

涪陵榨菜 (002507.SZ)

新品推广低于预期

 评级: **增持** 前次: **增持**

 目标价(元): **26.4-28.6**

分析师 分析师

黄文婧 胡彦超

S0740514050002

S0740512070001

021-20315138

021-20315176

huangwj@r.qlzq.com.cn huyc@r.qlzq.com.cn

2015年3月29日

基本状况

总股本(百万股)	201.50
流通股本(百万股)	104.92
市价(元)	31.92
市值(百万元)	6431.88
流通市值(百万元)	3349.06

业绩预测

指标	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(百万元)	712.66	846.22	906.38	1,021.6	1,145.0
营业收入增速	1.14%	18.74%	7.11%	12.72%	12.07%
净利润增长率	43.04%	11.22%	-5.86%	11.32%	17.77%
摊薄每股收益(元)	0.82	0.91	0.66	0.73	0.86
前次预测每股收益(元)					
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	43.83	39.37	33.43
PEG	0.67	3.71	—	3.48	1.88
每股净资产(元)	6.14	6.70	5.61	6.14	6.80
每股现金流量	0.98	1.29	0.59	0.96	1.10
净资产收益率	13.28%	13.54%	11.71%	11.91%	12.66%
市净率	3.84	5.64	5.13	4.69	4.23
总股本(百万股)	155.00	155.00	201.50	201.50	201.50

备注: 市场预测取 聚源一致预期

股价与行业-市场走势对比



投资要点

- 公司公布 2014 年年报: 2014 年实现收入 9.06, 同比增长 7%, 总销量下滑 8%; 实现净利润 1.32 亿元, 同比下降 6%, 实现 EPS0.66 元。低于预期。其中 4 季度单季实现收入 1.55 亿元, 同比下降 11.8%; 亏损 322 万元。
- 分品类来看, 榨菜的收入为 8.21 亿元, 同比下滑 1.18 个百分点; 其他佐餐开胃菜实现 8188 万元, 其中剔除原有的佐餐开胃菜, 2014 年推出的新品海带丝和萝卜干总销售额约 7000 万元, 低于之前市场预期。
- 公司销售费用率提升 4.48 个百分点至 22.56%: 其中广告费上涨 57.6%至 5894 万元, 略高于我们的预期; 市场推广费用上涨 63.5%至 3925 万元, 超出我们的预期, 整体而言由于新品推广的原因及旧品进一步渠道下沉的原因, 使得地面推广费用及销售工作费用大幅增加超预期。但是费用的大量投入并没有带来收入预期内的增长, 使得整体业绩低于预期。
- 从现金流量表来看, 经营活动的净现金流同比大幅下滑 54%, 由于费用支出较大使得现金流出现恶化。
- 公司之前公布了收购惠通食业 100%股权, 尽管收购标的利润规模仅 500 万元左右, 但是公司外延式并购的第一步, 见证公司品类扩张, 后期协同效应需进一步观察验证; 同时管理层参与增发用以支付收购的现金 3206 万元, 显示出管理层对于公司长远发展的信心。
- 我们预计公司 2015 年-2016 年实现销售收入 10.21 亿、11.45 亿, 同比增长 12.7%、12.1%; 实现净利润 1.47 亿、1.74 亿; EPS 为 0.73、0.86。目前 2015 年动态 PE 为 43 倍, 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: 涪陵榨菜财务报表

损益表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E
营业总收入	705	713	846	906	1,022	1,145
增长率	29.29%	1.1%	18.7%	7.1%	12.7%	12.1%
营业成本	-448	-410	-511	-526	-587	-656
%销售收入	63.6%	57.6%	60.4%	58.0%	57.4%	57.3%
毛利	257	302	335	381	435	489
%销售收入	36.4%	42.4%	39.6%	42.0%	42.6%	42.7%
营业税金及附加	-6	-9	-10	-10	-12	-13
%销售收入	0.9%	1.2%	1.2%	1.1%	1.2%	1.2%
营业费用	-133	-132	-153	-204	-225	-246
%销售收入	18.8%	18.6%	18.1%	22.5%	22.0%	21.5%
管理费用	-26	-31	-33	-40	-45	-49
%销售收入	3.8%	4.3%	3.8%	4.5%	4.4%	4.3%
息税前利润 (EBIT)	91	131	139	126	153	180
%销售收入	13.0%	18.3%	16.5%	13.9%	15.0%	15.7%
财务费用	11	14	14	12	11	13
%销售收入	1.5%	2.0%	1.7%	1.3%	1.0%	1.1%
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	4	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.2%	2.6%	0.0%	0.0%
营业利润	102	145	154	142	164	193
营业利润率	14.5%	20.3%	18.2%	15.6%	16.0%	16.8%
营业外收支	2	5	11	14	10	11
税前利润	105	149	165	156	173	204
利润率	14.8%	20.9%	19.5%	17.2%	17.0%	17.8%
所得税	-16	-23	-24	-23	-26	-31
所得税率	15.4%	15.2%	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	88	126	141	132	147	174
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	132.40	147	174
净利率	12.5%	17.7%	16.6%	14.6%	14.4%	15.2%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E
净利润	88	126	141	132	147	174
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	-18	-10	-11
营运资金变动	9	-6	34	-41	0	-1
经营活动现金净流	118	152	200	119	193	221
资本开支	106	92	97	186	40	39
投资	-12	0	-35	0	0	0
其他	0	0	0	4	0	0
投资活动现金净流	-118	-92	-132	-182	-40	-39
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	-40	-40
筹资活动现金净流	-46	-54	-54	0	-40	-40
现金净流量	-47	6	13	-63	112	142

资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E
货币资金	492	498	511	448	560	702
应收款项	21	7	15	28	32	35
存货	129	113	114	158	177	198
其他流动资产	6	12	64	53	54	56
流动资产	647	630	704	688	823	991
%总资产	60.1%	56.1%	54.2%	47.9%	52.5%	57.4%
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%	46.9%	42.7%	38.3%
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%	52.1%	47.5%	42.6%
资产总计	1,076	1,123	1,299	1,436	1,567	1,725
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	155	127	158	175	196	219
其他流动负债	15	18	26	55	57	59
流动负债	170	145	184	230	253	278
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	306	329	354
普通股股东权益	880	952	1,039	1,131	1,238	1,371
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	1,436	1,567	1,725

比率分析						
	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E
每股指标						
每股收益 (元)	0.570	0.816	0.907	0.657	0.731	0.861
每股净资产 (元)	5.677	6.143	6.701	5.611	6.143	6.804
每股经营现金净流 (元)	0.763	0.983	1.289	0.591	0.957	1.095
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%	11.71%	11.91%	12.66%
总资产收益率	8.22%	11.26%	10.83%	9.22%	9.41%	10.06%
投入资本收益率	19.92%	24.37%	22.55%	15.71%	19.20%	22.84%
增长率						
营业总收入增长率	29.29%	1.14%	18.74%	7.11%	12.72%	12.07%
EBIT增长率	30.88%	42.87%	6.72%	-9.45%	21.32%	17.43%
净利润增长率	58.59%	43.04%	11.22%	-5.86%	11.32%	17.77%
总资产增长率	8.96%	4.36%	15.64%	10.62%	9.06%	10.12%
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	213.6	216.6	191.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-55.89%	-52.26%	-49.17%	-39.61%	-45.26%	-51.20%
EBIT利息保障倍数	-8.6	-9.3	-9.7	-10.9	-14.5	-13.8
资产负债率	18.22%	15.21%	20.02%	21.29%	20.99%	20.53%

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。