

涪陵榨菜 (002507.SZ)

毛利率新高带来的业绩超预期

 评级: **增持**

 前次: **增持**

目标价(元):

20.4-23.4

分析师

联系人

谢刚

黄文婧

S0740510120005

食品饮料小组

021-20315178

021-20315138

xiegang@r.qlzq.com.cn

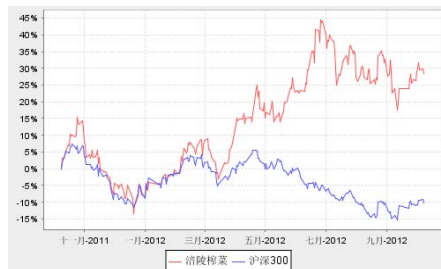
huangwj@r.qlzq.com.cn

2012年10月24日

基本状况

总股本(百万股)	155.00
流通股本(百万股)	56.10
市价(元)	19.97
市值(百万元)	3095.35
流通市值(百万元)	1120.32

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	545.04	704.66	783.94	991.74	1,244.3
营业收入增速	23.29%	29.29%	11.25%	26.51%	25.48%
净利润增长率	34.15%	58.59%	42.26%	26.43%	23.15%
摊薄每股收益(元)	0.36	0.57	0.81	1.03	1.26
前次预测每股收益(元)			0.82	1.03	1.28
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)			-1.05%	-0.12%	-1.31%
市盈率(倍)	75.46	25.93	25.20	19.94	16.19
PEG	2.21	0.44	0.60	0.75	0.70
每股净资产(元)	5.41	5.68	6.14	6.81	7.73
每股现金流量	0.73	0.76	0.94	1.33	1.59
净资产收益率	6.65%	10.05%	13.22%	15.05%	16.35%
市净率	5.02	2.61	3.33	3.00	2.65
总股本(百万股)	155.00	155.00	155.00	155.00	155.00

备注: 市场预测取 聚源一致预期

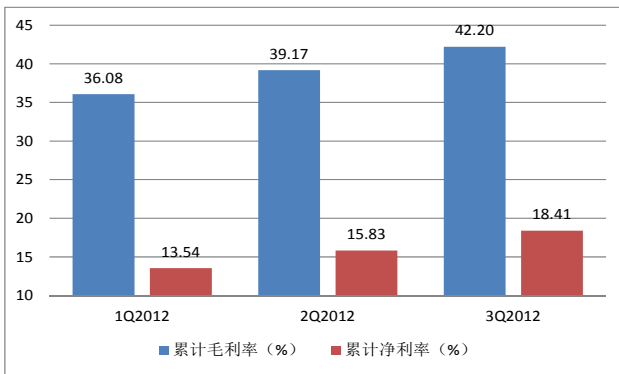
投资要点

- **事件:** 涪陵榨菜公布 2012 年 3 季报, 前三季度实现营业收入 5.67 亿, 同比增长 7.75%; 实现净利润 1.04 亿, 同比增长 56.26%, 实现 EPS0.67 元。其中 3 季度单季实现营业收入 2 亿, 同比增长 1.99%; 实现净利润 4600 万, 同比增长 61.39%。
- 公司业绩超出我们及市场预期, 主要基于毛利率的大幅提升超出我们原先的预期, 3 季度单季的毛利率达到 47.76%, 净利率达到 23.12% 的高位。
- 收入增速下滑主要原因在于渠道调整期: 公司 3 季度单季的收入同比增速仅 1.99%, 低于 1 季度的 9.04% 和 2 季度的 13.28%。增速下滑主要是因为公司自 7 月份开始对渠道进行调整。针对公司目前战略经销商体系中存在的问题(具体参见 9 月 4 日涪陵榨菜投资价值报告), 公司已于 7 月开始分区域分阶段对经销商进行清理、调整, 在调整的阶段短期内对销售会产生负面影响。目前调整的重点在华北、东北、西北大区, 10、11 月份将向华南、西南等大区推进, 预计到 11 月份将会完成全国范围内的渠道调整。12 月份公司将会展开明年的销售布局工作, 预计明年将实现收入与利润同步的良性增长。
- 从华东大区草根情况来看, 渠道下沉工作已经展开, 目前华东某一级经销商已新增了 20 多家二分商, 同时协助二分商继续拓展覆盖的终端数目, 通过二分商的人员和网络辐射更多的郊区、乡县等传统市场, 3 季度销售情况环比好于 2 季度。
- 利润增速超预期主要由于毛利率进一步大幅提升: 前 3 季度毛利率进一步提升到 42.2%, 而 3 季度单季的毛利率更是达到了 47.76% 的历史高位, 这主要得益于原材料价格大幅下降及产品价格提升。目前原材料三盐价格一直维持在低位, 公司根据不留空池的原则, 在原材料价格低位时充分收储, 预计到 2013

