涪陵榨菜（002507）

公司评级：增持

评级时间：2013-10-23

目标价格（元）：36.97

当前价格（元）：44.45

股价走势：

相关研究

联系人

王俊杰
职业证书编号：S0010513100001
电话：021-60951606
邮件：wjjhazq@163.com

原材料价格波动致业绩不达预期，长期向好趋势不改

事 件：

■ 公司公布 2013 年三季报。

评 论：

■ **前三季度，公司实现营业收入 6.69 亿元，同比增长 18.11%，归属于母公司股东净利润 1.28 亿元，同比增长 22.84%，实现 EPS0.83 元，略低于市场预期。**

前三季度，公司实现营业收入 6.69 亿元，同比增长 18.11%，实现归属于母公司股东净利润 1.28 亿元，同比增长 22.84%，EPS0.83 元，略低于市场预期，此外，公司预计 2013 年全年实现归属于母公司股东净利润区间为 1.45 亿元-1.70 亿元，同比增长 15%-35%。导致公司前三季度业绩略低于市场预期的原因在于公司第三季度单季收入增长 27.62%，而净利润仅增长 15.11%，远远低于上半年 29.50%的增速，原因在于受原材料成本上涨影响，公司第三季度毛利率为 36.08%，较去年同期下降 5.33%，较 2 季度单季下降 1.01%。

■ **前三季度营业收入增速逐季提升彰显公司营销渠道改革拓展效果突出。**

第三季度单季，公司实现营业收入 2.55 亿元，同比增长 27.62%，2013 年一、二季度单季，公司营业收入增速分别为 8.83%和 16.81%，由此可见，公司前三季度营业收入呈现逐季加速增长态势，彰显公司营销渠道改革和拓展效果突出，公司自 2012 年底开始对老渠道进行调整，今年加大县级区域新渠道下沉工作的开展，新老渠道共发力导致公司收入加速增长。

■ **看好公司中长期的市场整合能力，量价齐升可期，原材料成本上涨转嫁能力强。**

我们看好公司中长期发展前景，公司为榨菜行业内龙头企业，品牌影响力强，在国内大众消费品品牌化过程中，公司有望凭借良好的品牌影响力和品牌形象实现市场份额的扩大。此外，随着居民消费升级趋势的推进，公司通过不断调整产品结构，产品单价提升是大概率事件。未来几年有望实现量价齐升，尽管早增长过程中可能会受到原材料成本上涨的短期影响，但是我们认为公司能够通过提价等措施将这一影响转嫁出去。

■ **盈利预测和估值。**

我们预计公司 2013 年-2015 年营收入增速分别为 23%、25%、25%，实现归属于母公司股东净利润分别为 1.58 亿元、1.97 亿元和 2.48 亿元，同比增速分别为 24.90%、24.50%和 26.30%，实现 EPS 分别为 1.02 元、1.27 元和 1.60 元，对应当前股价的 PE 分别为 36.40、29.24 和 23.16，鉴于公司当前估值较高，我们给予“增持”评级。6 个月目标价 44.45 元。

■ **风险和不确定性。**

原材料价格继续上涨；

渠道拓展进展低于预期。

表 1：公司财务报表预测结果

利润表（百万元）

	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	**713**	**877**	**1096**	**1370**
营业成本	410	510	631	785
毛利	**302**	**366**	**465**	**585**
%营业收入	*42.4%*	*41.8%*	*42.4%*	*42.7%*
营业税金及附加	9	11	13	17
%营业收入	*1.2%*	*1.2%*	*1.2%*	*1.2%*
销售费用	132	149	186	233
%营业收入	*18.6%*	*17.0%*	*17.0%*	*17.0%*
管理费用	31	33	41	51
%营业收入	*4.3%*	*3.8%*	*3.8%*	*3.8%*
财务费用	-14	-2	-3	-3
%营业收入	*-2.0%*	*-0.2%*	*-0.2%*	*-0.2%*
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	**145**	**176**	**226**	**287**
%营业收入	*20.3%*	*20.1%*	*20.7%*	*21.0%*
营业外收支	5	10	5	5
利润总额	**149**	**186**	**231**	**292**
%营业收入	*20.9%*	*21.2%*	*21.1%*	*21.3%*
所得税费用	23	28	35	44
净利润	126	158	197	248
归属于母公司所有者的净利润	**126.5**	**157.9**	**196.6**	**248.3**
少数股东损益	0	0	0	0
EPS（元/股）	**0.82**	**1.02**	**1.27**	**1.60**

现金流量表（百万元）

	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流净额	**152**	**195**	**240**	**305**
取得投资收益收回现金	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-92	-79	-81	-84
其他	0	0	0	0
投资活动现金流净额	**-92**	**-79**	**-81**	**-84**
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0
筹资成本	54	2	3	3
其他	-109	0	0	0
筹资活动现金流净额	**-54**	**2**	**3**	**3**
现金净流量	**6**	**118**	**161**	**224**

资产负债表（百万元）

	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	498	616	777	1002
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	5	6	8	10
存货	113	141	174	217
预付账款	8	10	12	15
其他流动资产	4	4	5	6
流动资产合计	**630**	**778**	**978**	**1251**
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	470	452	423	385
无形资产	17	16	15	14
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	6	0	0	0
其他非流动资产	1	101	201	301
资产总计	**1123**	**1346**	**1617**	**1951**
短期贷款	0	0	0	0
应付款项	55	68	85	105
预收账款	54	70	88	110
应付职工薪酬	9	10	12	15
应交税费	9	12	14	18
其他流动负债	18	20	25	32
流动负债合计	**145**	**181**	**224**	**280**
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	26	56	86	116
负债合计	**171**	**236**	**310**	**396**
归属于母公司所有者权益	952	1110	1307	1555
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	**952**	**1110**	**1307**	**1555**
负债及股东权益	**1123**	**1346**	**1617**	**1951**

基本指标	2012A	2013E	2014E	2015E
EPS	0.816	1.019	1.269	1.602
BVPS	6.14	7.16	8.43	10.03
PE	45.46	36.40	29.24	23.16
PEG	1.80	1.44	1.16	0.92
PB	6.04	5.18	4.40	3.70
EV/EBITDA	32.52	18.94	14.88	11.67
ROE	13.3%	14.2%	15.0%	16.0%

资料来源：华安证券研究所

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

股票投资评级

1、买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
2、增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～20%之间；
3、持有：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～5%之间；
4、卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

1、强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
2、中　　性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间；
3、弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。