

推荐 (维持)

涪陵榨菜 (002507) 2016 年年报点评

风险评级：一般风险

榨菜营收稳健增长，泡菜营收大增

2017 年 3 月 31 日

投资要点：

李一凡

SAC 执业证书编号：

S0340513120001

电话：0755-23616031

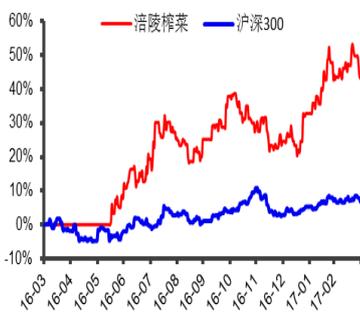
邮箱：liyifan@dgzq.com.cn

主要数据

2017 年 3 月 30 日

收盘价(元)	15.38
总市值(亿元)	80.90
总股本(亿股)	5.26
流通股本(亿股)	3.01
ROE(TTM)	16.42%
12 月最高价(元)	16.71
12 月最低价(元)	9.95

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

事件：涪陵榨菜(002507)公布的2016年年报显示，公司实现营业收入11.21亿元，同比增长20.43%，实现归属于上市公司股东的净利润2.57亿元，同比增63.46%，实现EPS0.49元。2016年实现营收和净利同比增长，主要由于榨菜产品销量同比略有上升；本报告期并入了惠通食业全年收入，上年同期只纳入了第四季度的收入；收到计入当期损益的政府补贴较同期也有所增加。

点评：

- **Q4营收增速明显放缓，净利大增。**2016Q4公司实现营业收入1.92亿元，同比增1.25%，增速明显放缓，主要由于惠通并表增加收入影响消失所致。2016Q4实现归母净利润0.6亿元，同比大增306%，主要由于销售费用大幅减少92%，以及营业外收入大幅200%所致。
- **榨菜营收稳健增长，毛利率提升；泡菜营收大增。**2016年公司食品加工实现营业收入11.2亿元，同比增加20.33%，毛利率46.16%，同比大幅提升2.07pct，主营收入同比快速增长主要得益于榨菜产品同比销售量上升以及报告期新增加了惠通食业的销售收入，毛利率大幅提升主要由于榨菜产品结构升级所致。具体看，榨菜营收10.1亿元，同比增长16.63%，毛利率46.49%，同比大幅提升1.1pct；海带、萝卜丝等其他佐餐开胃菜营收4484万元，同比增长24.39%；榨菜酱油营收218万元，同比增加49.09%；泡菜营收5581万元，同比大增164%。
- **各区销售普遍增长，毛利率普遍提升。**2016年，华北销售大区营收12.5亿元，同比大增11.11%，毛利率45.31%，同比提升1.94pct；东北销售大区营收5103万元，同比减2.79%，毛利率33.32%，同比增1.98pct；华东销售大区营收1.26亿元，同比大增35.80%，毛利率46.48%，同比增0.17pct；华中销售大区营收1.26亿元，同比增23.65%，毛利率47.24%，同比大增2.91pct；西南销售大区营收1.13亿元，同比增28.94%，毛利率43.49%，同比增1.25pct；西北销售大区营收9136万元，同比增10.94%，毛利率45.74%，同比减1.56pct；中原销售大区营收9150万元，同比增4.97%，毛利率47.64%，同比增1.69pct；华南销售大区营收3.84亿元，同比增27.05%，毛利率48.16%，同比大增3.20pct。
- **期间费用率下降明显，净利率大增，现金流表现优秀。**2016年公司毛利率达45.78%，较去年同期提升1.75pct，主要由于产品结构升级所致。2016年费用率出现较为明显的下滑，整体费用率20.19%，同比减少4.24pct。其中销售费用率15.88%，同比降4.38pct；管理费用率4.64%，同比降0.33pct；财务费用率-0.33%，同比升0.47pct。同期公司净利率22.95%，同比大增近6pct。2016年经营活动产生的现金流净额为4.03亿元，同比大增64.7%。

- **投资建议：维持“推荐”评级。**预计 2017/2018 年每股收益分别为 0.55 元、0.66 元，对应 PE 为 28 倍、23 倍。维持“推荐”评级。
- **风险提示：**食品安全问题，新品推广不达预期，原材料价格大幅上涨。

图 1：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2015A	2016A	2017E	2018E
营业总收入	931	1,121	1,401	1688
营业总成本	761	854	1,073	1295
营业成本	521	608	758	912
营业税金及附加	12	19	18	22
销售费用	189	178	231	287
管理费用	46	52	70	84
财务费用	-7	-4	-4	-10
其他经营收益	5	8	5	5
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	5	8	5	5
营业利润	175	276	333	398
加 营业外收入	13	35	13	13
减 营业外支出	3	5	3	3
利润总额	185	306	343	408
减 所得税	27	49	53	61
净利润	157	257	290	347
减 少数股东损益	0	0	0	0
归母公司所有者的净利润	157	257	290	347
基本每股收益(元)	0.30	0.49	0.55	0.66

数据来源：Wind，东莞证券研究所

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。本报告清晰准确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：

东莞证券为全国综合性证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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股份有限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 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn