

## 涪陵榨菜 (002507.SZ)

### 新品致力于打造第二个乌江

 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

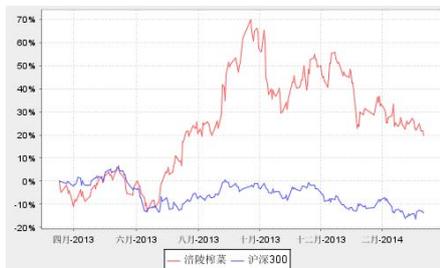
魏晓康

2014年5月11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	1,113.7	1,425.3	1,795.6
营业收入增速	1.14%	18.74%	31.62%	27.98%	25.97%
净利润增长率	43.04%	11.22%	25.09%	25.91%	17.69%
摊薄每股收益(元)	0.82	0.91	1.14	1.43	1.68
前次预测每股收益(元)			1.12	1.37	1.66
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	26.09	20.72	17.60
PEG	0.67	3.71	1.04	0.80	1.00
每股净资产(元)	6.14	6.70	7.64	8.86	10.35
每股现金流量	0.98	1.29	1.09	1.71	1.96
净资产收益率	13.28%	13.54%	14.87%	16.12%	16.26%
市净率	3.84	5.64	3.88	3.34	2.86
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

- 近期我们调研公司, 了解了关于今年进一步的渠道下沉及新品推广的情况:
- 公司自 2012 年对渠道进行调整, 2013 年进行渠道下沉以来, 已经新布点 139 个地级市场 (销售规模 35 万以上) 和 500 多个县级市场 (销售规模 15 万以上), 目前已实现对地级市的全覆盖, 预计 2014 年将进一步拓展 700-800 个县级市场。我们预计由于下线城市单点的市场容量更小, 因此就新增市场带来的增量来说 2014 年要弱于 2013 年。2013 年榨菜收入增长 22.5%, 其中量增 18.9%, 我们预计 2014 年榨菜量的增长在 10%-15% 左右, 由于 2014 年 1 季度公司对主力品种进行了调价, 预计调价幅度在 10% 左右, 因此我们预计 2014 年榨菜的收入增速依然会在 20% 以上。
- 另外公司 2014 年将推出两个新品: 海带丝和萝卜干, 其中又以海带丝为重中之重, 公司计划将海带丝打造成第二个龙头品类。
  - 海带丝具备有更健康的消费者形象, 因此作为公司下一个主推品种。海带丝的产品包装由知名策划公司设计, 与去年榨菜变脸系列同样具备有极强的视觉冲击力, 由国粹青花瓷和大海的蓝色为主色调, 龙纹彰显出与海洋的关联, 包装设计简洁明了, 与目前市上海带丝包装具有极大差异, 辨识度很高。目前该产品拥有两个口味 (鲜香味和野山椒味), 海带丝已于 5 月完成主要的招商, 终端定价 2.5 元左右, 部分经销商已实现调货。公司也已经着手在央视上推出海带丝的广告, 今年将在央视加强广告宣传力度, 实现空中地面立体攻势, 拥有了去年榨菜换包装的成功经验, 我们认为海带丝新品值得期待。
  - 萝卜干的产品包装接近旧有的乌江系列, 由于与原有榨菜具备有一定的替代效用, 所以不作为重点推广品类。目前拥有两个口味 (美味萝卜和麻辣萝卜), 终端价格在 1.5-2 元; 萝卜干已于 1 月完成招商, 2 月逐步开始调货。目前终端动销情况好于公司预期。

- 目前两个新品的经销商预付款及销售积极性都超出我们此前预期，我们预计两个单品各自的销售规模可能超过我们此前预期。
- 如果海带丝推广成功，那么将证明公司有能力和打开单一品类成长的局限性，具备了跨品类拓展的能力，那意味着公司将具有更广阔的成长空间。
- 我们认为公司管理层优秀，具备有清晰的发展战略及规划，我们看好公司长期的稳健成长。我们上调盈利预测，预计公司 2014 年-2016 年实现销售收入 11.1 亿、14.2 亿、17.9 亿，同比增长 31.6%、28.0%、26.0%；实现净利润 1.75 亿、2.22 亿、2.61 亿，同比增 25.9%、25.9%和 17.8%；实现 EPS1.13、1.43、1.68 元。对应 2015 年 24-26 倍 PE，给予目标区间 34.32-37.18 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: 海带丝 (野山椒味)



来源：齐鲁证券研究所

图表 2: 海带丝 (鲜香味)



来源：齐鲁证券研究所

图表 3: 极具视觉冲击效果的包装设计



来源: 齐鲁证券研究所

**图表 4: 涪陵榨菜财务报表**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业总收入</b>	<b>705</b>	<b>713</b>	<b>846</b>	<b>1,114</b>	<b>1,425</b>	<b>1,796</b>	货币资金	492	498	511	486	677	908
增长率	29.29%	1.1%	18.7%	31.6%	28.0%	26.0%	应收款项	21	7	15	34	44	56
营业成本	-448	-410	-511	-665	-857	-1,102	存货	129	113	114	200	258	332
%销售收入	63.6%	57.6%	60.4%	59.7%	60.1%	61.3%	其他流动资产	6	12	64	56	60	65
毛利	257	302	335	449	568	694	流动资产	647	630	704	776	1,039	1,360
%销售收入	36.4%	42.4%	39.6%	40.3%	39.9%	38.7%	%总资产	60.1%	56.1%	54.2%	50.9%	58.3%	64.9%
营业税金及附加	-6	-9	-10	-12	-17	-21	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.9%	1.2%	1.2%	1.1%	1.2%	1.2%	固定资产	404	470	518	673	669	661
营业费用	-133	-132	-153	-204	-256	-322	%总资产	37.6%	41.8%	39.9%	44.2%	37.5%	31.6%
%销售收入	18.8%	18.6%	18.1%	18.3%	17.9%	17.9%	无形资产	18	17	62	61	60	58
管理费用	-26	-31	-33	-44	-54	-68	非流动资产	429	493	595	749	744	734
%销售收入	3.8%	4.3%	3.8%	3.9%	3.8%	3.8%	%总资产	39.9%	43.9%	45.8%	49.1%	41.7%	35.1%
息税前利润 (EBIT)	91	131	139	189	242	282	<b>资产总计</b>	<b>1,076</b>	<b>1,123</b>	<b>1,299</b>	<b>1,525</b>	<b>1,782</b>	<b>2,094</b>
%销售收入	13.0%	18.3%	16.5%	17.0%	16.9%	15.7%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	11	14	14	12	12	16	应付款项	155	127	158	216	277	353
%销售收入	-1.5%	-2.0%	-1.7%	-1.1%	-0.8%	-0.9%	其他流动负债	15	18	26	50	55	62
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	流动负债	170	145	184	266	333	415
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	27	26	76	76	76	76
%税前利润	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>196</b>	<b>171</b>	<b>260</b>	<b>342</b>	<b>408</b>	<b>490</b>
营业利润	102	145	154	201	254	299	<b>普通股股东权益</b>	<b>880</b>	<b>952</b>	<b>1,039</b>	<b>1,184</b>	<b>1,374</b>	<b>1,604</b>
营业利润率	14.5%	20.3%	18.2%	18.1%	17.8%	16.6%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	2	5	11	6	7	8	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,076</b>	<b>1,123</b>	<b>1,299</b>	<b>1,525</b>	<b>1,782</b>	<b>2,094</b>
税前利润	105	149	165	207	261	307	<b>比率分析</b>						
利润率	14.8%	20.9%	19.5%	18.6%	18.3%	17.1%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-16	-23	-24	-31	-39	-46	<b>每股指标</b>						
所得税率	15.4%	15.2%	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益 (元)	0.570	0.816	0.907	1.135	1.429	1.682
净利润	88	126	141	176	222	261	每股净资产 (元)	5.677	6.143	6.701	7.636	8.865	10.347
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流 (元)	0.763	0.983	1.289	1.089	1.711	1.963
归属于母公司的净利润	88	126	141	175.94	222	261	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.200	0.200	0.200	0.200
净利率	12.5%	17.7%	16.6%	15.8%	15.5%	14.5%	<b>回报率</b>						
				25.09%	25.91%	17.69%	净资产收益率	10.05%	13.28%	13.54%	14.87%	16.12%	16.26%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	8.22%	11.26%	10.83%	11.53%	12.43%	12.45%
净利润	88	126	141	176	222	261	投入资本收益率	19.92%	24.37%	22.55%	23.03%	29.44%	34.49%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	26	32	34	45	55	59	营业总收入增长率	29.29%	1.14%	18.74%	31.62%	27.98%	25.97%
非经营收益	-5	0	-8	-6	-7	-8	EBIT增长率	30.88%	42.87%	6.72%	35.71%	27.69%	16.93%
营运资金变动	9	-6	34	-47	-5	-8	净利润增长率	58.59%	43.04%	11.22%	25.09%	25.91%	17.69%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>118</b>	<b>152</b>	<b>200</b>	<b>169</b>	<b>265</b>	<b>304</b>	总资产增长率	8.96%	4.36%	15.64%	17.45%	16.86%	17.49%
资本开支	106	92	97	194	43	42	<b>资产管理能力</b>						
投资	-12	0	-35	0	0	0	应收账款周转天数	1.2	1.0	1.8	1.0	1.0	1.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	93.9	107.7	81.4	110.0	110.0	110.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-118</b>	<b>-92</b>	<b>-132</b>	<b>-194</b>	<b>-43</b>	<b>-42</b>	应付账款周转天数	37.1	50.7	43.8	45.0	45.0	45.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	168.8	200.8	187.3	173.8	155.2	122.0
债权募资	0	0	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
其他	-46	-54	-54	0	-31	-31	净负债/股东权益	-55.89%	-52.26%	-49.17%	-41.03%	-49.25%	-56.60%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-46</b>	<b>-54</b>	<b>-54</b>	<b>0</b>	<b>-31</b>	<b>-31</b>	EBIT利息保障倍数	-8.6	-9.3	-9.7	-15.8	-20.0	-17.1
<b>现金净流量</b>	<b>-47</b>	<b>6</b>	<b>13</b>	<b>-25</b>	<b>191</b>	<b>231</b>	资产负债率	18.22%	15.21%	20.02%	22.41%	22.91%	23.42%

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。