

# 产能释放和区域扩张推动未来成长

## 买入 维持

### 事件:

公司发布13年年报,实现收入23.2亿, YoY32.1%; 归母净利润2.1亿, YoY69.3%, EPS0.27元, 符合前期业绩预告。每10股派0.81元(含税)。

对此,我们点评如下:

- **调味品稳步增长,地产集中结算致4Q单季度收入增长40%:** 受益于调味品行业消费升级以及美味鲜公司加强产品营销推广,公司调味品全年实现收入19.8亿 YOY22.8%, 继续保持稳步增长。公司房地产业务全年收入1.68亿, 预计4Q结算8000万, 从而带动4Q单季度收入增长40%。分区域来看, 南部地区仍是收入的主要来源, 去年全年贡献收入12.1亿, 占比52%;
- **调味品结构升级+高利润率房地产贡献业绩, 4Q净利率提升至11.9%:** 受益于大众消费升级, 公司调味品产品结构提升显著, 且通过扩大产能和实施精益管理, 公司生产效率有所提升, H2调味品毛利率达32.6%, 同比提升6.3个百分点。4Q公司毛利率提升9.9个百分点至33%, 此外, 公司房地产业务全年实现净利润2776万, 净利率达16.5%以上, 高于公司总体水平, 且预计在4Q确认一半左右盈利。综合影响下, 4Q单季度净利率提升4.5个百分点至11.9%, 4Q净利润增长124%至0.78亿;
- **产品结构升级+区域扩张+产能释放, 公司业绩有望继续保持较快增长:** (1) 公司产品定位于中高端, 性价比高, 符合调味品大众消费升级的趋势, 公司超高端酱油纯酿系列今年将逐步投放市场, 预计毛利率达50%以上, 公司产品结构有望进一步升级; (2) 经销商利润空间高于主要竞争对手, 有助于销售区域逐步从东南沿海向中部和北部市场快速扩张; (3) 此外, 阳西生产基地一期工程6万吨产能有望在下半年投产, 将有效缓解产能瓶颈, 为公司区域扩张提供保障;
- **盈利预测及投资建议:** 公司业绩有望继续保持快速增长, 维持“买入”评级。预计14-16年收入分别为27.9亿、33.9亿和40.9亿, YOY20%、21%和21%; 归母净利润分别为2.8亿、3.5亿与4.6亿, YOY30%、25%和34%; EPS分别为0.35元、0.43元和0.58元。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	1,754	2,318	2,789	3,387	4,089
增长率(%)	1.1%	80.3%	20.3%	21.4%	20.7%
归母净利润(百万)	126	213	276	346	464
增长率(%)	-3.7%	69.3%	29.7%	25.3%	34.1%
每股收益	0.158	0.267	0.347	0.434	0.582
市盈率	29	43	29	23	17

### 食品饮料行业

#### 分析师:

陈嵩昆(S1180513080001)

电话: 021-65051182

Email: chensongkun@hysec.com

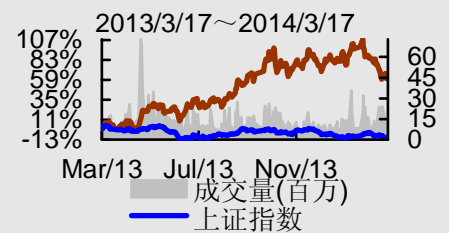
#### 研究助理:

刘洋

电话: 021-65051175

Email: liuyang1@hysec.com

### 市场表现



### 相关研究

《克明面业: 渠道深耕下沉, 市场份额将继续提升》

2014/3/12

《古越龙山: 关注营销拓展, 期待制度红利释放》

2014/3/10

《五粮液: 4Q收入超预期, 业绩今年3Q有望见底》

2014/3/10

《三全食品: 3年收入目标翻番, 战略清晰可执行》

2014/3/4

《好想你: 转型休闲零食, 上海进展超预期》

2014/3/4

《三全食品: 收入超预期, 升级+下沉驱动增长》

2014/2/28

《好想你: 转型阵痛期, 看好长期成长》

2014/2/28

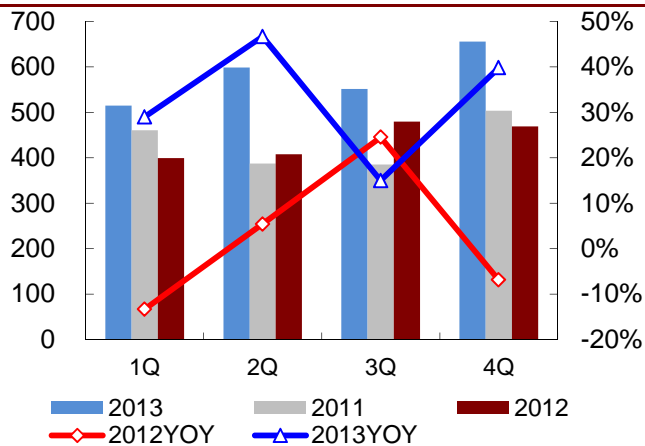
## 主要财务指标和经营情况

图 1: 有关利润表各项目同比及环比变化对比点评

	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	同比 变化	环比 变化	点评
营业收入(百万元)	469	514	598	551	655	40%	19%	调味品收入快速增长,下半年房地产集中在 4Q 结算,收入预计约 8000 万
-营业成本	77%	72%	69%	67%	67%	-9.9	0.5	
=毛利	23%	28%	31%	33%	33%	9.9	-0.5	调味品产品结构升级+高利润率的房地产结算
-营业税金及附加	1%	1%	2%	1%	3%	1.9	2.1	确认房地产收入,相应确认营业税、土地增值税等营业税金及附加
-销售费用	6%	8%	9%	10%	5%	-1.3	-5.1	收入快速增长摊薄
-管理费用	10%	9%	8%	11%	11%	0.2	-0.5	
-财务费用	3%	1%	1%	1%	2%	-1.8	0.4	
-资产减值损失	1.4%	0.0%	0.2%	0.0%	-0.1%	-1.5	-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	1.2%	0.5%	0.4%	0.5%	0.7%	-0.6	0.1	
+营业外收支	6.4%	0.0%	0.0%	-0.6%	1.7%	-4.7	2.3	合同违约赔偿收入减少
=利润总额	8.2%	8.8%	10.2%	10.1%	15.3%	7.1	5.2	
-所得税费用	1.4%	1.4%	1.8%	1.4%	2.5%	1.1	1.1	
-少数股东损益	-0.6%	-0.1%	0.4%	0.0%	0.9%	1.5	1.0	
=归属于母公司所有者净利润	7.4%	7.5%	8.0%	8.8%	11.9%	4.5	3.1	主要是毛利率提升所致

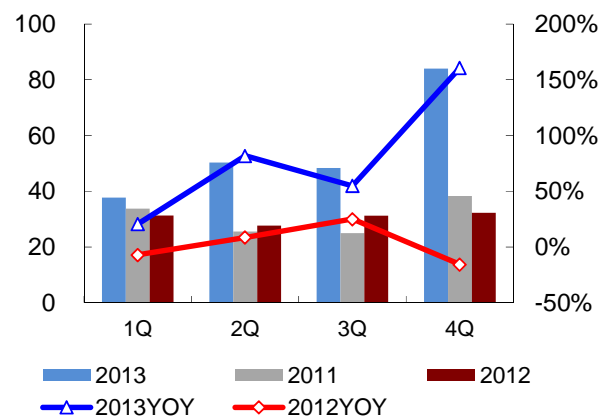
资料来源: 宏源证券研究所

图 2: 分季度收入及同比变化图 (百万元)



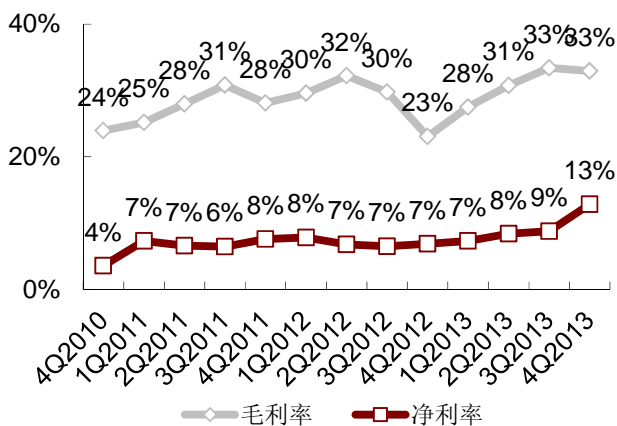
资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 3: 分季度净利润及同比变化图 (百万元)



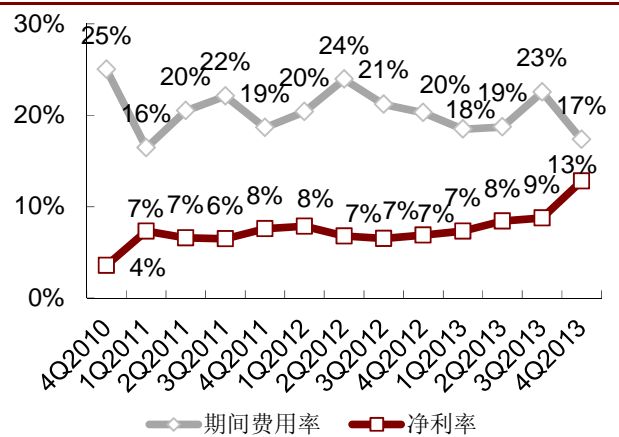
资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 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 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: 三张财务报表分析摘要**
**财务报表预测 (单位: 百万元)**

利润表					资产负债表				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,318	2,789	3,387	4,089	货币资金	355	600	700	800
YOY	80%	20%	21%	21%	应收和预付款项	348	354	418	491
营业成本	1,593	1,910	2,301	2,758	存货	1208	1256	1324	1436
毛利	725	879	1086	1331	其他流动资产	59	1	1	1
% 营业收入	31%	32%	32%	33%	长期股权投资	114	114	114	114
营业税金及附加	38	45	55	43	投资性房地产	494	494	494	494
% 营业收入	1.6%	1.6%	1.6%	1.0%	固定资产和在建工程	988	1208	1348	1488
销售费用	185	237	288	348	无形资产和开发支出	106	110	114	117
% 营业收入	8.0%	8.5%	8.5%	8.5%	其他非流动资产	0	1	1	1
管理费用	225	268	322	388	资产总计	3696	4076	4371	4710
% 营业收入	9.7%	9.6%	9.5%	9.5%	短期借款	164	591	439	170
财务费用	34	15	20	5	应付和预收款项	634	703	804	944
% 营业收入	1.5%	0.5%	0.6%	0.1%	长期借款	120	120	120	124
资产减值损失	1	1	0	0	其他负债	316	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	1311	1413	1363	1237
投资收益	12	10	8	5	股本	797	797	797	797
营业利润	254	324	409	553	资本公积	297	297	297	297
% 营业收入	11.0%	11.6%	12.1%	13.5%	留存收益	1040	1317	1663	2127
营业外收支	8	5	3	0	归属母公司股东权益	2133	2410	2756	3221
利润总额	262	329	412	553	少数股东权益	252	252	252	252
% 营业收入	11.3%	11.8%	12.2%	13.5%	股东权益合计	2385	2662	3008	3473
所得税费用	42	53	66	89	负债和股东权益合计	3696	4076	4371	4710
净利润	220	276	346	464					
归属于母公司所有者的净利润	213	276	346	464					
少数股东损益	8	0	0	0					
现金流量表					财务指标				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流净额	282	427	428	429	毛利率	31%	32%	32%	33%
取得投资收益收回现金	0	10	8	5	三费/销售收入	19%	19%	19%	18%
长期股权投资	0	0	0	0	EBIT/销售收入	12%	12%	12%	14%
无形资产投资	-386	-223	-148	-150	EBITDA/销售收入	18%	15%	15%	16%
固定资产投资	0	-100	-80	-80	销售净利率	10%	10%	10%	11%
其他	0	4	0	0	ROE	10%	11%	13%	14%
投资活动现金流净额	2539	-214	-140	-145	ROA	6%	7%	8%	10%
债券融资	76	-89	0	4	ROIC	8%	8%	10%	12%
股权融资	0	0	0	0	销售收入增长率	80%	20%	21%	21%
银行贷款增加(减少)	0	427	-152	-265	EBIT 增长率	127%	19%	28%	31%
筹资成本	34	15	20	5	EBITDA 增长率	118%	-3%	25%	27%
其他	0	1	0	0	净利润增长率	144%	25%	25%	34%
筹资活动现金流净额	2	312	-186	-285	总资产增长率	3%	10%	7%	8%
现金净流量	2676	245	100	100	股东权益增长率	-44%	8%	191%	24%
					经营现金净流增长率	-44%	8%	191%	24%
					流动比率	1.7	1.7	2.0	2.5
					速动比率	0.6	0.7	0.9	1.2
					应收账款周转天数	5.7	7.0	6.0	5.0

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

**作者简介:**

**陈嵩昆:** 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海交通大学管理科学与工程硕士, 曾任职于国金证券, 2012 年加盟宏源证券研究所, 2012 年新财富团队成员, 水晶球团队成员。

**刘洋:** 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海社会科学院财政学硕士, 2 年银行工作经验, 2012 年加盟宏源证券研究所, 2012 年新财富团队成员, 水晶球团队成员。

**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	李冠英		13918666009	liguanying@hysec.com
		奚 曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	广深片区	吴 蓓		18621102931	wubei@hysec.com
		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
李 岚			021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
王燕妮			010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
北京保险/私募	张 瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com	

**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。