

涪陵榨菜 (002507.SZ)

渠道调整完毕后

预计 2013 年依然能维持较快增长

 评级: **增持**

 前次: **增持**

目标价(元):

26.16-27.25

分析师

联系人

谢刚

黄文婧

S0740510120005

食品饮料行业小组

021-20315178

021-20315138

xiegang@r.qlzq.com.cn

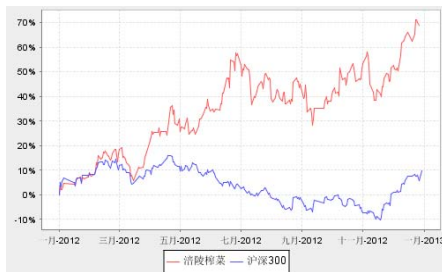
huangwj@r.qlzq.com.cn

2013 年 1 月 14 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)	24.02
市值(百万元)	3723.10
流通市值(百万元)	1347.52

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

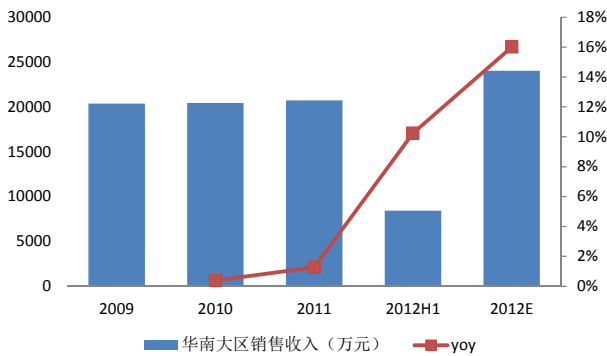
指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	545.04	704.66	798.49	1,026.7	1,288.5
营业收入增速	23.29%	29.29%	13.32%	28.59%	25.49%
净利润增长率	34.15%	58.59%	51.21%	26.81%	20.45%
摊薄每股收益(元)	0.36	0.57	0.86	1.09	1.32
前次预测每股收益(元)			0.81	1.03	1.26
市场预测每股收益(元)			0.83	1.03	1.27
偏差率(本次-市场/市场)			3.90%	6.18%	3.72%
市盈率(倍)	75.46	25.93	23.71	18.70	15.52
PEG	2.21	0.44	0.46	0.70	0.76
每股净资产(元)	5.41	5.68	6.19	6.93	7.90
每股现金流量	0.73	0.76	1.00	1.39	1.64
净资产收益率	6.65%	10.05%	13.93%	15.77%	16.67%
市净率	5.02	2.61	3.30	2.95	2.59
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

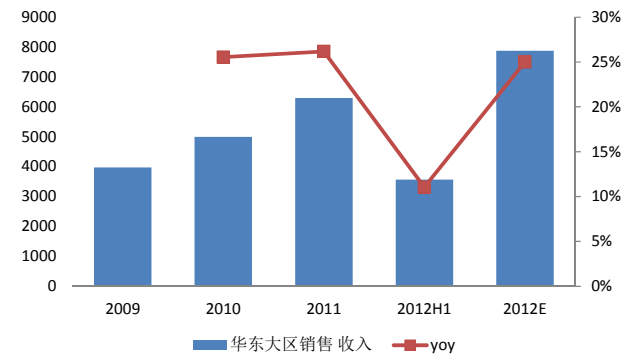
投资要点

- **事件:** 涪陵榨菜 1 月 14 日上涨 7.16%，报收于 25.74 元。我们认为涪陵榨菜的上涨一方面得益于最近大盘的强劲反弹，但另一方面，我们依然维持前期报价报告及年度策略的观点，看好公司作为行业龙头的宽阔护城河，其全国化的品牌力以及全国化的市场是其他业内公司无法追赶的，公司将在进一步渠道下沉及渠道整理的前提下实现稳健增长。
- 根据我们的草根调研情况看，公司在经过近 2 个季度的渠道调整后，销售已经逐步恢复。而 2012 年以渠道下沉为重心的华南及华东地区实现了较快增长，我们预计 2012 年华南、华东地区增长分别在 15% 及 25% 以上，华南地区作为最大销售体量的成熟市场依然维持在 15% 以上的增速，可见新一轮渠道调整带来的新增长动力的强劲，而且相对中报时华南地区 10.2% 的收入增长有加速的态势。华东地区由于渠道的下沉及二批商的拓展增长在 25% 左右，目前公司在华东地区的市占率相对较小，因此市场拓展空间依然较大。
- 随着春节小旺季的临近，目前公司正开足马力生产，经销商上月 28 日下的订单目前尚未到货，可见销售紧俏，需求旺盛。
- 原材料方面，虽然今年是冷冬，但是重庆涪陵最低温度一直维持在 3 摄氏度以上，对青菜头的种植并没有产生影响，我们判断今年青菜头大概率上不会遭受冻害，因此不会出现大幅减产导致价格大幅攀升的情况。另外由于公司目前拥有 11.5 万吨的窖池容量，能够覆盖 6 万吨左右的产成品所需原材料，因此目前已储备的低价位原料已足够保证公司上半年毛利率维持在较高水平。

- 我们依然看好公司作为行业龙头的宽阔护城河：公司通过广告宣传投入，提升知名度带来消费者黏性，每年三四千万的广告费用是其他业内企业所无法承担的；同时公司通过传播的广域度为全国市场的拓展打下基石，共赢稳定的经销体系及灵活调整的渠道策略帮助公司攻城略地，提升各个市场的占有率。公司产品流通市场单价 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。
- 由于华南地区销售情况超出我们预期，因此我们对整体销售预测进行调整，预计涪陵榨菜 2012-2014 年实现收入 7.98 亿、10.26 亿、12.88 亿，同比增长 13.3%、28.6%、25.5%；实现净利润 1.34 亿、1.70 亿、2.04 亿，同比增长 51%、27%、21%；对应 EPS 为 0.86、1.09、1.31 元，对应 2013 年 24-25 倍 PE 给予 26.16-27.25 元的目标估值区间，维持“增持”评级。
- 风险提示：食品安全问题；2 月份前涪陵地区出现低温天气；销售不达预期。

图表 1：华南大区销售逐步恢复


来源：齐鲁证券研究所

图表 2：华南大区销售维持在 25% 左右的水平


来源：齐鲁证券研究所

图表 3：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	105,615.99	128,851.51	154,621.81
增长率 (YOY)	9.10%	19.37%	16.20%	7.00%	22.00%	20.00%
销售收入	420.77	527.40	686.38	778.49	1,006.75	1,268.50
增长率 (YOY)	4.22%	25.34%	30.14%	13.42%	29.32%	26.00%
毛利率	38.84%	32.94%	37.18%	41.99%	41.58%	41.16%
销售成本	257.34	353.67	431.19	451.59	588.12	746.34
增长率 (YOY)	1.29%	37.43%	21.92%	4.73%	30.23%	26.90%
毛利	163.43	173.73	255.20	326.91	418.63	522.16
增长率 (YOY)	9.20%	6.30%	46.90%	28.10%	28.06%	24.73%
占总销售额比重	96.29%	96.76%	97.41%	97.50%	98.05%	98.45%
占主营业务利润比重	97.38%	98.37%	99.26%	98.85%	99.10%	99.28%
销售收入小计	437.00	545.04	704.66	798.49	1026.75	1288.50
销售成本小计	269.18	368.43	447.57	467.80	604.33	762.56
毛利	167.82	176.61	257.09	330.69	422.42	525.95
平均毛利率	38.40%	32.40%	36.48%	41.41%	41.14%	40.82%

来源：齐鲁证券研究所

图表 4: 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	798.49	1026.75	1288.50
销量(吨)	71159.64	84944.99	98706.53	105615.99	128851.51	154621.81
广告费	27.353	13.868	47.817	47.910	61.605	77.310
	6.19%	2.54%	6.79%	6%	6%	6%
运输费	26.776	32.446	38.799	45.67	61.28	80.90
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	15.17	19.51	24.48
	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	0.80	1.03	1.29
	0.09%	0.13%	0.08%	0.10%	0.10%	0.10%
运杂费	0.579	0.648	0.822	0.958	1.232	1.546
	0.13%	0.12%	0.12%	0.12%	0.12%	0.12%
品牌宣传费	0.45	0.26	0.98	1.20	1.54	1.93
	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	148.61	193.67	253.47
销售费用率	20.74%	14.30%	18.82%	18.61%	18.86%	19.67%
管理费用率	3.77%	4.46%	3.76%	3.80%	3.23%	2.81%
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 5: 涪陵榨菜财务报表预测

损益表(人民币百万元)							资产负债表(人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	442	545	705	798	1,027	1,289	货币资金	86	539	492	449	563	715
增长率	4.78%	23.3%	29.3%	13.3%	28.6%	25.5%	应收款项	25	11	21	29	37	47
营业成本	-273	-369	-448	-468	-604	-763	存货	59	101	129	115	149	188
%销售收入	61.8%	67.6%	63.6%	58.6%	58.9%	59.2%	其他流动资产	6	13	6	13	16	19
毛利	169	176	257	331	422	526	流动资产	175	664	647	607	765	969
%销售收入	38.2%	32.4%	36.4%	41.4%	41.1%	40.8%	%总资产	36.2%	67.2%	60.1%	50.7%	56.4%	62.1%
营业税金及附加	-5	-4	-6	-7	-9	-11	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	1.0%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	298	314	404	567	570	568
营业费用	-92	-78	-133	-149	-194	-253	%总资产	61.5%	31.8%	37.6%	47.4%	42.0%	36.4%
%销售收入	20.7%	14.3%	18.8%	18.6%	18.9%	19.7%	无形资产	10	10	18	16	16	16
管理费用	-17	-24	-26	-30	-33	-36	非流动资产	309	324	429	590	592	590
%销售收入	3.8%	4.5%	3.8%	3.8%	3.2%	2.8%	%总资产	63.8%	32.8%	39.9%	49.3%	43.6%	37.9%
息税前利润(EBIT)	56	70	91	145	187	225	资产总计	484	988	1,076	1,197	1,357	1,560
%销售收入	12.7%	12.8%	13.0%	18.1%	18.2%	17.4%	短期借款	50	0	0	0	0	0
财务费用	-8	-5	11	11	11	13	应付款项	66	120	155	143	185	232
%销售收入	1.9%	1.0%	-1.5%	-1.4%	-1.0%	-1.0%	其他流动负债	5	3	15	68	71	76
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	流动资产	120	123	170	211	256	308
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	100	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	9	27	27	27	27	27
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	229	150	196	238	283	335
营业利润	48	64	102	156	197	238	普通股股东权益	255	838	880	959	1,075	1,225
营业利润率	10.8%	11.8%	14.5%	19.5%	19.2%	18.5%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	1	2	2	2	2	2	负债股东权益合计	484	988	1,076	1,197	1,357	1,560
税前利润	49	66	105	157	199	240	比率分析						
利润率	11.0%	12.2%	14.8%	19.7%	19.4%	18.6%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-7	-11	-16	-24	-30	-36	每股指标						
所得税率	14.5%	16.0%	15.4%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益(元)	0.361	0.360	0.570	0.862	1.094	1.317
净利润	42	56	88	134	170	204	每股净资产(元)	2.219	5.407	5.677	6.190	6.933	7.901
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流(元)	1.269	0.735	0.763	0.998	1.391	1.641
归属于母公司的净利润	42	56	88	134	170	204	每股股利(元)	0.000	0.000	0.350	0.350	0.350	0.350
净利率	9.4%	10.2%	12.5%	16.7%	16.5%	15.8%	回报率						
现金流量表(人民币百万元)							净资产收益率	16.28%	6.65%	10.05%	13.93%	15.77%	16.67%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	8.58%	5.64%	8.22%	11.17%	12.49%	13.09%
净利润	42	56	88	134	170	204	投入资本收益率	15.03%	19.58%	19.92%	24.09%	31.02%	37.50%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	21	23	26	38	48	52	营业总收入增长率	4.78%	23.29%	29.29%	13.32%	28.59%	25.49%
非经营收益	10	7	-5	-2	-2	-2	EBIT增长率	14.40%	24.56%	30.88%	58.09%	29.23%	20.37%
营运资金变动	74	28	9	-15	0	0	净利润增长率	23.03%	34.15%	58.59%	51.21%	26.81%	20.45%
经营活动现金净流	146	114	118	155	216	254	总资产增长率	-1.99%	104.04%	8.96%	11.24%	13.40%	14.89%
资本开支	12	47	106	197	48	48	资产管理能力						
投资	0	0	-12	0	0	0	应收账款周转天数	14.0	1.3	1.0	3.0	3.0	3.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	85.8	79.0	93.4	90.0	90.0	90.0
投资活动现金净流	-12	-47	-118	-197	-48	-48	应付账款周转天数	19.3	25.8	37.1	37.0	37.0	37.0
股权募资	0	524	0	0	0	0	固定资产周转天数	216.0	193.6	168.8	205.3	189.0	150.8
债权募资	-80	-150	0	0	0	0	偿债能力						
其他	-9	11	-46	0	-54	-54	净负债/股东权益	25.01%	-64.26%	-55.89%	-46.84%	-52.38%	-58.39%
筹资活动现金净流	-90	385	-46	0	-54	-54	EBIT利息保障倍数	6.7	13.0	-8.6	-13.1	-17.6	-16.9
现金净流量	44	453	-47	-42	113	152	资产负债率	47.27%	15.14%	18.22%	19.85%	20.83%	21.48%

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。