年 2-3 月份公司的贮藏池容量能够达到 11.5 万吨，基本可以覆盖 6 万吨左右的产成品原料。我们预计现有低价位原材料能够确保明年上半年毛利率维持在高位。

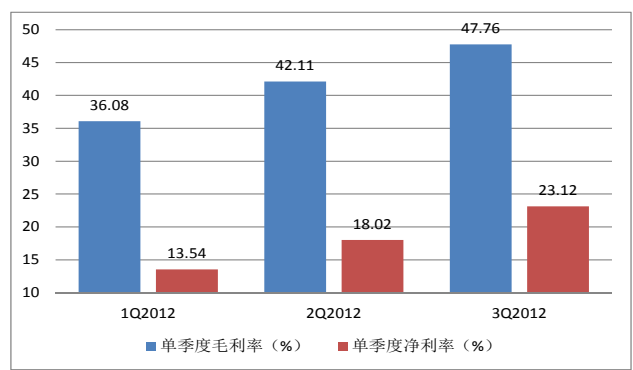
- 我们依然看好公司作为行业龙头的宽阔护城河，其品牌力以及全国化的市场是其他业内公司无法追赶的。公司通过广告宣传投入，提升知名度带来消费者黏性；同时通过传播的广域度拓展全国市场，共赢稳定的经销体系及灵活调整的渠道策略是渠道建设成功的关键；产品流通市场单价 1 元，消费者价格敏感性低，且单包净利极低，小幅的价格提升即可带来大幅的净利提升，其他条件不变的情况下，出厂价提升 1%，将带来净利 7.7% 的提升。同时公司具备优秀的管理体制及管理层，我们看好公司未来稳健的成长。
- 预计涪陵榨菜 2012-2014 年实现收入 7.84 亿、9.91 亿、12.44 亿，同比增长 11.25%、26.51%、25.48%；实现净利润 1.26 亿、1.58 亿、1.95 亿，同比增长 42%、26%、23%；对应 EPS 为 0.81、1.03、1.26 元，给予 20.4-23.4 元的目标估值区间，维持“增持”评级。
- 风险提示：食品安全问题；天灾导致原材料大幅减产带来的原材料价格上涨，将会直接影响到产量及毛利率水平。

图表 1: 前 3 季度毛利率逐步上升



来源：齐鲁证券研究所

图表 2: 3 季度单季毛利率达到历史高位



来源：齐鲁证券研究所

图表 2: 涪陵榨菜主营业务预测

产品销售收入

单位：人民币百万元

项 目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
榨菜						
平均售价 (元/吨)	5,913.07	6,208.72	6,953.77	7,370.99	7,813.25	8,203.91
增长率 (YOY)	-4.48%	5.00%	12.00%	6.00%	6.00%	5.00%
销售数量 (吨)	71,159.64	84,944.99	98,706.53	103,641.86	124,370.23	149,244.28
增长率 (YOY)	9.10%	19.37%	16.20%	5.00%	20.00%	20.00%
销售收入	420.77	527.40	686.38	763.94	971.74	1,224.39
增长率 (YOY)	4.22%	25.34%	30.14%	11.30%	27.20%	26.00%
毛利率	38.84%	32.94%	37.18%	41.71%	41.67%	41.69%
销售成本	257.34	353.67	431.19	445.27	566.84	713.88
增长率 (YOY)	1.29%	37.43%	21.92%	3.27%	27.30%	25.94%
毛利	163.43	173.73	255.20	318.67	404.90	510.50
增长率 (YOY)	9.20%	6.30%	46.90%	24.87%	27.06%	26.08%
占总销售额比重	96.29%	96.76%	97.41%	97.45%	97.98%	98.39%
占主营业务利润比重	97.38%	98.37%	99.26%	98.83%	99.07%	99.26%
销售收入小计	437.00	545.04	704.66	783.94	991.74	1244.39
销售成本小计	269.18	368.43	447.57	461.49	583.05	730.10
毛利	167.82	176.61	257.09	322.46	408.69	514.29
平均毛利率	38.40%	32.40%	36.48%	41.13%	41.21%	41.33%

来源：齐鲁证券研究所

图表 3: 涪陵榨菜费用率预测表

百万	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	442.06	545.04	704.66	783.94	991.74	1244.39
销量 (吨)	71159.64	84944.99	98706.53	103641.86	124370.23	149244.28
广告费	27.353	13.868	47.817	47.037	59.504	74.663
	6.19%	2.54%	6.79%	6%	6%	6%
运输费	26.776	32.446	38.799	44.81	59.15	78.08
单吨运费 (元/吨)	376.281	381.965	393.074	432.4	475.6	523.2
市场推广费	12.46	10.43	12.85	14.89	18.84	23.64
	2.82%	1.91%	1.82%	1.9%	1.9%	1.9%
销售工作费	11.17	9.74	17.27	21.24	27.90	36.83
人均差旅费 (万元)	12.14	10.59	14.76	15.50	13.95	11.16
工资	5.74	4.89	5.80	7.13	9.37	15.47
人均工资 (万元)	6.24	5.31	4.96	5.21	4.69	4.69
劳动保险费	0.701	1.299	1.86	2.466	4	7.26
	0.76	1.41	1.59	1.80	2	2.20
租赁费	0.40	0.72	0.58	0.78	0.99	1.24
	0.09%	0.13%	0.08%	0.10%	0.10%	0.10%
运杂费	0.579	0.648	0.822	0.941	1.190	1.493
	0.13%	0.12%	0.12%	0.12%	0.12%	0.12%
品牌宣传费	0.45	0.26	0.98	1.18	1.49	1.87
	0.10%	0.05%	0.14%	0.15%	0.15%	0.15%
住房公积金	0.27	0.24	0.23	0.27	0.40	0.66
	0.29	0.26	0.20	0.2	0.2	0.2
其他	5.81	3.38	5.59	5.8	5.8	5.8
销售费用	91.71	77.92	132.61	146.56	188.64	247.01
销售费用率	20.74%	14.30%	18.82%	18.69%	19.02%	19.85%
管理费用率	3.77%	4.46%	3.76%	3.86%	3.32%	2.89%
财务费用率	1.89%	0.99%	-1.51%	-0.9%	-0.6%	-0.6%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 4: 涪陵榨菜财务报表预测

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	442	545	705	784	992	1,244
增长率	4.78%	23.3%	29.3%	11.3%	26.5%	25.5%
营业成本	-273	-369	-448	-461	-583	-730
%销售收入	61.8%	67.6%	63.6%	58.9%	58.8%	58.7%
毛利	169	176	257	322	409	514
%销售收入	38.2%	32.4%	36.4%	41.1%	41.2%	41.3%
营业税金及附加	-5	-4	-6	-7	-9	-11
%销售收入	1.0%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-92	-78	-133	-147	-189	-247
%销售收入	20.7%	14.3%	18.8%	18.7%	19.0%	19.8%
管理费用	-17	-24	-26	-30	-33	-36
%销售收入	3.8%	4.5%	3.8%	3.9%	3.3%	2.9%
息税前利润 (EBIT)	56	70	91	139	179	220
%销售收入	12.7%	12.8%	13.0%	17.7%	18.0%	17.7%
财务费用	-8	-5	11	7	6	8
%销售收入	1.9%	1.0%	-1.5%	-0.9%	-0.6%	-0.6%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	48	64	102	146	185	228
营业利润率	10.8%	11.8%	14.5%	18.6%	18.6%	18.3%
营业外收支	1	2	2	2	2	2
税前利润	49	66	105	148	187	230
利润率	11.0%	12.2%	14.8%	18.8%	18.8%	18.5%
所得税	-7	-11	-16	-22	-28	-34
所得税率	14.5%	16.0%	15.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	42	56	88	126	159	195
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	42	56	88	126	159	195
净利率	9.4%	10.2%	12.5%	16.0%	16.0%	15.7%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	86	539	492	441	544	688
应收款项	25	11	21	29	36	45
存货	59	101	129	114	144	180
其他流动资产	6	13	6	13	16	18
流动资产	175	664	647	596	739	932
%总资产	36.2%	67.2%	60.1%	50.3%	55.5%	61.2%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	298	314	404	567	570	568
%总资产	61.5%	31.8%	37.6%	47.8%	42.8%	37.3%
无形资产	10	10	18	16	16	16
非流动资产	309	324	429	590	592	590
%总资产	63.8%	32.8%	39.9%	49.7%	44.5%	38.8%
资产总计	484	988	1,076	1,186	1,332	1,522
短期借款	50	0	0	0	0	0
应付款项	66	120	155	141	178	224
其他流动负债	5	3	15	67	71	75
流动负债	120	123	170	209	249	299
长期贷款	100	0	0	0	0	0
其他长期负债	9	27	27	27	27	27
负债	229	150	196	235	276	325
普通股股东权益	255	838	880	951	1,056	1,197
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	484	988	1,076	1,186	1,332	1,522

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益 (元)	0.361	0.360	0.570	0.810	1.024	1.261
每股净资产 (元)	2.219	5.407	5.677	6.137	6.811	7.722
每股经营现金净流 (元)	1.269	0.735	0.763	0.943	1.324	1.589
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.350	0.350	0.350	0.350
回报率						
净资产收益率	16.28%	6.65%	10.05%	13.20%	15.03%	16.33%
总资产收益率	8.58%	5.64%	8.22%	10.58%	11.92%	12.84%
投入资本收益率	15.03%	19.58%	19.92%	23.08%	29.65%	36.79%
增长率						
营业总收入增长率	4.78%	23.29%	29.29%	11.25%	26.51%	25.48%
EBIT增长率	14.40%	24.56%	30.88%	51.55%	28.87%	23.35%
净利润增长率	23.03%	34.15%	58.59%	42.00%	26.41%	23.14%
总资产增长率	-1.99%	104.04%	8.96%	10.25%	12.24%	14.32%
资产管理能力						
应收账款周转天数	14.0	1.3	1.0	3.0	3.0	3.0
存货周转天数	85.8	79.0	93.4	90.0	90.0	90.0
应付账款周转天数	19.3	25.8	37.1	37.0	37.0	37.0
固定资产周转天数	216.0	193.6	168.8	209.2	195.7	156.1
偿债能力						
净负债/股东权益	25.01%	-64.26%	-55.89%	-46.36%	-51.52%	-57.49%
EBIT利息保障倍数	6.7	13.0	-8.6	-18.7	-29.1	-29.0
资产负债率	47.27%	15.14%	18.22%	19.82%	20.72%	21.38%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	42	56	88	126	159	195
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	21	23	26	38	48	52
非经营收益	10	7	-5	-2	-2	-2
营运资金变动	74	28	9	-15	1	1
经营活动现金净流	146	114	118	146	205	246
资本开支	12	47	106	197	48	48
投资	0	0	-12	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-12	-47	-118	-197	-48	-48
股权募资	0	524	0	0	0	0
债权募资	-80	-150	0	0	0	0
其他	-9	11	-46	0	-54	-54
筹资活动现金净流	-90	385	-46	0	-54	-54
现金净流量	44	453	-47	-51	103	144

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在 -5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。