

收购成都新繁 80% 股权 正式进入调味品领域

公司简报

◆ 事件

公司发布公告 11 月 3 日与成都新繁食品有限公司及其自然人股东余帅、杨跃华、喻百川签订《股权转让和增资扩股框架协议》，拟受让成都新繁 80% 的股份，同时交易完成后公司与自然人余帅将同比例向成都新繁增资，使其注册资金由 3000 万元增加至 5000 万元。

◆ 正式进入调味品领域，估值盈利有望双提升

据悉，成都新繁始创于 1987 年，是国内泡菜行业龙头企业之一，主营产品系列包括泡菜、佐料、豆制品、野山珍调味品等，其是国内首批将泡菜工业化、商品化的企业，同时也是在泡菜行业中率先通过国际质量认证实现大规模出口的企业。公司旗下拥有新繁、新飞、宴友、云里红、宴侑等产品品牌，其中主导产品新繁牌泡菜先后被评为“四川名牌”、“四川省著名商标”、“四川老字号”等荣誉称号，拥有较高的品牌知名度。公司销售渠道覆盖了全国各地大中城市超过 6000 家商场、超市、批发市场，同时出口到美国、加拿大、日本等 20 多个海外国家。2010 年成都新繁实现销售收入 2.5 亿元，实现利税总额 1600 万元。

此次公司宣布收购成都新繁 80% 股权，正式拉开进入调味品领域的序幕，我们认为至少将从以下几方面产生影响：（1）从品种盐到最终的调味品，公司盐化工产业链将得到进一步延伸，同时产品附加值和盈利能力也得到提高，有望形成新的利润增长点；（2）成都新繁作为国内泡菜行业龙头企业，经过多年经营已经具有较强的品牌效应和完善的销售渠道，管理层在消费品营销方面经验丰富，此次公司通过控股成都新繁将为未来盐业专营放开后品种盐业务的全国化推广打下基础；（3）通过此次收购公司将从传统的化肥和化工领域逐步向调味品这一大众消费品领域延伸，有望实现成功转型。

◆ 维持“买入”评级

暂不调整盈利预测，维持对公司 14~16 年 EPS 为 0.42 元、0.59 元和 0.77 元的业绩预测，维持“买入”评级。

◆ 风险提示：盐业改革政策力度不达预期。

业绩预测和估值指标

指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	3,425	3,849	4,362	5,578	6,976
营业收入增长率	5.64%	12.38%	13.34%	27.88%	25.06%
净利润(百万元)	122	107	140	194	254
净利润增长率	-44.61%	-12.84%	31.50%	38.25%	30.85%
EPS(元)	0.37	0.32	0.42	0.59	0.77
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.43%	4.67%	5.95%	7.77%	9.50%
P/E	48	55	42	30	23
P/B	3	3	2	2	2

买入(维持)

当前价/目标价: 17.74/21.00 元

目标期限: 6 个月

分析师

毛伟(执业证书编号: S0930513080003)

021-22169329

maowei@ebsec.com

周南(执业证书编号: S0930514080004)

021-22169158

zhounan@ebsec.com

市场数据

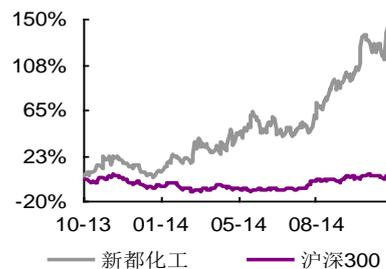
总股本(亿股): 3.31

总市值(亿元): 58.73

一年最低/最高(元): 7.70/19.39

近 3 月换手率: 47.34%

股价表现(一年)

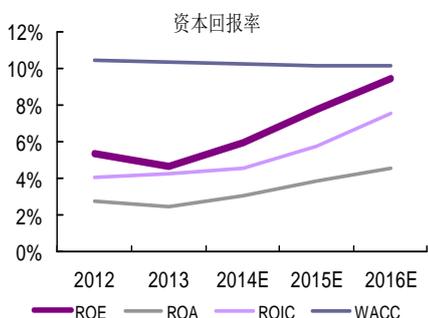
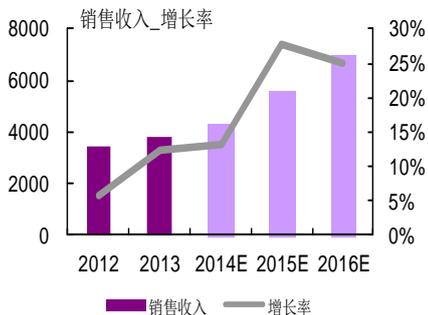
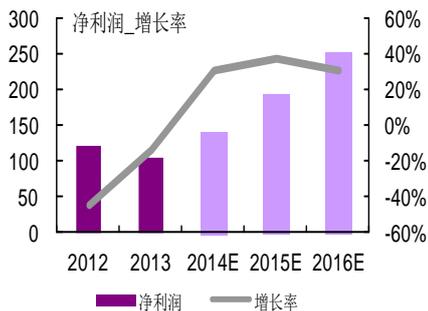
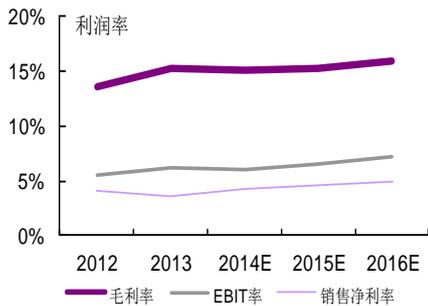


收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.63	43.76	121.18
绝对	3.14	51.62	126.53

相关研报

主要看点品种盐业务继续高增长
2014-10-26
 品种盐业务继续高增长
2014-08-25
 与贵盐集团合作再升级 推动多品种盐高增长
2014-08-09



利润表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3,425	3,849	4,362	5,578	6,976
营业成本	2,961	3,259	3,700	4,725	5,862
折旧和摊销	141	187	352	387	425
营业税费	13	18	20	22	28
销售费用	78	120	148	190	237
管理费用	168	200	218	279	349
财务费用	81	78	54	64	68
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-7	-11	-5	-5	-5
营业利润	101	151	208	292	425
利润总额	195	200	249	345	464
少数股东损益	21	34	47	65	94
归属母公司净利润	122.41	106.69	140.30	193.97	253.81

资产负债表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
总资产	5,040	5,568	5,961	6,709	7,481
流动资产	2,167	1,789	1,917	2,434	3,014
货币资金	616	354	393	502	628
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	61	111	104	132	166
应收票据	114	98	87	112	140
其他应收款	19	24	22	28	35
存货	914	747	798	1,023	1,274
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	18	6	4	1	-1
固定资产	942	2,569	2,569	2,587	2,606
无形资产	271	454	451	448	445
总负债	2,668	3,169	3,441	3,986	4,489
无息负债	1,339	1,625	1,698	2,126	2,612
有息负债	1,329	1,545	1,743	1,860	1,877
股东权益	2,372	2,399	2,520	2,722	2,992
股本	331	331	331	331	331
公积金	1,327	1,331	1,345	1,364	1,389
未分配利润	583	605	665	783	934
少数股东权益	117	115	162	226	320

现金流量表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	-7	291	582	736	878
净利润	122	107	140	194	254
折旧摊销	141	187	352	387	425
净营运资金增加	-527	-312	62	88	95
其他	256	309	28	67	103
投资活动产生现金流	-630	-558	-623	-623	-623
净资本支出	-636	-586	-620	-620	-620
长期投资变化	18	6	3	3	3
其他资产变化	-12	21	-5	-5	-5
融资活动现金流	289	22	79	-4	-129
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	407	215	199	117	17
无息负债变化	154	285	73	429	486
净现金流	-349	-246	39	109	126

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	5.64%	12.38%	13.34%	27.88%	25.06%
净利润增长率	-44.61%	-12.84%	31.50%	38.25%	30.85%
EBITDA/EBITDA 增长率	-24.50%	29.81%	44.69%	20.79%	23.62%
EBIT/EBIT 增长率	-40.83%	27.80%	10.91%	35.38%	38.16%
估值指标					
PE	48	55	42	30	23
PB	3	3	2	2	2
EV/EBITDA	22	18	13	11	9
EV/EBIT	38	32	30	23	17
EV/NOPLAT	52	45	40	31	23
EV/Sales	2	2	2	1	1
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	13.54%	15.34%	15.17%	15.30%	15.97%
EBITDA 率	9.62%	11.11%	14.19%	13.40%	13.25%
EBIT 率	5.49%	6.25%	6.11%	6.47%	7.15%
税前净利润率	5.71%	5.19%	5.72%	6.18%	6.65%
税后净利润率 (归属母公司)	3.57%	2.77%	3.22%	3.48%	3.64%
ROA	2.84%	2.53%	3.14%	3.86%	4.65%
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.43%	4.67%	5.95%	7.77%	9.50%
经营性 ROIC	4.08%	4.32%	4.61%	5.83%	7.60%
偿债能力					
流动比率	1.20	0.78	0.75	0.78	0.84
速动比率	0.69	0.46	0.44	0.45	0.48
归属母公司权益/有息债务	1.70	1.48	1.35	1.34	1.42
有形资产/有息债务	3.57	3.29	3.14	3.35	3.73
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.37	0.32	0.42	0.59	0.77
每股红利	0.25	0.20	0.17	0.23	0.32
每股经营现金流	-0.02	0.88	1.76	2.22	2.65
每股自由现金流(FCFF)	0.56	0.29	-0.38	-0.16	0.25
每股净资产	6.81	6.90	7.12	7.54	8.07
每股销售收入	10.35	11.63	13.18	16.85	21.07

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

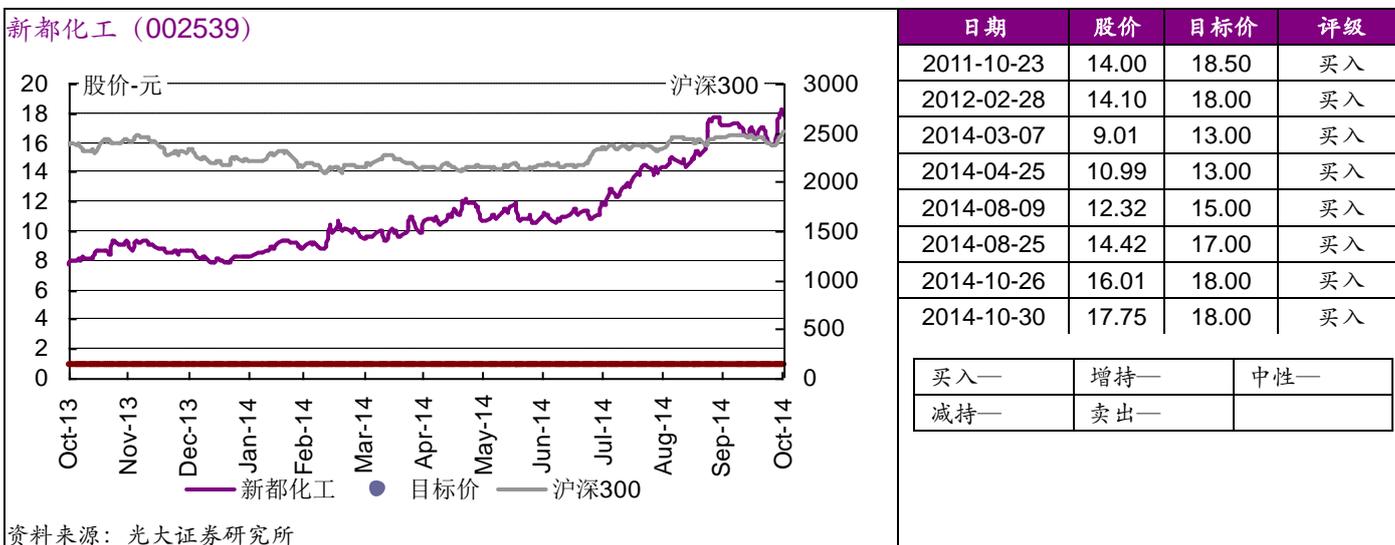
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

毛伟，浙江大学高分子系学士，中科院化学所博士，2008年起先后在东海证券，兴业证券从事化工行业研究，所在团队获得2011、2012年度新财富及水晶球奖基础化工行业第一名。目前负责化工研究团队。覆盖公司：万华化学、三友化工、金正大、宏大爆破、沧州明珠、巨化股份、联化科技、金发科技、正和股份、新安股份、江南化工、诺普信、华鲁恒升、升华拜克等等。

周南，厦门大学化学学士，南京大学无机化学硕士，目前从事化工行业研究，熟悉化肥板块相关上市公司，包括华鲁恒升、鲁西化工、金正大、史丹利等。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
 - 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
 - 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
 - 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
 - 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
 - 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
- 市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易部 机构业务部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	郝辉	010-58452028	-	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	-	huangyi@ebsecn.com
	梁晨	-	-	liangchen@ebsecn.com
	刘公直	010-58452029	-	liugongzhi@ebsecn.com
	严非	021-22169086	-	yanfei@ebsecn.com
上海	周薇薇	021-22169087	-	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebsecn.com
	李强	021-22169131	-	liqiang88@ebsecn.com
	奚亦扬	021-22169091	-	xiyy@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	-	zhanggong@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	-	luodj@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83553559	-	lixxy1@ebsecn.com
深圳	黄鹏华	0755-83553249	-	huanglh@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	-	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋	-	-	wangyuanfeng@ebsecn.com
	机构客户业务部	姓名	办公电话	手机
	濮维娜(总经理)	021-62152373	13611990668	puwn@ebsecn.com
上海	张辉	021-22167108	13611990668	zhanghui1@ebsecn.com
	计爽	021-22167101	18621181721	jishuang@ebsecn.com
	吉喆	021-22169129	18918212345	jizhe@ebsecn.com
北京	朱林	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebsecn.com
	徐放	010-56513051	18618469955	xufang@ebsecn.com
国际业务	陶奕(副总经理)	021-62152393	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	威德文(执行董事)	021-22169152	13585893550	qidw@ebsecn.com
	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebsecn.com