

## 涪陵榨菜 (002507.SZ)

## 食品行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

市价(人民币): 19.90元  
目标(人民币): 20.85-23.35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)	79.98
总市值(百万元)	30.84
年内股价最高最低(元)	22.45/13.28
沪深300指数	2335.79
中小板指数	4827.85



## 相关报告

1. 《收入稳健增长, 毛利率上升拉动业绩快速提升》, 2012.7.13
2. 《榨菜走向全国, 综合调味品或是未来定位》, 2012.4.23

**陈钢** 分析师 SAC 执业编号: S1130511030031  
(8621)61038215  
cheng@gjzq.com.cn

**肖喆** 联系人  
(8621)61038276  
xiaozhe@gjzq.com.cn

**赵晓媛** 联系人  
(8621)61038227  
zhaoxxy@gjzq.com.cn

**钟凯锋** 联系人  
(8621)60870959  
zhongkf@gjzq.com.cn

## 原材料红利将贯穿全年, 收入将保持稳健增长

## 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.360	0.570	0.834	0.973	1.198
每股净资产(元)	5.41	5.68	7.34	7.71	8.31
每股经营性现金流(元)	0.73	0.76	0.66	0.92	1.11
市盈率(倍)	75.46	25.93	23.86	20.45	16.61
行业优化市盈率(倍)	132.45	104.55	104.55	104.55	104.55
净利润增长率(%)	34.15%	58.59%	46.20%	16.70%	23.14%
净资产收益率(%)	6.65%	10.05%	9.03%	10.04%	11.46%
总股本(百万股)	155.00	155.00	155.00	155.00	155.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 涪陵榨菜发布中报, 12H1 实现收入 3.67 亿元, 同比增长 11.17%, 归属母公司净利润达到 0.58 亿元, 大幅提升 52.40%, 符合我们的预期。
- 分季度业看, 12Q2 实现收入 1.88 亿元, 同比增长 13.28%, 归属母公司净利润达到 0.34 亿元, 同比增长 55.68%。

## 经营分析

- **业绩增长来源分析 1: 毛利率提升是主因, 预计原材料红利将贯穿全年。** 我们于之前的报告中预计上半年毛利率将提升 4% 左右, 而中报显示, 毛利率大幅提升了 4.69% (详见 7 月 13 日的报告《收入稳健增长, 毛利率上升拉动业绩快速提升》), 毛利率大幅提升是上半年净利率大幅上升 4.28% 的主因。12 年公司的主要原材料青菜头波动较为明显, 从公开资料来看, 今年青菜头的收购价格有所回落 (预计在 10%-15%), 造成公司业绩的波动, 青菜头一般每年 9 月播种, 2 月销售, 公司今年全年的成本都会处于低位, 从而带动全年的毛利率处于高位, 原材料红利有望贯穿全年。
- **业绩增长来源分析 2: 榨菜收入进入稳定增长阶段, 品类延伸成为未来看点。** 公司目前已经基本完成了全国化布局, 目前拥有一级经销商 1000 多家, 地级市已完成了大部分覆盖, 平均对应于每个地级市拥有 3-4 个经销商, 已经属于布局较为完善的阶段, 公司的增长将更多的来自于现有区域的下沉以及渠道的精耕, 这一阶段, 相较于空白区域拓展阶段来说, 属于渐进式增长阶段, 增长速度将保持相对稳定, 预计全年的销量增长速度仍将保持这一态势。公司在积极进行品类延伸, 利用自己的网络作为乘数放大器提供新的增长极, 但目前公司的非榨菜产品体量还比较小, 2012H1 仅为 253.5 万元, 还需等待能够引爆网络的单品。
- **二股东减持冲击有限:** 公司第二大股东东兆长泰转让 1159.2 万股于北京一建, 转让价格为 5.83 元 (2012/7/30 收盘价的 29.3%), 公司随即于 7 月 27 日承诺, 自愿锁定股份一年, 期限为 2013/7/26 日为止。此次减持对资本市场信心造成一定冲击, 但我们认为目前股价反映已充分反映了这部分的担忧, 自愿锁定承诺将有助于稳定投资者信心。

## 投资建议

- 我们预计公司 12-14 年 EPS 分别为 0.83、0.97、1.20 元, 同比增长 46.20%、16.70%、23.14%。考虑到公司作为榨菜行业的绝对龙头地位下的议价能力与成长性, 给予公司 12 年 25-28 倍的估值, 对应目标价为 20.85-23.35 元, 给予“增持”评级。

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	2	5	5	10
增持	0	1	1	1	6
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.33	1.22	1.20	1.29

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-04-23	增持	17.51	19.33 ~ 21.64
2 2012-07-13	增持	22.38	N/A

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:**

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	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B