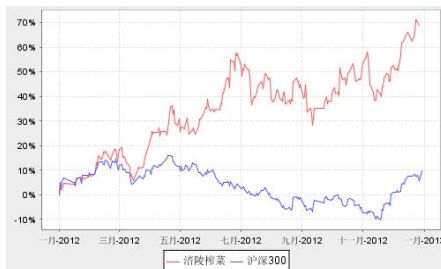


涪陵榨菜 (002507.SZ)
2012 年业绩符合预期

评级: 增持 **前次: 增持**
目标价 (元): 26.16-27.25
 分析师: 谢刚 联系人: 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 2 月 25 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	712.65	1,026.7	1,288.5
营业收入增速	23.29%	29.29%	1.14%	28.59%	25.49%
净利润增长率	34.15%	58.59%	42.65%	26.81%	20.45%
摊薄每股收益 (元)	0.36	0.57	0.82	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	33.82	25.36	21.05
PEG	2.21	0.44	0.66	0.95	1.03
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:** 涪陵榨菜公布 2012 年业绩快报, 2012 年实现营业收入 7.12 亿元, 同比增长 1.14%, 略低于预期; 实现归属母公司净利润 1.26 亿元, 同比增长 43.04%, EPS=0.82 元, 基本符合预期。其中, 4 季度单季实现营业收入 1.45 亿元, 同比下滑 18.72%, 实现归属母公司净利润 2166 万元, 同比增长 0.13%。
- 我们认为收入增长低于预期的原因有两个: 一方面由于 13 年春节相对于 12 年推后的原因, 导致 11 年 4 季度基数高, 因此 12 年 4 季度收入增速放缓; 另一方面, 4 季度渠道调整仍在进行中, 公司早年在华北、东北等地区为了与备得福、铜钱桥等品牌竞争, 推出 50g 的低毛利率的产品, 由于经过 2 年的市场建设, 品牌力逐步增强, 因此在去年的调整中将低毛利率产品砍掉, 重点做高毛利率产品, 这一部分的量就在几千万左右。因此我们认为, 4 季度的收入下滑更多的因素还是由于公司主动调整, 并且在没有大刀阔斧削减产品系列或者经销商的区域如华东区域、华南区域总体销售情况良好, 我们预计 2012 年华南、华东地区增长分别在 15%及 25%以上。
- 公司的目标是通过 3 年以上的时间实现收入翻番的计划。目前公司销售情况良好, 1 月份超额完成原有销售计划。因此我们依然认为在公司主动调整完渠道以后, 2013 年收入的将重新步入稳健增长, 我们预计将实现 25%以上的收入增长。
- 另外, 4 季度的营业利润率为 15.7%, 基本与 1 季度持平而低于 2、3 季度, 主要原因在于销售费用上投入较多, 包括叶茂中重新策划公司的广告、包装形象、以及各项营销策划、形象展示的费用。
- 公司刚开始进入青菜头采购期, 青菜头收成正常, 整体价格稳定, 由于青菜头在总原料中占比不及 10%, 因此全年的原材料成本还需看日后一盐、二盐及三盐的价格情况, 这取决于整体的 CPI 情况以及中间商

的投机性行为。公司新增的原料加工贮藏池项目也投入使用，因此原材料储备依然能够保持上半年的毛利率的平稳。

- 我们依然看好公司的品牌力、渠道力以及优秀的管理体制及团队带来的稳健成长。
- 我们暂时维持原有盈利预期，预计涪陵榨菜 2012-2014 年实现收入 7.12 亿、10.26 亿、12.88 亿；实现净利润 1.26 亿、1.70 亿、2.04 亿；对应 EPS 为 0.82、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；销售不达预期。

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。