

涪陵榨菜 (002507.SZ)

食品行业

评级：增持 下调评级

业绩点评

市场价格(人民币): 18.65 元  
 目标价格(人民币): 20.00-22.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 185.38  
 总市值(百万元) 6,012.76  
 年内股价最高最低(元) 50.90/14.29  
 沪深 300 指数 3533.31  
 深证成指 11566.66

单击此处输入文字。

## 相关报告

1.《榨菜龙头, 期待国企改革再创辉煌;—涪陵榨菜公司研究》, 2015.8.27

## 公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.907	0.655	0.509	0.580	0.660
每股净资产(元)	6.70	5.66	6.46	7.22	8.09
每股经营性现金流(元)	1.29	0.54	1.50	1.17	1.33
市盈率(倍)	41.66	43.97	28.91	25.40	22.32
行业优化市盈率(倍)	50.65	52.07	150.36	150.36	150.36
净利润增长率(%)	11.22%	-6.15%	24.37%	13.83%	13.80%
净资产收益率(%)	13.54%	11.58%	12.54%	12.76%	12.97%
总股本(百万股)	155.00	201.50	322.40	322.40	322.40

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 经济下滑, 主业承压;

## 业绩简评

■ 涪陵榨菜三季度收入 2.66 亿, 归属母公司净利润 5165 万, 扣非归属母公司净利润 5039 万, 分别同比增长-6.73%、7.07%、2.68%。略低于预期。

## 经营分析

- 公司前三季度收入 7.42 亿, 归属母公司净利润 1.42 亿, 分别同比增长-1.23%, 5.48%。
- **收入增速低于预期:** 我们预估公司主业榨菜销量稳步增长。同时新品海带丝、萝卜干由于政策倾斜, 去年上量过快, 部分产品积压在渠道, 今年消化库存, 收入出现明显下滑, 预计未来转入正常销售状态。
- **毛利率继续维持较高水平:** 由于今年榨菜原材料收购成本保持低位, 毛利率继续维持较高水平达到 45.58%。
- **销售费用率下降 2%:** 公司不断加强精细化管理, 加大费用管控力度, 导致费用率下降 2%, 到 19.32%。

## 盈利调整及投资建议

- 公司将争取明年收入稳定增长, 惠通并表, 同时积极寻找新的业绩增长点, 考虑经济形势, 我们适当下调业绩预期, 预计 2015-2017 年 EPS 0.51\0.58\0.66 元/股, 对应 PE 37、33、28 倍。考虑到股价已经从我们推荐的 14 元涨至 19 元, 给予增持评级。建议积极关注其新的业绩增长点和国企改革进展。

## 风险提示

国企改革进展低于预期。

刘枝花 分析师 SAC 执业编号: S1130515060001  
 (8621)61038289  
 liuzh@gjzq.com.cn

## 国企改革可期

2007 年底涪陵榨菜由国有独资公司转变为股份公司，同步实施增资扩股行动。东北长泰投资集团有限公司持股 28%、核心管理层周斌全等持有公司 10% 股份。

2010 年 11 月，公司上市后，国资委持股比例下降至 35.57%，东北持股比例下降至 20.77%。管理层持股比例下降至 7.42%。

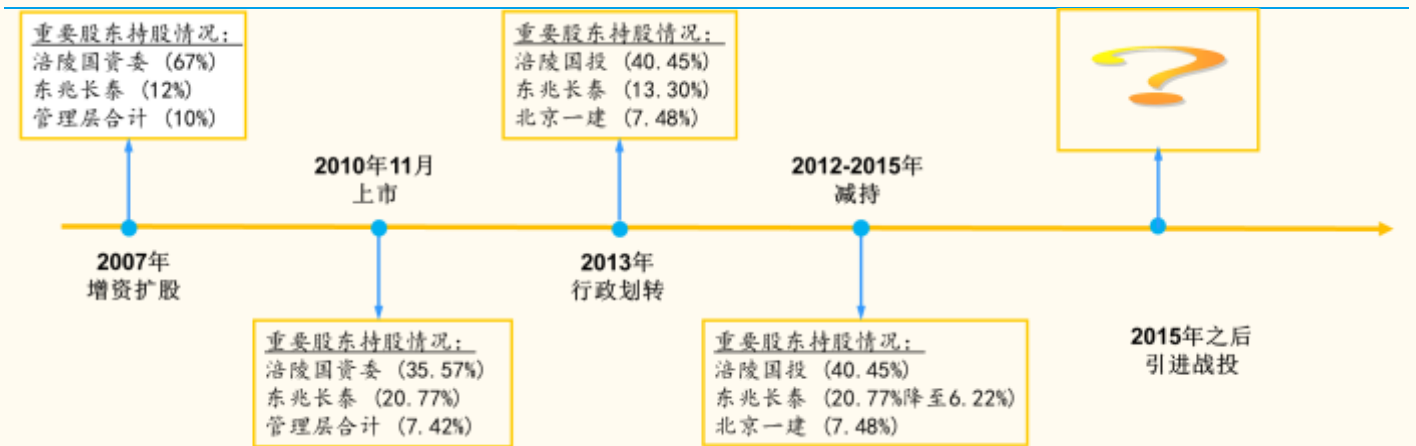
2013 年 9 月，重庆市涪陵区国资委持有的 35.57% 股权行政划转至重庆市涪陵国有资产投资经营有限公司，至此，重庆市涪陵国有资产投资经营有限公司持有上市公司 40.45% 股权。

