

涪陵榨菜 (002507.SZ)

食品行业

评级: 买入 上调评级

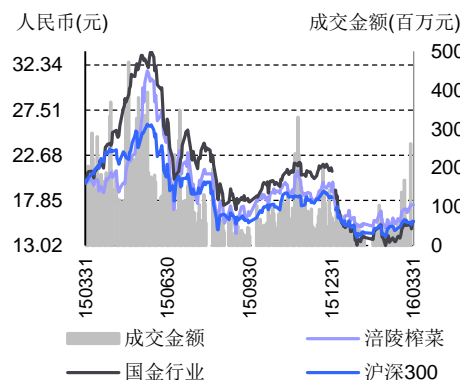
公司点评

市场价格(人民币): 17.39元  
 目标价格(人民币): 22.00-22.00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)	185.58
总市值(百万元)	5,719.55
年内股价最高最低(元)	31.73/14.29
沪深300指数	3218.09
深证成指	10455.37



## 相关报告

1. 《经济下滑, 主业承压;-涪陵榨菜业绩点评》, 2015.11.2
2. 《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

申晟

联系人  
 (8621)60230204  
 shensheng@gjzq.com.cn

刘枝花

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

## 业绩符合预期, 外延并购或将加速

## 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.655	0.478	0.584	0.678	0.773
每股净资产(元)	5.66	4.18	4.56	4.80	5.38
每股经营性现金流(元)	0.54	0.74	1.42	0.84	0.98
市盈率(倍)	43.97	39.23	29.78	25.64	22.50
行业优化市盈率(倍)	52.07	114.29	86.71	86.71	86.71
净利润增长率(%)	-6.15%	19.23%	22.05%	16.12%	13.98%
净资产收益率(%)	11.58%	11.45%	12.79%	14.11%	14.37%
总股本(百万股)	201.50	328.90	328.90	328.90	328.90

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 2015年公司实现营业收入9.31亿元, 比上年同期增长2.67%; 归属上市公司股东的净利润1.57万元, 分别比去年同期增长19.23%, 符合预期。

## 经营分析

- **4季度业绩加速:** 4季度单季度收入1.89亿, 归属净利润1,474万, 分别同比增长21.47%, 557%。部分原因是去年同期4季度基数较低。2012-2015年4季度单季收入占当年全年比重分别为20%、20%、17%、20%。
- **利润增长主要原因是公司主要产品原料采购价格同比有所下降, 央视广告的投放同比减少:** 2015年公司毛利率上升1.6%, 达到44%, 销售费用率下降2.3%, 达到20.26%。榨菜行业属于酱腌菜行业, 该行业属于完全竞争性行业, 公司通过优秀的经营, 毛利率净利率稳步提升, 2007-2014年, 公司收入复合增速11%, 净利润复合增速25%, 毛利率从35%提升到42%, 2015年毛利率再创新高, 净利率接近高点。分产品结构来看, 公司榨菜收入、泡菜业务略超预期。主要是占销售1/3的最核心销售区华南地区增长强劲, 增速15.2%, 达到3亿。
- **研发高毛利率新品:** 公司全力推广升级产品88g鲜脆菜丝、明星产品175g脆口榨菜以及萝卜干、海带丝两只战略新品, 有效推动了明星产品和新品增长。报告期内, 脆口榨菜单品销量同比增长53%, 88g鲜脆菜丝升级产品在中盐区域完成全面对接。萝卜干、海带丝渠道调整到位, 今年开始恢复高速增长。
- **深耕传统渠道同时大力拓展新渠道:** 公司一方面深耕传统渠道, 全年建立传统渠道100多条, 拓展航空配餐渠道、快餐渠道, 并在全国布局榨菜产品主力客户500多名, 开发空白市场客户500多个; 另一方面积极拓展电商渠道, 发展省地级电商渠道200多个。专门成立电商公司, 开发电商产品, 加大线上市场拓展, 并在天猫超市、京东超市、一号店等全国性重点门户类电商渠道开发了经销商, 同步跟进服务。
- **收购完成全面对接:** 2015年公司以发行股份以及支付现金的方式收购四川省惠通食品有限责任公司100%股权, 成功迈出兼并扩张第一步。公司收购惠通公司后, 积极对惠通公司生产经营管理开展调查、诊断、改进工作, 指导惠通公司初步完成了产品结构调整、产品优化、招商等工作, 为惠通公司2016年快速发展打下了基础。预估2016、2017年为公司提供增量收入1

