

2010-11-05

## 涪陵榨菜 002507.SZ

## 领跑酱腌菜行业的龙头企业

◇ 报告起因: 公司 IPO

## ◆ 榨菜行业的龙头企业:

涪陵榨菜是国内最大的榨菜加工企业,主要生产、研制和销售榨菜、榨菜酱油和其他佐餐开胃菜等产品。2009年公司实现主导产品“乌江”牌系列榨菜产品销量7.12万吨,占全国榨菜市场的13.69%,位居榨菜产品全国市场占有率第一,远远领先第二名铜钱桥榨菜5%不到的市场份额。

## ◆ 品牌优势与地域优势明显:

公司“乌江”牌榨菜身处榨菜原产地涪陵,在国内榨菜行业中品牌知名度第一,畅销全国,并远销日本、美国等8个国家和地区,比浙系榨菜相比拥有得天独厚的原产地文化底蕴和名牌优势。同时,公司位于国内规模最大、最集中的榨菜产区,生产所需原材料来源充足,地理位置便利,人工成本较低,较竞争对手相比拥有很强的地域优势。榨菜作为佐餐调味型传统食品,消费稳定,预计未来十年行业可保持10%以上的增长速度。随着行业工业化水平的提高和包装的升级,行业相对较低的盈利水平在不断提升,目前行业的净利润率水平已达5%左右。我们认为,随着行业的整合,品牌优势和地域优势明显的龙头企业涪陵榨菜必将享受高于行业的增速和盈利能力。

## ◆ 募投项目: 扩充产能, 扩大市场份额并提升产品质量

本次上市募集资金全部用于扩充产能,主要投向于年产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。募投项目建成后,公司将新增产能5.875万吨/年,比现有的6.1万吨/年接近翻番。公司之前受产能限制,产品供不应求,部分产品需要通过外协或租赁生产。随着募投项目的产能,公司的产能瓶颈将得到极大的缓解,产品质量也将更有保障。我们预计,10-12年公司榨菜销量的复合增速将达18.6%,从而带动净利润年均增长21.7%。

## ◆ 建议询价区间

按发行后股本摊薄计算,我们预计公司2010-2012年EPS分别为0.33元、0.41元和0.48元。考虑到公司基本面水平、未来产能扩张情况及中小板上市公司的估值情况,我们认为公司的合理价值区间应为摊薄后2010年45-55倍的市盈率水平,预计公司合理价格为14.85-18.15元,建议一级市场的询价区间为12.62-15.43元。

## 业绩预测和估值指标

| 年度        | 2008   | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 422    | 442    | 532    | 646    | 791    |
| 净利润(百万元)  | 34     | 42     | 51     | 63     | 75     |
| 每股收益      | 0.22   | 0.27   | 0.33   | 0.41   | 0.48   |
| 每股净资产     | 1.38   | 1.65   | 4.55   | 4.86   | 5.22   |
| ROIC      | 9.45%  | 13.20% | 12.01% | 10.50% | 11.92% |
| ROE       | 15.79% | 16.28% | 7.17%  | 8.39%  | 9.24%  |

合理申购价格 12.62-15.43元

预计上市合理价 14.85-18.15元

询价开始日期 11月3日

分析师:

李婕(执业证书编号:F0050108120160)

联系人:

李卓

021-22169079

lizhuo\_yjs@ebsecn.com

## 发行数据

|              |                   |
|--------------|-------------------|
| 发行价格(元)      | -                 |
| 发行规模(百万股)    | 40                |
| 发行后总股本(百万股)  | 155               |
| 发行方式         | 网下询价,上网定价         |
| 发行日期         | 2010-11-10        |
| 主承销商         | 招商证券股份有限公司        |
| 主要股东         | 重庆市涪陵区国有资产监督管理委员会 |
| 第一大股东持有比例(%) | 35.57%            |

## 募股资金投向

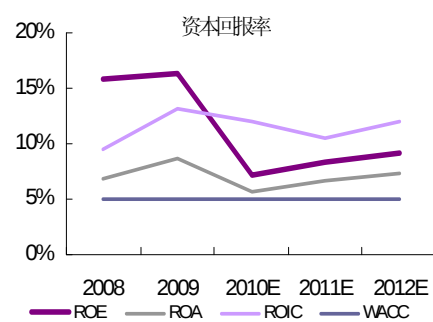
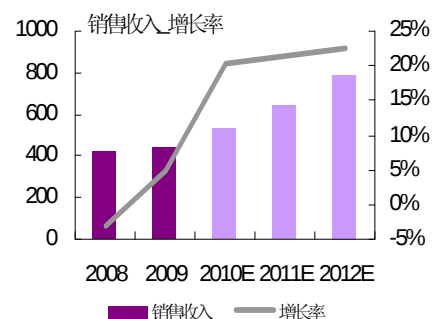
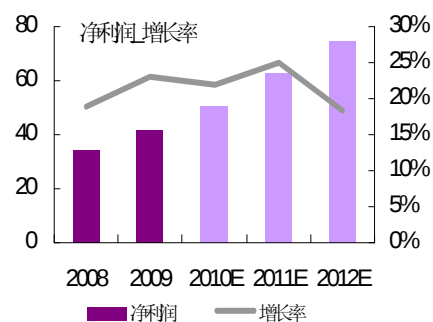
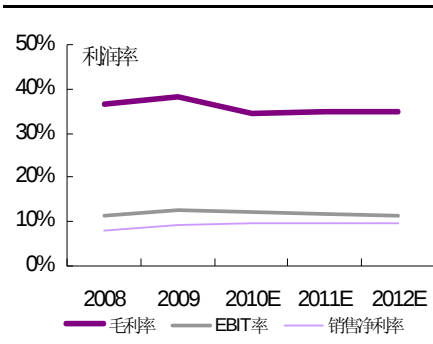
| 项目名称               | 金额(百万元) |
|--------------------|---------|
| 年产4万吨榨菜食品生产线项目     | 147.08  |
| 榨菜计量包装自动化改造项目      | 50.05   |
| 年产5000吨榨菜乳化辅料生产线项目 | 43.46   |
| 总金额                | 240.59  |

## 相关报告:

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系,并且继续寻求发展这些关系。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突,不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

## 财务报表及预测



| 利润表 (百万元) | 2008  | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 422   | 442   | 532   | 646   | 791   |
| 营业成本      | 268   | 273   | 348   | 422   | 516   |
| 折旧和摊销     | 19    | 21    | 45    | 52    | 58    |
| 营业税费      | 4     | 5     | 5     | 7     | 8     |
| 销售费用      | 83    | 92    | 93    | 113   | 138   |
| 管理费用      | 17    | 17    | 21    | 29    | 40    |
| 财务费用      | 12    | 8     | 5     | 2     | 2     |
| 公允价值变动损益  | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润      | 36    | 48    | 59    | 73    | 87    |
| 利润总额      | 40    | 49    | 59    | 74    | 88    |
| 少数股东损益    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 归属母公司净利润  | 33.78 | 41.56 | 50.64 | 63.24 | 74.84 |

| 资产负债表 (百万元) | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|------|------|-------|-------|-------|
| 总资产         | 494  | 484  | 897   | 956   | 1,031 |
| 流动资产        | 177  | 175  | 534   | 465   | 548   |
| 货币资金        | 52   | 86   | 403   | 305   | 352   |
| 交易型金融资产     | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应收账款        | 30   | 3    | 26    | 32    | 39    |
| 应收票据        | 0    | 10   | 11    | 13    | 16    |
| 其他应收款       | 19   | 12   | 8     | 10    | 12    |
| 存货          | 68   | 59   | 80    | 97    | 119   |
| 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        | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产        | 229  | 294  | 331   | 427   | 420   |
| 无形资产        | 10   | 10   | 10    | 9     | 9     |
| 总负债         | 280  | 229  | 191   | 202   | 221   |
| 无息负债        | 50   | 79   | 91    | 102   | 121   |
| 有息负债        | 230  | 150  | 100   | 100   | 100   |
| 股东权益        | 214  | 255  | 706   | 754   | 810   |
| 股本          | 115  | 115  | 155   | 155   | 155   |
| 公积金         | 74   | 77   | 442   | 449   | 456   |
| 未分配利润       | 25   | 63   | 108   | 150   | 199   |
| 少数股东权益      | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |

| 现金流量表 (百万元) | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|------|------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流     | 15   | 146  | 72    | 99    | 118   |
| 净利润         | 34   | 42   | 51    | 63    | 75    |
| 折旧摊销        | 19   | 21   | 45    | 52    | 58    |
| 净营运资金增加     | 122  | -57  | 39    | 29    | 31    |
| 其他          | -160 | 141  | -63   | -45   | -46   |
| 投资活动产生现金流   | -55  | -12  | -100  | -180  | -50   |
| 净资本支出       | 55   | 12   | 100   | 180   | 50    |
| 长期投资变化      | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他资产变化      | -110 | -24  | -200  | -360  | -100  |
| 融资活动现金流     | 42   | -89  | 345   | -17   | -21   |
| 股本变化        | 78   | 0    | 40    | 0     | 0     |
| 债务净变化       | 46   | -80  | -50   | 0     | 0     |
| 无息负债变化      | -119 | 29   | 12    | 10    | 19    |
| 净现金流        | 2    | 44   | 317   | -98   | 47    |

资料来源：光大证券、上市公司

| 关键指标                    | 2008   | 2009   | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|-------------------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力 (%YoY)</b>      |        |        |         |         |         |
| 收入增长率                   | -3.09% | 4.78%  | 20.34%  | 21.44%  | 22.47%  |
| 净利润增长率                  | 18.86% | 23.03% | 21.86%  | 24.89%  | 18.34%  |
| EBITDA 增长率              | 9.11%  | 15.36% | 41.91%  | 16.55%  | 15.16%  |
| EBIT 增长率                | 12.66% | 16.64% | 14.37%  | 17.55%  | 17.76%  |
| <b>盈利能力 (%)</b>         |        |        |         |         |         |
| 毛利率                     | 36.49% | 38.23% | 34.64%  | 34.71%  | 34.76%  |
| EBITDA 率                | 15.83% | 17.43% | 20.55%  | 19.72%  | 18.55%  |
| EBIT 率                  | 11.39% | 12.68% | 12.05%  | 11.66%  | 11.22%  |
| 税前净利润率                  | 9.38%  | 10.99% | 11.13%  | 11.45%  | 11.06%  |
| 税后净利润率 (归属母公司)          | 8.01%  | 9.40%  | 9.52%   | 9.79%   | 9.46%   |
| ROA                     | 6.84%  | 8.58%  | 5.64%   | 6.62%   | 7.26%   |
| ROE (归属母公司) (摊薄)        | 15.79% | 16.28% | 7.17%   | 8.39%   | 9.24%   |
| 经营性 ROIC                | 9.45%  | 13.20% | 12.01%  | 10.50%  | 11.92%  |
| <b>偿债能力</b>             |        |        |         |         |         |
| 流动比率                    | 1.01   | 1.46   | 6.47    | 5.00    | 4.89    |
| 速动比率                    | 61.91% | 96.76% | 550.44% | 395.82% | 382.81% |
| 归属母公司权益/有息债务            | 0.93   | 1.70   | 7.06    | 7.54    | 8.10    |
| 有形资产/有息债务               | 2.10   | 3.16   | 8.88    | 9.46    | 10.22   |
| <b>每股指标(按最新预测年度股本计)</b> |        |        |         |         |         |
| EPS                     | 0.22   | 0.27   | 0.33    | 0.41    | 0.48    |
| 每股红利                    | 0.00   | 0.00   | 0.10    | 0.12    | 0.14    |
| 每股经营现金流                 | 0.09   | 0.94   | 0.46    | 0.64    | 0.76    |
| 每股自由现金流(FCFF)           | -0.75  | 0.74   | -0.25   | -0.60   | 0.34    |
| 每股净资产                   | 1.38   | 1.65   | 4.55    | 4.86    | 5.22    |
| 每股销售收入                  | 2.72   | 2.85   | 3.43    | 4.17    | 5.10    |

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。

## 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。  
市场基准指数为沪深 300 指数。

## 特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040  
总机：021-22169999

## 光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040  
总机：021-22169999 传真：021-22169114

| 销售小组        | 姓名      | 办公电话          | 手机          | 电子邮件               |
|-------------|---------|---------------|-------------|--------------------|
| <b>北京</b>   |         |               |             |                    |
|             | 李大志(主管) | 010-68567189  | 13810794466 | lidz@ebsecn.com    |
|             | 郝辉      | 010-68561722  | 13511017986 | haohui@ebsecn.com  |
|             | 孙威      | 010-68567231  | 13701026120 | sunwei@ebsecn.com  |
|             | 吴江      | 010-68561595  | 13718402651 | wujiang@ebsecn.com |
|             | 黄怡      | 010-68567231  | 13699271001 | huangyi@ebsecn.com |
|             | 吴朝阳     | 010-68561722  | 15811098222 | wuzy@ebsecn.com    |
| <b>上海</b>   |         |               |             |                    |
|             | 杨日昕(主管) | 021-22169082  | 13817003122 | yangrx@ebsecn.com  |
|             | 平珂(主管)  | 021-22169152  | 13818133101 | pingke@ebsecn.com  |
|             | 王莉本     | 021-22169083  | 13641659577 | wanglb@ebsecn.com  |
|             | 周薇薇     | 021-22169087  | 13671735383 | zhouww1@ebsecn.com |
|             | 严非      | 021-22169086  | 13127948482 | yanfei@ebsecn.com  |
|             | 王宇      | 021-22169131  | 13918264889 | wangyu1@ebsecn.com |
| <b>深圳</b>   |         |               |             |                    |
|             | 王汗青(主管) | 0755-83024403 | 13501136670 | wanghq@ebsecn.com  |
|             | 黎晓宇     | 0755-83024434 | 13823771340 | lixyl@ebsecn.com   |
|             | 黄鹂华     | 0755-83024396 | 13802266623 | huanglh@ebsecn.com |
|             | 张晓峰     | 0755-83024431 | 13926576680 | zhangxf@ebsecn.com |
| <b>专题</b>   |         |               |             |                    |
| <b>QFII</b> |         |               |             |                    |
|             | 濮维娜     | 021-62152373  | 13301619955 | puwn@ebsecn.com    |
|             | 陶奕      | 021-62152393  | 13788947019 | taoyi@ebsecn.com   |
|             | 满国强     | 021-62152393  | 15821755866 | mangq@ebsecn.com   |

## 免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。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，供投资者参考。

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，可能会随时调整。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，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

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，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）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一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风

险。在决定投资前，如有需要，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。