

涪陵榨菜 (002507.SZ)

新品推出及渠道下沉带来进一步增长潜力

 评级: **增持** 前次: **增持**

 目标价(元): **32.88-35.6**

联系人

分析师

黄文婧 021-20315138

王颖华 S0740513120001

huangwj@r.qlzq.com.cn

食品饮料行业小组

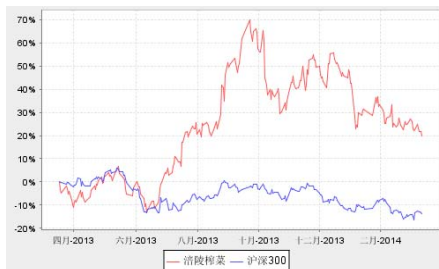
魏晓康

2014年3月31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)	29.61
市值(百万元)	4589.55
流通市值(百万元)	1779.56

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	712.66	846.22	1,054.1	1,287.3	1,568.7
营业收入增速	1.14%	18.74%	24.57%	22.12%	21.86%
净利润增长率	43.04%	11.22%	23.60%	22.59%	21.06%
摊薄每股收益(元)	0.82	0.91	1.12	1.37	1.66
前次预测每股收益(元)			1.09	1.28	
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	28.95	41.66	26.40	21.54	17.79
PEG	0.67	3.71	1.12	0.95	0.84
每股净资产(元)	6.14	6.70	7.62	8.80	10.26
每股现金流量	0.98	1.29	1.07	1.66	1.97
净资产收益率	13.28%	13.54%	14.71%	15.63%	16.22%
市净率	3.84	5.64	3.88	3.37	2.89
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 年年报, 实现销售收入 8.46 亿元, 同比增长 18.74%; 实现营业利润 1.54 亿元, 同比增长 6.58%; 实现归属母公司净利润 1.40 亿元, 同比增长 11.22%, 实现 EPS=0.91 元。
- 其中, 榨菜实现销售收入 8.31 亿元, 同比增长 22.5%, 其中提价因素 3%, 销量增长 18.9%; 其他佐餐开胃长实现销售收入 13.53 亿元, 同比增长 3.1%。其他业务收入由 2012 年的 2023 万降至 77 万元, 主要是。公司综合毛利率从 41.12% 下降到 39.62%, 其中由于原材料价格上涨导致榨菜的毛利率从 43.57% 下降 3.97 个百分点到 39.6%。销售费用率为 18.08%, 同比下降 0.48 个百分点。营业利润增速远低于销售收入增速主要原因在于原材料成本上涨导致的毛利率下降。
- 公司 4 季度单季的销售收入 1.76 亿元, 同比 21.21%, 在 2012 年 4 季度收入下滑 18% 的基础上, 这一增速明显低于市场预期, 同时 4 季度单季的毛利率大幅下滑到 34%, 同比、环比都下滑 8 个百分点以上, 使得当季净利润同比下滑 43%。目前来看原材料价格已经逐步稳定, 我们预计 1 季度毛利率水平环比 4 季度应当有所提升。
- 分地区来看: 传统优势地区华南地区上下半年的增速基本维持在 20% 左右; 华北地区、中原地区、西南地区 2013 年销售增速分别达 38.3%、27.5%、21.8%, 下半年的增速明显高于上半年, 显示出 2013 年渠道下沉在这些地区效果较为显著; 东北地区虽然在 2012 年低基数的基础上收入增长 22.8% (恢复到 2011 年的收入规模), 但是毛利率大幅下滑 10 个点以上, 由于当地为公司产品销售非强势地区, 为进一步夯实品牌基础, 强占竞争对手市场, 公司价格调整策略时, 价格调整幅度小于其他大区。
- 费用投入方面: 2013 年公司明显在市场拓展上加大了费用投入力度, 在整个销售费用结构中将更多资源

投入到地面推广，其中市场推广费从 1800 万上升到 2400 万，同比增 33%，连续两年复合增速在 35% 以上；销售工作费也增长 22% 至 1888 万元；而广告费用方面则下滑了 13% 至 3738 万元，我们认为这是基于整个广告行业投放费用的降低，2013 年由于换装国粹版公司通过央视、网络等方式进行了大规模宣传，宣传依然非常强势，因此目前的广告投入是可以保证公司的强势品牌形象的。

- 2014 年随着新品类的推出（萝卜干、海带丝、下饭菜等）以及空白县市场的进一步下沉，我们预计公司将维持 20% 以上的收入增速。我们预计公司 2014 年-2016 年实现销售收入 10.5 亿、12.8 亿、15.6 亿，同比增长 24.6%、22.1%、21.9%；实现净利润 1.73 亿、2.12 亿、2.58 亿，同比增 23.6%、22.5% 和 21.1%；实现 EPS1.12、1.37、1.66 元。对应 2015 年 24-26 倍 PE，给予目标区间 32.88-35.6 元，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：各大区销售收入增速

各大区收入增速	2013 年报收入 (万元)	2012 中报	2012 年报	2013 中报	2013 年报	近两年复合增速
华南销售大区	26202.62	10.2%	4.7%	18.9%	20.8%	12.5%
华北销售大区	10307.61	3.9%	-14.2%	13.3%	38.3%	8.9%
华中销售大区	9165.33	8.8%	7.8%	21.6%	26.7%	16.9%
西北销售大区	9130.85	12.1%	4.5%	8.5%	12.0%	8.2%
中原销售大区	8808.68	12.0%	6.4%	18.6%	27.5%	16.5%
西南销售大区	8237.06	16.0%	-3.9%	10.5%	21.8%	8.2%
华东销售大区	7401.93	11.1%	1.4%	14.8%	15.8%	8.4%
东北销售大区	4715.97	1.3%	-19.2%	13.1%	22.8%	-0.4%
出口	574.51	50.7%	44.8%	-56.2%	-29.6%	1.0%

来源：齐鲁证券研究所

图表 2：涪陵榨菜分业务收入预测

单位：人民币百万元

项 目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
榨菜					
平均售价 (元/吨)	7,724.01	7,955.61	8,353.39	8,771.06	9,209.61
增长率 (YOY)	9.79%	3.00%	5.00%	5.00%	5.00%
销售数量 (吨)	87,818.38	104,448.36	120,115.61	138,132.96	158,852.90
增长率 (YOY)	-9.98%	18.94%	15.00%	15.00%	15.00%
销售收入	678.31	830.95	1,003.37	1,211.57	1,462.97
增长率 (YOY)	-1.18%	22.50%	20.75%	20.75%	20.75%
毛利率	43.57%	39.60%	39.18%	38.52%	38.26%
销售成本	382.77	501.89	610.21	744.90	903.30
增长率 (YOY)	-11.23%	31.12%	21.58%	22.07%	21.26%
毛利	295.54	329.06	393.16	466.67	559.67
增长率 (YOY)	15.81%	11.34%	19.48%	18.70%	19.93%
占总销售额比重	95.21%	98.22%	95.19%	94.12%	93.26%
占主营业务利润比重	97.26%	98.11%	94.54%	93.22%	92.19%
其他佐餐料					
销售收入	13.12	13.53	50.00	75.00	105.00
增长率 (YOY)	286.88%	3.13%	269.55%	50.00%	40.00%
毛利率	46.48%	44.88%	45.00%	45.00%	45.00%
销售成本	7.02	7.46	27.50	41.25	57.75
增长率 (YOY)	288.11%	6.21%	268.74%	50.00%	40.00%
毛利	6.10	6.07	22.50	33.75	47.25
增长率 (YOY)	285.47%	-0.42%	270.54%	50.00%	40.00%
占总销售额比重	1.84%	1.60%	4.74%	5.83%	6.69%
占主营业务利润比重	2.01%	1.81%	5.41%	6.74%	7.78%
销售收入小计	712.40	845.98	1054.12	1287.32	1568.72
销售成本小计	408.55	510.60	638.27	786.71	961.61
毛利	303.85	335.38	415.85	500.61	607.11
平均毛利率	42.65%	39.64%	39.45%	38.89%	38.70%

来源：齐鲁证券研究所

图表 3: 涪陵榨菜财务报表

损益表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	705	713	846	1,054	1,287	1,569
增长率	29.29%	1.1%	18.7%	24.6%	22.1%	21.9%
营业成本	-448	-410	-511	-638	-787	-962
%销售收入	63.6%	57.6%	60.4%	60.6%	61.1%	61.3%
毛利	257	302	335	416	501	607
%销售收入	36.4%	42.4%	39.6%	39.4%	38.9%	38.7%
营业税金及附加	-6	-9	-10	-12	-15	-18
%销售收入	0.9%	1.2%	1.2%	1.1%	1.2%	1.2%
营业费用	-133	-132	-153	-180	-210	-256
%销售收入	18.8%	18.6%	18.1%	17.1%	16.3%	16.3%
管理费用	-26	-31	-33	-37	-43	-53
%销售收入	3.8%	4.3%	3.8%	3.5%	3.4%	3.4%
息税前利润 (EBIT)	91	131	139	187	232	280
%销售收入	13.0%	18.3%	16.5%	17.7%	18.0%	17.8%
财务费用	11	14	14	12	12	16
%销售收入	-1.5%	-2.0%	-1.7%	-1.1%	-0.9%	-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%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	102	145	154	199	244	296
营业利润率	14.5%	20.3%	18.2%	18.8%	18.9%	18.8%
营业外收支	2	5	11	6	7	8
税前利润	105	149	165	205	251	304
利润率	14.8%	20.9%	19.5%	19.4%	19.5%	19.3%
所得税	-16	-23	-24	-31	-38	-46
所得税率	15.4%	15.2%	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	88	126	141	174	213	258
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	88	126	141	173.84	213	258
净利率	12.5%	17.7%	16.6%	16.5%	16.6%	16.4%
				23.60%	22.59%	21.06%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	88	126	141	174	213	258
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	26	32	34	45	55	59
非经营收益	-5	0	-8	-6	-7	-8
营运资金变动	9	-6	34	-48	-5	-5
经营活动现金净流	118	152	200	166	257	305
资本开支	106	92	97	194	43	42
投资	-12	0	-35	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-118	-92	-132	-194	-43	-42
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-46	-54	-54	0	-31	-31
筹资活动现金净流	-46	-54	-54	0	-31	-31
现金净流量	-47	6	13	-28	183	232
资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	482	498	511	482	665	897
应收款项	21	7	15	33	40	49
存货	129	113	114	192	237	290
其他流动资产	6	12	64	55	58	62
流动资产	647	630	704	763	1,001	1,297
%总资产	60.1%	56.1%	54.2%	50.5%	57.4%	63.9%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	404	470	518	673	669	661
%总资产	37.6%	41.8%	39.9%	44.5%	38.4%	32.5%
无形资产	18	17	62	61	60	58
非流动资产	429	493	595	749	744	734
%总资产	39.9%	43.9%	45.8%	49.5%	42.6%	36.1%
资产总计	1,076	1,123	1,299	1,512	1,744	2,032
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	155	127	158	205	252	307
其他流动负债	15	18	26	49	53	58
流动负债	170	145	184	255	305	365
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	27	26	76	76	76	76
负债	196	171	260	330	381	441
普通股股东权益	880	952	1,039	1,181	1,364	1,591
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,076	1,123	1,299	1,512	1,744	2,032
比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益 (元)	0.570	0.816	0.907	1.122	1.375	1.664
每股净资产 (元)	5.677	6.143	6.701	7.622	8.797	10.262
每股经营现金净流 (元)	0.763	0.983	1.289	1.068	1.658	1.968
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.200	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	10.05%	13.28%	13.54%	14.71%	15.63%	16.22%
总资产收益率	8.22%	11.26%	10.83%	11.50%	12.22%	12.70%
投入资本收益率	19.92%	24.37%	22.55%	22.71%	28.24%	34.31%
增长率						
营业总收入增长率	29.29%	1.14%	18.74%	24.57%	22.12%	21.86%
EBIT 增长率	30.88%	42.87%	6.72%	34.03%	24.18%	20.66%
净利润增长率	58.59%	43.04%	11.22%	23.60%	22.59%	21.06%
总资产增长率	8.96%	4.36%	15.64%	16.41%	15.38%	16.48%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.2	1.0	1.8	1.0	1.0	1.0
存货周转天数	93.9	107.7	81.4	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	37.1	50.7	43.8	45.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	168.8	200.8	187.3	183.7	171.9	139.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-55.89%	-52.26%	-49.17%	-40.83%	-48.79%	-56.40%
EBIT 利息保障倍数	-8.6	-9.3	-9.7	-15.7	-19.7	-17.7
资产负债率	18.22%	15.21%	20.02%	21.85%	21.82%	21.71%

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。