

短期原料上涨不改核心价值

涪陵榨菜（002507）年报点评

谨慎推荐（首次）

风险评级：一般风险

2014年4月10日

投资要点：

报告期内实现营业收入8.46亿元，其中：主营业务收入8.45亿元，同比增长22.10%，归属于上市公司股东的净利润1.41亿元，同比增长11.22%，其中。四季度单季收入同比增21%，而归属母公司净利下降44%。

2013年品牌力和渠道力进一步提升。随着榨菜区域消费结构的变化，13年公司重点梳理终端和渠道，下沉渠道，新增139个地级市和500余个县级市场；升级新包装、新定位，大力宣传榨菜新用途，进一步做大市场。渠道和产品销量同比增长18.94%，达到10万吨，比较良性。

原料上涨拉低毛利率。主营业务毛利率由去年同期的43.60%下降为39.67%，下降3.93个百分点；其中四季度单季毛利率仅为34%，同比大幅下滑近10个百分点。

主营业务成本5.1亿元，同比上升30.63%，单位销售成本比上年同期上升9.83%，去年四季度原材料超预期上涨是拖累毛利率的主要因素。青头菜收购基本于一季度收购完成，价格仍有所上涨，但考虑到去年下半年的提价效应，预计成本压力有所缓解。

从长期来看，要弱化原料价格波动的风险，未来会进一步加大原料可控比例，拓宽非榨菜产品线。

期间费用稳中有降，未来仍有改善空间。期间费用率20.22%，继续稳中有降0.71个百分点，其中销售费用率和管理费用率分别为18.08%和3.84%，分别微降0.48和0.5个百分点。相对于其它小食品偏高（海天和中炬分别为10.7%和8%），未来仍有下降空间。

新品类拓展和并购是新一轮增长的焦点。依托公司的渠道和品牌优势，公司未来将进一步打造成以榨菜为基础的佐餐开胃菜行业的平台型公司。2014年，将把乌江品牌延伸到萝卜干和海带丝2个品类，适时创立子品牌。开发推出香辣下饭菜、萝卜干、海带丝3个战略性新品。并在2013年开展了对榨菜、郫县豆瓣、橄榄菜、辣椒、泡菜、酱类等相关产业跟踪，为并购做准备。

投资建议。在不考虑并购的情况下，预计14-16年归属母公司净利分别同比增长21.4%、22.3%、24.8%，EPS分别为1.1元、1.35元和1.68元。经过近半年的调整，目前股价对应14年PE分别为26.88X，逐步接近价值区间，建议积极关注，给予“谨慎推荐”评级。

风险因素：原材料价格波动，新品推广失败等。

黄黎明

SAC 执业证书编号：

S0340208070036

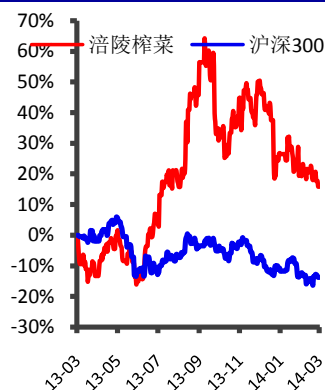
电话：0755-23616029

邮箱：hlm@dgzq.com.cn

主要数据 2014年3月28日

收盘价(元)	29.61
总市值(亿元)	45.90
总股本(百万股)	155.00
流通股本(百万股)	55.66
ROE(TTM)	13.54%
12月最高价(元)	41.9800
12月最低价(元)	20.61

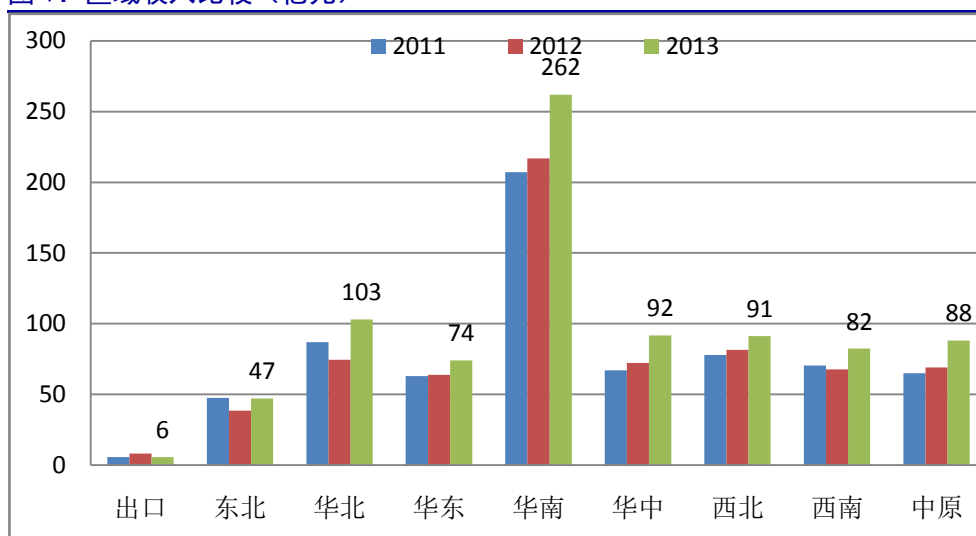
股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

图 1：区域收入比较（亿元）



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

表 1：12、13 年单季度主要财务指标比较

现金流量(百万元)	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	比较
经营活动现金流	6.94	62.90	69.38	13.16	16.54	62.63	102.14	18.42	39.97%
投资活动现金流	-28.45	-18.87	-34.23	-10.82	-26.56	-14.86	-52.01	-38.69	257.61%
筹资活动现金流	0.00	-54.25	0.00	0.00	0.00	-54.25	0.00	0.00	#DIV/0!
营业总收入	179.06	187.79	200.02	145.78	194.88	219.36	255.27	176.71	21.21%
营业收入	179.06	187.79	200.02	145.78	194.88	219.36	255.27	176.71	21.21%
营业总成本	150.80	148.46	146.39	122.46	165.89	170.13	193.55	162.89	33.01%
营业成本	114.46	108.71	104.49	82.56	123.19	124.06	146.95	116.75	41.41%
营业税金及附加	1.56	2.15	1.82	3.14	3.01	1.62	2.84	2.93	-6.39%
销售费用	29.53	33.27	36.66	32.82	32.78	40.17	40.79	39.22	19.51%
管理费用	7.99	8.44	6.81	7.65	10.15	7.21	7.06	8.09	5.85%
财务费用	-2.74	-4.28	-3.39	-3.63	-3.24	-3.05	-4.09	-4.01	10.56%
资产减值损失	0.00	0.17	-0.00	-0.07	-0.00	0.11	-0.00	-0.10	46.60%
营业利润	28.27	39.33	53.63	23.32	28.99	49.23	61.72	14.11	-39.51%
利润总额	28.61	39.83	54.57	26.07	36.00	52.08	62.45	14.12	-45.85%
减：所得税	4.37	5.99	8.31	3.96	5.62	7.23	9.50	1.64	-58.49%
净利润	24.24	33.84	46.25	22.12	30.38	44.84	52.95	12.48	-43.59%
归母公司净利润	24.24	33.84	46.25	22.12	30.38	44.84	52.95	12.48	-43.59%
EPS (元)	0.156	0.218	0.298	0.143	0.196	0.289	0.342	0.080	-43.59%
销售毛利率 (%)	36.08%	42.11%	47.76%	43.37%	36.79%	43.44%	42.43%	33.93%	-9.44P
期间费用率 (%)	19.42%	19.94%	20.04%	25.27%	20.37%	20.21%	17.15%	24.50%	-0.76P

销售费用率 (%)	16.49%	17.72%	18.33%	22.51%	16.82%	18.31%	15.98%	22.20%	-0.32P
管理费用率 (%)	4.46%	4.50%	3.41%	5.24%	5.21%	3.29%	2.77%	4.58%	-0.66P
财务费用率 (%)	-1.53%	-2.28%	-1.69%	-2.49%	-1.66%	-1.39%	-1.60%	-2.27%	0.22P
实际所得税率 (%)	15.27%	15.03%	15.24%	15.17%	15.61%	13.89%	15.22%	11.63%	-3.54P

