

食品综合

署名人: 蒋鑫

S0960512080006

0755-82026708

jiangxin@cjis.cn

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

6-12个月目标价: 24.00元

当前股价: 19.49元

评级调整: 首次评级

基本资料

上证综合指数	2047.52
总股本(百万)	155
流通股本(百万)	80
流通市值(亿)	15
EPS	0.57
每股净资产(元)	5.68
资产负债率	18.22%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
涪陵榨菜	0.31	8.58	18.38
食品饮料	-8.35	-8.74	-3.30
沪深300指数	-5.61	-16.55	-17.19



相关报告

涪陵榨菜

002507

推荐

今年利润高弹性, 较强提价能力保障长期稳定增长

近日我们到公司进行了调研, 与公司高管进行了深入的交流。今年涪陵榨菜的利润率同比大幅提升, 旺季销量上升后利润弹性很大, 从长期看, 公司提价能力较强, 稳定增长可期, 首次覆盖给予推荐评级。

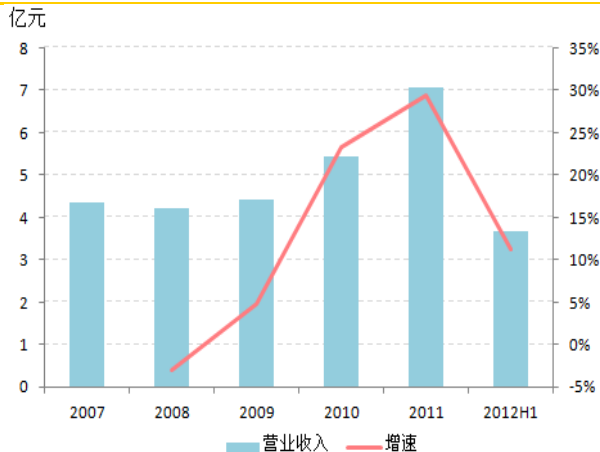
- 经济衰退需求疲软时较强提价能力保障业绩稳健增长。公司主要通过改变规格提价, 08年金融危机公司销量下降23.6%, 但大幅提价后利润仍保持18.9%的增长。07年至今5年产品单价复合增长8.6%, 公司每年会对包装和售价进行多次调整, 历史看对销量影响不大, 提价主要考虑原料涨幅, 毛利率基本稳定在35%-40%。今年原料价格同比下降, 且部分竞争对手降价, 所以公司还未进行大规模价格调整。
- 原料价格波动导致的利润率波动将通过增加窖池储备能力来缓解。榨菜的原料为青菜头, 由于储备能力不够, 公司后期生产过程中同时也会收购头盐、二盐、三盐等加工过的半成品。这些原料, 占公司营业成本的45%左右, 由于原料价格波动, 造成过去公司毛利率波动剧烈。公司去年产量10万吨, 青菜头出产品比例约为3:1, 三盐出产品比例1.5-1.7:1。目前原料储备能力9.5万吨, 明年3月将达到11.5万吨。公司的长期目标是达到25万吨的储量, 可以一次储备当年所需原料的60左右。
- 聘请了新的品牌咨询公司梳理品牌, 提高市场占有率。并且可能会聘请新的代言人, 在央视投放广告, 配合地面宣传, 目前市占率15%, 把乌江上升到中国第一榨菜。
- 加大渠道精耕消化产能, 力争5年实现20亿销售额。目前公司拥有1000多个经销商, 已经覆盖了264个地市级市场, 其中人口300万以上的一线城市全覆盖, 地级二线城市覆盖率45%左右, 县级三线市场覆盖率40%左右。未来一线市场做深做透, 大卖场大终端为重点, 商超标准化, 高产化; 传统渠道未来要对省级市场要进行切分, 管理梯队要从大区分到省区; 二线市场明年要全部覆盖完; 三线市场中10万人以上的县城有500多个, 力争未来3年要全覆盖。如果每个一线市场实现销售额800万, 二线市场销售100万, 三线市场销售30万, 20亿收入可以实现。
- 今年原料价格下降使得公司利润率同比提升4个百分点, 旺季销量增长回升为业绩带来高弹性。今年经济增速下滑对整个行业都造成冲击, 上半年销量同比增长约3%, 每年榨菜产品销售旺季为5月至9月份, 占收入的一半以上, 我们预计旺季销量增速将有所上升, 上升后业绩的弹性很大。预计2012-2014年EPS分别为0.80, 1.00, 1.25, 对应PE为24, 19, 16倍, 同时有收购兼并等催化剂以及较高的分红率, 给予推荐评级。
- 风险提示: 原料价格大幅上涨

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	705	817	1039	1300
收入同比(%)	29%	16%	27%	25%
归属母公司净利润	88	124	155	194
净利润同比(%)	59%	40%	25%	25%
毛利率(%)	36.4%	39.9%	40.1%	40.2%
ROE(%)	10.0%	13.0%	15.1%	17.1%
每股收益(元)	0.57	0.80	1.00	1.25
P/E	34.17	24.39	19.44	15.60
P/B	3.43	3.18	2.93	2.67
EV/EBITDA	21	15	11	9

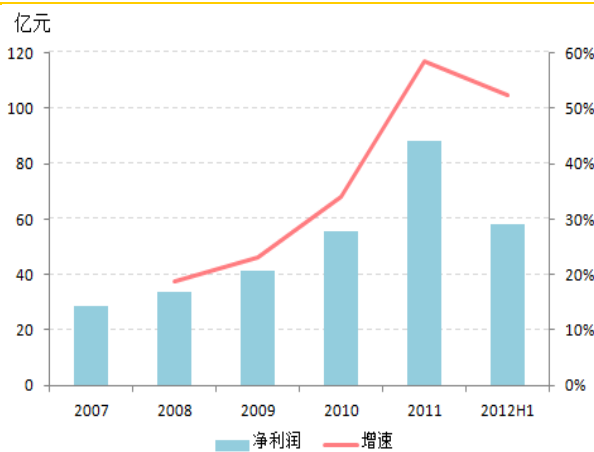
资料来源: 中投证券研究所

图 1 收入增速在 0-30%



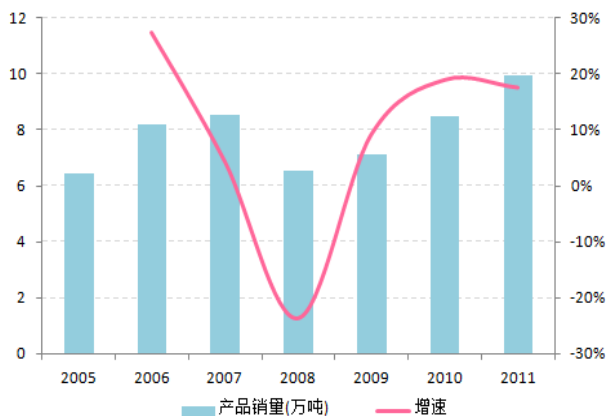
资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 2 净利润增速维持高增长



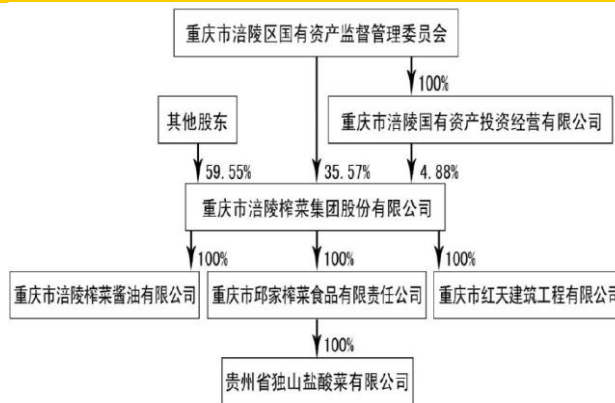
资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 3 销量增长情况



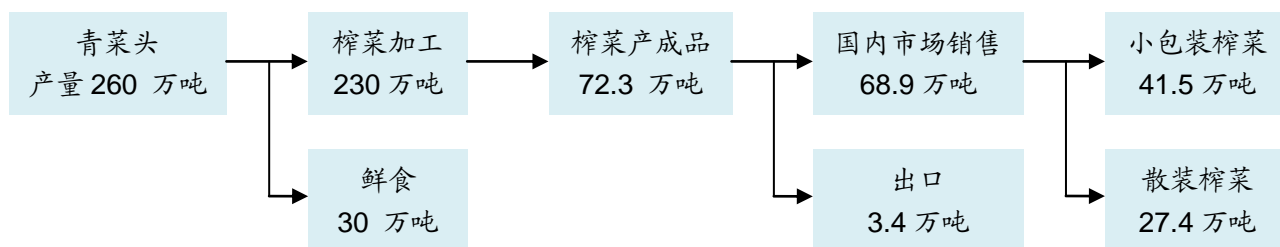
资料来源：中国食品工业协会、中投证券研究总部

图 4 股权结构



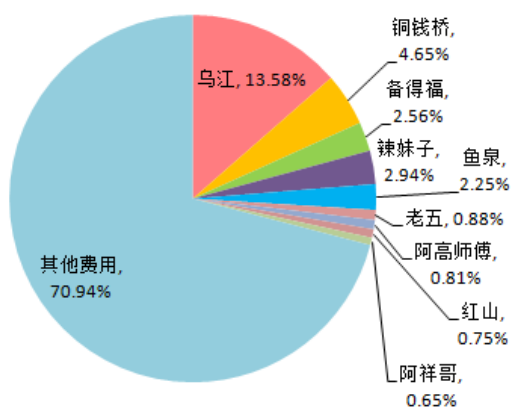
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 5 榨菜产业链



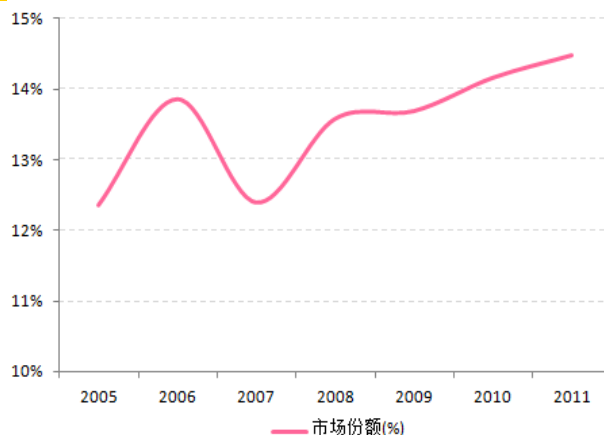
资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 6 2009 年市场竞争格局



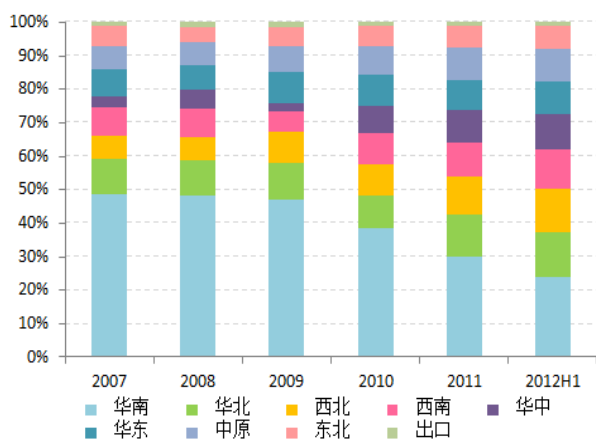
资料来源：中国食品工业协会、中投证券研究总部

图 7 公司占有率连续多年第一



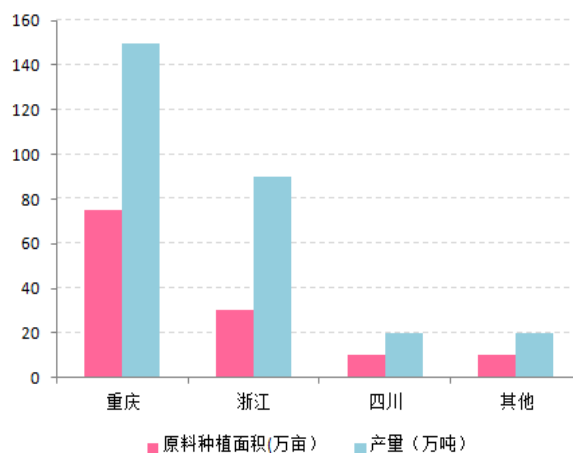
资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 8 区域销售分布



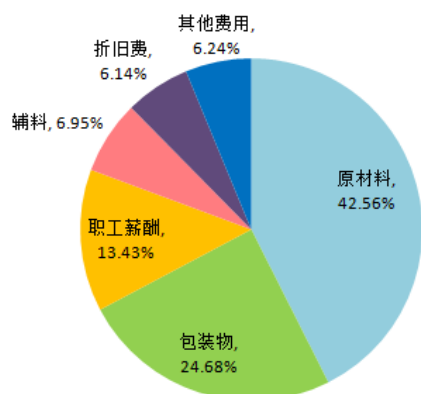
资料来源：中国食品工业协会、中投证券研究总部

图 9 原料产地分布集中在重庆



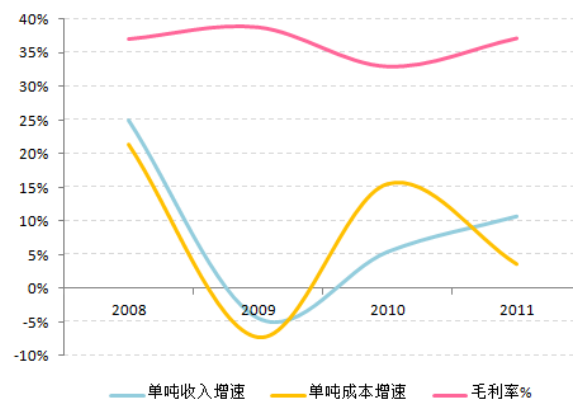
资料来源：中国食品工业协会、中投证券研究总部

图 10 成本构成



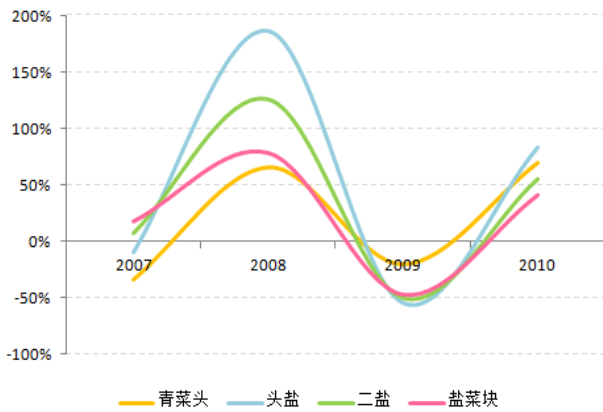
资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 11 毛利率波动较大



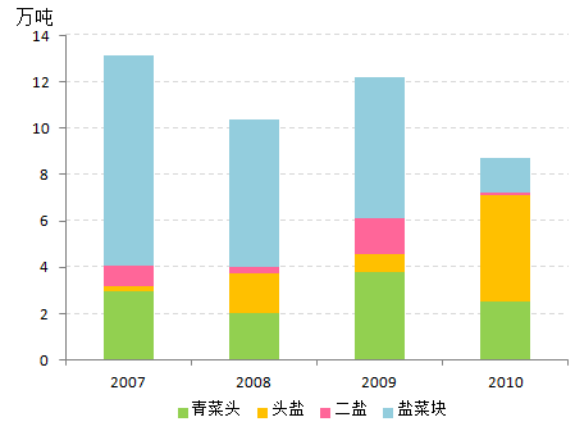
资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 12 原材料价格变化率波动剧烈



资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 13 各原料采购量变化



资料来源：公司公告、中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	647	788	730	784
现金	492	607	502	500
应收账款	2	4	5	6
其他应收款	3	4	5	6
预付账款	2	15	19	23
存货	129	137	174	218
其他流动资产	19	20	25	30
非流动资产	429	618	774	928
长期投资	0	0	0	0
固定资产	368	504	642	774
无形资产	17	24	31	38
其他非流动资产	44	90	101	116
资产总计	1076	1406	1504	1712
流动负债	170	430	448	555
短期借款	0	200	200	251
应付账款	59	64	81	101
其他流动负债	110	166	167	202
非流动负债	27	26	26	26
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	27	26	26	26
负债合计	196	456	474	581
少数股东权益	0	0	0	0
股本	155	155	155	155
资本公积	557	557	557	557
留存收益	168	237	318	419
归属母公司股东权益	880	950	1031	1131
负债和股东权益	1076	1406	1504	1712

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	118	178	180	252
净利润	88	124	155	194
折旧摊销	26	33	46	60
财务费用	-11	-3	-2	-1
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	9	36	-30	0
其他经营现金流	6	-11	10	-2
投资活动现金流	-118	-212	-212	-212
资本支出	107	205	205	205
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-12	-7	-7	-7
筹资活动现金流	-47	149	-73	-42
短期借款	0	200	0	51
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-47	-51	-73	-93
现金净增加额	-47	116	-105	-2

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	705	817	1039	1300
营业成本	448	491	622	778
营业税金及附加	6	8	10	13
营业费用	133	147	187	234
管理费用	26	33	42	52
财务费用	-11	-3	-2	-1
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	102	142	179	224
营业外收入	3	4	4	4
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	105	146	183	228
所得税	16	22	27	34
净利润	88	124	155	194
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	88	124	155	194
EBITDA	118	171	223	283
EPS (元)	0.57	0.80	1.00	1.25

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	29.3%	16.0%	27.1%	25.2%
营业利润	58.2%	38.9%	26.2%	25.2%
归属于母公司净利润	58.6%	40.1%	25.4%	24.7%
获利能力				
毛利率	36.4%	39.9%	40.1%	40.2%
净利率	12.5%	15.2%	15.0%	14.9%
ROE	10.0%	13.0%	15.1%	17.1%
ROIC	19.1%	21.4%	20.2%	21.1%
偿债能力				
资产负债率	18.2%	32.4%	31.5%	33.9%
净负债比率	0.00%	43.85%	42.23	43.23%
流动比率	3.82	1.83	1.63	1.41
速动比率	3.06	1.51	1.24	1.02
营运能力				
总资产周转率	0.68	0.66	0.71	0.81
应收账款周转率	377	251	224	222
应付账款周转率	9.84	7.97	8.60	8.55
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.57	0.80	1.00	1.25
每股经营现金流(最新摊薄)	0.76	1.15	1.16	1.62
每股净资产(最新摊薄)	5.68	6.13	6.65	7.30
估值比率				
P/E	34.17	24.39	19.44	15.60
P/B	3.43	3.18	2.93	2.67
EV/EBITDA	21	15	11	9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张 镭: 中投证券研究所首席行业分析师。

蒋 鑫: 中投证券研究所食品行业分析师, 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士。

柯海东: 中投证券研究所酒类行业分析师, 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学工业设计工学学士, 武汉大学营销管理双学士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434