亿、1.5 亿收入。

- **加速新的外延并购：**根据公司从小乌江到大乌江的发展战略，公司去年开发并推出了海带丝和萝卜干等新品；2015 年公司通过并购，涉足了四川泡菜行业。预期公司将加速整合并购与现有渠道高度重叠的行业，如辣椒、萝卜、豆制品和大酱等相关行业拓展，扩大和延伸公司产品线，将公司发展成为佐餐开味菜行业的绝对领导者和大型航母。

### 投资建议

- 在充分竞争的榨菜行业，公司充分证明了自己的能力，实现了过去 7 年净利润复合增速 25% 的高增长。目前公司拥有与海天老干妈旗鼓相当的渠道价值。同时，公司改变思路，与其坐等国企改革不如主动出击，通过研发高毛利率新品、通过并购泡菜企业，同时加速寻找新的合适的并购标的，做大佐餐开味菜行业。从新品销售、并购标的的整合速度来看，我们认为今年业绩将重新提速。同时我们预计国企改革依然会推进。建议买入。不考虑新的并购，预计 2016/17 年 EPS0.58 元/0.68 元，增速 20%/15%，目前股价对应 29X/25X。

### 风险提示

- 并购规模和速度低于预期

### 附股权结构

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。东兆长泰投资集团有限公司持股 28%、核心管理层周斌全、向瑞玺、肖大波、赵平、毛翔、童敏、张显海、贺云川、黄正坤等价购买了涪陵榨菜 10%股份。

2010 年 11 月，公司上市后，国资委持股比例下降至 35.57%，东兆持股比例下降至 20.77%。管理层持股比例下降至 7.42%。

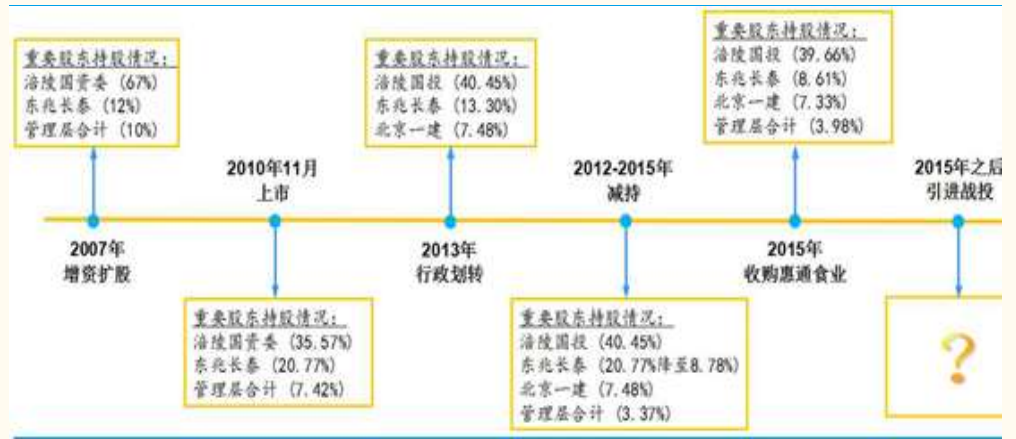
2013 年 9 月，重庆市涪陵区国资委持有的 35.57%股权行政划转至重庆市涪陵国有资产投资经营有限公司，至此，重庆市涪陵国有资产投资经营有限公司持有上市公司 40.45%股权。

2012-2015 年期间，东兆长泰投资集团有限公司陆续减持，持股比例下降到 8.78%。

2015 年公司以现金+股权方式收购惠通业公司。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，东兆长泰投资集团公司剩余股权转让给实力较强的国际食品企业，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

