

涪陵榨菜 (002507.SZ)

成本上涨导致 4 季度业绩低于预期

 评级: **增持**

 前次: **增持**

目标价(元):

27.23-30.52

联系人

分析师

黄文婧 021-20315138

谢刚 S0740510120005

huangwj@r.qlzq.com.cn

王颖华 S0740513120001

魏晓康

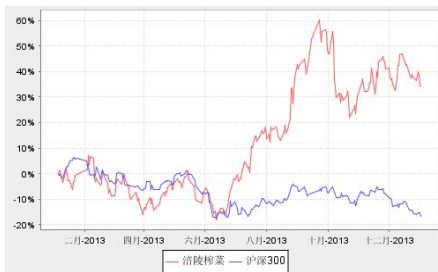
食品饮料行业小组

2014 年 1 月 19 日

基本状况

总股本(百万股)	155.00
流通股本(百万股)	60.10
市价(元)	35.15
市值(百万元)	5448.25
流通市值(百万元)	2112.52

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	833.91	1,044.0	1,240.2
营业收入增速	29.29%	1.14%	17.01%	25.20%	18.80%
净利润增长率	58.59%	43.04%	10.91%	20.53%	17.30%
摊薄每股收益(元)	0.57	0.82	0.90	1.09	1.28
前次预测每股收益(元)			1.01	1.25	1.56
市场预测每股收益(元)			1.04	1.31	1.64
偏差率(本次-市场/市场)			-12.99%	-16.74%	-21.99%
市盈率(倍)	25.93	28.95	41.77	34.66	29.55
PEG	0.44	0.67	3.83	1.69	1.71
每股净资产(元)	5.68	6.14	6.70	7.44	8.37
每股现金流量	0.76	0.98	0.92	1.33	1.54
净资产收益率	10.05%	13.28%	13.51%	14.66%	15.29%
市净率	2.61	3.84	5.64	5.08	4.52
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 2013 年业绩修正公告, 2013 年的业绩预告从 15%-35% 下调至 5%-15%, 预计 2013 年实现净利润 1.32 亿元-1.45 亿元, 对应 2013 年 EPS0.85-0.93 元; 4 季度单季实现 400 万-1700 万净利。
- 业绩下调的主要原因是成本上涨带来的盈利压力, 2013 年下半年原材料的价格从年初的 1200-1400 元/吨上涨到年底的 1500-1700 元/吨, 同比上涨超过 20%。由于原材料占成本比重的 40% 左右, 我们测算 4 季度单季的综合毛利率水平在 36% 左右, 相比 2012 年 4 季度的毛利率 43% 以及 2013 年 3 季度的毛利率 42.4% 均有较大幅度的下滑, 预计 2013 年全年的综合毛利率约 39.6%。
- 根据公司业绩预告披露的业绩范围, 及我们的测算假定(4 季度单季的销售费用及管理费用同比增长 15%, 单季度财务费用-300 万), 那么测算的 4 季度的销售收入的增速应该不达 20%, 低于我们之前的预期。我们认为这主要基于冬季的销售淡季所致。另外, 渠道调研的情况显示公司计划于 2014 年力推其他佐餐开胃菜品类, 我们预计该品类在借助公司目前渠道下 2014 年能做到近亿的规模, 从而保证收入增速在 20% 以上。
- 我们下调涪陵榨菜的盈利预期: 预计 2013-2015 年实现收入 8.34 亿、10.44 亿、12.40 亿; 实现净利润 1.40 亿、1.69 亿、1.98 亿; EPS 为 0.905、1.091、1.279 元, 同比增长 10.9%、20.5 和 17.3%。由于公司业绩下调导致短期内存在下跌风险, 我们认为公司质地依然优良, 但短期内估值过高, 在业绩风险释放完毕、估值合理时可以积极介入。我们按照 2014 年 25-28 倍 PE 给予 27.23-30.52 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: 涪陵榨菜分业务收入预测
产品销售收入

