



渠道建设持续推进、收入增速有望逐季回升

2013.05.17

王健超(高级分析师)

电话: 020-88836121

邮箱: wangjc_a@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310512070006

谨慎推荐(首次)

现价: 25.30元

目标价: 27.70元

股价空间: 9.5%

食品饮料行业

投资要点:

● 有别于市场的观点:

涪陵榨菜已经锁定细分行业龙头的地位。未来两年,公司将重点落实产能扩张和渠道拓展下沉计划,并结合品牌升级和产品功能升级,实现公司“销售翻一番”的3-5年发展规划目标。

● 渠道拓展和下沉将推动13年营收增速逐季提升。

2012年公司营业收入低增速主要源于产品结构调整,砍掉了部分低毛利产品。13年产品结构调整完成后,收入增速将逐步恢复。13年前4月,东北、华北市场较去年已现明显改善,销售同比增速在大区排名领先。

公司制定了“销售翻一番”3-5年规划。13-14年公司将重点实施渠道拓展和下沉工作,2013年计划开发空白市场为139个地级市和505个县级市市场。截止到4月,相关的渠道合作方签约已经落实9成以上,新开发市场逐步开始调货,预计Q2-Q4公司营收增速逐季提升。

● 窖池扩建、产品提价将推动公司综合毛利率稳步提升。

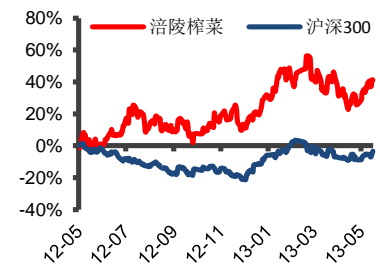
公司此前由于原料窖池容量较低,与公司产销量配比不足,从而青菜头收购价格的波动造成公司毛利率处于不稳定状态。目前,公司窖池容量已达到11万吨,较12年三季度增长了2万多吨,增强了原料供求平衡调剂能力。未来窖池容量还将继续提升。产品价格方面,公司产品仍有价格调整的空间。

● 升级产品功能和品牌宣传。

产品功能上,公司积极引导榨菜食用功能拓展。除了可以佐餐,榨菜还能作为蒸鱼、焖肉、褒汤、炒菜的食材,具备“替盐”功效。新消费功能拓展将引导消费者重复购买,实现榨菜人均消费量的提升。

品牌形象和包装方面,公司13年启用新形象及包装,基于涪陵榨菜的历史文化底蕴,使用国粹系列“中国红、京剧年谱、剪纸”等元素作为品牌形象,逐步更替此前张铁林的形象包装。从市场调研情况来看,消费者对于新包装的接受程度更高。

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
涪陵榨菜	11.5%	3.0%	5.4%
食品饮料	-4.7%	0.1%	-5.3%
沪深300	16.5%	3.4%	9.5%

基本资料

总市值(元)	39.22亿
总股本(股)	1.55亿
流通股比例	32.42%
资产负债率	14.09%
大股东	重庆市涪陵区 国有资产监督 管理委员会
大股东持股比例	35.57%



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

涪陵榨菜（002507）调研报告

● 盈利预测与估值

基于公司渠道建设项目的推进，公司 Q2-Q4 收入增速有望逐步回升。我们预计公司 13-14 年收入同比增速 13.7%、20.9%，净利润同比增速为 21.9%、21.4%，EPS 分别为 0.99、1.21 元，对应 PE 分别为 22.1、18.2 倍，给予“谨慎推荐”，目标价 27.7 元（对应 13 年 28 倍 PE）。

- **风险提示：**渠道开拓受阻、原料成本超预期上涨、食品安全风险。

涪陵榨菜盈利预测简表

主要财务指标	2011	2012	2013E	2014E
营业收入（百万元）	704.7	712.7	810.4	980.1
同比(%)	29.3%	1.1%	13.7%	20.9%
净利润（百万元）	88.4	126.5	154.1	187.2
同比(%)	58.6%	43.0%	21.9%	21.4%
ROE(%)	10.0%	13.3%	13.9%	14.5%
每股收益(元)	0.57	0.82	0.99	1.21
P/E	44.4	31.0	25.44	20.95
P/B	4.5	4.1	3.5	3.0
P/S	5.6	5.5	4.8	4.0

王健超（食品饮料行业，高级分析师）

西南财经大学金融学硕士、统计学学士。6年证券从业经验，具备较深厚的资本市场研究功底，善于挖掘行业和公司基本面变化带来的投资机会，并结合消费趋势的数量分析及商业模式的定性分析双维度判断公司的投资价值。

广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼

电 话：020-88836132，020-88836133

邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中 性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券投资咨询有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券有限责任公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券投资咨询有限公司所有。未获得广州广证恒生证券投资咨询有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券投资咨询有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG