

看好未来半年超额表现

涪陵榨菜 (002507.SZ)

推荐 维持评级

核心观点:

1. 事件

近日多个机构联合调研涪陵榨菜。

2. 我们的分析与判断

(一) 未来的销售发展规划惊人

公司表示, 未来的销售发展规划: 打到三线去, 解放全中国, 销售翻一番。公司将省会城市及人口在 200 万以上城市划分为一线城市, 50-200 万人城市划分为二线城市; 10-50 万人的城市划分为三线城市, 城镇人口不足 10 万, 但是具备开发条件的, 仍然可以开发。对战略经销商合作模式进行优化。征对成熟市场, 对有贡献战略经销商放低任务增长率, 保留或切分保留市场经销权, 保证其利益; 对空白市场和三线城市, 降低标准进行战略合作, 扩大经销商队伍; 把空白市场做起来 (二线城市销售额低于 30 万, 三线城市低于 10 万的也属空白市场), 对二、三线城市加任务加压力, 对资源不够或完不成任务的经销商, 重新整合重组。2013 年全国地级空白市场开发目标为 130 多个, 县级空白市场开发目标为 500 余个。目前新开发市场各项工作进展顺利, 新开发市场经销合同基本签订完毕, 部分市场已经开始打款并调货, 新的增长正在形成。

(二) 未来发展拟涉足其他行业

公司未来涉及行业选择基本原则为: (1) 该产品生产经营管理模式、销售渠道和模式与榨菜产品高度重合; (2) 该产品市场空间大, 拓展潜力广; (3) 该产品没有行业龙头, 没有强势品牌, 进入后能够很快做到第一或前三名。

根据公司发展规划, 公司目前主要立足榨菜, 在把榨菜市场做细做大做透的基础上, 向销售渠道和模式与公司现有销售渠道与模式高度重合的辣椒、泡菜、豆瓣等酱腌菜其它子品类和豆腐干等休闲食品类别发展。依靠公司品牌的影响力抢抓先机实现公司的跨越式发展。

3. 投资建议

维持 7 月 31 日《涪陵榨菜 (0002507): 看好营销深耕继续推动收入利润》观点, 随着限售股解禁时间渐行渐近, 看好经销商招新、渠道下沉与营销推广的收入推动作用, 预测 2013/14 年 EPS 为 1.03/1.26 元, “推荐”评级。

分析师

董俊峰 (首席)

☎: 010-66568780

✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511010002

周颖

☎: 010-83571301

✉: zhouying_yj@ChinaStock.com.cn

执业证书编号: S0130511090001

李琰

☎: 010-83571374

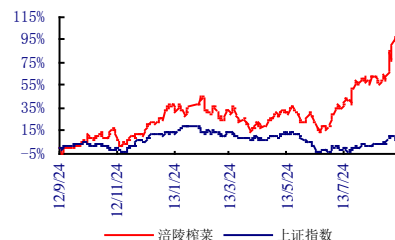
✉: liyan_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130513060001

市场数据 时间 2013.09.20

A 股收盘价(元)	37.30
A 股一年内最高价(元)	39.00
A 股一年内最低价(元)	18.10
上证指数	2191.85
市净率	6.07
总股本 (万股)	15500.00
实际流通 A 股(万股)	8385.74
限售的流通 A 股(万股)	7114.26
流通 A 股市值(亿元)	31.28

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

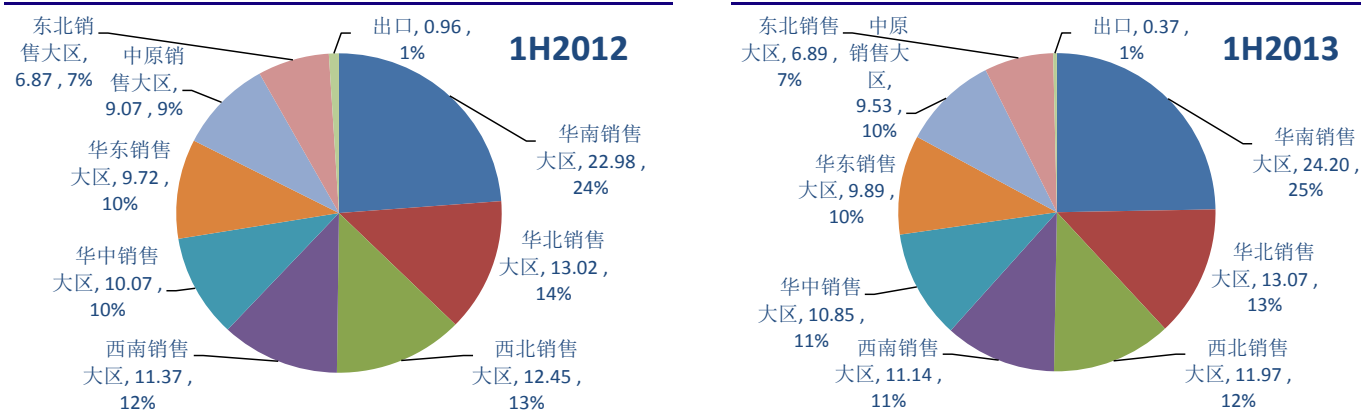
1. 食品饮料行业 2013 年下半年投资策略: 关注屌丝成功逆袭概率 20130708
2. 食品饮料行业 2013 年投资策略: 渐入个股时代 备战屌丝阶段 20121225

表：涪陵榨菜主营业务收入及占比一览

报告期	2010 年报	2011 年报	2012 年报	2011 中报	2012 中报	2013 中报
营业收入						
榨菜	527.40	686.38	678.31	320.43	351.70	398.62
其他佐餐开胃菜	3.10	3.39	13.12	1.56	2.15	6.46
榨菜酱油	0.71	0.86	0.99	0.33	0.38	0.47
营业成本						
榨菜	353.68	431.21	382.74	208.63	209.63	234.45
其他佐餐开胃菜	1.83	1.81	7.02	1.06	1.44	4.44
榨菜酱油	0.43	0.62	0.74	0.22	0.25	0.30
营业利润						
榨菜	173.72	255.17	295.57	111.80	142.07	164.17
其他佐餐开胃菜	1.27	1.58	6.10	0.50	0.71	2.02
榨菜酱油	0.29	0.24	0.26	0.11	0.13	0.17
毛利率						
榨菜(%)	32.94	37.18	43.57	34.89	40.40	41.18
其他佐餐开胃菜(%)	40.93	46.65	46.48	31.88	33.00	31.28
榨菜酱油(%)	40.31	27.87	25.83	33.01	35.00	35.42
收入构成						
榨菜(%)	96.76	97.40	95.18	97.10	95.87	96.23
其他佐餐开胃菜(%)	0.56	0.48	1.84	0.47	0.58	1.56
榨菜酱油(%)	0.13	0.12	0.14	0.09	0.10	0.11
利润构成						
榨菜(%)	100.95	101.86	100.61	100.44	101.50	101.12
其他佐餐开胃菜(%)	0.74	0.63	2.08	0.45	0.51	1.24
榨菜酱油(%)	0.17	0.10	0.09	0.10	0.10	0.10

资料来源：公司公告，银河证券研究部

图：涪陵榨菜 2012 与 2013 半年度主要销售区域对比



资料来源：公司公告，银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

中国银河证券食品饮料团队，第九届新财富最佳分析师。

董俊峰，食品饮料行业分析师（首席）。1994—1998 年消费品营销策划业四年从业经历、1998—1999 年超市业一年从业经历、2001 年至今证券业十年从业经历。清华大学硕士。2003 年首创消费品行业数量化研究模型《品牌渠道评级体系》，已获国家版权局著作权登记证书。

周颖，食品饮料行业分析师。2007 年至 2011 年 2 月在中信证券从事行业研究工作，2011 年 3 月至今在银河证券从事食品饮料行业研究工作。清华大学硕士。

李琰，食品饮料行业分析师。2010 年进入证券业工作，2012 年 5 月至今在银河证券从事食品饮料行业研究工作。英国雷丁大学硕士。

三人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 承诺以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
北京地区：高兴 83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn
北京地区：李笑裕 83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn