

涪陵榨菜 (002507.SZ)

食品行业

评级: 买入 维持评级

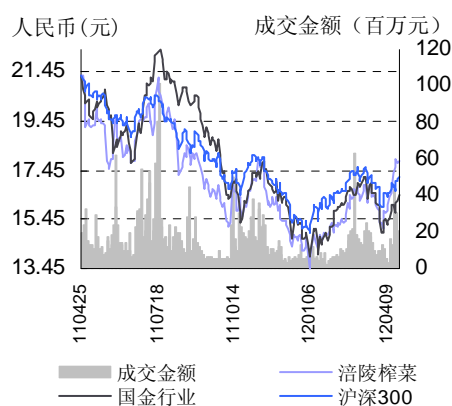
公司研究简报

市价(人民币): 17.83元
目标(人民币): 19.33-21.64元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	79.98
总市值(百万元)	2,763.65
年内股价最高最低(元)	21.32/13.45
沪深300指数	2901.22
中小板指数	6641.82



公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.360	0.570	0.773	0.980	1.174
每股净资产(元)	5.41	5.68	7.29	7.66	8.25
每股经营性现金流(元)	0.73	0.76	0.60	0.92	1.10
市盈率(倍)	75.46	25.93	23.06	18.19	15.18
行业优化市盈率(倍)	132.45	104.55	104.55	104.55	104.55
净利润增长率(%)	34.15%	58.59%	35.59%	26.76%	19.80%
净资产收益率(%)	6.65%	10.05%	8.43%	10.17%	11.32%
总股本(百万股)	155.00	155.00	155.00	155.00	155.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 仍然处于“区域向全国”过程中的榨菜龙头: 华南(主要是广东)是公司的重点市场, 其中小包装市占率达 90%, 近年来增长在个位数。相比华南, 公司其它 7 个大区目前体量还比较小, 仍然有较大的市场空间, 公司 11 年以来非华南大区呈现加速增长的态势, 我们认为公司目前仍然处于全国化的中前期, 全国化的进程仍将稳步推进。
- 竞争优势明显, 看好公司全国化的推进速度: 公司的优势可以主要从四个维度来衡量。一是品牌, 公司于 2005 年以来通过央视推广的乌江品牌, 目前建立起的品牌先发优势明显; 二是规模, 公司的规模优势明显, 销售费用投入就能抵的上大多数竞争对手一年的收入; 三是定位紧抓原产地, 榨菜属于有较强的原产地概念的产品, 公司牢牢的抓住了这一点, 将自己的产品与主产地重庆涪陵区捆绑在一起, 抢占了原产地的定位; 四是运营能力, 公司目前的股权激励比较到位, 品牌运营能力、经销商管理能力具有优势, 尤其是品牌打造方面。我们认为公司相对竞争对手较为明显的优势将能保障公司持续全国化的推进速度。
- 品牌力保障提价能力。公司近年来的增长一部分原因来自趋势性的持续提价, 公司这一方向性的策略比较清晰, 公司的提价能力在行业中处于标杆的位置, 我们认为未来公司仍将通过直接提价和产品结构的调整将价格中枢进一步上移。
- 如能转型调味品平台或将推动公司实现由点到面的发展: 从整个行业来看, 榨菜行业短期内存在一定的开花板, 公司的一维增长在全国化完成后可能存在瓶颈, 我们认为, 公司有望利用自身的平台优势(调味品渠道共用性强)实现定位由榨菜到调味品的转换。

投资建议

- 我们认为公司的“区域增长空间+竞争优势”将保障公司中期的投资价值, 而调味品平台也有望提供公司长期的投资机会, 目前对应于 12 年 23X 左右的估值仍然具备投资价值, 是良好的中长期投资品种。

估值

- 我们预计 12-14 年 EPS 分别为 0.77、0.98、1.17 元, 同比增长 35.59%、26.76%、19.80%。综合考虑可比公司估值与成长性, 给予公司 12 年 25-28X, 对应目标价 19.33-21.64 元, 给予“买入”评级。

风险

- 食品安全风险, 市场开拓不利, 原材料成本上升

陈钢 分析师 SAC 执业编号: S1130511030031
(8621)61038215
cheng@gjzq.com.cn

肖喆 联系人
(8621)61038276
xiaozhe@gjzq.com.cn

赵晓媛 联系人
(8621)61038227
zhaoxxy@gjzq.com.cn

钟凯锋 联系人
(8621)60870959
zhongkf@gjzq.com.cn

内容目录

成长动力之一：区域拓展	3
从华南走向全国，区域增长空间仍然明显	3
竞争优势明显，全国化速度有保障	3
成长动力之二：提价	5
直接提价&产品结构调整实现提价是公司成长第二重动力	5
成长动力之三：中长期看平台打造后有望进入调味品领域	5
以榨菜打造平台，综合调味品企业或是企业未来	5
盈利预测与估值	6
附录：三张报表预测摘要	8

图表目录

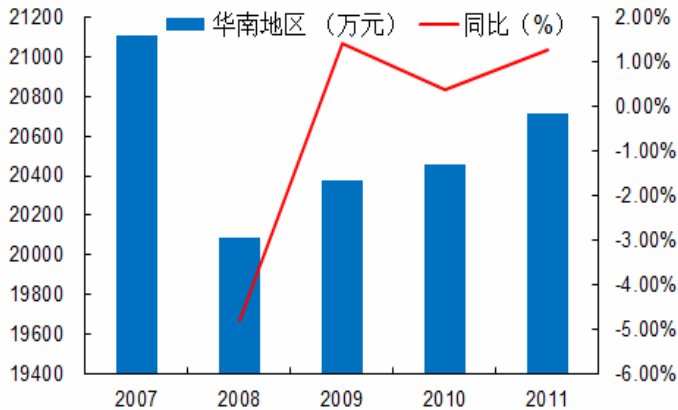
图表 1：华南区收入增长放缓	3
图表 2：其它区域收入 2011 年增长迅速	3
图表 3：以广东为标杆测算的容量空间测算	3
图表 4：2005 年开始在央视投广告	4
图表 5：公司的销售费用投入过亿	4
图表 6：公司市占率远高于竞争对手	4
图表 7：公司近年来保持着提价的趋势	5
图表 8：风味豆豉	6
图表 9：爽口萝卜	6
图表 10：海天产品结构	6
图表 11：海天的非酱油产品稳步提升	6

成长动力之一：区域拓展

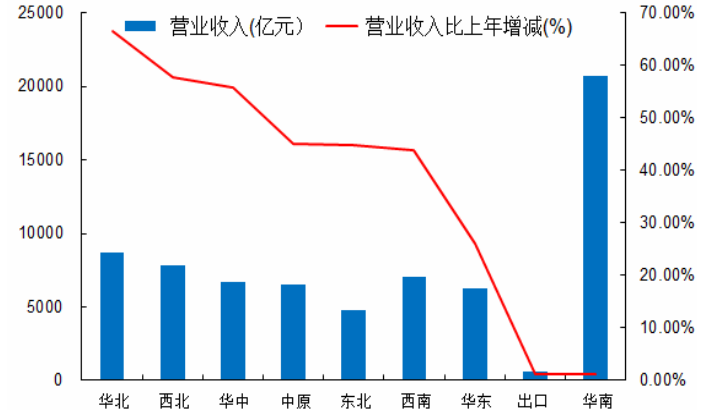
从华南走向全国，区域增长空间仍然明显

- **标杆：华南市场。**2011年华南市场销售收入2.07亿元，同比增长1.28%。华南市场是公司运作最为成功的市场，目前已经进入了成熟期。
- **步入成熟期。**华南市场自2007年以来增速没有超过1.5%，同时，公司的小包装产品市场占有率达到90%，总体来说，华南市场已经成熟。

图表1：华南区收入增长放缓



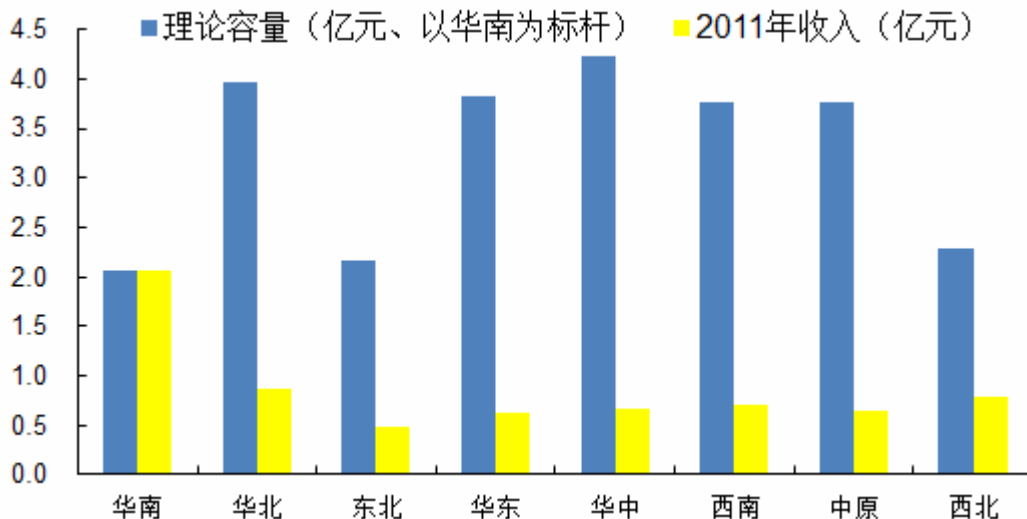
图表2：其它区域收入2011年增长迅速



来源：国金证券研究所，公司公告

- **标杆意义。**华南市场主要是指广东市场，是公司之前的重点市场，我们认为华南市场具有一定的标杆意义，我们可以以此来估测在其它省份的增长空间。
- **空间：其它区域。**我们做了一个简单的测算，测算的依据主要是不同区域容量与该区域人口数成正比。从测算结果来看，我们认为，以华南市场作为标杆来看，其它区域的增长空间仍然明显，目前仍然处于全国化的中前期。

图表3：以广东为标杆测算的容量空间测算



来源：国金证券研究所（区域划分以公司区分为依据、测算主要按容量与人口数呈正比这一假设下进行）

竞争优势明显，全国化速度有保障

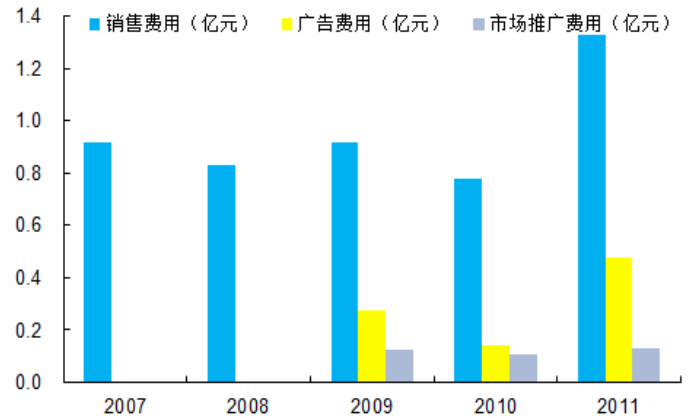
- **全国化进程稳步推进。**公司近年来逐步开始加大对华南以外市场的关注。增速保持稳定，公司的竞争优势明显，我们看好公司的全国化推进进程。
- **品牌。**品牌是公司优势的一个重要的方面，公司是行业内真正意义上建立起全国品牌地位的企业，公司于 2005 年左右开始打造乌江品牌，在央视上进行传播，确立了公司的全国性品牌地位，对应的是竞争对手在这方面鲜有作为，作为第一个吃螃蟹的企业，公司由此建立起来的品牌优势是明显的，直到目前为止，真正意义上的全国性榨菜品牌实际仍然只有公司一家。

图表4: 2005 年开始在央视投广告



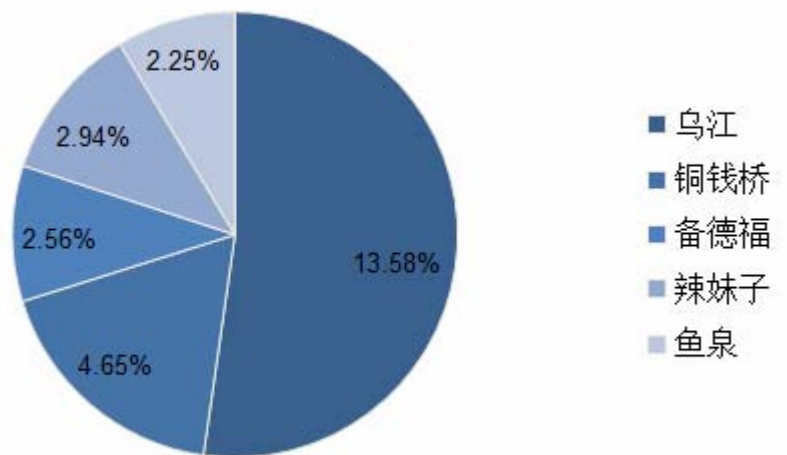
来源: 国金证券研究所, 公司资料

图表5: 公司的销售费用投入过亿



- **规模。**2011 年，公司的销售收入达到 7.05 亿元，公司的市场占有率远高于竞争对手，根据招股书资料显示，行业 CR(2-5)=12.4%，而公司的市占率达到 13.58%；公司 11 年底货币资金 4.91 亿元，11 年销售费用 1.33 亿（其中广告与市场支持费用 6066.4 万元），公司的资金、市场投入规模甚至可以跟大多数竞争对手销售收入媲美，从这个角度来看，我们认为，公司的资金实力、投入能力都是远胜于竞争对手的。

图表6: 公司市占率远高于竞争对手



来源: 国金证券研究所, 公司公告

- **定位。**公司牢牢抓住原产地概念，提出世界榨菜看涪陵，涪陵榨菜看乌江。榨菜是以青菜头为原料（约 3 吨青菜头出一吨榨菜），目前，青菜头主要分布在重庆和浙江两个地区，具体情况为：全国青菜头种

植面约为 125 万亩，其中重庆 75 万亩（涪陵区 57 万亩），浙江 30 万亩（其中余姚 12 万亩），四川 10 万亩，其它地区 10 万亩。

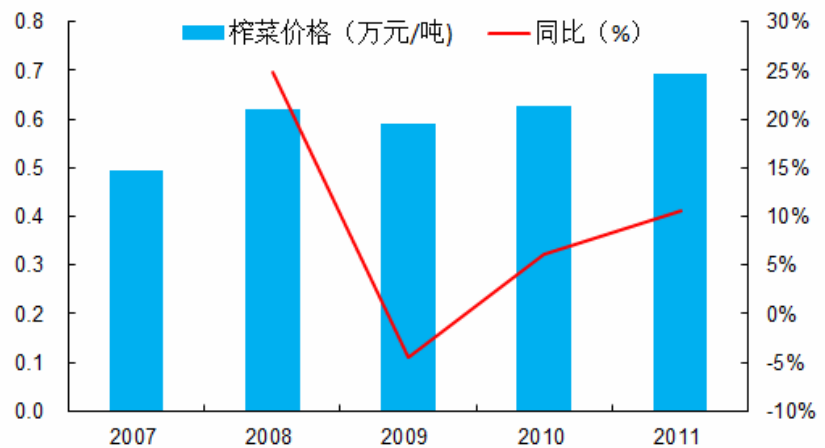
- **运营能力。**公司现任管理层 2000 年进入，坚持走品牌的道路，2005 年，倾力并成功的打造了乌江品牌，而近年来，公司逐步开始推出升级产品，礼品盒、沉香榨菜，在品牌化的道路上保持在行业前列；公司重视经销商合作伙伴，目前公司 1000 家左右一级经销商规模（平均 70 万/家）并不大，公司给予足够的毛利空间，向经销商进行让利，此外，公司对超出计划的销售收入部分，给予可观的返利空间，进一步提升经销商积极性；公司高管的激励比较到位，2011 年末，管理层合计持股 5% 左右。

成长动力之二：提价

直接提价&产品结构调整实现提价是公司成长第二重动力

- **品牌力保障进行提价。**公司的提价能力在行业内处于标杆地位，竞争对手在公司未提价前，一般很难率先提价。近年来公司的提价还在持续进行当中，公司提价的思路非常明确，一方面，公司对已有产品进行直接提价，另一方面，通过调整包装、增加高单价产品的比重的方式来实现曲线提价。我们认为，公司的提价稳步提价动作还会将继续下去。

图表7：公司近年来保持着提价的趋势



来源：国金证券研究所

成长动力之三：中长期看平台打造后有望进入调味品领域

以榨菜打造平台，综合调味品企业或是企业未来

- **以榨菜打造平台。**公司多年来在榨菜领域的运作，已经打造出了“品牌+渠道”二维平台，公司的品牌力已经不错，渠道上面，1000 家一级经销商（全国 333 个地级区划数，2856 个县级区划数），覆盖的深度位于市级向县级的下沉、渗透过程当中，渠道网络实力也已经不错，我们认为，公司已经具备了一定的平台雏型，加以打磨，公司有望利用榨菜打造一个完善、强大的平台。
- **定位由榨菜升级为综合调味品企业或将是企业中长期的增长模式。**
 - **调味品、榨菜协同性强。**一定意义上讲，榨菜可以算作调味品的一种，而从渠道共用性方面，我们认为，榨菜与一般调味品是渠道共用性很强的（主要是流通，在商超中货架也比较接近），做榨菜的经销商往往也可以做其它调味品，我们认为这也可能是公司的一级经销商平均销售规模在 70 万元左右的原因。

- 公司已经部分进入了其它调味品行业。公司早已开发榨菜酱油这一品种，2011年销售收入达到86.10万元，同时从官网上的资料来看，公司也开发出来了一系列如爽口萝卜、风味豆豉等品类。

图表8: 风味豆豉



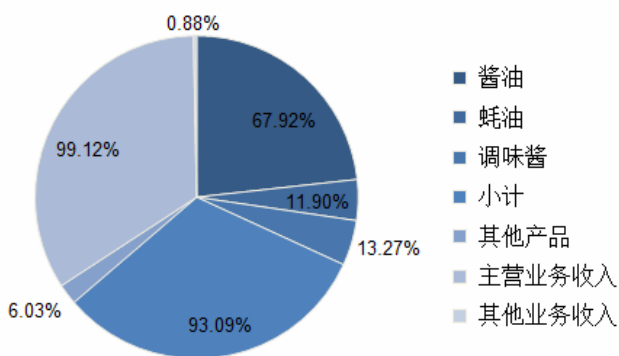
来源: 国金证券研究所

图表9: 爽口萝卜



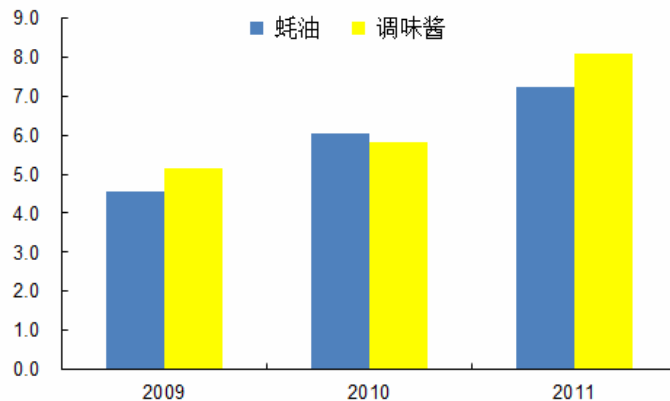
- 平台化模式标杆----海天。佛山海天是我国的酱油第一品牌，11年销售收入为60.91亿元，目前我国酱油市场占有率18%左右，而在海天的产品结构当中，调味酱产品收入已经由2009年5.15亿元上升到2011年的8.08亿元，占公司2011年收入比例为13.27%；蚝油目前也达到销售收入7.25亿元，占比11.9%。从海天的案例来看，以单一调味品打造平台，以平台来实现品类延伸的路径是在调味品行业当中是可行的。

图表10: 海天产品结构



来源: 国金证券研究所

图表11: 海天的非酱油产品稳步提升



- 我们认为：公司如果改型为综合调味品行业将显著提升公司的价值。公司可以通过自身开发、收购等形式将更多的调味类产品纳入到平台当中，再通过自身平台进行乘数放大，将使得公司的增长由传统的一维式，转为更为全面、均衡的多维式增长，实现由点式向面式增长的跨越，公司的平台在整个调味品行业当中处于前列，如果平台资源能得到很好的利用，将显著提升公司的价值。

盈利预测与估值

- 我们预计12-14年公司销售收入达到8.76、10.73、13.04亿元，同比增长24.4%、22.4%、21.5%，净利润分别达到1.20、1.52、1.82亿元，对应

EPS 分别为 0.77、0.98、1.17 元，同比增长 35.59%、26.76%、19.80%。

- 综合考虑近期食品饮料可比公司的估值以及公司的成长性，我们给予公司 12 年 25-28X 估值，给予目标价 19.33-21.64 元，给予公司“买入”评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	442	545	705	876	1,073	1,304	货币资金	86	539	492	978	1,010	1,079
增长率	23.3%	29.3%	24.4%	22.4%	21.5%		应收款项	25	11	21	86	105	128
主营业务成本	-273	-369	-448	-548	-670	-812	存货	59	101	129	75	92	111
%销售收入	61.8%	67.6%	63.6%	62.5%	62.4%	62.3%	其他流动资产	6	13	6	29	35	43
毛利	169	176	257	328	403	491	流动资产	175	664	647	1,169	1,243	1,361
%销售收入	38.2%	32.4%	36.4%	37.5%	37.6%	37.7%	%总资产	36.2%	67.2%	60.1%	71.4%	70.7%	70.7%
营业税金及附加	-5	-4	-6	-6	-10	-12	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	1.0%	0.8%	0.9%	0.7%	0.9%	0.9%	固定资产	298	314	404	444	485	529
营业费用	-92	-78	-133	-158	-193	-235	%总资产	61.5%	31.8%	37.6%	27.1%	27.6%	27.5%
%销售收入	20.7%	14.3%	18.8%	18.0%	18.0%	18.0%	无形资产	10	10	18	21	26	32
管理费用	-17	-24	-26	-35	-43	-52	非流动资产	309	324	429	468	514	563
%销售收入	3.8%	4.5%	3.8%	4.0%	4.0%	4.0%	%总资产	63.8%	32.8%	39.9%	28.6%	29.3%	29.3%
息税前利润 (EBIT)	56	70	91	130	158	193	资产总计	484	988	1,076	1,637	1,756	1,924
%销售收入	12.7%	12.8%	13.0%	14.8%	14.7%	14.8%	短期借款	50	0	0	0	0	0
财务费用	-8	-5	11	10	20	21	应付款项	66	120	155	127	155	188
%销售收入	1.9%	1.0%	-1.5%	-1.2%	-1.9%	-1.6%	其他流动负债	5	3	15	88	107	127
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	流动负债	120	123	170	215	262	315
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	100	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	9	27	27	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	负债	229	150	196	215	262	316
营业利润	48	64	102	140	178	214	普通股股东权益	255	838	880	1,422	1,495	1,608
营业利润率	10.8%	11.8%	14.5%	15.9%	16.6%	16.4%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	1	2	2	3	3	3	负债股东权益合计	484	988	1,076	1,637	1,756	1,924
税前利润	49	66	105	143	181	217	比率分析						
利润率	11.0%	12.2%	14.8%	16.3%	16.9%	16.6%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-7	-11	-16	-23	-29	-35	每股指标						
所得税率	14.5%	16.0%	15.4%	16.0%	16.0%	16.0%	每股收益	0.361	0.360	0.570	0.773	0.980	1.174
净利润	42	56	88	120	152	182	每股净资产	2.219	5.407	5.677	7.294	7.664	8.248
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.269	0.735	0.763	0.597	0.923	1.097
归属于母公司的净利润	42	56	88	120	152	182	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.250	0.300	0.350
净利率	9.4%	10.2%	12.5%	13.7%	14.2%	14.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	16.28%	6.65%	10.05%	8.43%	10.17%	11.32%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	8.58%	5.64%	8.22%	7.32%	8.65%	9.46%
净利润	42	56	88	120	152	182	投入资本收益率	11.84%	7.00%	8.79%	7.66%	8.86%	10.06%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	21	23	26	32	36	41	主营业务收入增长率	4.78%	23.29%	29.29%	24.38%	22.45%	21.48%
非经营收益	10	7	-5	2	-3	-3	EBIT增长率	14.40%	24.56%	30.88%	41.84%	21.54%	22.34%
营运资金变动	74	28	9	-38	-5	-6	净利润增长率	23.03%	34.15%	58.59%	35.59%	26.76%	19.80%
经营活动现金净流	146	114	118	116	180	214	总资产增长率	-1.99%	104.04%	8.96%	52.15%	7.28%	9.57%
资本开支	-12	-47	-106	-74	-79	-87	资产管理能力						
投资	0	0	-12	-1	0	0	应收账款周转天数	13.6	1.3	1.0	10.0	10.0	10.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	85.0	79.0	93.4	50.0	50.0	50.0
投资活动现金净流	-12	-47	-118	-75	-78	-87	应付账款周转天数	19.3	25.8	37.1	18.0	18.0	18.0
股权募资	0	524	0	471	-21	0	固定资产周转天数	243.1	190.1	190.6	161.0	138.0	119.2
债权募资	-80	-150	0	-27	0	1	偿债能力						
其他	-9	11	-46	0	-49	-59	净负债/股东权益	25.01%	-64.26%	-55.89%	-68.78%	-67.57%	-67.05%
筹资活动现金净流	-90	385	-46	445	-70	-58	EBIT利息保障倍数	6.7	13.0	-8.6	-12.7	-7.8	-9.2
现金净流量	44	453	-47	486	32	70	资产负债率	47.27%	15.14%	18.22%	13.13%	14.91%	16.43%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	2	2	2	2
买入	0	3	3	3	5
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.60	1.60	1.60	1.64

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B