

涪陵榨菜 (002507.SZ)

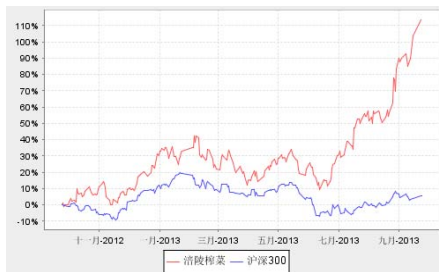
股东追加股份锁定期，看好公司发展

评级: **增持** 前次: **增持**
 目标价(元): **41.3-42.5**
 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10月9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)	41.98
市值(百万元)	6506.90
流通市值(百万元)	2355.08

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	704.66	712.66	898.93	1,117.1	1,392.3
营业收入增速	29.29%	1.14%	26.14%	24.28%	24.63%
净利润增长率	58.59%	43.04%	24.26%	23.50%	24.31%
摊薄每股收益(元)	0.57	0.82	1.01	1.25	1.56
前次预测每股收益(元)			1.07	1.41	
市场预测每股收益(元)			1.04	1.29	
偏差率(本次-市场/市场)			-2.52%	-2.95%	
市盈率(倍)	25.93	28.95	25.06	20.29	16.32
PEG	0.44	0.67	1.03	0.86	0.67
每股净资产(元)	5.68	6.14	6.81	7.71	8.92
每股现金流量	0.76	0.98	1.11	1.55	1.88
净资产收益率	10.05%	13.28%	14.89%	16.24%	17.46%
市净率	2.61	3.84	3.73	3.29	2.85
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:** 公司发布公告, 重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司所持有的 **6270** 万股 (持股比例 **40.45%**), 自愿增加一年的锁定期, 解禁日期推迟到 **2014年9月24日**。
- 公司股东频频自愿追加股份锁定期充分说明股东看好公司的发展:** 除本次控股股东追加锁定期外, 公司股东东兆长泰及北京一建分别于 **2012年7月27日** 及 **2013年7月26日** 两次追加锁定股份, 股东不断追加所持股份锁定期充分说明股东看好公司的发展。
- 由于公司从去年下半年开始进行渠道变革并逐步布局二三线市场, 今年渠道下沉效果显著:** 公司今年 **1、2** 季度单季的收入增速分别为 **9%、16%**, 而根据我们的草根调研情况, 综合分析来看, 我们预计公司 **3** 季度的收入增速相比 **1、2** 季度的收入增速有明显加速趋势, 充分说明公司渠道改革及下沉的效果, 符合我们前期销售增速逐季改善的预期。同时基于去年 **4** 季度低基数的影响 (由于渠道调整去年 **4** 季度收入下滑 **18%**), 因此我们预计 **4** 季度的销售增速将更上一个台阶, 我们预计公司全年的销售收入增速约 **25%** 以上。
- 我们认为从行业竞争格局来看, 公司竞争优势明显, 相比其他竞争对手拥有绝对品牌优势及全国化的渠道布局, 竞争对手目前的盈利规模都不足以支撑他们的全国化品牌建设及全国市场拓展, 因此公司将维持强者恒强的局面。**
- 同时, 公司在积极拓展其产品线:** 一方面通过消费者教育拓展现有榨菜产品的适用性, 将榨菜从以往简单的配粥食用向炒肉、烧汤、涮火锅、夹馒头、泡面等多用途拓展, 从而打开该类产品的消费空间; 另

外，除现有榨菜业务，公司也会通过外延式并购或自主研发的方式逐步扩展其产品线，打造佐餐开胃菜行业的巨头。

- 同时，原材料成本方面，窖池的建设将从中长期平滑原材料的大幅波动，降低原材料的成本，从而提升公司的盈利能力。
- 因此，我们看好公司作为具有壁垒的行业龙头的稳健发展，假以时日公司有机会成长为佐餐配菜行业的龙头。我们预计涪陵榨菜 2013-2015 年实现收入 8.99 亿、11.17 亿、13.92 亿；实现净利润 1.57 亿、1.94 亿、2.41 亿；EPS 为 1.014、1.252、1.556 元，对应现有价格的 2014 年 PE 为 32.5 倍，在目前优质食品公司整体估值高企的情况下，及公司未来 2 个季度的销售情况改善明显，我们认为公司目前估值虽然偏高但是仍将维持在目前水平。我们按照 2014 年 33-34 倍 PE 给予 41.3-42.5 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；市场推广费用超预期。

图表 1: 涪陵榨菜财务报表

损益表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业总收入	545	705	713	899	1,117	1,392
增长率	23.29%	29.3%	1.1%	26.1%	24.3%	24.6%
营业成本	-369	-448	-410	-517	-640	-798
%销售收入	67.6%	63.6%	57.6%	57.6%	57.3%	57.3%
毛利	176	257	302	382	477	594
%销售收入	32.4%	36.4%	42.4%	42.4%	42.7%	42.7%
营业税金及附加	-4	-6	-9	-9	-11	-15
%销售收入	0.8%	0.9%	1.2%	1.0%	1.0%	1.1%
营业费用	-78	-133	-132	-169	-214	-270
%销售收入	14.3%	18.8%	18.6%	18.8%	19.1%	19.4%
管理费用	-24	-26	-31	-33	-38	-44
%销售收入	4.5%	3.8%	4.3%	3.7%	3.4%	3.2%
息税前利润 (EBIT)	70	91	131	171	214	266
%销售收入	12.8%	13.0%	18.3%	19.0%	19.1%	19.1%
财务费用	-5	11	14	11	11	14
%销售收入	1.0%	-1.5%	-2.0%	-1.3%	-1.0%	-1.0%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	64	102	145	182	225	280
营业利润率	11.8%	14.5%	20.3%	20.2%	20.1%	20.1%
营业外收支	2	2	5	3	3	4
税前利润	66	105	149	185	228	284
利润率	12.2%	14.8%	20.9%	20.6%	20.4%	20.4%
所得税	-11	-16	-23	-28	-34	-43
所得税率	16.0%	15.4%	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	56	88	126	157	194	241
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	56	88	126	157.13	194	241
净利率	10.2%	12.5%	17.7%	17.5%	17.4%	17.3%
				24.26%	23.50%	24.31%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	56	88	126	157	194	241
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	23	26	32	42	52	56
非经营收益	7	-11	0	-3	-3	-4
营运资金变动	28	14	-6	-24	-1	-2
经营活动现金净流	114	118	152	172	241	291
资本开支	47	106	92	196	47	46
投资	0	-12	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-47	-118	-92	-196	-47	-46
股权募资	524	0	0	0	0	0
债权募资	-150	0	0	0	0	0
其他	11	-46	-54	0	-54	-54
筹资活动现金净流	385	-46	-54	0	-54	-54
现金净流量	453	-47	6	-25	140	190

资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	539	492	498	473	613	803
应收账款	11	21	7	28	35	43
存货	101	129	113	156	193	241
其他流动资产	13	6	12	14	16	19
流动资产	664	647	630	671	857	1,106
%总资产	67.2%	60.1%	56.1%	50.7%	56.9%	63.2%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	314	404	470	628	627	622
%总资产	31.8%	37.6%	41.8%	47.5%	41.6%	35.5%
无形资产	10	18	17	16	16	16
非流动资产	324	429	493	651	649	644
%总资产	32.8%	39.9%	43.9%	49.3%	43.1%	36.8%
资产总计	988	1,076	1,123	1,322	1,506	1,750
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	120	155	127	172	213	265
其他流动负债	3	15	18	69	73	77
流动负债	123	170	145	241	286	343
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	27	27	26	26	26	26
负债	150	196	171	266	311	368
普通股股东权益	838	880	952	1,055	1,195	1,382
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	988	1,076	1,123	1,322	1,506	1,750
比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益 (元)	0.360	0.570	0.816	1.014	1.252	1.556
每股净资产 (元)	5.407	5.677	6.143	6.807	7.709	8.915
每股经营现金净流 (元)	0.735	0.763	0.983	1.109	1.554	1.878
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.350	0.350	0.350	0.350
回报率						
净资产收益率	6.65%	10.05%	13.28%	14.89%	16.24%	17.46%
总资产收益率	5.64%	8.22%	11.26%	11.89%	12.88%	13.78%
投入资本收益率	19.58%	19.92%	24.37%	24.91%	31.22%	39.04%
增长率						
营业总收入增长率	23.29%	29.29%	1.14%	26.14%	24.28%	24.63%
EBIT增长率	24.56%	30.88%	42.87%	30.62%	25.29%	24.33%
净利润增长率	34.15%	58.59%	43.04%	24.26%	23.50%	24.31%
总资产增长率	104.04%	8.96%	4.36%	17.68%	13.97%	16.20%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.6	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
存货周转天数	79.6	93.4	107.7	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	25.8	37.1	50.7	45.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	193.6	168.8	200.8	201.2	187.6	149.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-64.26%	-55.89%	-52.26%	-44.83%	-51.30%	-58.13%
EBIT利息保障倍数	13.0	-8.6	-9.3	-15.1	-19.0	-18.4
资产负债率	15.14%	18.22%	15.21%	20.16%	20.67%	21.04%

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。