

食品综合

署名人: 蒋鑫

S0960512080006

0755-82026708

jiangxin@cjis.cn

署名人: 柯海东

S0960512080001

0755-82026712

kehaidong@cjis.cn

6-12个月目标价: 24.00元

当前股价: 21.56元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2058.94
总股本(百万)	155
流通股本(百万)	80
流通市值(亿)	17
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	13.35	-0.83	23.17
食品饮料	6.68	-3.49	0.49
沪深300指数	4.94	-2.44	-11.44



相关报告

涪陵榨菜 - 今年利润高弹性, 较强提价能力
保障长期稳定增长 2012-09-03

涪陵榨菜

002507

推荐

利润率创新高, 未来增长依靠渠道精耕带动收入增长

公司10月24日公布三季报, 前三季实现收入5.67亿元, 同比增长7.75%, 归属母公司净利润同比增长56.26%, 实现每股收益0.67元。其中三季度单季收入增长1.99%, 略低于预期, 归属母公司的净利润同比增长61.39%, 超预期, 主要是原料价格持续回落和产品结构不断调整导致毛利率提升超预期, 预告全年净利润同比增长40%-60%。

- ▶ **三季度收入同比增长1.99%, 增速较上半年放缓, 主要是三季度梳理渠道所致。**今年公司对经销商进行调整, 对进取心不强的经销商消减配额, 增加新经销商, 只给消减配额的经销商基本销量, 尽量没有库存, 否则怕他们低价倾销。8月开完会就开始落实, 此前7月销量还是有10%以上的增长, 目前调整的重点区域是华北、东北、西北, 华南和西南地区也要在11月底全部调整完, 为明年销量增长打好基础。
- ▶ **三季度毛利率继续创新高达到47.76%, 主要是原料价格持续回落、储备低价原料能力提升和产品结构不断提高所致。**榨菜的原料为青菜头, 但原料储备能力不够, 公司后期生产过程中也会收购头盐、二盐、三盐等半成品, 这些原料价格波动剧烈。今年整体这些原料价格持续下降; 公司原料储备能力目前提升至9.5万吨, 明年3月将达到11.5万吨, 长期目标是达到25万吨的储量, 目前储备的低价原料可以使用到明年7月; 同时原来东北、华北的产品低毛利率产品用高毛利进行了替代。
- ▶ **三季度销售费用率小幅提升1个百分点至18.33%, 行业竞争加剧, 预计明年会加大费用投入。**今年原料价格持续下降, 部分竞争对手在主力市场做促销, 公司因为专注于经销商渠道调整, 本来就打算控货, 所以只在部分市场如石家庄、天津跟进一下。目前毛利率处于较高水平, 明年公司会加大促销力度, 加大市场宣传, 同时明年在商超品牌上投入会加大。
- ▶ **未来增长主要来自加大渠道精耕、消化产能带来的收入增长。**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。未来一线城市做深做透, 大卖场大终端为重点; 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, 3线市场销售30万, 20亿收入可以实现。预计2012-2014年EPS分别为0.85, 1.00, 1.18, 对应PE为23, 20, 17倍, 维持推荐评级。
- ▶ **风险提示:** 销量不达预期、原料价格大幅上涨、促销力度加大

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	705	740	884	1048
收入同比(%)	29%	5%	20%	19%
归属母公司净利润	88	132	155	183
净利润同比(%)	59%	49%	18%	18%
毛利率(%)	36.4%	43.0%	43.6%	44.3%
ROE(%)	10.0%	13.8%	15.0%	16.3%
每股收益(元)	0.57	0.85	1.00	1.18
P/E	35.01	23.47	19.91	16.91
P/B	3.52	3.23	2.99	2.75
EV/EBITDA	22	14	12	10

资料来源: 中投证券研究所

图 1 收入增速在 0-30%



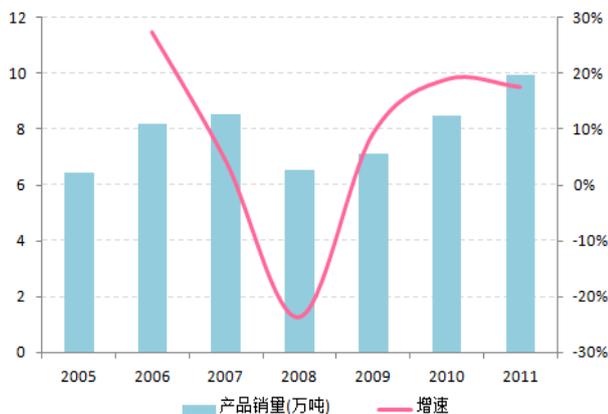
资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 2 净利润增速维持高增长



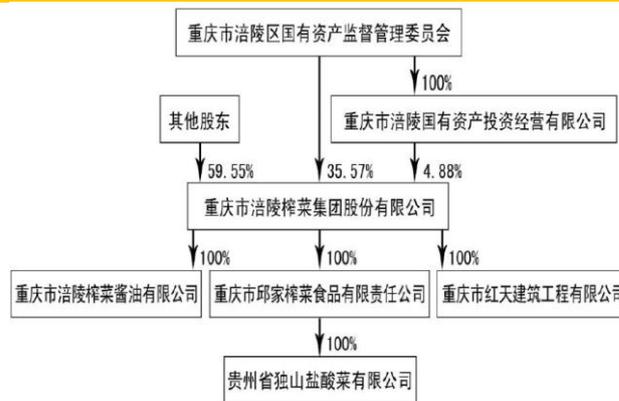
资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 3 销量增长情况



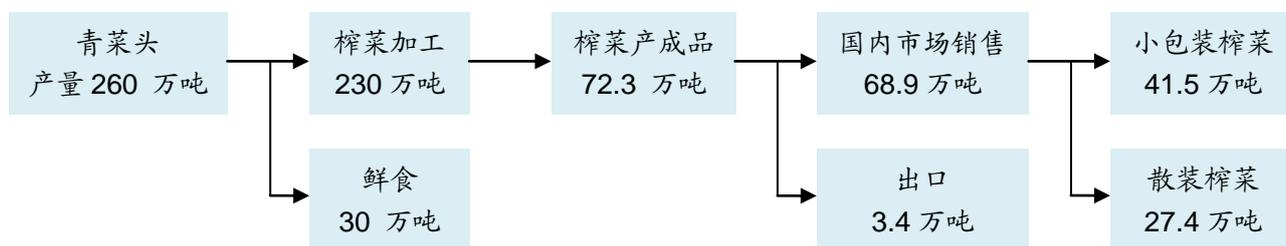
资料来源：中国食品工业协会、中投证券研究总部

图 4 股权结构



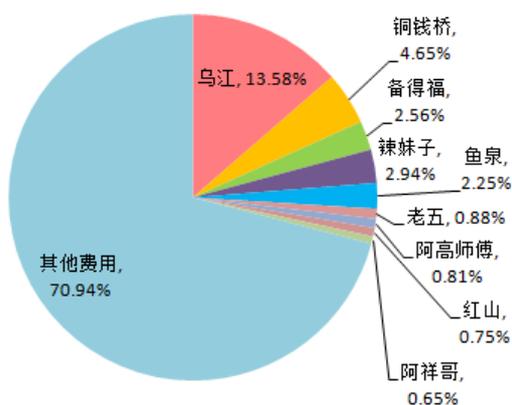
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 5 榨菜产业链



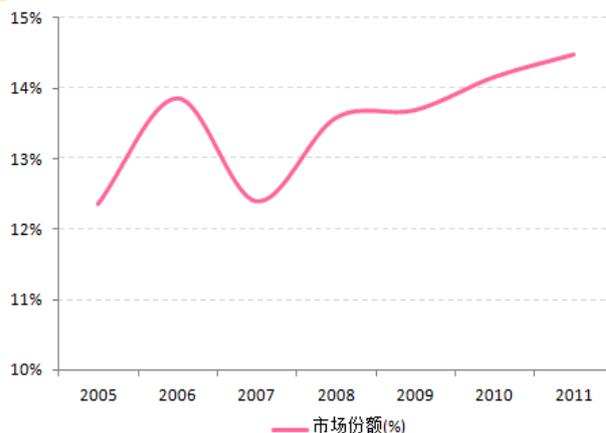
资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 6 2009 年市场竞争格局



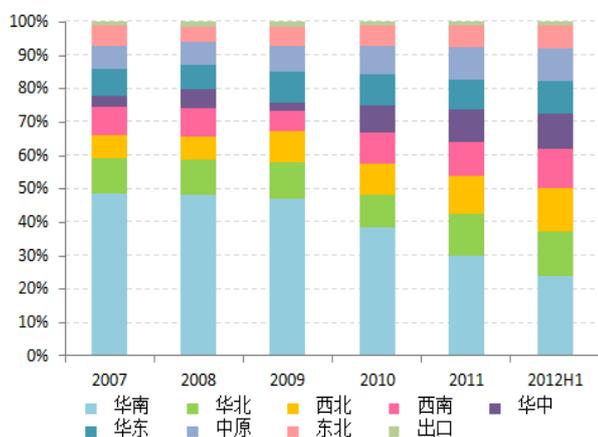
资料来源：中国食品工业协会、中投证券研究总部

图 7 公司占有率连续多年第一



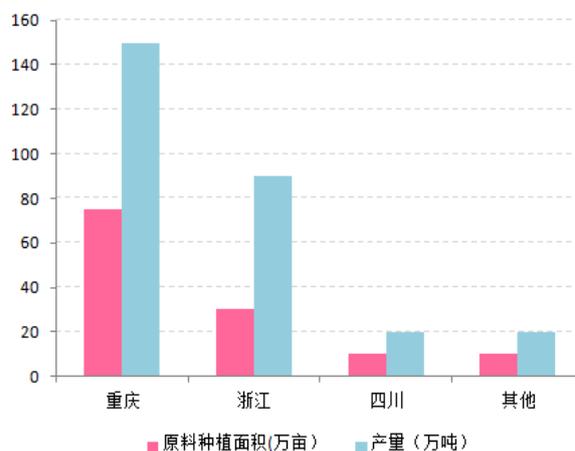
资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 8 区域销售分布



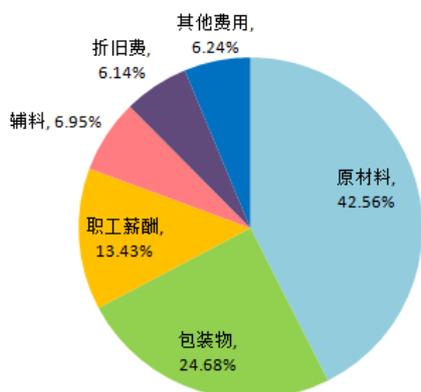
资料来源：中国食品工业协会、中投证券研究总部

图 9 原料产地分布集中在重庆



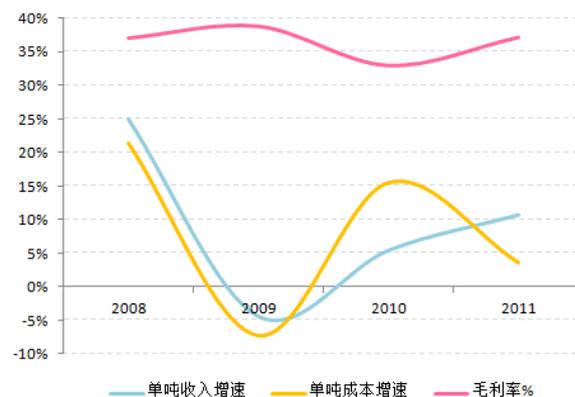
资料来源：中国食品工业协会、中投证券研究总部

图 10 成本构成



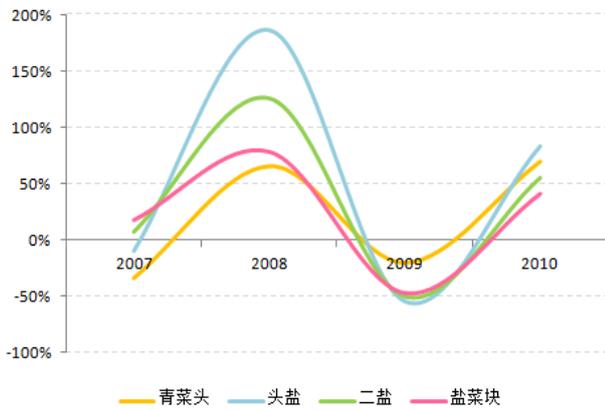
资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 11 毛利率波动较大



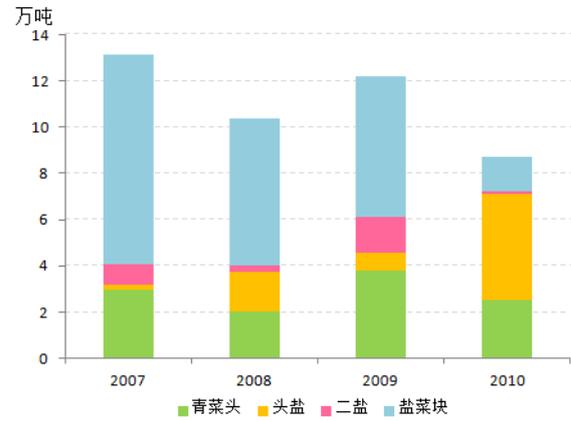
资料来源：公司公告、中投证券研究总部

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	778	699	716
现金	492	621	514	500
应收账款	2	4	4	5
其他应收款	3	4	4	5
预付账款	2	13	15	18
存货	129	118	139	163
其他流动资产	19	19	22	25
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	1395	1473	1644
流动负债	170	412	413	494
短期借款	0	200	200	246
应付账款	59	55	65	76
其他流动负债	110	157	148	172
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	438	439	520
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	245	321	411
归属母公司股东权益	880	958	1034	1124
负债和股东权益	1076	1395	1473	1644

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	118	192	183	245
净利润	88	132	155	183
折旧摊销	26	33	46	60
财务费用	-11	-4	-2	-1
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	9	41	-27	4
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	-77	-46
短期借款	0	200	0	46
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	-77	-93
现金净增加额	-47	129	-107	-14

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	705	740	884	1048
营业成本	448	422	498	584
营业税金及附加	6	7	9	10
营业费用	133	133	164	201
管理费用	26	30	35	42
财务费用	-11	-4	-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	151	179	211
营业外收入	3	4	4	4
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	105	155	183	215
所得税	16	23	27	32
净利润	88	132	155	183
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	88	132	155	183
EBITDA	118	181	223	271
EPS (元)	0.57	0.85	1.00	1.18

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	29.3%	5.0%	19.5%	18.6%
营业利润	58.2%	48.1%	18.3%	18.2%
归属于母公司净利润	58.6%	49.2%	17.9%	17.8%
获利能力				
毛利率	36.4%	43.0%	43.6%	44.3%
净利率	12.5%	17.8%	17.6%	17.5%
ROE	10.0%	13.8%	15.0%	16.3%
ROIC	19.1%	23.0%	20.4%	20.2%
偿债能力				
资产负债率	18.2%	31.4%	29.8%	31.6%
净负债比率	0.00%	45.68%	45.57	47.31%
流动比率	3.82	1.89	1.69	1.45
速动比率	3.06	1.60	1.35	1.12
营运能力				
总资产周转率	0.68	0.60	0.62	0.67
应收账款周转率	377	242	218	217
应付账款周转率	9.84	7.39	8.33	8.30
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.57	0.85	1.00	1.18
每股经营现金流(最新摊薄)	0.76	1.24	1.18	1.58
每股净资产(最新摊薄)	5.68	6.18	6.67	7.25
估值比率				
P/E	35.01	23.47	19.91	16.91
P/B	3.52	3.23	2.99	2.75
EV/EBITDA	22	14	12	10

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及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 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, 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。该研究报告谢绝媒体转载。

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