单位: 人民币百万元

项 目	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
榨菜						
销售收入	527.40	704.66	683.81	813.91	948.04	1,104.28
增长率 (YOY)	25.34%	33.61%	-2.96%	19.03%	16.48%	16.48%
毛利率	32.94%	37.18%	42.96%	40.13%	39.55%	38.74%
销售成本	353.67	442.67	390.04	487.25	573.10	676.44
增长率 (YOY)	37.43%	25.16%	-11.89%	24.92%	17.62%	18.03%
毛利	173.73	261.99	293.77	326.66	374.94	427.84
增长率 (YOY)	6.30%	50.81%	12.13%	11.19%	14.78%	14.11%
占总销售额比重	96.76%	97.47%	95.92%	97.60%	90.80%	89.03%
占主营业务利润比重	98.41%	99.24%	97.39%	98.85%	90.80%	88.43%
其他佐餐料						
销售收入	3.10	3.39	13.12	4.00	80.00	120.00
增长率 (YOY)	-66.17%	9.23%	286.88%	-69.51%	1900.00%	50.00%
毛利率	40.93%	46.65%	45.00%	45.00%	45.00%	45.00%
销售成本	1.83	1.81	7.22	2.20	44.00	66.00
增长率 (YOY)	-69.76%	-1.35%	298.84%	-69.51%	1900.00%	50.00%
毛利	1.27	1.58	5.90	1.80	36.00	54.00
增长率 (YOY)	-59.18%	24.49%	273.20%	-69.51%	1900.00%	50.00%
占总销售额比重	0.57%	0.47%	1.84%	0.48%	7.66%	9.68%
占主营业务利润比重	0.72%	0.60%	1.96%	0.54%	8.72%	11.16%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 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	834	1,044	1,240
增长率	23.29%	29.3%	1.1%	17.0%	25.2%	18.8%
营业成本	-369	-448	-410	-503	-631	-756
%销售收入	67.6%	63.6%	57.6%	60.4%	60.4%	61.0%
毛利	176	257	302	330	413	484
%销售收入	32.4%	36.4%	42.4%	39.6%	39.6%	39.0%
营业税金及附加	-4	-6	-9	-8	-11	-13
%销售收入	0.8%	0.9%	1.2%	1.0%	1.0%	1.1%
营业费用	-78	-133	-132	-150	-189	-218
%销售收入	14.3%	18.8%	18.6%	17.9%	18.1%	17.6%
管理费用	-24	-26	-31	-33	-38	-44
%销售收入	4.5%	3.8%	4.3%	4.0%	3.6%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	70	91	131	140	175	209
%销售收入	12.8%	13.0%	18.3%	16.8%	16.8%	16.9%
财务费用	-5	11	14	13	13	13
%销售收入	1.0%	-1.5%	-2.0%	-1.6%	-1.2%	-1.1%
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	153	188	222
营业利润率	11.8%	14.5%	20.3%	18.3%	18.0%	17.9%
营业外收支	2	2	5	12	11	11
税前利润	66	105	149	165	199	233
利润率	12.2%	14.8%	20.9%	19.8%	19.0%	18.8%
所得税	-11	-16	-23	-25	-30	-35
所得税率	16.0%	15.4%	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	56	88	126	140	169	198
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	140.25	169	198
净利率	10.2%	12.5%	17.7%	16.8%	16.2%	16.0%
				10.91%	20.53%	17.30%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	56	88	126	140	169	198
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	-5	0	-12	-11	-11
营运资金变动	28	9	-6	-27	-3	-4
经营活动现金净流	114	118	152	143	207	239
资本开支	47	106	92	187	39	39
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	-187	-39	-39
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	-45	114	146
资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	539	492	498	453	566	712
应收款项	11	21	7	26	32	38
存货	101	129	113	152	190	228
其他流动资产	13	6	12	14	16	19
流动资产	664	647	630	644	805	997
%总资产	67.2%	60.1%	56.1%	49.7%	55.4%	60.8%
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%	48.5%	43.1%	37.9%
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%	50.3%	44.6%	39.2%
资产总计	988	1,076	1,123	1,295	1,454	1,641
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	120	155	127	163	204	243
其他流动负债	3	15	18	68	72	76
流动负债	123	170	145	231	276	318
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	257	301	344
普通股股东权益	838	880	952	1,038	1,153	1,297
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	1,295	1,454	1,641
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	0.905	1.091	1.279
每股净资产 (元)	5.407	5.677	6.143	6.698	7.439	8.368
每股经营现金净流 (元)	0.735	0.763	0.983	0.921	1.334	1.543
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%	13.51%	14.66%	15.29%
总资产收益率	5.64%	8.22%	11.26%	10.83%	11.62%	12.08%
投入资本收益率	19.58%	19.92%	24.37%	20.30%	25.39%	30.38%
增长率						
营业总收入增长率	23.29%	29.29%	1.14%	17.01%	25.20%	18.80%
EBIT增长率	24.56%	30.88%	42.87%	7.04%	25.34%	19.29%
净利润增长率	34.15%	58.59%	43.04%	10.91%	20.53%	17.30%
总资产增长率	104.04%	8.96%	4.36%	15.32%	12.31%	12.83%
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	216.8	200.7	168.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-64.26%	-55.89%	-52.26%	-43.62%	-49.13%	-54.92%
EBIT利息保障倍数	13.0	-8.6	-9.3	-10.6	-13.8	-15.7
资产负债率	15.14%	18.22%	15.21%	19.83%	20.73%	20.96%

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。