 亿元，我们预测 14 年公司芝麻乳可以实现 3-4 个亿的销售，核心看 15 年是否能突破 10 亿。我们认为含乳及植物蛋白饮料行业前景广阔，百亿单品倍出，未来黑芝麻乳也将有望打造成为公司的明星单品，打开公司的收入增长空间。

新建产能明后两年相继投产，提升毛利率助推公司业绩。公司芝麻乳江西、滁州两地新的生产线预计将于明后两年相继投产，届时新品芝麻乳的产能将超过 22 万吨。其中，江西基地目前已经开工建设，预计明年 5 月正式投产；而滁州基地目前正在进行前期土地等准备工作，预计将比江西基地投产晚半年左右，最晚将于 2016 年投产。由于公司目前主要采用代工生产，饮品类毛利率为 30.6%，低于糊类产品 39.3%的毛利率，随着明年公司江西生产基地投入使用，该品类毛利率有望逐步提升，进一步推动公司业绩提升。

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，新出的股权激励计划有利于将公司核心管理及技术人员的利益与公司利益相统一，保障未来三年收入利润的快速增长。公司未来的快速增长主要靠食品主业，尤其是新品黑芝麻乳的销售。我们认为公司目前短期估值较高，建议等待芝麻乳销售得到验证后再择机买入。预计 14-16 年 EPS 为 0.25、0.49、0.71 元，给予 15 年 38xPE，对应目标价 18.62 元，“增持”评级。

主要不确定因素。原料波动，市场竞争加剧，食品安全。

财务报表分析和预测

价值评估(倍)	2013	2014E	2015E	2016E
P/E	125.34	66.99	34.06	23.36
P/B	6.19	5.81	5.19	4.49
P/S	3.95	3.29	2.00	1.85
EV/EBITDA	55.72	36.88	22.55	16.82

偿债能力指标	2013	2014E	2015E	2016E
负债权益比率	0.75	0.75	0.76	0.72
借款/股东权益	0.38	0.36	0.32	0.28
已获利息倍数	2.00	1.87	1.89	2.00
流动比率	1.23	1.35	1.50	1.74
速动比率	1.03	1.09	1.21	1.40
现金比率	0.46	0.52	0.51	0.59

盈利能力指标(%)	2013	2014E	2015E	2016E
毛利率	30.29	30.05	32.38	33.92
息税摊销折旧利润率	7.40	8.76	10.72	11.14
净利润率	3.15	4.91	7.01	7.83
净资产收益率	4.94	8.67	15.24	19.23
资产回报率	2.82	4.93	8.66	11.17
投资回报率	6.41	6.83	12.57	17.35

经营效率指标(次)	2013	2014E	2015E	2016E
应收帐款周转率	9.44	9.13	9.13	9.13
存货周转率	8.71	7.57	7.50	7.45
总资产周转率	0.89	1.00	1.24	1.43
固定资产周转率	2.61	3.24	4.63	6.76

盈利增长(%)	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入增长率	103.52	19.99	37.85	30.63
营业利润增长率	-2545.76	89.03	116.75	48.02
EBIT 增长率	942.86	31.94	102.02	45.02
EBITDA 增长率	326.22	51.08	63.53	34.07
净利润增长率	121.45	87.09	96.68	45.83

利润表(百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1305.53	1566.46	2159.43	2820.94
营业成本	910.06	1095.75	1460.17	1864.16
营业利润	41.01	77.53	168.04	248.72
营业费用	256.20	305.46	399.50	535.98
管理费用	66.01	78.32	118.77	155.15
利润总额	46.04	85.53	176.04	256.72
EBIT	65.56	77.53	168.04	248.72
折旧摊销	31.00	59.70	63.49	65.50
EBITDA	96.56	137.23	231.53	314.23
投资收益	11.45	5.00	5.00	5.00
营业外收支净额	5.03	8.00	8.00	8.00
所得税	4.97	8.55	24.65	35.94
少数股东损益	-0.08	0.00	0.00	0.00
归母公司的净利润	41.14	76.97	151.39	220.78
基本每股收益(元)	0.13	0.25	0.49	0.71

资产负债表(百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	243.76	300.86	337.95	432.82
应收款项	138.36	171.67	236.65	309.14
存货	104.44	144.75	194.63	250.24
流动资产	650.04	774.53	985.78	1274.90
固定资产	499.50	483.65	466.51	417.61
总资产	1459.07	1560.71	1747.83	1976.86
应付帐款	151.48	173.69	233.56	300.29
流动负债	527.44	575.20	656.35	730.83
长期借款	87.00	87.00	87.00	87.00
长期负债	94.06	94.06	94.06	94.06
总负债	621.50	669.26	750.41	824.89
少数股东权益	3.99	3.99	3.99	3.99
股东权益	833.58	887.46	993.43	1147.98
付息负债	317.00	317.00	317.00	317.00
每股净资产(元)	2.67	2.84	3.18	3.68

现金流量表(百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	41.14	76.97	151.39	220.78
折旧摊销	31.00	59.70	63.49	65.50
营运资金变动	-66.81	-17.28	-93.18	-120.18
经营活动现金流	107.48	124.40	126.70	171.11
固定资产投资	139.27	40.00	40.00	10.00
无形资产投资	42.68	-11.19	-11.19	-11.19
投资活动现金流	-202.54	-44.20	-44.20	-10.00
公司自由现金流	-116.60	72.20	74.82	149.23
股权自由现金流	-82.00	72.20	74.82	149.23
债务变化	-66.88	0.00	0.00	0.00
股票发行	439.97	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	286.47	-23.09	-45.42	-66.23
现金净流量	191.41	57.11	37.08	94.87
每股经营现金流(元)	0.03	0.40	0.41	0.55

资料来源: Wind, 海通证券研究所(按照 2014.10.28 收盘价计算估值, 公司因筹划股权激励事项, 于 10 月 29 日开始停牌, 11 月 4 日复牌)

信息披露

分析师声明

马浩博、闻宏伟：食品饮料行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：五粮液、水井坊、贵州茅台、泸州老窖、古井贡酒、山西汾酒、洋河股份、老白干酒、伊力特、沱牌曲酒、青岛啤酒、燕京啤酒、张裕 A、古越龙山、伊利股份、双汇发展

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。