

调味品结构升级推升业绩

买入 维持

事件: 公司公布三季报, 实现营业收入 16.6 亿, YOY29.4%; 归母净利润 1.35 亿, YOY48.5%。并计划发行不超过发行前最近一期末净资产 40% 的公司债, 以补充营运资金、改善财务结构和支持调味品业务扩产。

对此, 我们点评如下:

- **3Q单季度收入增速15%, 低于市场预期:** 受12年3Q单季度收入增长 24.5%带来的高基数影响, 今年3Q收入5.51亿元, 同比增长15%, 同时3Q房地产业务无结算收入, 也影响公司单季度收入。预计调味品业务3Q同比增长17%, 低于市场预期, 但受益于消费升级, 厨邦等高附加值产品收入增速预计在20%以上。
- **产品结构升级推动3Q毛利率提高3.7个百分点, 单季度净利润增长57%:** 公司厨邦及其他高端产品整体收入占比提升, 产品结构升级带动3Q单季度毛利率提升3.7个百分点至33.4%。此外, 公司加大新品宣传与市场推广力度, 3Q销售费用率提升1个百分点, 同时管理费用率提升1.1个百分点, 综合影响下, 3Q净利率同比提升2.3个百分点至8.8%, 单季度净利润增长57.3%。
- **中高端产品定位符合消费升级趋势, 高端新品推广带动业绩提升:** 公司调味品定位中高端, 氨基酸含量高出国家一级标准 85%, 利用“晒足 180 天”等广告语进行差异化营销, 迎合行业消费升级趋势, 且渠道利润空间高于行业竞争对手, 有助于开拓省外潜力市场, 公司调味品销量将继续保持快速增长, 此外, 公司高端新品的不断推出也将有助于拉动公司业绩增长。公司阳西一期项目预计明年初完工, 届时将新增 6 万吨调味品产能, 为公司区域扩张提供产能支持。
- **盈利预测及投资建议:** 公司房地产业务扭亏为盈, 全年预计贡献净利润 3400 万, 在调味品行业消费升级的趋势下, 我们看好公司产品结构升级带来的盈利提升, 维持“买入”评级。预计 13-15 年收入分别为 23.1 亿元、28.7 亿元、35.7 亿元, 同比增长 31.6%、24.3%和 24.4%, 归母净利润分别为 1.9 亿元、2.75 亿元、3.69 亿元, 同比增长 53.6%、42.2%和 34.5%; 对应 EPS 分别为 0.24 元、0.345 元和 0.46 元。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	1,735	1,754	2,309	2,869	3,569
增长率(%)	35.8%	1.1%	31.6%	24.3%	24.4%
归母净利润(百万)	130	126	193	275	369
增长率(%)	32.8%	-3.7%	53.6%	42.2%	34.5%
每股收益	0.164	0.158	0.242	0.345	0.464
市盈率	25	66	43	30	23

食品饮料行业

分析师:

苏青青 (S1180512060001)

电话: 021-51782237

Email: suqingqing@hysec.com

研究助理:

刘洋

电话: 021-51782230

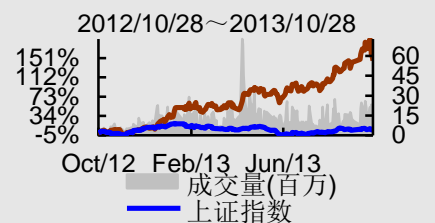
Email: liuyang1@hysec.com

陈嵩昆

电话: 021-51782231

Email: chensongkun@hysec.com

市场表现



相关研究

《五粮液: 3Q 开始控量去库存, 底部仍需等待》

2013/10/27

《青青稞酒: 甘肃超预期, 明年西藏贡献利润》

2013/10/27

《贝因美: 降价影响短期收入, 看好行业整合》

2013/10/27

《顺鑫农业: 白酒逆势增长, 业绩弹性释放》

2013/10/25

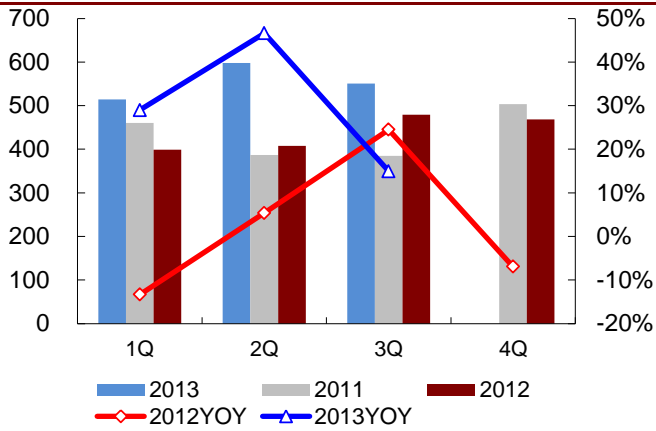
主要财务指标和经营情况

图表 1: 有关利润表各项目同比及环比变化对比点评

	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	同比 变化	环比 变化	点评
营业收入(百万元)	479	469	514	598	551	15%	-8%	去年高基数, 房地产 3Q 未 结算收入
-营业成本	70%	77%	72%	69%	6 %	-3.7	-2.7	
=毛利	30%	23%	28%	31%	33%	3.7	2.7	产品结构升级, 高端占比提 升
-营业税金及附加	1%	1%	1%	2%	1%	-0.6	-1.3	
-销售费用	9%	6%	8%	9%	10%	1.0	1.1	加大新品宣传与市场推广 力度
-管理费用	10%	10%	9%	8%	11%	1.1	2.9	
-财务费用	2%	3%	1%	1%	1%	-0.8	-0.1	
-资产减值损失	0.4%	1.4%	0.0%	0.2%	0.0%	-0.4	-0.2	
+公允价值变动损 益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
+投资收益	0.9%	1.2%	0.5%	0.4%	0.5%	-0.4	0.2	
+营业外收支	-0.2%	6.4%	0.0%	0.0%	-0.6%	-0.4	-0.6	捐赠支出增加
=利润总额	7.7%	8.2%	8.8%	10.2 %	10.1 %	2.5	-0.1	毛利率提升
-所得税费用	1.2%	1.4%	1.4%	1.8%	1.4%	0.2	-0.4	
-少数股东损益	0.1%	-0.6%	-0.1%	0.4	0.0%	-0.1	-0.4	
=归属于母公司所 有者净利润	6.4%	7.4%	7.5%	8.0%	8.8%	2.4	0.8	主要受益于毛利率提升

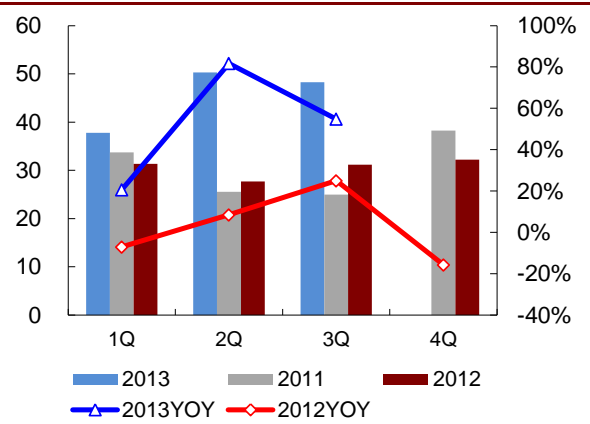
资料来源: 宏源证券研究所

图表 2: 分季度收入及同比变化图 (百万元)



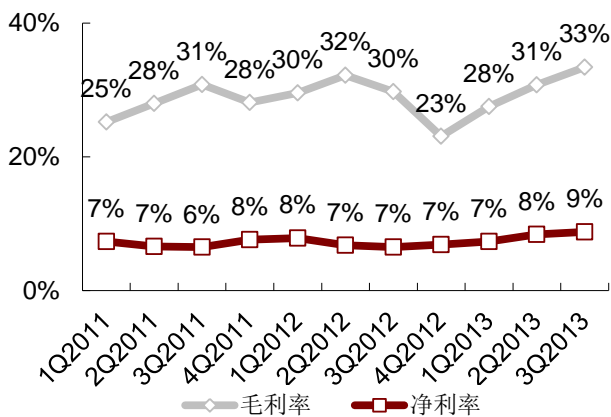
资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图表 3: 分季度净利润及同比变化图 (百万元)



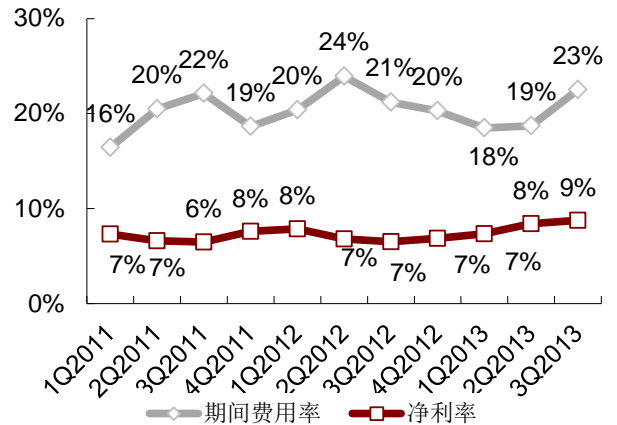
资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图表 4: 分季度毛利率与净利率关系图



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图表 5: 分季度期间费用率与净利率关系图



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 6: 分产品收入预测

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
调味品						
销售收入 (百万元)	1041.88	1288.97	1611.62	2015	2518	3148
YoY	#DIV/0!	23.7%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
销售成本 (百万元)	780.75	927.36	1150.53	1426	1758	2172
毛利 (百万元)	261.13	361.61	461.10	588	760	976
毛利率	25.1%	28.1%	28.6%	29.2%	30.2%	31.0%
房地产及服务						
销售收入 (百万元)	164.56	221.90	84.12	210.00	252.00	302.40
YoY	#DIV/0!	34.8%	-62.1%	149.6%	20.0%	20.0%
销售成本 (百万元)	61.97	151.70	55.75	144.90	168.84	196.56
毛利 (百万元)	102.60	70.21	28.38	65.10	83.16	105.84
毛利率	62.3%	31.6%	33.7%	31.0%	33.0%	35.0%
皮带轮及汽车、摩托车配件						
销售收入 (百万元)	41.24	49.72	48.43	82.34	98.80	118.56
YoY	#DIV/0!	20.6%	-2.6%	70.0%	20.0%	20.0%
销售成本 (百万元)	35.06	42.95	38.10	65.87	77.07	90.11
毛利 (百万元)	6.19	6.78	10.34	16.47	21.74	28.46
毛利率	15.0%	13.6%	21.3%	20.0%	22.0%	24.0%
电池销售						
销售收入 (百万元)	14.82	6.46	0.50	1.75	0.00	0.00
YoY	#DIV/0!	-56.4%	-92.3%	250.0%	0.0%	0.0%
销售成本 (百万元)	14.41	5.62	0.50	1.76	0.00	0.00
毛利 (百万元)	0.41	0.84	0.00	-0.01	0.00	0.00
毛利率	2.8%	13.0%	-0.5%	-0.5%	0.0%	0.0%
主营业务收入	1262	1567	1745	2309	2869	3569
其他业务收入	15.42	168.34	9.66	0.00	0.00	0.00
业务总收入	1278	1735	1754	2309	2869	3569
YoY	#DIV/0!	35.8%	1.1%	31.6%	24.3%	24.4%
主营业务成本	892.18	1127.62	1244.87	1639	2004	2459
其他业务成本	13.65	123.36	9.49	0	0	1
业务总成本	906	1251	1254	1639	2004	2460
毛利率	29.1%	27.9%	28.5%	29.0%	30.2%	31.1%

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 7: 三张财务报表分析摘要

财务报表预测 (单位: 百万元)									
利润表	2012	2013E	2014E	2015E	资产负债表	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,754	2,309	2,869	3,569	货币资金	355	400	500	600
YOY	1%	32%	24%	24%	应收和预付款项	132	183	217	258
营业成本	1,254	1,639	2,004	2,460	存货	1246	1347	1372	1482
毛利	500	670	865	1109	其他流动资产	302	1	1	1
% 营业收入	28%	29%	30%	31%	长期股权投资	93	93	93	93
营业税金及附加	18	24	30	38	投资性房地产	520	520	520	520
% 营业收入	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	固定资产和在建工程	727	1327	1927	2527
销售费用	160	212	264	328	无形资产和开发支出	90	93	96	98
% 营业收入	9.1%	9.2%	9.2%	9.2%	其他非流动资产	0	1	1	1
管理费用	175	219	267	325	资产总计	3575	3899	4557	5277
% 营业收入	10.0%	9.5%	9.3%	9.1%	短期借款	10	518	763	951
财务费用	41	10	33	45	应付和预收款项	705	842	981	1143
% 营业收入	2.3%	0.4%	1.1%	1.3%	长期借款	75	75	75	75
资产减值损失	8	0	1	0	其他负债	465	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	1306	1435	1818	2169
投资收益	20	10	25	25	股本	797	797	797	797
营业利润	118	214	296	398	资本公积	285	285	285	285
% 营业收入	6.7%	9.3%	10.3%	11.2%	留存收益	867	1061	1335	1704
营业外收支	28	15	30	40	归属母公司股东权益	1948	2142	2417	2786
利润总额	145	229	326	438	少数股东权益	242	242	242	242
% 营业收入	8.3%	9.9%	11.4%	12.3%	股东权益合计	2190	2384	2659	3028
所得税费用	23	36	51	69	负债和股东权益合计	3495	3819	4477	5197
净利润	122	193	275	369					
归属于母公司所有者的净利润	126	193	275	369	财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
少数股东损益	-3	0	0	0	毛利率	28%	29%	30%	31%
					三费/销售收入	21%	19%	20%	20%
					EBIT/销售收入	8%	9%	11%	12%
					EBITDA/销售收入	15%	13%	15%	16%
					销售净利率	7%	8%	10%	10%
					ROE	6%	9%	11%	13%
					ROA	4%	5%	6%	7%
					ROIC	5%	6%	7%	9%
					销售收入增长率	1%	32%	24%	24%
					EBIT 增长率	-7%	45%	42%	37%
					EBITDA 增长率	20%	14%	41%	35%
					净利润增长率	0%	58%	42%	35%
					总资产增长率	11%	9%	17%	16%
					股东权益增长率	85%	-50%	276%	13%
					经营现金净流增长率	85%	-50%	276%	13%
					流动比率	1.7	1.4	1.2	1.1
					速动比率	0.7	0.4	0.4	0.4
					应收账款周转天数	21.6	10.0	9.0	8.0

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

作者简介:

苏青青: 宏源证券研究所食品饮料行业首席分析师, 上海交通大学材料学硕士, 曾任职于国金证券, 2010年新财富团队成员, 2011年加盟宏源证券研究所, 2012年获新财富最佳分析师第四名, 水晶球公募类第五、非公募第三名。

主要研究覆盖公司: 汤臣倍健、酒鬼酒、五粮液、古越龙山、山西汾酒、青青稞酒、贵州茅台、伊利股份等。

机构销售团队

机构销售团队					
公 募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
机 构	上海保险/私募	周迪	0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com
		赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	北京保险/私募	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
		王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
		朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com
银行/信托					

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。