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯；

表 2：公司利润预测表

利润表：					现金流量表：				
科目(百万元)	2013 A	2014 E	2015 E	2016 E	科目(百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业总收入	846	1,028	1,229	1,462	净利润	141	171	209	261
营业成本	511	608	725	855	折旧与摊销	34	39	42	43
营业税金及附加	10	12	15	18	财务支出	0	0	0	0
销售费用	153	183	213	246	投资损失	-0	0	0	0
管理费用	33	39	47	56	净营运资本变动	25	59	11	14
财务费用	-14	-15	-16	-19	经营性现金流	200	268	262	318
资产减值损失	0	0	0	0	资本支出	-207	-102	-57	-66
其他经营收益	0	0	0	0	其它投资	75	0	0	0
营业利润	154	201	246	307	投资性现金流	-132	-102	-57	-66
利润总额	165	201	246	307	股权融资	0	0	0	0
减 所得税	24	30	37	46	债券融资	0	0	0	0
净利润	141	171	209	261	股利分配及其它	-54	-85	-104	-130
少数股东损益	0	0	0	0	筹资性现金流	-54	-85	-104	-130
归母公司净利润	141	171	209	261	货币资金变动	13	80	101	121
资产负债表：					主要财务比率：				
科目(百万元)	2013 A	2014 E	2015 E	2016 E	科目(百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	511	591	692	813	成长能力 (YOY)				
应收账款	7	3	4	4	营业收入	18.7%	21.5%	19.5%	19.0%
预付账款	22	12	14	17	营业利润	7%	30.4%	22.3%	24.8%
存货	114	134	159	188	归母公司净利润	11.2%	21.4%	22.3%	24.8%
其它	51	10	11	12	盈利能力				
流动资产合计	704	750	880	1,035	销售毛利率	39.6%	40.9%	41.0%	41.5%
长期股权投资	0	0	0	0	销售净利率	16.6%	16.6%	17.0%	17.8%
固定资产合计	452	498	510	525	ROE	13.5%	15.2%	17.0%	19.2%
长期待摊费用	0	0	0	0	ROIC	13.7%	13.4%	16.6%	18.7%
其它	142	135	137	145	偿债能力				
非流动资产合计	595	632	647	670	资产负债率	20.0%	18.7%	19.6%	20.3%
资产总计	1,299	1,382	1,528	1,705	流动比率	3.82	3.60	3.53	3.49
短期借款	0	0	0	0	速动比率	3.20	2.96	2.89	2.86
应付账款	68	73	87	103	营运能力 (次)				
预收款项	65	82	98	117	资产周转率	0.70	0.77	0.84	0.90
其它	51	53	64	77	存货周转率	4.49	4.90	4.95	4.92
流动负债合计	184	208	249	296	应收账款周转率	201.5	207.65	362.9	362.2
长期借款	0	0	0	0	每股指标 (元)	8	5	5	5

其它	26	76	50	50	每股收益	0.91	1.10	1.35	1.68
非流动负债合计	26	76	50	50	每股经营现金流	1.29	1.73	1.69	2.05
负债合计	260	258	299	346	每股净资产	6.70	7.25	7.93	8.77
实收资本	155	155	155	155	每股股利	0.00	0.55	0.67	0.84
资本公积	557	557	557	557	估值指标（倍）				
留存收益及其它	326	411	516	646	PE	32.63	26.88	21.97	17.61
所有者权益合计	1,039	1,124	1,228	1,359	PB	4.42	4.08	3.74	3.38
负债和权益总计	1,299	1,382	1,528	1,705	EV/EBITDA	23.73	18.27	15.10	12.41

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上

行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（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。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼
邮政编码：523000
电话：（0769）22119430
传真：（0769）22119430
网址：www.dgzq.com.cn