



渠道下沉效果显著 多产品酱菜发展值得期待

2014年03月31日

强烈推荐/首次

涪陵榨菜

财报点评

——涪陵榨菜（002507）年度财报点评

姓名	分析师：焦凯	执业证书编号：S1480512090001
	Email: jiaokai@dxzq.net	TEL: 010-66554144
姓名	联系人：徐昊	
	Email: xuhao@dxzq.net	TEL: 010-66554017

事件：

涪陵榨菜发布 2013 年年报，公司报告期内实现营业收入 8.46 亿元，同比增长 18.74%；实现股东净利润 1.41 亿元，同比增长 11.22%，每股收益 0.91 元；分红方案为每 10 股转 3 股，派现 2 元（含税）。

公司分季度财务指标

指标	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4
营业收入（百万元）	187.79	200.05	145.78	194.88	219.36	255.27	176.71
增长率（%）	13.28%	1.99%	-18.35%	8.83%	16.81%	27.62%	21.21%
毛利率（%）	42.11%	47.76%	43.37%	36.79%	43.44%	42.43%	33.93%
期间费用率（%）	19.93%	20.04%	25.27%	20.37%	20.21%	17.14%	24.50%
营业利润率（%）	20.94%	26.81%	16.00%	14.88%	22.44%	24.18%	7.98%
净利润（百万元）	33.84	46.25	22.12	30.38	44.84	52.95	12.48
增长率（%）	18.02%	23.12%	15.17%	15.59%	20.44%	20.74%	7.06%
每股盈利（季度，元）	0.22	0.30	0.14	0.20	0.29	0.34	0.08
资产负债率（%）	16.42%	17.16%	15.21%	14.09%	17.61%	18.84%	20.02%
净资产收益率（%）	3.79%	5.10%	2.35%	3.14%	4.59%	5.30%	1.21%
总资产收益率（%）	3.17%	4.24%	1.97%	2.68%	3.86%	4.33%	0.97%

观点：

- **公司13年渠道下沉发力，收入持续增长。**公司的主营产品是榨菜，13年公司的榨菜产品收入同比增长22.1%，销量同比分别增长18.94%，销量的增长是公司营收持续增长的动力，公司自12年年底开始进行渠道下沉，规划到15年将所有空白市场全部覆盖，省级城市到县级城市覆盖率依次是70%、80%、90%，从13年收入上看公司的渠道下沉效果显著。
- **原材料成本增长较快，储藏池逐步投产将平滑成本压力。**13年公司榨菜产品成本同比增长31.13%，毛利率下滑3.98个百分点，吨成本同比增长14.65%，远超同期价格3%的涨幅，在原材料成本控制上公司逐步的投建榨菜原料加工储藏池，垫江2万立方米储藏池预计到年中投产，将进一步平滑原材料波动带来的毛

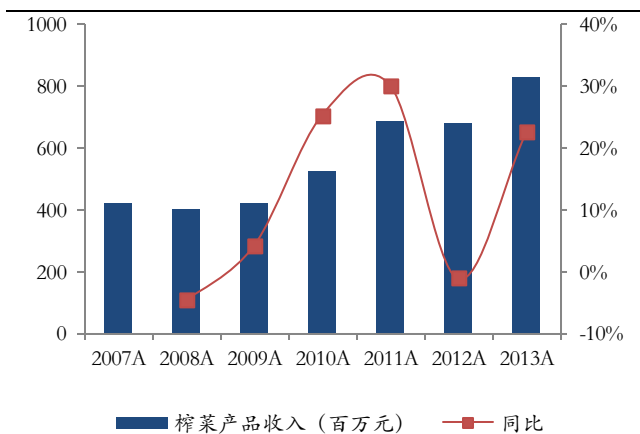
利率下滑。

- **多产品酱菜发展。**公司不断向调味产业化方向发展，改变单品运作的风险，走向更大的市场，已经开发香辣下饭菜、萝卜干、海带丝等6只新品，公司推出的新品基本属于酱菜行业，完全可以共享现有渠道进行新品的推广，公司更在年报中提到去年开展了郫县豆瓣、橄榄菜、辣椒、泡菜、蘑菇、豆腐干等相关产业跟踪、分析和考察交流，为以后的并购发展做好铺垫，公司由榨菜龙头向酱菜行业龙头的转变值得期待。

结论：

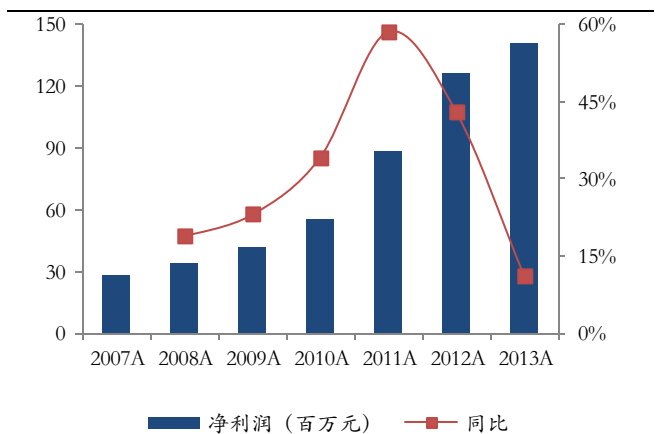
我们预计公司14、15、16年EPS分别为1.05元、1.23元、1.37，对应PE28倍、24倍、22倍，鉴于公司在榨菜行业集中度较低情况下仍占有较大份额，处于行业龙头地位，以及公司渠道不断下沉、多产品酱菜行业发展，改变榨菜单品运作的模式，我们看好公司长期发展，首次给予“强烈推荐”评级。

图 1：公司主营业务收入及增速



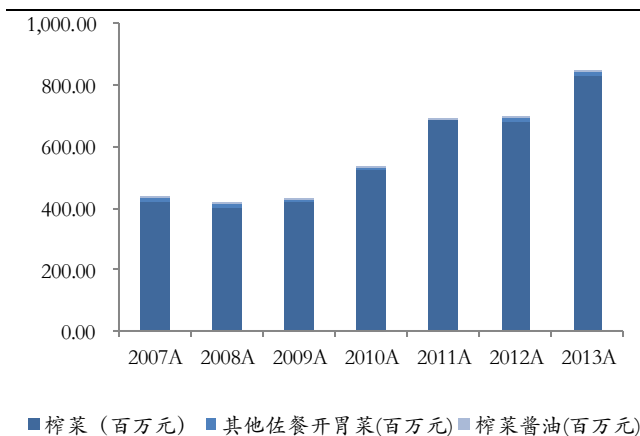
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：公司净利润及增速



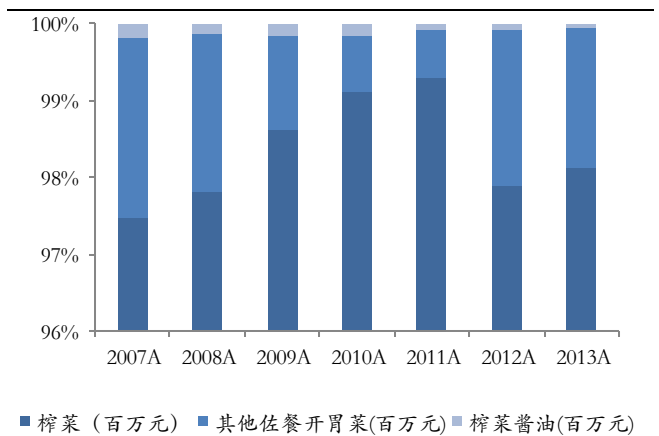
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 3：公司产品收入结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 4：公司产品利润构成



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	630	704	791	899	995	营业收入	713	846	1000	1140	1261
货币资金	498	511	600	685	758	营业成本	410	511	592	669	739
应收账款	2	7	4	5	5	营业税金及附加	10	12	14	15	17
其他应收款	4	8	9	11	12	营业费用	132	153	180	204	224
预付款项	8	22	27	34	42	管理费用	31	33	38	43	47
存货	113	114	114	128	142	财务费用	-14	-14	-6	-6	-7
其他流动资产	0	35	35	35	35	资产减值损失	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	493	595	758	790	771	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	150	150	150	投资净收益	0.00	0.29	0.00	0.00	0.00
固定资产	416	452	468	468	452	营业利润	145	154	183	217	243
无形资产	17	62	56	50	43	营业外收入	4.70	11.54	9.00	9.00	9.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.15	0.94	1.50	1.50	1.50
资产总计	1123	1299	1548	1690	1765	利润总额	149	165	191	225	250
流动负债合计	145	184	262	296	338	所得税	23	24	29	34	38
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	126	141	162	191	213
应付账款	55	68	81	92	101	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	54	65	85	108	134	归属母公司净利润	126	141	162	191	213
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	162	173	228	272	307
非流动负债合计	26	76	76	76	76	BPS (元)	0.82	0.91	1.05	1.23	1.37
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	171	260	337	372	414	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	1.14%	18.74%	18.14%	14.06%	10.59%
实收资本(或股本)	155	155	155	155	155	营业利润增长	41.64%	6.58%	19.07%	18.53%	11.58%
资本公积	557	557	557	557	557	归属于母公司净利润	43.04%	11.22%	15.38%	17.80%	11.19%
未分配利润	206	278	359	455	561	获利能力					
归属母公司股东权	952	1039	1136	1251	1378	毛利率(%)	1%	19%	18%	14%	11%
负债和所有者权益	1123	1299	1473	1622	1792	净利率(%)	18%	17%	16%	17%	17%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE(%)	13%	14%	14%	15%	15%
经营活动现金流	2171	1930	273	255	294	偿债能力					
净利润	1208	1606	162	191	213	资产负债率(%)	15%	20%	22%	22%	23%
折旧摊销	200	225	51	61	72	流动比率	4.34	3.82	3.02	3.04	2.94
财务费用	-12	-18	-6	-6	-7	速动比率	3.56	3.20	2.59	2.61	2.52
应付帐款的变化	-5	13	13	11	10	营运能力					
预收帐款的变化	-26	11	20	23	25	总资产周转率	0.65	0.70	0.70	0.70	0.73
投资活动现金流	-614	-667	-202	-55	-50	应收账款周转率	0	0	0	0	0
公允价值变动收益			0	0	0	应付账款周转率					
长期股权投资减少			-150	0	0	每股指标(元)					
投资收益			0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.82	0.91	1.05	1.23	1.37
筹资活动现金流	-638	-1354	-59	-70	-78	每股净现金流(最新)	0.04	0.09	0.08	0.84	1.08
应付债券增加			0	0	0	每股净资产(最新摊)	6.14	6.70	7.33	8.07	8.89
长期借款增加			0	0	0	估值比率					
普通股增加			0	0	0	P/E	36.11	32.54	28.28	24.01	21.59
资本公积增加			0	0	0	P/B	4.82	4.42	4.04	3.67	3.33
现金净增加额	919	-91	12	130	167	EV/EBITDA	25.34	23.60	17.46	14.33	12.47

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

分析师：焦凯

经济学硕士，2012年加盟东兴证券研究所，两年工作经验，现从事食品饮料研究。

联系人简介

联系人：徐昊

会计学硕士，2008年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，5年食品饮料行业研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。