2012-2015 年期间，东北长泰投资集团有限公司陆续减持，持股比例下降到 6.22%。

2015 年公司以现金+股权方式收购惠通食业公司。同时以定向增发方式向公司管理层筹集部分资金。预计完成后，涪陵国投持股比例 39.66%，管理层持股比例增加 0.61% 达到 3.98%。

考虑到公司的渠道价值和品牌影响力，我们认为公司未来引入战略投资者，以实现强强联合，对公司最为有利。

图表 1：公司股权结构变化



来源：国金证券研究所

## 业绩预测分拆

考虑到经济形势，我们适当下调了榨菜主业的收入增速，预计未来 2 年主业增速降到中个位数增长，预估 2016 年惠通并表。我们适当调整业绩预期，预计 2015-2017 年 EPS0.51\0.58\0.66 元/股，对应 PE37、33、28 倍。考虑到股价已经从我们推荐的 14 元涨至 19 元，给予增持评级。建议积极关注其新的业绩增长点 and 国企改革进展。

图表 1：涪陵榨菜业绩分拆预测

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
单位：百万人民币										
销售收入	422	442	545	705	713	846	906	878	1,020	1,138
主营业务	417	433	531	691	692	845	904	876	929	993
榨菜	404	421	527	686	678	831	821	838	879	923
榨菜酱油	1	1	1	1	1	1	1	2	2	2
建筑工程	3	5	-	-	-	-	-	-	-	-
其他佐餐开胃菜	9	7	3	3	13	14	82	37	48	67
其他业务	5	9	14	14	20	1	2	2	91	145
销售增速		4.8%	23.3%	29.3%	1.1%	18.7%	7.1%	-3.1%	16.2%	11.6%
主营业务		3.9%	22.6%	30.0%	0.3%	22.1%	7.0%	-3.1%	6.1%	6.8%
榨菜		4.2%	25.3%	30.1%	-1.2%	22.5%	-1.2%	2.0%	5.0%	5.0%
榨菜酱油		19.4%	-17.3%	20.9%	15.2%	-2.4%	46.6%	15.0%	15.0%	15.0%
建筑工程		57.9%								
其他佐餐开胃菜		-27.9%	-53.1%	9.2%	287.0%	3.1%	505.4%	-55.0%	30.0%	40.0%
其他业务		73.8%	57.8%	1.5%	44.2%	-96.2%	161.0%	5.0%	4200.0%	60.0%
营业成本	268	273	369	448	410	511	522	480	560	624
主营业务	264	266	356	434	391	510	520	479	509	543
榨菜	254	257	354	431	383	502	475	461	485	510
榨菜酱油	1	1	0	1	1	1	1	1	1	2
建筑工程	3	3	-	-	-	-	-	-	-	-
其他佐餐开胃菜	6	5	2	2	7	7	43	17	23	32
其他业务	4	7	13	14	20	1	2	1	51	81
毛利润	154	169	176	257	302	335	384	398	460	514
主营业务	153	168	175	257	302	335	385	397	420	450
榨菜	150	163	174	255	296	329	346	377	394	414
榨菜酱油	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1
建筑工程	0	2	-	-	-	-	-	-	-	-
其他佐餐开胃菜	3	2	1	2	6	6	38	20	25	36
其他业务	1	1	1	-0	1	-0	-0	1	40	64
毛利润率	36.5%	38.2%	32.4%	36.4%	42.4%	39.6%	42.4%	45.3%	45.1%	45.1%
主营业务	36.7%	38.7%	33.0%	37.2%	43.6%	39.7%	42.5%	45.3%	45.2%	45.3%
榨菜	37.1%	38.8%	32.9%	37.2%	43.6%	39.6%	42.2%	45.0%	44.8%	44.8%
榨菜酱油	29.9%	31.1%	40.3%	27.9%	25.8%	24.3%	3.2%	34.0%	26.7%	26.0%
建筑工程	5.2%	35.9%								
其他佐餐开胃菜	33.9%	30.8%	40.9%	46.7%	46.5%	44.9%	46.9%	53.0%	53.0%	53.0%
其他业务	15.3%	16.2%	8.0%	-1.2%	2.6%	-11.8%	-21.7%	44.0%	44.0%	44.0%

来源：国金证券研究所

图表 2: 涪陵榨菜三表摘要

损益表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	713	846	906	878	1,020	1,138
增长率		18.7%	7.1%	-3.1%	16.2%	11.6%
主营业务成本	-410	-511	-522	-480	-560	-624
% 销售收入	57.6%	60.4%	57.6%	54.7%	54.9%	54.9%
毛利	302	335	384	398	460	514
% 销售收入	42.4%	39.6%	42.4%	45.3%	45.1%	45.1%
营业税金及附加	-9	-10	-11	-9	-11	-12
% 销售收入	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-132	-153	-204	-176	-209	-228
% 销售收入	18.6%	18.1%	22.6%	20.0%	20.5%	20.0%
管理费用	-31	-33	-40	-37	-42	-48
% 销售收入	4.3%	3.8%	4.4%	4.2%	4.2%	4.2%
息税前利润 (EBIT)	131	139	129	176	197	226
% 销售收入	18.3%	16.5%	14.2%	20.1%	19.4%	19.9%
财务费用	14	14	13	11	15	15
% 销售收入	-2.0%	-1.7%	-1.4%	-1.2%	-1.5%	-1.3%
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	2	1	1	1
% 税前利润	0.0%	0.2%	1.5%	0.3%	0.3%	0.3%
营业利润	145	154	144	188	213	242
营业利润率	20.3%	18.2%	15.9%	21.4%	20.9%	21.3%
营业外收支	5	11	12	6	7	8
税前利润	149	165	156	194	220	250
利润率	20.9%	19.5%	17.2%	22.1%	21.6%	22.0%
所得税	-23	-24	-24	-30	-33	-38
所得税率	15.2%	14.6%	15.2%	15.3%	15.1%	15.1%
净利润	126	141	132	164	187	213
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	126	141	132	164	187	213
净利率	17.7%	16.6%	14.6%	18.7%	18.3%	18.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	126	141	132	164	187	213
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	32	34	34	53	55	63
非经营收益	0	-8	-9	-5	-8	-6
营运资金变动	-6	34	-48	93	4	0
经营活动现金净流	152	200	109	305	238	270
资本开支	-92	-97	-103	-64	-63	-212
投资	0	-35	-105	0	0	0
其他	0	0	2	1	1	1
投资活动现金净流	-92	-132	-206	-63	-62	-211
股权募资	0	0	0	32	0	0
债权募资	0	0	0	-4	2	71
其他	-54	-54	-31	0	-26	-34
筹资活动现金净流	-54	-54	-31	28	-24	37
现金净流量	6	13	-128	269	152	97

资产负债表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	498	511	383	652	803	900
应收款项	7	15	7	15	16	15
存货	113	114	142	124	143	159
其他流动资产	12	64	171	113	114	119
流动资产	630	704	702	904	1,077	1,193
% 总资产	56.1%	54.2%	51.2%	56.9%	60.6%	58.2%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	470	518	560	583	602	763
% 总资产	41.8%	39.9%	40.8%	36.6%	33.8%	37.2%
无形资产	17	62	93	87	82	78
非流动资产	493	595	670	686	701	858
% 总资产	43.9%	45.8%	48.8%	43.1%	39.4%	41.8%
资产总计	1,123	1,299	1,372	1,590	1,778	2,051
短期借款	0	0	0	0	0	72
应付款项	127	158	130	157	177	194
其他流动负债	18	26	18	43	55	64
流动负债	145	184	148	200	231	329
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	26	76	85	80	82	81
负债	171	260	232	280	314	412
普通股股东权益	952	1,039	1,140	1,309	1,465	1,639
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,123	1,299	1,372	1,590	1,778	2,051

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	0.816	0.907	0.655	0.509	0.580	0.660
每股净资产	6.143	6.701	5.656	6.458	7.224	8.085
每股经营现金净流	0.983	1.289	0.542	1.503	1.174	1.333
每股股利	0.350	0.200	0.100	0.130	0.156	0.187
回报率						
净资产收益率	13.28%	13.54%	11.58%	12.54%	12.76%	12.97%
总资产收益率	11.26%	10.83%	9.62%	10.33%	10.51%	10.37%
投入资本收益率	11.63%	11.46%	9.58%	11.41%	11.44%	11.23%
增长率						
主营业务收入增长率	1.14%	18.74%	7.12%	-3.12%	16.16%	11.56%
EBIT 增长率	42.87%	6.72%	-7.62%	36.97%	11.94%	14.68%
净利润增长率	43.04%	11.22%	-6.15%	24.37%	13.83%	13.80%
总资产增长率	4.36%	15.64%	5.65%	15.87%	11.88%	15.32%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.0	1.8	2.1	1.3	1.4	1.5
存货周转天数	107.7	81.4	89.4	94.3	93.2	93.2
应付账款周转天数	50.7	43.8	39.7	40.5	42.4	43.4
固定资产周转天数	213.1	195.2	203.3	215.2	188.6	217.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-52.26%	-49.17%	-33.58%	-49.79%	-54.85%	-50.47%
EBIT 利息保障倍数	-9.3	-9.7	-10.0	-16.5	-13.1	-14.8
资产负债率	15.21%	20.02%	16.94%	17.63%	17.64%	20.07%

来源: 国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照：**

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

单击此处输入文字。

**历史推荐和目标定价(人民币)**

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-08-27	买入	14.72	20.00~24.00

来源：国金证券研究所

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD