

涪陵榨菜(002507)

涪陵榨菜新股定价报告

发行价格: 预计 13.86-14.4 元

2010.11.04

 闫亚磊
 86-22-28451975
SAC 执业证书编号 S1150209100148
 yanyl@bhqz.com

核心观点:

- 榨菜行业龙头,市场占有率逐年提升
- 产品聚焦+全国销售体系建设

核心观点:

● 榨菜龙头企业,实现管理层持股

公司主营业务为榨菜产品、榨菜酱油和其他佐餐开胃菜等方便食品的研制、生产和销售,主导产品为乌江牌系列榨菜。本公司形成了年产 6.1 万吨榨菜产品的自有产能,成为中国最大的榨菜加工企业,榨菜腌菜制品全国市场占有率第一,2008 年约占全国榨菜销售市场的 13.69%。管理层持有公司股份数占发行前总股份的 10%。

● 榨菜消费市场稳步增长,市场集中度逐步提升

专家预测未来 10 年榨菜的消费市场年均增长率至少在 10%以上。增长动力一方面来自于收入水平提高带来的人均消费量的增长和消费人群的增长;另一方面来自于航空食品、方便食品等新消费领域的扩张。以公司为代表的较有影响力的前 9 名品牌市场占有率不到 20%,行业集中度低。但市场份额正逐步向优势企业集中

● 营销体制建设+合理的产品定位

为集中资源做大做强主要盈利品牌,公司将产品从百种压缩至 20 余种;同时公司在全国积累了 1000 多家一级经销商客户,销售网络覆盖全国 34 个省市自治区,264 个地市级市场。针对机关团体的团购活动也正在开展。产品聚焦+营销建设增强了公司产品竞争力,再加上优秀的产品质量和品牌基础,公司产品市场占有率逐年提升。

● 募投项目顺利投产可缓解公司产能紧张,提高公司竞争力

● 业绩预测

根据我们的测算,公司 10-12 年的 EPS 分别为 0.33 元、0.4 元和 0.48 元。

● 定价分析

预计公司上市后的价格区间应在 15.2-17.2 元之间。发行报价应在 13.86-14.4 元之间比较合理。上市首日价格预计 18 元。

(百万元,元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入	422	442	539	616	713
EBITDA	68	77	86	101	121
净利润	34	42	51	62	75
摊薄 EPS(元)	0.29	0.36	0.33	0.40	0.48
PE(X)	40.9	33.2	36.7	30.0	24.8
EV/EBITDA(X)	23.0	18.7	17.3	14.8	12.3
PB(X)	6.45	5.41	2.47	2.28	2.09
ROIC	9.42%	11.84%	6.41%	7.06%	7.84%
总资产周转率	0.90	0.90	0.76	0.63	0.67

关键数据

预计发行价	14 元
首日上市价	18 元
收益率	28.6%
一年目标价	15.2-17.2 元
询价区间	13.86-14.4 元

股本数据

A 股发行股数	4000 万股
发行后总股本	1.55 亿股

资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	52	86	476	470	473	营业收入	422	442	539	616	713
应收票据	0	10	0	0	0	营业成本	268	273	351	395	457
应收账款	30	3	3	4	4	营业税金及附加	4	5	6	6	7
预付款项	8	6	6	6	6	销售费用	83	92	97	114	128
其他应收款	19	12	15	17	19	管理费用	17	17	22	25	29
存货	68	59	76	85	99	财务费用	12	8	6	4	4
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	1	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资收益	0	0	0	0	0
固定资产	229	294	315	362	419	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	76	3	42	71	85	营业利润	36	48	58	72	87
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	3	1	1	1	1
无形资产	10	10	9	9	8	税前利润	40	49	60	73	88
长期待摊费用	0	0	0	0	0	减: 所得税	6	7	9	11	13
资产总计	494	484	942	1023	1113	净利润	34	42	51	62	75
短期借款	129	49	0	0	0	归属于母公司的净利润	34	42	51	62	75
应付票据	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付账款	8	21	16	23	24	基本每股收益	0.29	0.36	0.33	0.40	0.48
预收款项	9	34	45	57	72	稀释每股收益	0.29	0.36	0.33	0.40	0.48
应付职工薪酬	6	4	4	4	4	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
应交税费	5	0	3	3	3	成长性					
其他应付款	9	11	11	11	11	营收增长率	-3.1%	4.8%	22.0%	14.3%	15.6%
其他流动负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	14.4%	14.4%	14.9%	18.1%	20.1%
长期借款	101	100	100	100	100	净利润增长率	18.9%	23.0%	21.9%	22.5%	21.0%
负债合计	280	229	188	207	222	盈利性					
股东权益合计	214	255	754	816	891	销售毛利率	36.5%	38.2%	35.0%	35.9%	35.8%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	销售净利率	8.0%	9.4%	9.4%	10.1%	10.5%
净利润	34	42	51	62	75	ROE	15.8%	16.3%	6.7%	7.6%	8.4%
折旧与摊销	19	21	21	25	29	ROIC	9.42%	11.84%	6.41%	7.06%	7.84%
经营活动现金流	15	146	77	98	107	估值倍数					
投资活动现金流	-55	-12	-80	-100	-100	PE	40.9	33.2	36.7	30.0	24.8
融资活动现金流	42	-89	393	-4	-4	P/S	3.3	3.1	3.4	3.0	2.6
现金净变动	2	44	390	-6	3	P/B	6.45	5.41	2.47	2.28	2.09
期初现金余额	40	52	86	476	470	股息收益率	0.4%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	42	96	476	470	473	EV/EBITDA	23.0	18.7	17.3	14.8	12.3

1 公司概况

1.1 榨菜市场的领军企业

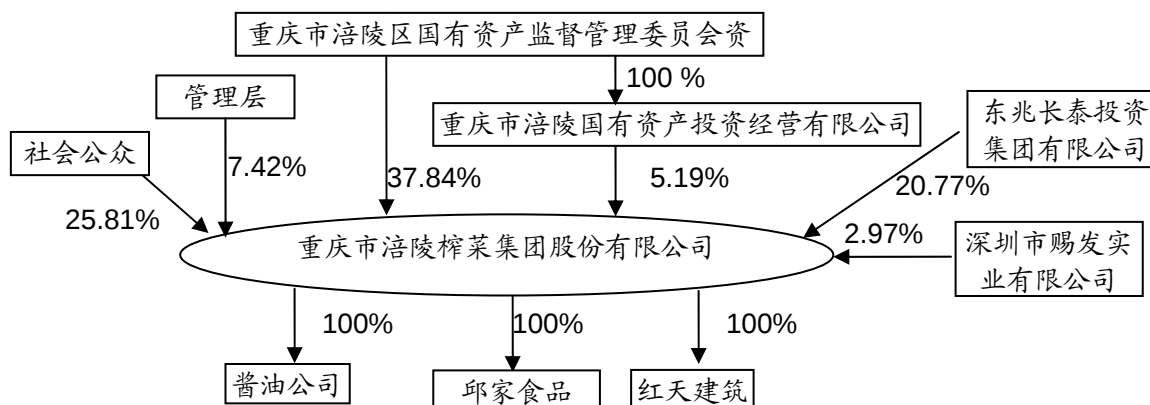
重庆市涪陵榨菜集团股份有限公司主营业务为榨菜产品、榨菜酱油和其他佐餐开胃菜等方便食品的研制、生产和销售，主导产品为乌江牌系列榨菜。依托涪陵地区为涪陵榨菜的原产地域优势，经过 20 多年的生产经营，本公司形成了年产 6.1 万吨榨菜产品的自有产能，成为中国最大的榨菜加工企业，榨菜腌菜制品全国市场占有率第一。

截止到 2010 年中期，公司及子公司拥有榨菜食品生产线 12 条、豆豉生产线 1 条、榨菜酱油生产线 1 条、乳化辅料生产线 1 条，已形成自有年产 6.1 万吨榨菜的生产能力，公司目前约占全国榨菜销售市场的 13.69%，为榨菜行业的龙头企业。

1.2 地区国资委控股 股权结构引进管理层

发行前公司总股本为 1.15 亿股，发行后公司总股本为 1.55 亿股。发行前后，实际控制人均为重庆市涪陵区国有资产监督管理委员会，发行前直接持有公司 51% 股权（发行后 37.84%），通过旗下全资子公司重庆市涪陵国有资产投资经营有限公司持股 7%（发行后 5.19%）。管理层持有公司股份数达 10%（发行后 7.42%），对其形成了有效激励。

图 1：涪陵榨菜股权结构图

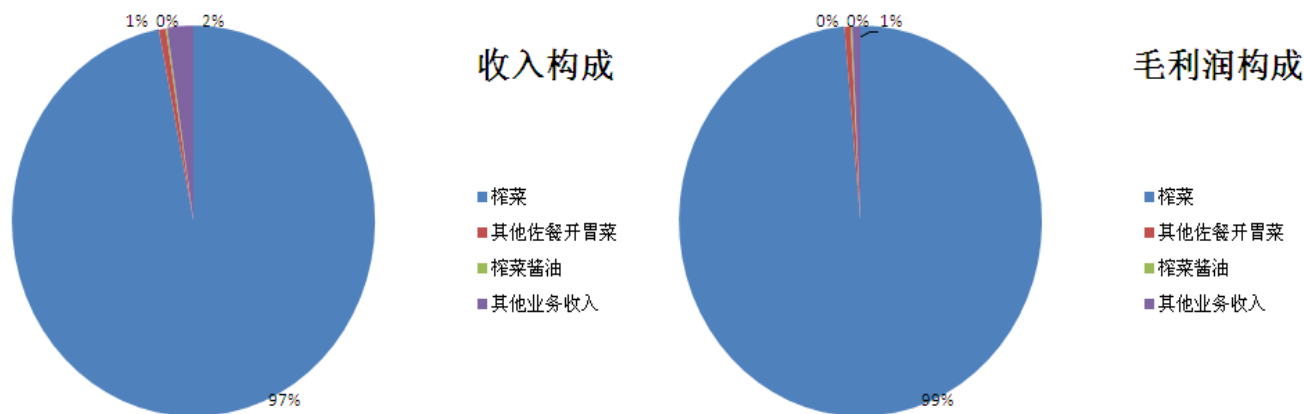


数据来源：公司公告，渤海证券研究所

2 公司主营业务分析

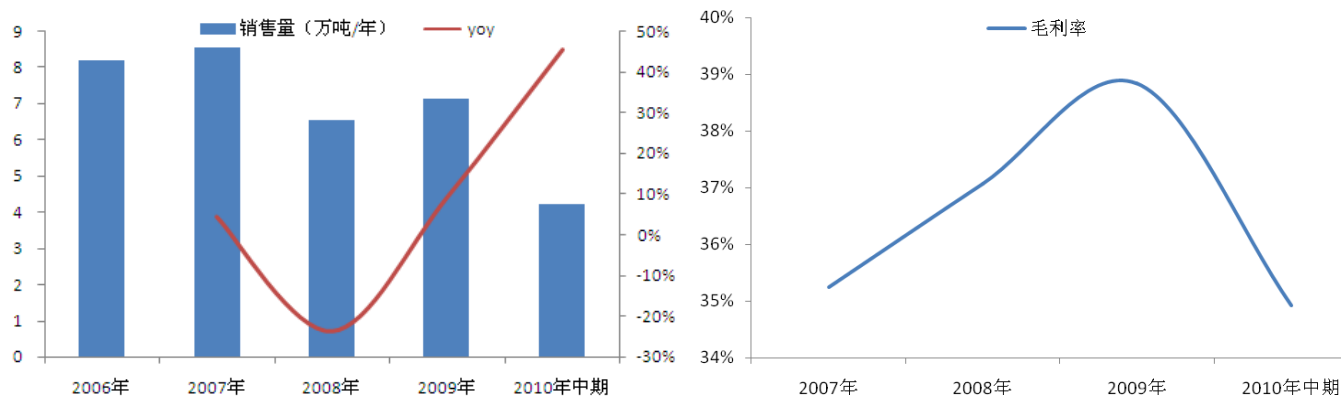
2.1 今年上半年收入增速改善，盈利能力持续增强

图 2：榨菜产品贡献收入、利润大头



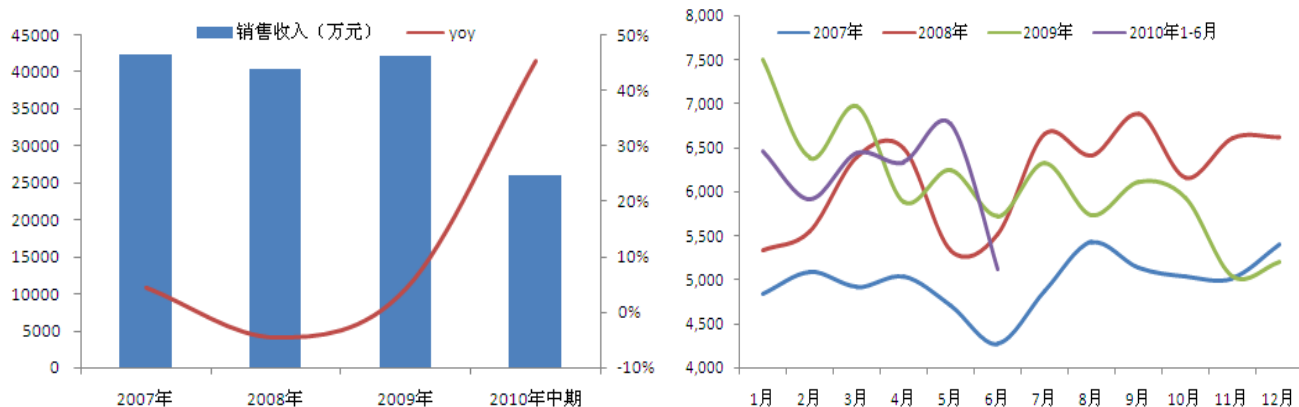
数据来源：招股说明书 渤海证券研究所

图 3：榨菜销量增速显著恢复，毛利率维持在 35%左右水平



数据来源：招股说明书 渤海证券研究所

图 4：调整产品结构，收入基本稳定，单价小幅上升

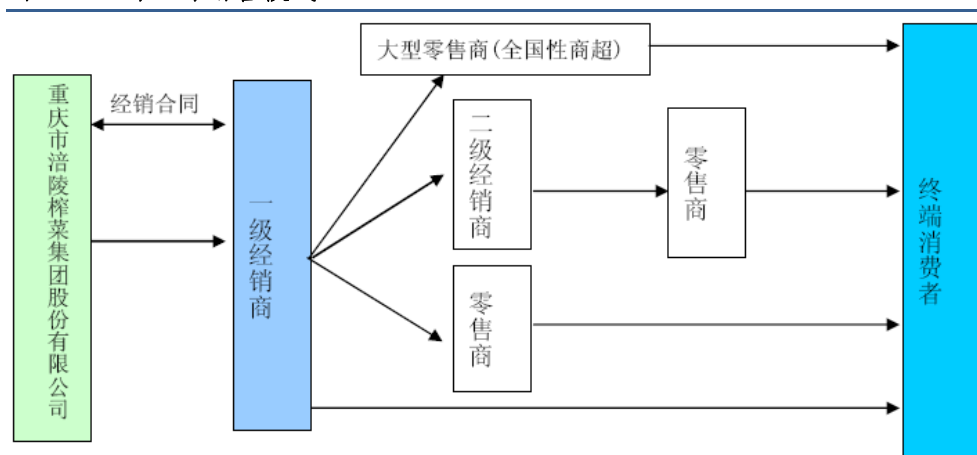


数据来源：招股说明书 渤海证券研究所

2.2 产品聚焦+营销建设导致市场占有率上升

公司原有产品种类达到百种以上，经过多年积累沉淀，同时为了集中资源做大做强主要盈利品种，公司压缩产品至 20 余种，增强了单个品种的竞争力以及公司对其的扶持能力。未来公司将会对现有产品进行深度挖掘创新，而不是通过增加产品种类的方式进行外延式扩张，打造盈利能力强的支柱性产品。

图 5：目前公司销售模式

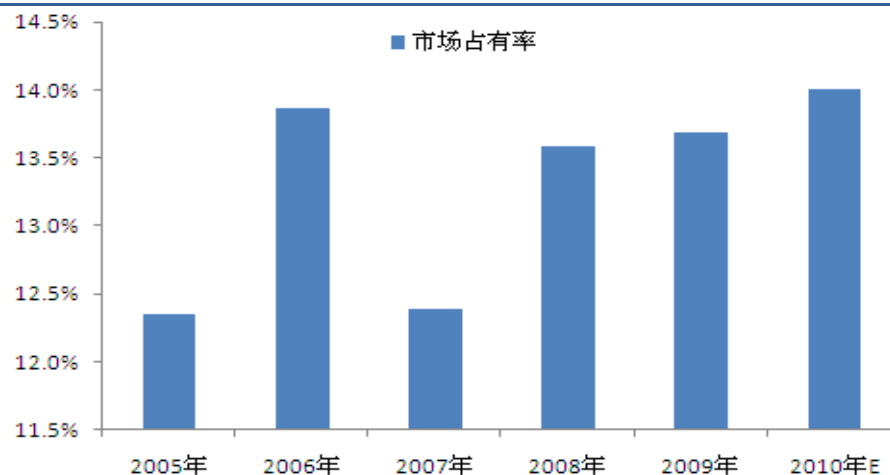


数据来源：招股说明书 渤海证券研究所

目前公司主要采取依靠经销商的方式进行产品销售。依靠多年经营积累，公司在全国已拥有 1000 多家忠实的一级经销商客户，销售网络覆盖了全国 34 个省市自治区，264 个地市级市场。公司对全国市场进行划片分区管理：在全国范围内设有 8 个销售大区、33 个办事处对经销商进行指导和管理。通过对经销商不断培育，本公司建立了多层次、长短渠道相结合经销制销售模式，提高了公司销售网络覆盖的广度和深度。目前针对机关团体的团购活动也正在开展。

产品聚焦+营销建设增强了公司产品的竞争力，再加上优秀的产品质量和品牌基础，近几年公司产品市场占有率逐年提升。

图 6：涪陵榨菜市场占有率逐年提升



数据来源：招股说明书 渤海证券研究所

3 榨菜消费市场稳步增长，市场集中度逐步提升

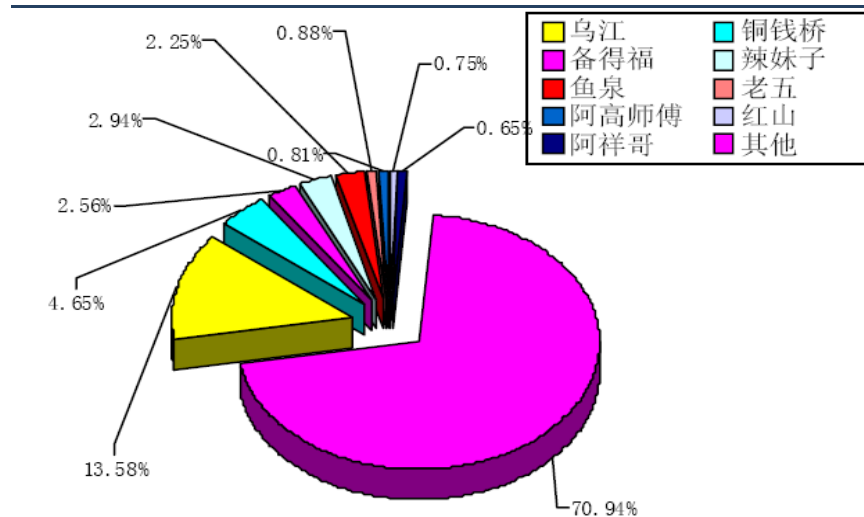
3.1 榨菜市场未来 10 年年均增长 10%以上

中国经济快速发展及城市化进程的加快，国际经济一体化及国际交流的发展，均促进榨菜产业的快速发展。榨菜行业 2005 至 2007 年保持了年均 15% 的增长速度，虽然 2008 年受金融危机影响榨菜行业产销量下降明显，随着中国经济复苏和产业升级加快，榨菜行业将很快恢复到 2007 年水平。**据专家预测，未来 10 年榨菜的消费市场年均增长率至少在 10% 以上。**增长动力一方面来自于收入水平提高带来的人均消费量的增长和消费人群的增长；另一方面来自于航空食品、方便食品等新消费领域的扩张。随着行业工业化进程和市场集中度的提升，目前榨菜加工企业销售净利润率已提高到 5% 左右，但仍处于偏低水平。

3.2 分散度高，但市场份额向优势企业集中

2008 年国内榨菜总销量约 48 万吨，其中小包装榨菜 28 万吨。其中以公司为代表的前 9 名品牌仅占有市场份额不到 20%，其他各种小品牌占将近 80%。显示出行业集中度低，竞争激烈。但是随着消费者对食品安全认识的逐步加深以及收入水平的提升，市场份额正逐步向优势企业集中。

图 7：08 年主要榨菜品牌市场占有率



数据来源：公司招股说明书 渤海证券研究所

3.1 原料供给决定生产加工的地域性

榨菜加工企业的主要原材料为青菜头，青菜头独特的生长特性决定了其产地主要集中在重庆、浙江、四川、湖南、湖北等省份，尤其以重庆、浙江最多。目前，我国青菜头种植面积约 125 万亩，分布情况：重庆 75 万亩（其中涪陵区 57 万亩）；浙江 30 万亩（其中余姚 12 万亩）；四川 10 万亩；国内其他地区 10 万亩。原材料的地域性决定了主要加工能力集中在重庆和浙江地区。

4 募投项目介绍

表 1: 本次募集资金投资项目具体情况

序号	项目名称	项目总投资额 (万元)	拟使用募集资金 额(万元)	项目备案情况
1	年产 4 万吨榨菜食品生产线项目	18,655	14,649	已取得重庆市涪陵区经济委员会 307102C141113457 号备案证
2	榨菜计量包装自动化改造项目	7,605	5,005	已取得重庆市涪陵区经济委员会 308102C141313469 号备案证
3	年产 5,000 吨榨菜乳化辅料生产线项目	4,811	4,346	已取得重庆市涪陵区经济委员会 308102C141113470 号备案证
合 计		31,071	24,000	-

数据来源: 公司公告, 渤海证券研究所

本次公开发行募集资金在扣除发行费用后, 将按照上表项目顺序投入到三个项目: “年产 4 万吨榨菜食品生产线项目”、“榨菜计量包装自动化改造项目”和“年产 5000 吨榨菜乳化辅料生产线项目”。

年产 4 万吨榨菜食品生产线项目: 项目计划 2 年建成, 其中项目准备期 6 个月, 项目建设期 18 个月; 项目达产后年需青菜头 12 万吨、食盐 3360 吨、榨菜乳化辅料 1800 吨; 贡献年均营业收入 2.45 亿元, 年均税后利润为 3733.79 万元。

榨菜计量包装自动化改造项目: 对华龙榨菜厂(2 条)、华舞榨菜厂(1 条)、华富榨菜厂(1 条)、华安榨菜厂(1 条)现有 5 条榨菜食品生产线(每条产能 6250 吨/年)计量包装工序进行自动化改造, 改造后单条生产线产能将达到 10000 吨/年, 总共增加 1.875 万吨产能。项目计划在 1 年内完成, 其中项目建设准备期 3 个月, 建设期 9 个月。项目完成后新增营业收入 1.06 亿元, 年均新增税后利润为 1703.08 万元。

年产 5000 吨榨菜乳化辅料生产线项目: 本项目是公司榨菜生产项目的配套项目, 生产的乳化辅料主要用于提高生产的榨菜产品的品质, 不对外销售, 不会直接产生效益。项目计划在 2 年内完成, 其中建设准备期 6 个月, 建设期 18 个月。

表 2: 募投项目效益情况

项目名称	项目准备 期(月)	建设期 (月)	新增产 能(吨)	新增营业收 入(万元)	新增税后利 润(万元)
年产 4 万吨榨菜食品生产线	6	18	40000	24537.55	3733.79
榨菜计量包装自动化改造	3	9	18750	10622.36	1703.08
合计			58750	35159.91	5436.87

数据来源: 招股说明书 渤海证券研究所

如果募投项目顺利投产将会扩大公司产品的产销规模, 提高市场占有率, 巩固公司在市场中的竞争优势, 进一步提高品牌覆盖面和知名度。09 年公司榨菜销量为 7.12 万吨, 新产能的完全释放将会新增产能 83%, 因此营销体系的建设、销路的畅通成为产能是否顺利释放的关键。目前公司销售体系可以支撑 8 万吨以上销量。

5 盈利预测

5.1 盈利预测假设

- 1) 预计新建项目 2011 年年底投产，2012 年下半年完全达产，2010 年-2012 年榨菜销量分别为 8.4 万吨、9.66 万吨和 10.63 万吨；
- 2) 随着农产品价格以及原辅料价格的逐步上涨，考虑到原材料价格的周期性波动，预计公司保持稳定毛利率，榨菜产品未来 3 年分别提价 5%、-1%和 5%；
- 3) 销售费用率 2010-2011 年分别为 18%、18.5%和 18%；管理费用率均为 4%；
- 4) 公司仍然享受税收优惠政策，实际税率维持前期水平；

5.2 盈利预测表

表 3: 盈利预测假设表

	2007 年	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
榨菜产品						
销售量 (万吨/年)	8.54	6.52	7.12	8.40	9.66	10.63
yoy	4.40%	-23.65%	9.20%	18%	15%	10%
销售单价(元/吨)	4955.10	6192.29	5909.71	6205.20	6143.15	6450.31
yoy		24.97%	-4.56%	5%	-1%	5%
销售收入 (万元)	42316.52	40373.71	42077.17	52133.61	59354.11	68554.00
销售成本 (万元)	27405.10	25407.56	25732.44	33626.18	37689.86	43531.79
毛利率	35.24%	37.07%	38.84%	35.50%	36.50%	36.50%
其他佐餐开胃菜						
销售量 (吨/年)	1074	776	511.99	307.19	337.91	371.70
yoy		-27.75%	-34.02%	-40%	10%	10%
销售均价 (元/吨)	9915.25	11828.04	12918.09	13564.00	14242.20	14954.31
yoy		19.29%	9.22%	5%	5%	5%
销售收入 (万元)	1064.90	917.86	661.39	416.68	481.26	555.86
销售成本 (万元)	705.80	606.55	457.82	283.34	322.45	372.43
毛利率	33.72%	33.92%	30.78%	32%	33%	33%
榨菜酱油						
销售量 (吨/年)	672.46	486.95	599.56	587.57	634.57	685.34
yoy		-27.59%	23.13%	-2%	8%	8%
销售均价 (元/吨)	1506.01	1482.21	1436.95	1408.21	1478.62	1552.55
yoy		-1.58%	-3.05%	-2%	5%	5%
销售收入 (万元)	101.27	72.18	86.15	82.74	93.83	106.40
销售成本 (万元)	72.92	50.59	59.38	56.68	63.80	72.35
毛利率	28.00%	29.91%	31.08%	31.50%	32%	32%

数据来源：公司公告 渤海证券研究所

根据上述假设，预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.33 元、0.4 元和 0.48 元。

6 投资定价分析

公司属于食品制造业，产品属性具有日常消费品的特征，我们选取以下公司作为参考：

表 4：盈利预测假设表

	2009 年 PE	2010 年 PE	2011 年 PE
恒顺醋业	77.42	49.52	36.12
保龄宝	76.85	54.22	31.18
天宝股份	88.27	64.57	48.02
三全食品	62.16	51.89	41.02
双塔食品	55.42	35.61	26.77
安琪酵母	59.97	52.86	43.07
佳隆股份	77.42	49.52	36.12
平均	70.01	51.44	37.70

数据来源：Wind，渤海证券研究所

在所有上市公司中，我们选定的是已上市的食品类上市公司，同属于日常消费品，行业比较分散。因为目前已经进入 2010 四季度，我们参考 2010 年和 2011 收益和估值情况：涪陵榨菜按照发行后总股本算 2010 年和 2011 年每股收益为 0.33 元和 0.4 元，对应市盈率为 52 倍和 38，则对应股票合理价值为 15.2 元-17.2 元。

另外参考最近发行食品饮料公司珠江啤酒的发行市盈率，2009 年为 41.43 倍、2010 年为 38.67 倍；双塔食品发行市盈率 2009 年和 2010 年分别为 41.7 倍 44.72 倍；佳隆股份发行市盈率 2009 年和 2010 年分别为 43 倍和 52 倍，我们取公司 09 年估值 40 倍和 10 年估值 42 倍，则发行区间为 13.86 元-14.4 元。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、 买入：行业股票指数超越大盘；
- 2、 中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、 卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明 1: 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和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本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。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份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“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告 PDF 版由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋 022-28451131
13512060965
loyalbright@yahoo.com.cn
huangfeng@bhzq.com

谢晓冬 022-28451849
13820872805
actionfish@live.cn
xiexd@bhzq.com

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn