

食品综合

署名人: 蒋鑫

S0960512080006

0755-82026708

jiangxin@china-invs.cn

6-12个月目标价: 31.80元

当前股价: 25.09元

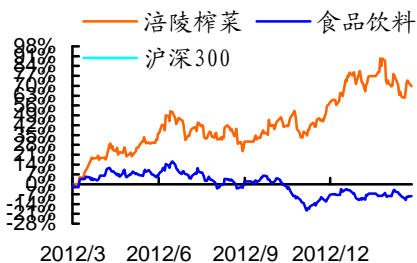
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2301.26
总股本(百万)	155
流通股本(百万)	80
流通市值(亿)	20
EPS	0.67
每股净资产(元)	6.00
资产负债率	17.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
涪陵榨菜	-9.52%	9.18%	32.68%
食品饮料	-0.76%	-0.94%	-9.32%
沪深300	-0.43%	5.68%	14.74%



相关报告

《涪陵榨菜-利润率创新高,未来增长依靠渠道精耕带动收入增长》2012-10-24

《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》2012-8-31

涪陵榨菜

002507

推荐

收入增速有望加快,盈利能力提升可持续

3月28日涪陵榨菜公布年报,实现收入7.13亿元,同比增长1.14%;归属上市公司股东的净利润1.26亿元,同比增长43.04%;经营性现金流量净额增长28.92%;实现每股收益0.82元,与业绩预告一致。利润分配方案为每10股派息3.5元(含税)。

- **受经济下行和渠道调整的影响,2012年销量下滑9.98%,产品结构升级,单价提升11.38%拉动收入增长1.14%。**下半年公司加大销售渠道改造,调整经销商,减少低毛利产品销售。调整对华北和东北影响相对较大,公司前两年在华北、东北为占领市场,推出低毛利产品与备得福、铜钱桥竞争,随着品牌知名度提高,去年砍掉低毛利率产品造成销量下滑,华北和东北收入下滑14.22%和19.25%。最大的华南保持4.68%的增长。四季度春节延后控制存货整体收入下滑18.35%。
- **单价提升和原料成本下降推动全年毛利率上升至42.44%,四季度毛利率环比下降主要是销量下滑造成固定成本摊销增加。**去年占成本71.22%的原辅材料、包装物同比下降3.32%;占成本13.25%和12.27%的人工及制造费用同比增长1.83%和19.31%;单位成本总体持平。原料下降和单价提升推动营业利润增长41.64%。
- **去年销量下滑,制造成本明显增加,伴随产能释放,公司更注重销量规模,提高产能利用率;渠道向下延伸,预计销量增长将加快。**2012年公司对经销商进行了调整,年底基本调整到位。公司制定了未来3年销售战略规划,明确了公司销售网络向三线市场延伸的开拓方向。目前公司一线城市全覆盖,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,二线市场明年要全部覆盖完,三线市场中10万人以上的县城力争未来3年要全覆盖。
- **梳理品牌加大宣传,重新策划公司广告、包装形象,加大营销策划、形象展示。**四季度营业费用率提升至22.5%,去年公司重新梳理品牌,并通过央视、网络、地面加大宣传,新广告、新包装改换宣传语,引导消费提升销量。
- **加大产品创新,优化结构,提升产品力。**去年公司新开发了“乌江巴巴香”香辣菜和酸辣下饭菜等6只产品,优化了“乌江”新一代健康食品、鲜爽菜丝等主力流通产品。
- **随着原料价格回落和原料储备能力加大,预计盈利能力继续提升。**目前公司窖池储备能力已达到11.5万吨,长期目标为达到25万吨储备能力。储备能力提升后可控制原料收购和原料市场价格调控,既保证生产供给,又能降低成本。
- **建立目标管理绩效考核体系,改革薪酬体系,加大费用控制,提升积极性。**依据工作量标准,重新规划、建立了新的员工薪酬体系,完善了生产厂新的吨含量工资,建立了销售包含渠道目标考核的薪酬体系和机关新的星级与职级体系。
- **预计13-15年EPS分别为1.06/1.30/1.58, PE为25/20/16倍,维持推荐评级。**
- **风险提示:**销量不达预期;恶性竞争出现价格战导致费用提升毛利率下滑

主要财务指标

单位:百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	713	834	1010	1214
收入同比(%)	1%	17%	21%	20%
归属母公司净利润	126	164	201	245
净利润同比(%)	43%	30%	22%	22%
毛利率(%)	42.4%	44.7%	45.4%	46.1%
ROE(%)	13.3%	14.7%	16.0%	17.3%
每股收益(元)	0.82	1.06	1.30	1.58
P/E	31.87	24.56	20.06	16.43
P/B	4.23	3.61	3.22	2.85
EV/EBITDA	22	17	13	11

资料来源:中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	630	893	883	942	营业收入	713	834	1010	1214
现金	498	734	694	718	营业成本	410	461	551	655
应收账款	2	4	5	6	营业税金及附加	9	8	10	12
其它应收款	4	4	5	6	营业费用	132	154	187	225
预付账款	8	9	11	13	管理费用	31	37	44	53
存货	113	129	154	183	财务费用	-14	-15	-15	-15
其他	5	12	14	16	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	493	678	829	977	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	416	557	694	823	营业利润	145	189	232	285
无形资产	17	24	31	38	营业外收入	5	4	4	4
其他	61	98	105	117	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1123	1571	1712	1920	利润总额	149	193	236	289
流动负债	145	428	435	477	所得税	23	29	35	43
短期借款	0	200	200	200	净利润	126	164	201	245
应付账款	55	60	72	85	少数股东损益	0	0	0	0
其他	90	168	163	192	归属母公司净利润	126	164	201	245
非流动负债	26	26	26	26	EBITDA	162	211	268	335
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.82	1.06	1.30	1.58
其他	26	26	26	26					
负债合计	171	454	461	503					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	155	155	155	155	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
资本公积	557	557	557	557	成长能力				
留存收益	240	404	539	704	营业收入	1.1%	17.1%	21.0%	20.3%
归属母公司股东权益	952	1116	1251	1416	营业利润	41.6%	30.8%	22.9%	22.5%
负债和股东权益	1123	1571	1712	1920	归属于母公司净利润	43.0%	29.7%	22.4%	22.1%
					获利能力				
					毛利率	42.4%	44.7%	45.4%	46.1%
					净利率	17.7%	19.7%	19.9%	20.2%
					ROE	13.3%	14.7%	16.0%	17.3%
					ROIC	23.6%	25.0%	23.8%	25.1%
					偿债能力				
					资产负债率	15.2%	28.9%	26.9%	26.2%
					净负债比率	0.00%	44.02%	43.39	39.74%
					流动比率	4.34	2.08	2.03	1.97
					速动比率	3.56	1.78	1.68	1.59
					营运能力				
					总资产周转率	0.65	0.62	0.62	0.67
					应收账款周转率	356	290	219	218
					应付账款周转率	7.20	8.05	8.38	8.35
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.82	1.06	1.30	1.58
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.98	1.50	1.43	1.94
					每股净资产(最新摊薄)	6.14	7.20	8.07	9.14
					估值比率				
					P/E	31.87	24.56	20.06	16.43
					P/B	4.23	3.61	3.22	2.85
					EV/EBITDA	22	17	13	11

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

蒋鑫: 中投证券研究所食品行业分析师, 2010 年加入中投证券, 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士。

免责声明

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