

增持 首次
涪陵榨菜 (002507)
2011 年 11 月 4 日

战略明晰稳定增长引领行业成长

食品饮料行业高级分析师: 赵 勇
 SAC 执业证书编号: S0850511010007
 zhaoyong@htsec.com
 0755-82775282

食品饮料行业助理分析师: 齐 莹
 SAC 执业证书编号: S0850511080001
 qiy@htsec.com
 021-23219166

11 月 3 日收盘价 17.06 元

1. 公司发展战略为打造中国佐餐开胃菜第一品牌, 立志把公司发展成为以榨菜为基础的中国佐餐开胃菜行业绝对领导者。公司计划主要分为两步走: 第一步把榨菜做精做透, 并逐整合榨菜行业, 收购一些区域性的强势榨菜品牌; 第二步借助成熟的全国性网络, 逐步将各地区特色的酱腌菜(萝卜干、辣椒酱、豆豉等)纳入公司品牌管理和销售体系, 最终成为中国佐餐开胃菜行业绝对领导者。涪陵榨菜是一个区域性品牌, 在全国榨菜消费者心中占据重要地位, 而公司的品牌“乌江”在整合了涪陵榨菜的基础上(今后几年还将进一步加剧整合涪陵榨菜), 目前已发展成为一个全国领先品牌。

目前全国知名的榨菜品牌中仅有乌江、鱼泉、铜钱桥和备得福等, CR4 可能不超过 30%, 还有大量区域性地方品牌, 以及大包装散装产品。过去 20 年, 消费者更多购买形状好的低盐加工产品。同时, 小包装占总消费量的比例逐年提高。总体来看, 过去 10 年小包装产品消费量保持在 15%左右的年复合增长。预计未来增速应有所提高, 主要在于消费者更关注食品安全, 以及购买力增强。同时工业化、现代化的工厂将会逐步取代落后产能, 改变市场混乱的初级竞争格局。

2. 榨菜产品逐年涨价是长期趋势, 青菜头收购价格上涨, 公司品牌影响力提升均能带动公司单价上涨。涪陵地区 2000 年青菜头收购价格为 0.12 元/公斤, 到 2007 年为 0.26 元/公斤, 2008 年上升到 0.43 元, 2009 年为 0.34 元, 2010 年均 0.58 元, 估计 2011 年收购价略微回落到 0.55 元。但中长期来看, 青菜头的收购价格还会进一步提升。同时, 公司出厂单价过去 10 年也保持稳步提升, 我们估计 2000 年公司出厂单价为 3.92 元/千克, 2007 年为 4.96 元, 2008 年为 6.19 元(过去 10 年来首次提价, 以前均是通过结构调整提升单价), 2011 年将达到 6.89 元/千克。

相对于终端零售价, 公司基本可以获取 40%, 经销商等渠道获取 40%, 剩余为税负和物流等, 公司留给经销商的毛利率普遍在 35%-40%左右(很多费用由经销商承担)。公司产品当前终端零售价基本在 0.9-1 元左右, 今年将基本告别“毛元产品”。公司计划在未来 5 年将每包产品零售价提高到 5 元左右, 也即公司出厂价可以提高到 2 元左右, 相当于年复合增长 38%左右。我们认为零售价在 5 元的榨菜还是能获得市场认可, 但这个过程可能将会非常艰苦。毕竟行业集中度并非很高, 同时行业内价格竞争还是主要竞争手段, 我们认为关键还是在于公司品牌和渠道运作能否得当。

表 1 盈利预测:

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	442	545	672	815	990
同比增长(%)	4.8	23.3	23.3	21.3	21.4
营业利润(百万元)	48	64	95	119	142
同比增长(%)	31.9	35.2	46.6	25.6	19.8
净利润(百万元)	42	56	82	100	119
同比增长(%)	23.0	34.1	46.5	22.1	19.8
每股收益(元)	0.36	0.36	0.53	0.64	0.77
P/E(倍)	47.2	47.4	32.4	26.5	22.1
P/B(倍)	7.7	3.2	3.1	3.0	2.9
PEG(倍)	0.03	0.68	1.02	1.46	1.83

资料来源: 海通证券研究所

3. 公司品牌定位就是涪陵榨菜，凸显乌江品牌为“正宗榨菜”，主要是借助了涪陵榨菜在全国老百姓心中常年已久的知名度，将自己归属于佐餐开胃菜品类。公司还邀请了明星代言，广告语为“中国榨菜数涪陵，涪陵榨菜数乌江。吃正宗榨菜，当然选乌江”，同时还在终端传播“乌江牌涪陵榨菜，连续 5 年全国销量领先”，强化了乌江品牌在涪陵榨菜中的行业地位，加强了消费者对其的知名度和信任度。尽管如此，我们认为公司将自己确立为佐餐开胃菜品类中似乎有点局限了，我们也看到法国的酸黄瓜和德国的甜酸甘兰也是可以作为休闲食品食用的。若公司在产品研发设计上有所突破，或许也可以打开一片新的市场。

4. 公司销售模式仍以经销为主，2009 年实施了组建战略经销商的合作模式，确保了产品长期稳定的销售通路，基本实现了先款后货。以往榨菜行业很少有主动经销，通常是经销商上门提货的被动式营销，后来逐步出现了代销、赊销的方式。乌江榨菜等几个主要品牌企业率先实行经销制和到岸结算价格，快速建立遍布全国的经销网络，并通过央视平台和明星代言打造全国性强势品牌。

公司 2010 年有销售人员 92 人，管理全国市场，公司主管全国性广告投放，而区域性和地方的广告投放，以及商超等渠道费用主要由当地的经销商负责。很多地方往往就只有几个大经销商，但公司近年正试图改变一些大的强势的经销商状况。我们认为这可能需要公司加派销售人员，在对经销商的管理上需要花费更多精力。从目前来看，公司似乎并没有形成某个强势省份或地区，除了广东市场份额非常高外，其他省份并不占优势。例如鱼泉在北京、成都和大连等市场份额均排第一。我们认为公司所在根据地重庆这个市场仍旧需要公司花费精力攻克。

公司当前主要销售渠道包括商超、流通、礼品和特殊渠道等。其中商超渠道接近 1 万吨左右销量（包括部分流通经销商自己进入的商超系统），绝大部分来自流通渠道销售。而礼品市场和特殊渠道年销售量仍旧比较小，这两块可能是公司今后销售额突破的重点。

盈利预测：我们认为公司属于榨菜细分行业龙头，在生产工艺、产品质量、品牌影响力和渠道建设上都要远远强于其他竞争对手，尤其是强于很多区域性小品牌。长期来看，行业市场份额均将被公司所抢占。目前来看，公司品牌定位清晰，但在产品设计、产品结构和渠道建设上仍旧需要突破，才能获得超常规快速增长。

我们预计公司 2011-12 年收入分别增长 23.3%和 21%，其中来自销量增长平均为 14%，来自单价提高平均为 8%左右。预计公司的综合毛利率近几年将会保持平稳提升态势，2011 年为 34.5%，2012 年为 35.5%。假设期间费用率维持在今年前 3 季度的水平，我们估计公司 2011-12 年的 EPS 分别为 0.53 元和 0.64 元，分别增长 46.1%和 22%。（假设公司 2011 年的财务费用为-12.65 百万元，2012 年为-10 百万元）。当前股价对应 2012 年动态 PE 为 26.5 倍，估值较为合理，我们给予“增持”评级。

主要风险：食品安全问题，我们认为这应是公司的上行风险，今年重庆地区打击食品安全问题非常明显，考虑到公司产品质量优异，控制严格，在重庆被打的很多弱小资质较差的企业（主要生产大包装）的市场份额可能会被公司所抢占，目前来看比较明显的是原材料收购价格有所回落。下行风险主要是原材料价格的波动，以及竞争对手的价格竞争，导致公司的长期发展战略无法实现或低于预期。

财务报表分析和预测

价值评估（倍）	2010	2011E	2012E	2013E
P/E	47.4	32.4	26.5	22.1
P/B	3.2	3.1	3.0	2.9
P/S	4.9	3.9	3.2	2.7
EV/EBITDA	27.9	23.5	18.1	15.4

偿债能力指标	2010	2011E	2012E	2013E
负债权益比率	0.18	0.20	0.23	0.25
借款/股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
已获利息倍数	12.99	-6.99	-10.64	-12.62
流动比率	5.4	4.1	3.4	3.4
速动比率	4.4	3.2	2.4	2.4
现金比率	0.8	0.7	0.7	0.7

盈利能力指标（%）	2010	2011E	2012E	2013E
毛利率	32.36	34.50	35.50	35.50
息税摊销折旧利润率	17.10	16.49	17.63	17.04
净利润率	10.23	12.15	12.23	12.06
净资产收益率	6.65	9.72	11.49	13.11
资产回报率	5.64	8.07	9.36	10.45
投资回报率	12.07	12.58	14.94	18.17

经营效率指标	2010	2011E	2012E	2013E
应收帐款周转天数	1.30	0.73	0.69	0.69
存货周转天数	79	91	91	91
总资产周转率（%）	55.19	66.39	76.55	86.66
固定资产周转率（%）	192.04	169.73	175.62	224.89

盈利增长（%）	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入增长率	23.30	23.30	21.34	21.44
主营利润增长率	4.65	31.65	24.94	21.44
EBIT 增长率	24.63	18.41	31.19	21.44
EBITDA 增长率	20.97	18.93	29.69	17.36
净利润增长率	34.14	46.49	22.10	19.80

利润表（百万）	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	545	672	815	990
主营业务成本	369	440	526	639
主营业务利润	172	227	283	344
营业费用	78	110	133	161
管理费用	24	34	42	51
利润总额	66	97	119	142
EBIT	70	83	109	132
折旧摊销	23	28	35	37
EBITDA	93	111	144	169
投资收益	0	0	0	0
其他营业外收入	2	3	0	0
所得税	11	16	19	23
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	56	82	100	119
每股收益（元）	0.36	0.53	0.64	0.77

资产负债表（百万）	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	539	447	403	467
应收款项	1	1	2	2
存货	101	120	143	174
流动资产	664	597	582	685
固定资产	284	396	464	440
总资产	988	1012	1065	1143
应付帐款	32	38	45	55
长期借款	0	0	0	0
长期负债	27	27	27	27
总负债	150	172	197	231
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	838	841	868	911
付息负债	0	0	0	0
每股净资产（元）	5.41	5.42	5.60	5.88

现金流量表（百万）	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	56	82	100	119
折旧摊销	23	28	35	37
营运资金变动	-17	3	4	5
经营活动现金流	114	95	121	141
固定资产投资	7	110	93	2
无形资产投资	0	0	0	0
资本支出	39	120	103	12
投资活动现金流	-47	-120	-103	-12
公司自由现金流	60	-25	20	131
股权自由现金流	-94	-16	28	140
债务变化	-79	22	26	34
股票发行	40	0	0	0
融资活动现金流	385	-67	-62	-65
现金净流量	452	-91	-44	64
每股经营性现金流（元）	0.73	0.62	0.78	0.91

资料来源：公司公告，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

赵勇：食品饮料行业
齐莹：食品饮料行业

本人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。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：五粮液、水井坊、贵州茅台、泸州老窖、古井贡酒、山西汾酒、洋河股份、老白干酒、伊力特、沱牌曲酒、青岛啤酒、燕京啤酒、张裕 A、古越龙山、伊利股份、双汇发展。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。