

食品饮料行业

报告原因：年报点评

2013年3月29日

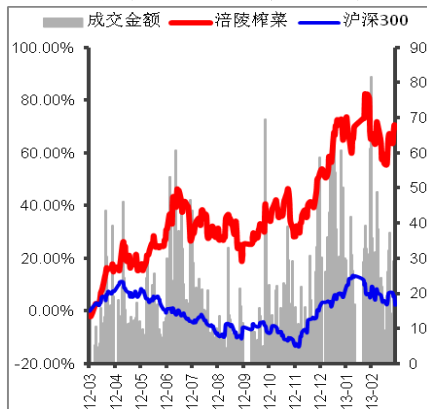
市场数据：2013年3月28日

收盘价(元)	26.00
一年内最高/最低(元)	28.5/14.68
市净率	4.2
市盈率	27.0
流通A股市值(百万元)	1,306

基础数据：2012年12月31日

每股收益(元)	0.194
营业收入(百万元)	1,974.63
净利润(百万元)	1,243.38
总股本/流通A股(百万)	155/50.3

公司近期市场表现(最近一年):



分析师:

罗胤

执业证书编号: S0760511010012

Tel: 010-82190301

Email: luoyin@sxzq.com

联系人:

张小玲

Tel: 0351-8686990

010-82190365

Email: zhangxiaoling@sxzq.com

孟军

Tel: 010-82190365

Email: mengjun@sxzq.com

涪陵榨菜 (002507)

增持

产品结构持续优化, 营销渠道逐步下沉

首次评级

公司研究/点评报告

盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	销售利润率	净资产收益率	市盈率
2012A	713	1.1	126	43.0	0.82	17.7	13.3	31.7
2013E	830	16.4	149	17.8	0.96	18.0	14.1	27.0
2014E	994	19.8	184	23.3	1.19	18.5	15.5	21.9
2015E	1,191	19.8	226	23.1	1.46	19.0	16.8	17.8

注: “市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

● **业绩符合市场预期。**2012年公司共实现销售收入71,265.85万元,同比增长1.14%;归属于上市公司股东的净利润12,645.35万元,同比增长43.04%;每股收益0.82元。分红方案:每10股派发现金3.5元(含税)。

● **销售状况不佳,产品结构提升促收入增长。**2012年受宏观经济增速放缓、需求不振等因素影响,公司整体销售状况不佳,全年产品总销量下降9.98%,四季度在上年高基数基础上公司销售收入更出现近年首度下滑,相比上年同期下降了18.35%。不过,受部分产品提价及限制低毛利产品发展、增加新品开发等因素影响,公司产品结构逐步优化,单位产品平均销售价格显著提升,同比上涨11.38%,毛利率上升6.39个百分点,成为公司在销量下滑背景下仍取得了收入微幅增长、利润大幅提升的重要原因。

● **渠道下沉,改革成效将逐步体现。**自12年下半年起,公司进行营销渠道调整,逐步下沉渠道,通过开发空白地、县级市场,做透管住一二级市场,下沉开拓三线市场,扩大营销通路,提高产品覆盖率,扩大销售规模。目前渠道改革已完成调研、规划、培训,实施进展顺利。未来,公司还将通过打造“乌江经销商”和“乌江营销战士”两个交流平台,加强经销商与业务员交流,增强渠道管控能力。相应营销调整成效将逐步体现。

● **多项目竣工投产,产能建设效能逐步释放。**2012年,公司年产4万吨榨菜食品生产线和华龙二线自动化计量包装项目已陆续投产,同时垫江1万立方米榨菜原料加工贮藏池建设项目也已建成使用,此外江北、华凤、华舞三项榨菜原料加工贮藏基地主体工程已完成,多项目的竣工投产将有效扩展公司原料窖池容量,解决原料窖池容量与产品产销量配比不足问题,为进一步发展奠定了基础。

● **投资建议:**我们预计公司2013-2015年的EPS分别为0.96、1.19、1.46元,对应动态市盈率分别为27.0、21.9、17.8倍,给予“增持”评级。

表 1：涪陵榨菜单季利润表

单位：百万元	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	同比变化
<b>一、营业总收入</b>	<b>164</b>	<b>166</b>	<b>196</b>	<b>179</b>	<b>179</b>	<b>188</b>	<b>200</b>	<b>146</b>	<b>(18.35)</b>
营业收入	164	166	196	179	179	188	200	146	(18.35)
<b>二、营业总成本</b>	<b>145</b>	<b>141</b>	<b>164</b>	<b>153</b>	<b>151</b>	<b>148</b>	<b>146</b>	<b>122</b>	<b>(20.03)</b>
营业成本	118	99	129	102	114	109	104	83	(19.43)
营业税金及附加	1	1	2	2	2	2	2	3	96.07
销售费用	19	35	32	46	30	33	37	33	(28.02)
管理费用	8	7	5	7	8	8	7	8	14.52
财务费用	-1	-1	-5	-3	-3	-4	-3	-4	22.17
资产减值损失	0	0	0	-0	0	0	-0	-0	
<b>三、其他经营收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>6.00</b>
投资净收益	0	0	0	0	0	0	0	0	6.00
<b>四、营业利润</b>	<b>19</b>	<b>25</b>	<b>32</b>	<b>25</b>	<b>28</b>	<b>39</b>	<b>54</b>	<b>23</b>	<b>(8.22)</b>
加：营业外收入	0	1	1	1	0	1	1	3	439.71
减：营业外支出	0	0	0	1	0	0	0	0	
<b>五、利润总额</b>	<b>20</b>	<b>26</b>	<b>34</b>	<b>25</b>	<b>29</b>	<b>40</b>	<b>55</b>	<b>26</b>	<b>3.55</b>
减：所得税	3	4	5	4	4	6	8	4	11.62
<b>六、净利润</b>	<b>16</b>	<b>22</b>	<b>29</b>	<b>22</b>	<b>24</b>	<b>34</b>	<b>46</b>	<b>22</b>	<b>2.23</b>
减：少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	#DIV/0!
归属于母公司所有者净利润	<b>16</b>	<b>22</b>	<b>29</b>	<b>22</b>	<b>24</b>	<b>34</b>	<b>46</b>	<b>22</b>	<b>2.23</b>
<b>七、每股收益：</b>	<b>0.11</b>	<b>0.14</b>	<b>0.18</b>	<b>0.14</b>	<b>0.16</b>	<b>0.22</b>	<b>0.30</b>	<b>0.14</b>	<b>2.23</b>
<b>收入增长率(%)</b>	<b>29.53</b>	<b>17.21</b>	<b>18.19</b>	<b>61.02</b>	<b>9.04</b>	<b>13.28</b>	<b>1.99</b>	<b>-18.35</b>	<b>(79.37)</b>
毛利率(%)	28.33	40.56	34.17	42.60	36.08	42.11	47.76	43.37	0.76
营业利润率(%)	11.83	14.91	16.57	14.23	15.78	20.94	26.81	16.00	1.76
净利率(%)	9.97	13.11	14.61	12.12	13.54	18.02	23.12	15.17	3.05
销售费用率(%)	11.69	21.34	16.54	25.54	16.49	17.72	18.33	22.51	(3.02)
管理费用率(%)	4.87	4.12	2.54	3.74	4.46	4.50	3.41	5.24	1.50
<b>归属于母公司净利润增长率(%)</b>	<b>26.13</b>	<b>21.77</b>	<b>36.72</b>	<b>447.58</b>	<b>48.06</b>	<b>55.68</b>	<b>61.39</b>	<b>2.23</b>	<b>(445.35)</b>

资料来源：公司公告 山西证券研究所



## ➤ 盈利预测

表 2：盈利预测表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
<b>一、营业总收入</b>	<b>712.66</b>	<b>829.55</b>	<b>993.96</b>	<b>1,191.10</b>
营业收入	712.66	829.55	993.96	1,191.10
<b>二、营业总成本</b>	<b>568.12</b>	<b>656.72</b>	<b>780.24</b>	<b>927.36</b>
营业成本	410.22	464.39	551.57	655.13
营业税金及附加	8.67	9.95	11.93	14.29
销售费用	132.28	154.30	184.88	221.54
管理费用	30.90	35.67	42.74	51.22
财务费用	-14.04	-16.59	-19.88	-23.82
资产减值损失	0.10	9.00	9.00	9.00
<b>三、其他经营收益</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>四、营业利润</b>	<b>144.54</b>	<b>172.83</b>	<b>213.72</b>	<b>263.74</b>
加：营业外收入	4.70	3.00	3.00	3.00
减：营业外支出	0.15	0.10	0.10	0.10
<b>五、利润总额</b>	<b>149.08</b>	<b>175.73</b>	<b>216.62</b>	<b>266.64</b>
减：所得税	22.63	26.71	32.93	40.53
<b>六、净利润</b>	<b>126.45</b>	<b>149.02</b>	<b>183.70</b>	<b>226.11</b>
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	<b>126.45</b>	<b>149.02</b>	<b>183.70</b>	<b>226.11</b>
<b>七、每股收益：</b>	<b>0.82</b>	<b>0.96</b>	<b>1.19</b>	<b>1.46</b>
<b>净利润增长率(%)</b>	<b>43.04</b>	<b>17.84</b>	<b>23.27</b>	<b>23.09</b>

资料来源：山西证券研究所

## 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

## 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。