**图表 2: 财务预测**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>846</b>	<b>906</b>	<b>931</b>	<b>1,114</b>	<b>1,319</b>	<b>1,542</b>	货币资金	511	383	259	450	361	478
增长率		7.1%	2.7%	19.7%	18.4%	16.9%	应收款项	15	7	9	11	13	16
主营业务成本	-511	-522	-521	-612	-722	-839	存货	114	142	175	185	217	253
% 销售收入	60.4%	57.6%	56.0%	55.0%	54.7%	54.4%	其他流动资产	64	171	265	63	74	86
毛利	335	384	410	502	597	704	流动资产	704	702	709	709	666	832
% 销售收入	39.6%	42.4%	44.0%	45.0%	45.3%	45.6%	% 总资产	54.2%	51.2%	42.7%	39.8%	35.1%	37.6%
营业税金及附加	-10	-11	-12	-14	-17	-20	长期投资	0	0	2	3	2	2
% 销售收入	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	固定资产	518	560	761	929	1,083	1,224
营业费用	-153	-204	-189	-223	-270	-324	% 总资产	39.9%	40.8%	45.9%	52.2%	57.0%	55.3%
% 销售收入	18.1%	22.6%	20.3%	20.0%	20.5%	21.0%	无形资产	62	93	169	138	146	155
管理费用	-33	-40	-46	-55	-65	-76	非流动资产	595	670	951	1,072	1,233	1,382
% 销售收入	3.8%	4.4%	5.0%	4.9%	4.9%	4.9%	% 总资产	45.8%	48.8%	57.3%	60.2%	64.9%	62.4%
息税前利润 (EBIT)	139	129	163	210	245	284	<b>资产总计</b>	<b>1,299</b>	<b>1,372</b>	<b>1,660</b>	<b>1,781</b>	<b>1,899</b>	<b>2,215</b>
% 销售收入	16.5%	14.2%	17.5%	18.8%	18.6%	18.4%	短期借款	0	0	4	0	0	83
财务费用	14	13	7	7	8	6	应付款项	158	130	169	193	228	267
% 销售收入	-1.7%	-1.4%	-0.8%	-0.7%	-0.6%	-0.4%	其他流动负债	26	18	18	87	91	95
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	流动负债	184	148	191	280	319	445
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	2	5	5	5	5	其他长期负债	76	85	94	0	0	0
% 税前利润	0.2%	1.5%	2.8%	2.2%	1.9%	1.7%	<b>负债</b>	<b>260</b>	<b>232</b>	<b>285</b>	<b>280</b>	<b>319</b>	<b>446</b>
营业利润	154	144	175	222	258	295	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,039</b>	<b>1,140</b>	<b>1,375</b>	<b>1,501</b>	<b>1,580</b>	<b>1,769</b>
营业利润率	18.2%	15.9%	18.8%	19.9%	19.6%	19.1%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	11	12	9	3	3	3	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,299</b>	<b>1,372</b>	<b>1,660</b>	<b>1,781</b>	<b>1,899</b>	<b>2,215</b>
税前利润	165	156	185	225	261	298	<b>比率分析</b>						
利润率	19.5%	17.2%	19.8%	20.2%	19.8%	19.3%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-24	-24	-27	-33	-38	-44	<b>每股指标</b>						
所得税率	14.6%	15.2%	14.8%	14.7%	14.7%	14.7%	每股收益	0.907	0.655	0.478	0.584	0.678	0.773
净利润	141	132	157	192	223	254	每股净资产	6.701	5.656	4.181	4.564	4.805	5.378
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.289	0.542	0.744	1.424	0.839	0.982
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>141</b>	<b>132</b>	<b>157</b>	<b>192</b>	<b>223</b>	<b>254</b>	每股股利	0.000	0.300	0.350	0.200	0.200	0.200
净利率	16.6%	14.6%	16.9%	17.2%	16.9%	16.5%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	13.54%	11.58%	11.45%	12.79%	14.11%	14.37%
							总资产收益率	10.83%	9.62%	9.48%	10.78%	11.74%	11.48%
							投入资本收益率	11.46%	9.58%	10.00%	11.92%	13.23%	13.08%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	18.74%	7.12%	2.67%	19.70%	18.40%	16.95%
							EBIT增长率	6.72%	-7.62%	26.40%	28.96%	16.78%	15.93%
							净利润增长率	11.22%	-6.15%	19.23%	22.05%	16.12%	13.98%
							总资产增长率	15.64%	5.65%	21.00%	7.30%	6.64%	16.60%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	1.8	2.1	1.2	1.2	1.2	1.2
							存货周转天数	81.4	89.4	111.0	110.0	110.0	110.0
							应付账款周转天数	43.8	39.7	36.5	36.5	36.5	36.5
							固定资产周转天数	195.2	203.3	281.5	283.3	276.3	264.9
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-49.17%	-33.58%	-18.55%	-29.96%	-22.84%	-22.25%
							EBIT利息保障倍数	-9.7	-10.0	-21.8	-28.6	-29.2	-48.1
							资产负债率	20.02%	16.94%	17.17%	15.71%	16.80%	20.14%

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	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

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
2	2015-11-02	增持	18.65	20.00~22.00

来源：国金证券研究所

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



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 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 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%以上。

**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