全面扩张，打造酱腌菜领导者

买入 首次评级

目标价格：25 元

投资要点：

- 公司发展战略清晰：打造酱腌菜行业的领导者；
- 竞争优势显著，行业龙头具备提价能力。

报告摘要：

- **乌江榨菜——行业翘楚** 公司是榨菜行业龙头，年产销量近 10 万吨，市场占有率近 15%，品牌知名度最高，“乌江”牌榨菜畅销全国。近年来公司收入和利润增速逐步加快，净利率不断提高。
- **行业前景：稳定增长+整合加快** 未来 5 年市场增速在 10%以上。原因包括：一是经济增长、生活水平提高、流动人口增加、旅游业发展；二是消费升级：新品研发，品种增多，档次提升；三是产品覆盖面拓展；四是新的消费领域拓宽。而集中度提高将成为趋势，行业龙头将通过内生增长和兼并收购提高市场占有率。
- **战略清晰：打造酱腌菜行业的领导者。**公司战略清晰：打造行业龙头，整合榨菜行业，再介入其他酱腌菜行业，成为佐餐开胃菜第一品牌。上市后，公司资金实力增强，开始进行榨菜区域龙头向全国品牌扩张的阶段，营销投入主要是广告费用的大幅增长推动了华南区以外区域的高速增长，促使渠道、消费者快速向乌江品牌集中。
- **竞争优势显著：**公司地处涪陵，原材料优势显著，多年来通过协议合同的模式同农户建立了紧密的合作关系，形成了共赢的局面；多年的经营，品牌知名度、客户忠诚度已成为行业领先；独特的“三腌三榨”生产工艺和先进的生产质控自动化过程保证了乌江榨菜的品质，而这些竞争优势使得公司具备了较强的提价能力。
- **盈利预测与估值。**根据我们的模型，预测 2012-2014 年公司的 EPS 分别为 0.85 元、1.16 元、1.6 元，目前股价对应的市盈率分别为 21.50 倍、15.71 倍、11.35 倍。我们认为，给予动态 30 倍市盈率估值，未来 6 个月的目标价格为 25 元，首次给予“买入”评级。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入（百万）	545	705	897	1,132	1,413
增长率（%）	23%	29%	27%	26%	25%
归属母公司净利润	56	88	131	180	249
增长率（%）	34%	59%	48%	37%	38%
EPS	0.36	0.57	0.85	1.16	1.60
市盈率	50.60	31.91	21.50	15.71	11.35

中小市值上市公司研究组

资深分析师：

王凤华（S1180511010001）

电话：010-88085761

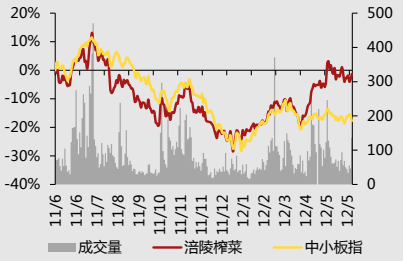
Email：wangfenghua@hysec.com

吴洋（S1180511080005）

电话：010-88085965

Email： wuyang@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20120331	5304	非常集中
20111231	5066	非常集中
20110930	5175	非常集中

数据来源：港澳资讯

目录

一、乌江榨菜——行业翘楚 4

公司业绩稳步上升 5

利润率不断提高 6

二、行业前景： 稳定增长，整合加快 6

平稳增长的行业趋势 7

从春秋到战国——集中度提高是必然 8

三、战略清晰：打造酱腌菜行业的领导者 8

四、从区域龙头到全国品牌 9

销售区域全面开花，华南地区以外为增长重点 9

营销投入是增长动力来源 9

五、行业龙头——竞争优势显著 10

原材料优势 10

品牌影响力和客户忠诚度 11

产品品质领先 11

价格掌控力 13

六、盈利预测 13

图目录

图 1：公司主要产品....4
图 2：公司组织框架....4
图 3：公司近年营业收入及增速（万元）....5
图 4：公司近年净利润及增速（万元）....5
图 5：公司产品结构....5
图 6：公司主要产品增速....5
图 7：利润率（2008-2011）....5
图 8：季度利润率（2009Q3-2012Q1）....5
图 9：同行业公司毛利率对比....6
图 10：同行业公司净利率对比....6
图 11：青菜头种植面积全国分布....6
图 12：榨菜行业销量统计....6
图 13：公司收入结构....9
图 14：华南以外的地区销售快速增长（万元）....9
图 15：华南以外市场增长迅速（万元）....9
图 16：上市后资金实力大幅增强....9
图 17：2011 年广告费用增长迅速（万元）....10
图 18：2011 年销售费用明细....10
图 19：榨菜生产成本结构....11
图 20：青菜头价格（元/吨）....11
图 21：榨菜“三腌三榨”流程....12
图 22：公司榨菜生产流程....12
图 23：近年来榨菜均价变化（元/吨）....13

表目录

表 1：地方行业发展规划政策....7
表 2：经营模式比较....10
表 3：“三腌三榨”过程....12
表 4：在建项目....13

一、乌江榨菜——行业翘楚

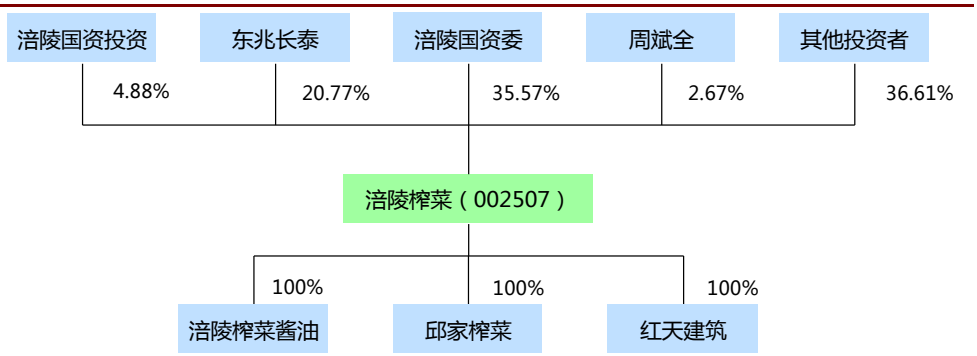
公司是榨菜行业里最富盛名的企业，拥有 20 多年的生产经营经验，主要产品包括榨菜、榨菜酱油和其他佐餐开胃菜等。同时，公司也是行业中名副其实的龙头企业。目前榨菜年产销量近 10 万吨，市场占有率近 15%，居于榨菜腌菜行业第一位，主导产品乌江牌系列榨菜作为知名度最高的榨菜品牌畅销全国并远销海外，先后获得“中国名牌产品”、“中国驰名商标”等荣誉称号。

图 1：公司主要产品

资料来源：宏源证券

公司是由原涪陵榨菜集团公司整体变更设立的股份公司，控股股东和实际控制人为重庆市涪陵区国资委。三个全资子公司：邱家食品除生产榨菜产品外还生产豆豉、罐头等产品；酱油公司主要生产榨菜酱油、辣椒制品和榨菜产品；红天建筑主要承担本公司的工程建设，除此之外还对外承包或承建部分建筑工程，目前子公司业绩整体对盈利影响小。

图 2：公司组织框架

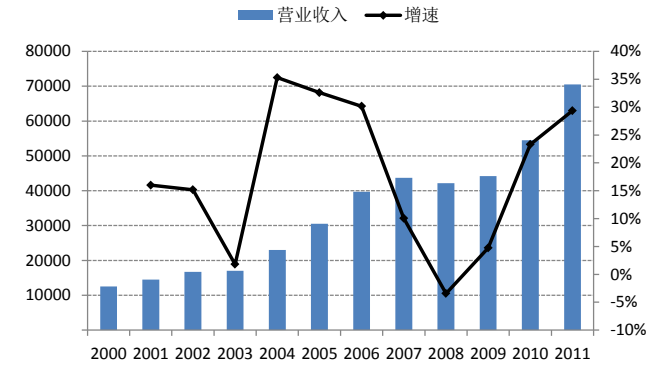


资料来源：公司公告，宏源证券

公司业绩稳步上升

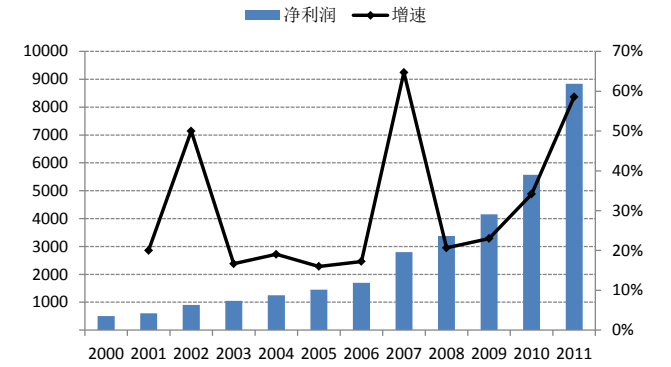
上市以来，公司业绩稳步上升，利润增速逐步加快。2011 年公司实现了 7.05 亿的销售收入和 8631.22 万元的扣非净利润，分别同比增长 29%和 59%。其中榨菜产品占收入和毛利的比重均超过 99%。

图 3：公司近年营业收入及增速（万元）



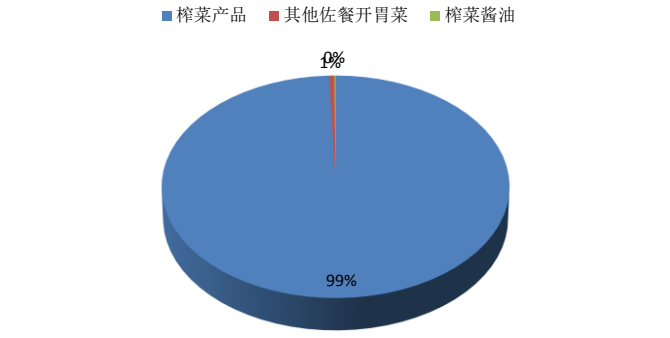
资料来源：公司招股说明书、宏源证券

图 4：公司近年净利润及增速（万元）



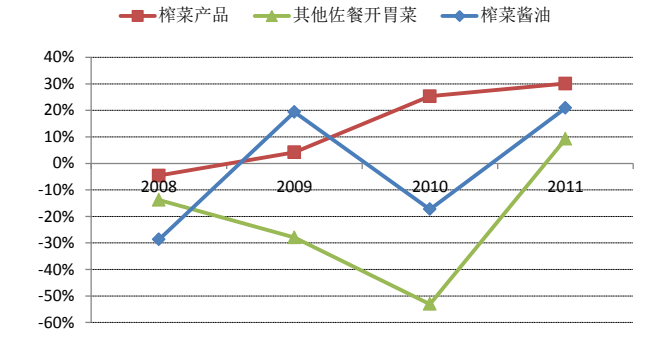
资料来源：公司招股说明书、宏源证券

图 5：公司产品结构



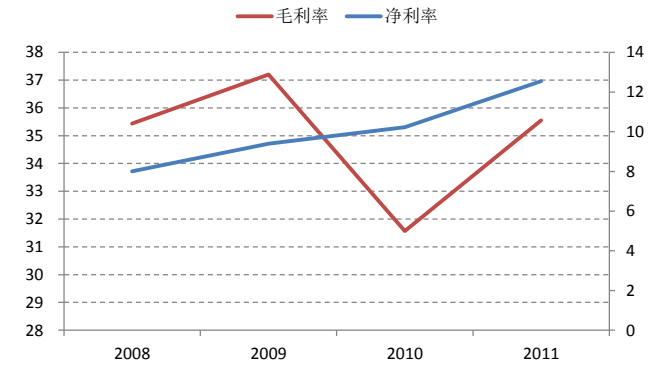
资料来源：公司公告，宏源证券

图 6：公司主要产品增速



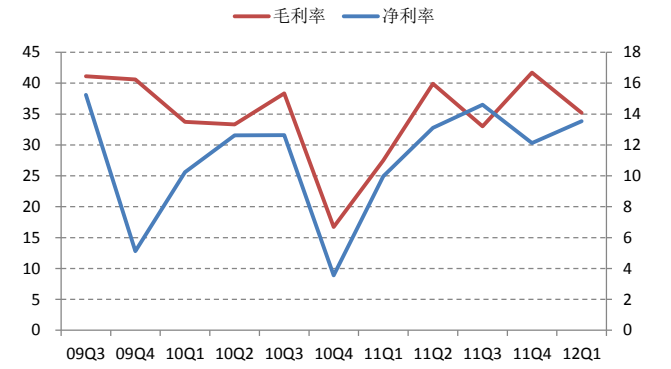
资料来源：公司公告，宏源证券

图 7：利润率（2008-2011）



资料来源：WIND，宏源证券

图 8：季度利润率（2009Q3-2012Q1）

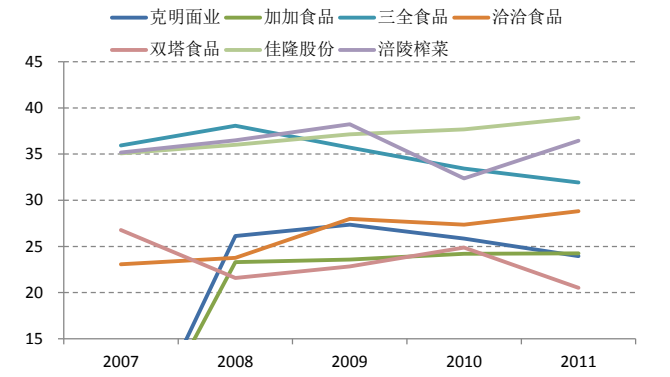


资料来源：WIND，宏源证券

利润率不断提高

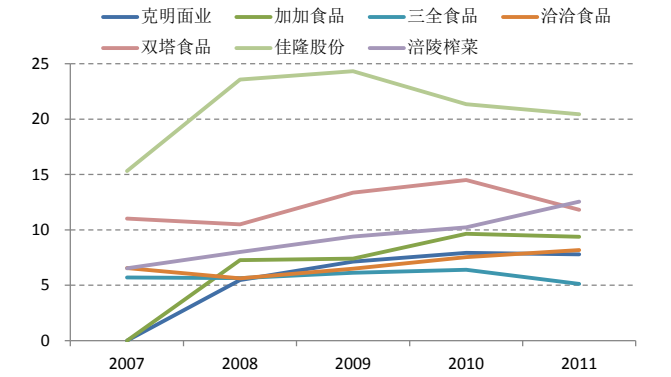
近年来，公司通过产品提价和包装规格的变更，使得整体毛利率在原材料不断上涨的背景下逐步提升，2011 年又恢复到 37%的高毛利水平，同时公司净利率更是逐年提高。得益于公司在行业内强大的市场竞争力和高效的管理能力，公司毛利率和净利率水平在同业中均居于高位。

图 9：同行业公司毛利率对比



资料来源：公司公告，宏源证券

图 10：同行业公司净利率对比



资料来源：公司公告，宏源证券

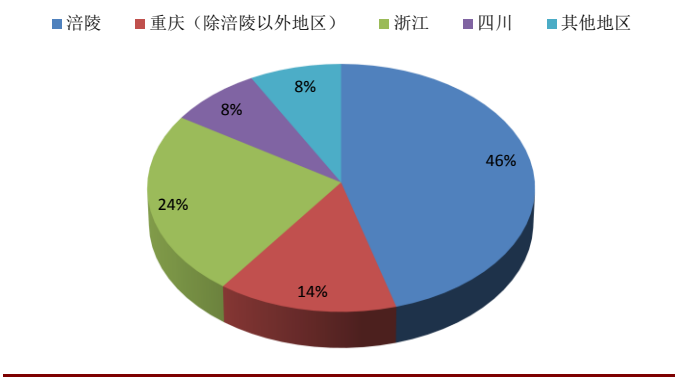
二、行业前景： 稳定增长，整合加快

榨菜距今已有百年历史，与欧洲酸黄瓜、德国甜酸甘蓝同时被列为世界三大酱腌名菜，也是中国对外出口的三大名菜（榨菜、薇菜、竹笋）之一。在国内，榨菜已成为消费者不可或缺的佐餐开胃菜之一。

榨菜是以青菜头为原料，通过专门腌制方法加工而成的腌菜产品。原产于涪陵地区，后移栽到其他地区，但青菜头独特的生长特性决定了它的产地主要集中在重庆、浙江、四川、湖南、湖北等省份。目前，全国青菜头种植面积约 125 万亩，分布情况为：重庆 75 万亩(其中涪陵区 57 万亩)，浙江 30 万亩， 四川 10 万亩， 国内其它地区 10 万亩。

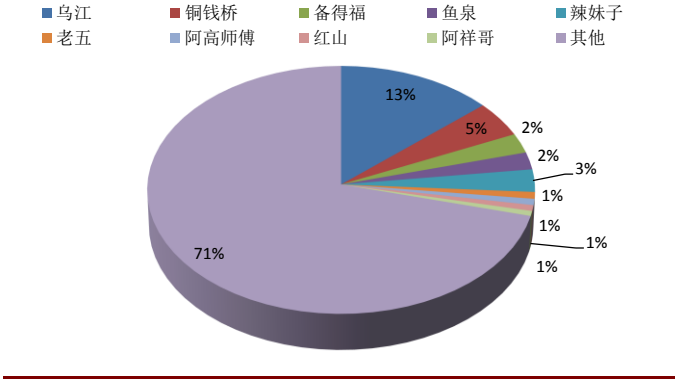
榨菜原料作物青菜头全国产量为 260 万吨，其中鲜食 30 万吨，用于榨菜加工 230 万吨，榨菜产成品 72.3 万吨，从销售量看，小包装榨菜和散装榨菜的比例约 1.5:1。

图 11：青菜头种植面积全国分布



资料来源：公司公告，宏源证券

图 12：榨菜行业销量统计



资料来源：公司公告，宏源证券

榨菜产品附加值较低，行业进入门槛较低，集中度不高。运输成本和原材料保质期的限制使得榨菜加工企业基本都建在原料生产当地，而历史等原因导致单个企业或品牌的市场又呈明显的区域特征，全国的市场份额都较低，市场竞争激烈。

目前行业内比较有影响的品牌有乌江、铜钱桥、鱼泉、辣妹子、国泰、斜桥、备得福、红山等，其中乌江、铜钱桥、鱼泉、辣妹子、国泰牌榨菜曾被国家质检总局评为“中国名牌产品”。

平稳增长的行业趋势

榨菜作为一种传统的营养、佐餐调味型食品，有着非常庞大的消费群体，并且随着经济的发展，卫生安全、营养丰富、品种多样、食用方便、风味独特的榨菜食品需求持续增长，我们预计未来榨菜的消费将继续保持平稳增长趋势。

主要原因包括：一是随着人民生活水平的提高、生活节奏的加快、城市化的推进和流动人口的增加、旅游业的发展，榨菜的需求逐年增加；二是榨菜新产品研制速度加快，产品质量提高，品种增多，档次提升，促进了消费升级需求的增长；三是榨菜加工企业营销范围的拓展，从国内市场向国际市场，从城市市场向农村市场拓展，扩大了产品覆盖面；四是榨菜新的消费领域不断拓宽，如许多航空食品、方便食品中都配置了榨菜，新的功能被人们所开发出来，如煮粥、拌面条，甚至替代食盐的功能。据预测，今后 5 年榨菜市场年均增长率至少在 10%以上，其中小包装榨菜年均增长率将超过 15%。

另外，随着消费者收入水平的提高，对榨菜食品的品质和品牌的重视程度日益增加，高品质高附加值的产品将成为消费的主流，口味佳、有档次的产品更受消费者青睐，各种特色产品如礼品榨菜等走入人们视野。因此我们认为，**消费升级和通胀将是榨菜行业长期发展的推动力**。

榨菜行业是劳动密集型产业，能有效吸收农村富余劳动力，利于农业增效，农民增收，同时带动农业机械制造和包装、运输等产业发展，对推动农业现代化，加快新农村建设有重要作用。国家和地方对榨菜行业的发展都比较重视，也先后出台了一些榨菜行业的规划政策，引导行业健康快速发展。

表 1：地方行业发展规划政策

地区	政策规划
重庆	《重庆市农产品加工业规划》提出培育壮大‘乌江’、‘鱼泉’两大品牌，支持涪陵、万州等地榨菜加工骨干企业扩大规模，提高品牌知名度和市场占有率。依托重庆市涪陵榨菜(集团)有限公司等骨干企业，引进先进加工技术和加工设备，实施品牌发展战略，提高质量，增加出口，做大做强，带动榨菜产业的发展。
涪陵	政府为了大力发展涪陵榨菜业，制定了“面积调大，品种调优，产品调好，布局优化”的十六字政策方针：“面积调大”，即扩大种植面积；“品种调优”就是要全面推广优良品种，使全区良种率要达到 100%；“产品调好”就是减少坛装、大包装榨菜生产量，增加方便榨菜、出口榨菜生产量，拓展中、高档榨菜生产和销售市场；“布局优化”是合理布局，促进榨菜原料和加工企业向后山及较高海拔区域扩展，扩大榨菜种植加工区域，建设一批上规模、上档次、高起点的龙头骨干企业，带动涪陵榨菜产业健康持续地发展。
余姚	以整合、集聚、规模、效益为目标，着眼于提升质量、资源整合和市场开拓，把 86 家榨菜企业精编成 47 家。凭借规模化生产、专业化精深加工、品牌化营销，成功引导榨菜产业走上工业化的发展轨道,实现了生产经营从分散型向集约型转变；

资料来源：宏源证券

从春秋到战国——集中度提高是必然

榨菜行业的集中度不高，2007 年全国榨菜生产加工企业近 300 家， 2008 年受外部经济影响榨菜销量下滑，中小企业生存环境急剧恶化，企业数目缩减到 200 家左右。目前在涪陵注册的榨菜企业就有 60 多家，但大多数小企业由于规模太小难以盈利，真正生产的约有 20 多家。随着市场竞争的加剧和国家对食品卫生安全的要求提高，不规范的榨菜加工企业将逐渐退出，企业数目逐步减少，未来行业将从春秋进入战国时代，集中度提高是必然趋势。

消费者对榨菜产品品质的要求越来越高，从原材料、加工工艺、产品口味、卫生安全质量等全方位对企业提出了更高的要求。企业势必要加大技术和资金投入，培育高产优质的青菜头原料，提高自动化加工程度，加强产品质量管控，研发不同味型、不同规格包装的产品，承担越来越高的销售费用等。小企业在原料收购、成本控制、生产工艺、销售网络和销售定价方面都处于竞争劣势，很难获得较高的利润率，产品质量也无法和大品牌竞争。相反，有实力的大品牌企业可以通过融资加快了扩产、技术改造、扩大销售区域的步伐。重庆涪陵、浙江余姚等榨菜主产区政府为促进行业的健康发展，正在加大对榨菜业的生产格局整顿和调整，采取有力措施关停一批生产技术装备低、产品质量差、市场竞争力弱的小企业。在这样的背景下，行业集中度将会不断提高，兼并整合或将在未来一段时间内频频上演。

三、战略清晰：打造酱腌菜行业的领导者

公司战略清晰，始终坚持坚定不移地走品牌之路，立志打造成为佐餐开胃菜第一品牌。从公司的发展路径看，战略可分成三阶段。

第一阶段以榨菜为根本，通过资源聚焦，发挥品牌、渠道网络、管理、地域环境、技术设备的优势，拓展新产品、新渠道、新市场，提高产品的市场占有率和品牌影响力，使乌江品牌进一步获得消费者认可，加速其他品牌消费者向乌江榨菜转化。这是公司已经做了和正在继续做的。

第二阶段是在榨菜行业内扩张。公司品牌的市场领导地位已经夯实，未来将利用资金优势兼并整合跟随品牌，外延式扩张实现公司收入和市场的拓展。到 2015 年，我们认为公司能达到 30%左右的小包装榨菜市场份额。

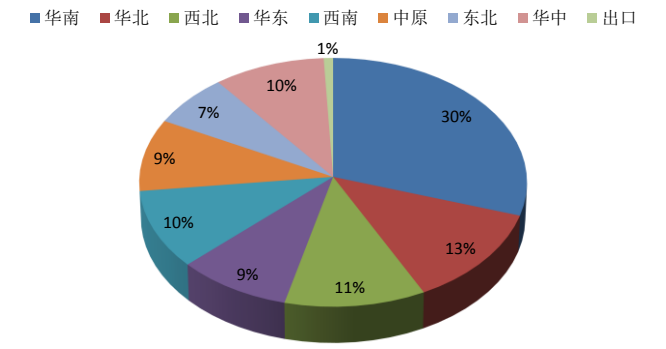
第三阶段就是依托“乌江”牌榨菜形成的品牌号召力、消费者基础和渠道网络经验，通过兼并收购等手段介入其他佐餐开胃菜领域甚至小食品领域如辣椒、盐酸菜、豆干等，成为佐餐开胃菜第一品牌。

酱腌菜市场容量非常大。在 2005 年，某国际著名调研机构调研结果显示：中国酱腌菜市场容量为 240 个亿。同榨菜行业类似，酱腌菜市场也是高度分散的，几乎每个省市区域，都有一个区域性强势品牌占领，全国呈现军阀混战的局面。但我们相信随着食品安全问题的升级，行业的进入门槛逐步提高，集中度的提高也是大势所趋。公司正好凭借榨菜市场的经验进入这些市场，酱腌菜消费者群体和榨菜都有一定重合，销售的通路结构和经销商网络也差不多，而企业的生产工艺、部分生产设备和现场管理模式是一样的，因而公司完全有能力复制榨菜的成功经验。

四、从区域龙头到全国品牌

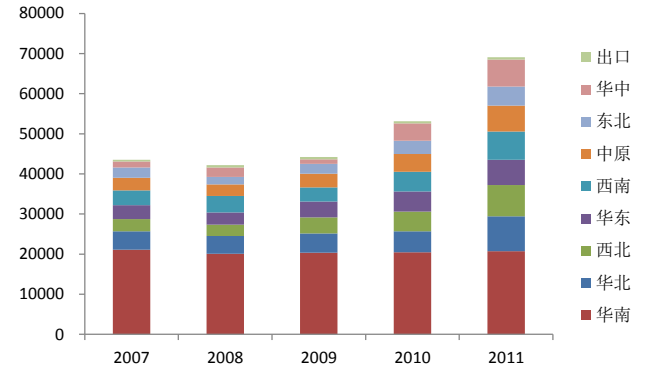
销售区域全面开花，华南地区以外为增长重点

图 13：公司收入结构



资料来源：公司公告，宏源证券

图 14：华南以外的地区销售快速增长（万元）



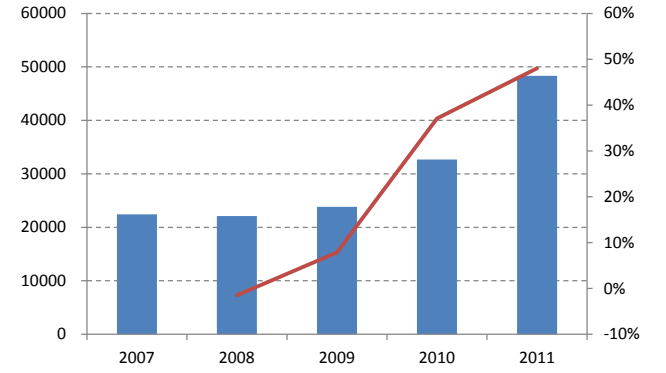
资料来源：公司公告，宏源证券

公司销售网络遍布全国，共包括 8 个销售大区、33 个销售办事处、1 个大区直属销售点。 华南区历来是公司最大的销售市场，公司在该地区拥有庞大的客户消费群体且客户忠诚度较高，公司在小包装榨菜市场上占有率已超过 90%，也正因为占比近乎垄断，近几年增长停滞。而其他销售市场的开拓成了公司业绩增长的主要引擎。2011 年，除华南区和出口外，其他市场销售额增幅均超过 25%，其中华北、华中和西北区增长率更是超过 50%。其中华南区销售占比由 2009 年的 47.58%下降到 2011 年的 29.99%。，这显示了公司其他市场发展的蓬勃之势。

营销投入是增长动力来源

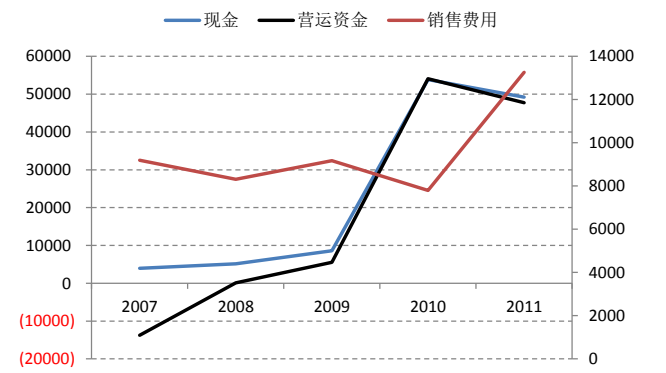
上市之后，公司资金实力大幅增强，品牌知名度进一步提升，具备了跨出原有优势区域，走向全国的条件，公司主要依托营销投入：强势广告投入和促销活动，在全国其他区域实现快速增长。2011 年公司销售费用增加 5468.24，增长 70%，其中广告费用增长 3394.97 万元；2012 第一季度销售费用同比增长 54%，显示了公司营销投入的持续放量。

图 15：华南以外市场增长迅速（万元）



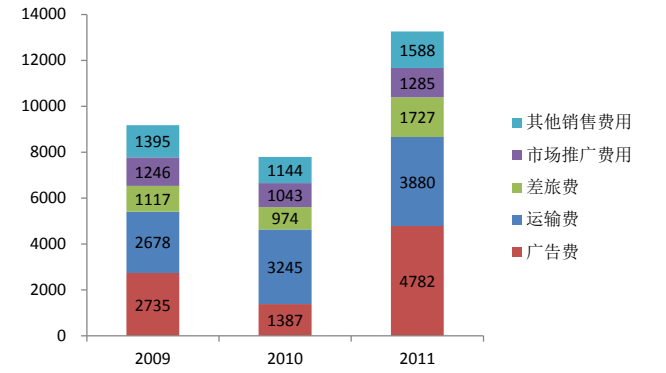
资料来源：公司年报、宏源证券

图 16：上市后资金实力大幅增强



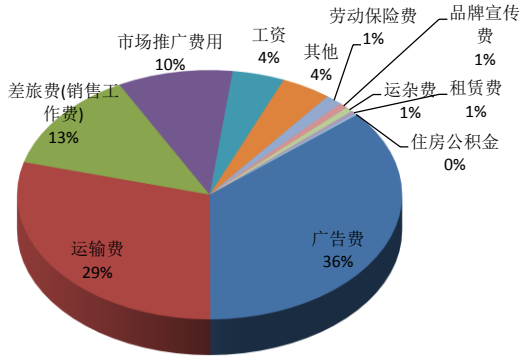
资料来源：WIND、宏源证券

图 17：2011 年广告费用增长迅速（万元）



资料来源：公司年报、宏源证券

图 18：2011 年销售费用明细



资料来源：公司年报、宏源证券

五、行业龙头——竞争优势显著

原材料优势

重庆市涪陵区是国内规模最大、最集中的榨菜产区，青菜头种植面积约占全国总种植面积的一半，因而获得 “榨菜之乡”的美誉。特有的地理位置使涪陵非常适合种植青菜头：地处北纬 30 度左右，全区以低山浅丘地形为主，亚热带季风性气候：四季分明，气候温和，降水充沛。涪陵地区长出的青菜头结实圆润，皮薄筋少。青菜头一般在 9 月播种，10 月移栽，次年的 2 月份青菜头成熟收获。冬天是青菜头快速生长期，这段时间涪陵温度有 4℃—5℃，并且多雾，因而长成的青菜头水分含量少，肉质紧密，铸就了涪陵榨菜特有的嫩脆品质。

公司的原材料均来自涪陵当地，每年在收获季节会大量收购青菜头进行加工存储，也通过向粗加工户收购头盐、二盐和三盐产品，优质的青菜头原料保证了公司的产品在业内领先。公司原材料发展模式是坚持以公司主导，以乡镇、村社、专业合作社和加工种植大户为依托，通过订单合同、保护价合同等多种形式同菜农签订合同，这种合作模式又被称为 **“公司+基地+农户”的模式**。

表 2：经营模式比较

模式	特点	适合企业
作坊加工	企业或个人只进行青菜头粗加工，再销售给较大规模的榨菜加工企业进行深加工赚取适度利润，或销售给当地的农贸市场。一般是当地收购青菜头并当地销售，市场地域性较强。企业利润水平较低，资金实力弱，没有品牌效应。	中小型
公司+农户	由榨菜加工企业牵头，与农户签订产销合同，借以带动当地农户对青菜头的种植。在当地收购，在当地和少数几个省市区销售，区域内有一定品牌影响力。	中等规模
公司+基地+农户	由榨菜加工企业居主导，基地一般由公司与相关村社、合作经济组织或团体组成，与相关方签订购销协议，负责组织农户种植青菜头。公司提供种子、化肥等生产资料，并在种植、田间管理、采收等过程进行技术指导，农户负责种植及日常管理。这种模式，公司节省了购销流通中的成本费用，可以在当地收购，并在全国范围销售。	大型

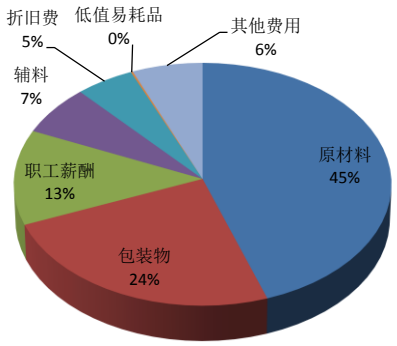
资料来源：招股说明书、宏源证券

通常，合同约定了青菜头及粗加工品的收购数量和品质，企业节省了购销成本，并从种植环节抽身出来，可以专注于核心能力(生产技术、新产品开发、销售网络和品牌)的发展。农户得到生产资料和技术培训方面的支持，并有稳定的收益预期，种植积极性高，风险小。双方在共赢的基础上建立紧密的合作关系。公司还与涪陵区农业科学研究所合作，不断推出高产榨菜种子如“永安小叶”、“涪杂一号”和“涪杂二号”等，以免费或低价方式提供给种植户，并聘请专家对菜农进行种植方法的培训，以提高亩产。

青菜头的价格受当年供求关系影响较大，公司一贯通过市场手段提高青菜头的收购价格，为菜农收入提高提供保障，增加了菜农的种植积极性，稳固了与菜农的长期合作关系。从 2005 年到 2009 年，涪陵榨菜就把青菜头收购合同的保护价从 200 元/吨逐年提高到 400 元/吨。菜农的种植积极性提高后，青菜头种植面积和总产量逐年增长，为公司和行业的可持续发展提供保障。

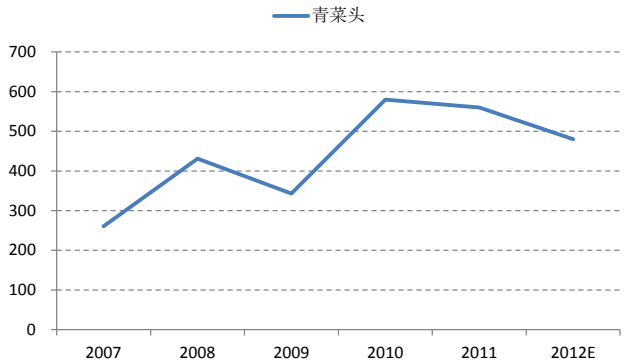
公司通过建立大规模窖池群，大大增强了公司对抗原材料价格波动风险的能力，但仍需要通过租赁、承包等方式委托农户或小企业进行青菜头生产和加工，前提是在公司的组织管理下生产，产品的质量均要求达到企业的质量要求。

图 19：榨菜生产成本结构



资料来源：公司年报，宏源证券

图 20：青菜头价格（元/吨）



资料来源：宏源证券

品牌影响力和客户忠诚度

“乌江”牌榨菜畅销全国，并远销日本、美国等 8 个国家和地区，品牌知名度行业第一，成为国内多数榨菜消费者的首选品牌。环境优势、管理优势、技术和设备优势为榨菜产品的品质提供了良好保证。

在华南区以及其他几个销售网络发达的区域，公司的榨菜产品已成为市场榨菜高端优质品牌为消费者所认知并接受，相应的定价也高于其他主要竞争对手。喜食榨菜的消费者越来越注重榨菜的口味和品质，消费习惯形成之后，价格敏感度逐渐降低，客户忠诚度很高。品牌影响力和客户忠诚度保证了涪陵榨菜对下游的定价能力，榨菜行业第一品牌的背书就是价格掌控力，公司的榨菜产品价格和毛利率均高于行业主要竞争对手。

产品品质领先

自成立以始，公司就非常注重产品的品质。“三腌三榨”是乌江榨菜的核心工艺，通过三次腌制，还原榨菜的天然柔韧，同时使腌制过程中的 100 多种微生物的充分生长和繁殖，形成不同的菌系、酶系，发酵产生的香味物质和各种天然香料的香气融合，形成独特的香味，形成了乌江榨菜“鲜香嫩脆，爽口下饭”的风格特点。

公司 2007 年重新策划广告词，突出乌江榨菜的“三腌三榨”的特点，签约著名演员

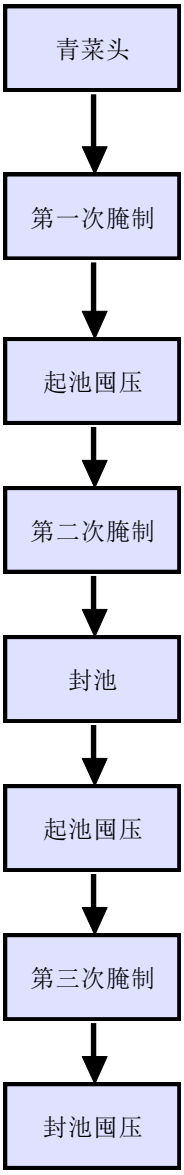
张铁林担任产品代言人，在广告和产品包装上不断宣传强化，起到了非常好的效果。

表 3："三腌三榨"过程

腌制次数	腌制时间（天）	起池囤压时间（小时）	用盐百分比
第一次腌制	7—9	12—24	5
第二次腌制	10—15	12—24	6
第三次腌制	>45	封池囤压	(13-B)/0.9

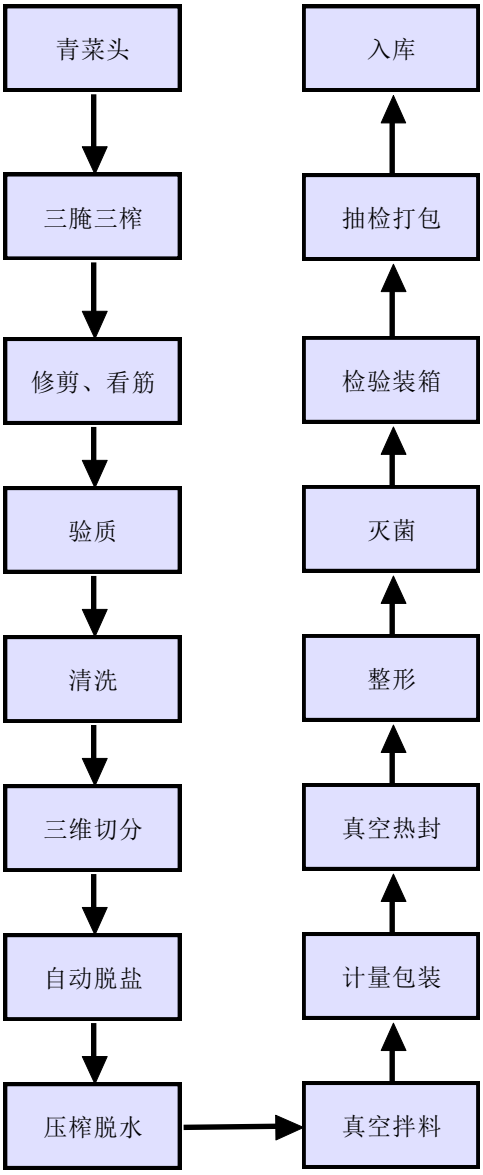
资料来源：招股说明书、宏源证券

图 21：榨菜"三腌三榨"流程



资料来源：公司招股说明书，宏源证券

图 22：公司榨菜生产流程



资料来源：公司招股说明书，宏源证券

公司在生产过程中，运用了多项行业领先的技术，保证榨菜产品的品质。如真空滚揉吸附式拌料、全自动组合斗式计量称重、全自动充氮保鲜、喷淋式巴氏灭菌、香辛料萃取等榨菜行业领先水平的先进技术，其中真空滚揉吸附式拌料、全自动组合斗式计量称重、全自动充氮保鲜、香辛料萃取技术四项技术均属国内首创。这些技术的运用，使公司的产品质量、口味、称量均质化。

未来，随着生活水平的提升和消费升级，榨菜消费将向有机化、优质绿色方向发展，要求产品无防腐剂、农药残留。公司的榨菜产品不添加防腐剂，先进的生产工艺保证榨菜原有的营养成分不流失，产品盐分控制精确，并逐步低盐化发展，经过“三腌三榨”工艺三个月的加工，榨菜中的亚硝酸盐含量远低于国家安全标准。

另外，乌江榨菜的品质突出，还源自于对原材料的精挑细选，公司的生产标准是大约1.7倍的青菜头做成半成品，而1.5倍的半成品做成成品，这一比例大大高于同业平均水平，因此产品质量能在业内领先。

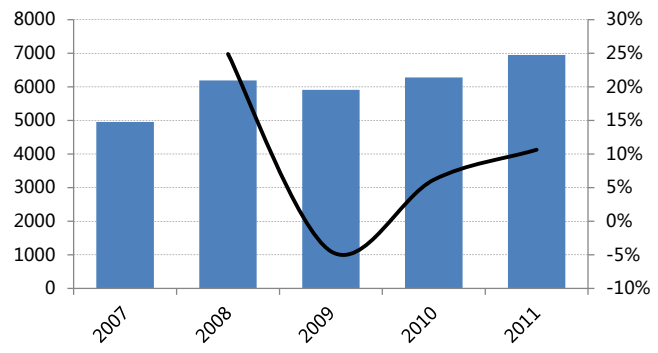
价格掌控力

作为国内最大的榨菜生产企业，**品牌优势、产品品质和客户忠诚度决定了公司有着很强的市场定价能力**，能在原材料价格上涨时有效的对冲成本，也能不断通过提价获取更高的利润。**原材料的区域局限性使得龙头企业对行业的控制力更强。**

榨菜产品作为佐餐开胃品，单价较低，提价往往不为消费者注意而容易被接受，自历史上看以来，榨菜产品价格上涨后将很难回落。

以2008年为例，当年受自然灾害影响原材料价格同比上涨了60%，而金融危机对实体经济的冲击使得流动人口大幅减少，行业销量下降了20%。一些规模较小的企业由于缺乏产品定价能力和销售能力，没有完善的销售渠道，在行业危机中份额下降甚至消亡。公司销量下滑23.60%，但是通过提价和对产品结构的调整（推出新规格高价品种），产品均价涨幅25%，使得当年公司收入仅下降了3.09%，而净利润更是有18.86%的增长。

图23：近年来榨菜均价变化（元/吨）



资料来源：公司年报、宏源证券

六、盈利预测

假设一：产能释放——募投项目逐步投产

表4：在建项目

项目名称	是否募投	总投资额	投资进度	预计完工日期
年产40000吨榨菜食品生产线项目	是	18,655.00	67.49%	2012-03-31
榨菜计量包装自动化改造项目	是	7,605.00	37.94%	2012-12-31
年产5000吨榨菜乳化辅料生产线项目	是	4,811.00	30.18%	2012-12-31
垫江10000立方米榨菜原料加工贮藏基地	否	2,667.62	32.77%	2012-06-30
江北10000立方米榨菜原料加工贮藏基地	否	2,289.98	9.94%	2012-12-31

珍溪 10000 立方米榨菜原料加工贮藏基地	否	2,613.48	1.61%	2013-12-31
华凤 11000 立方米榨菜原料加工贮藏基地	否	2,128.48		2012-12-31
华舞 8500 立方米榨菜原料加工贮藏基地	否	1,688.31		2013-12-31

资料来源：公司公告，宏源证券

公司的募投项目包括榨菜生产线、计量包装改造、乳化辅料生产线三个项目，同时超募资金投资项目含在垫江、江北、珍溪三地兴建原料窖池，按预定计划，2012 年底大部分项目将达预定可使用状态。届时将新增榨菜生产能力 58750 吨，原料窖池新增 49500 立方米，均有 50%以上的增加。新增的乳化辅料产能也将足以支撑公司未来的发展。**我们假设募投产能达产后逐步释放，未来三年，销量每年有 15%左右的增长。**

假设二：未来三年产品温和提价，对冲原材料涨价的影响，另外对产品进行结构调整及涨价，维持整体毛利率上升趋势。

假设三：公司继续保持对广告费用等营销高投入，销售费用率继续增长，营销大幅投入带动内生增长，尤其华南以外区域市占率快速提高。

根据我们的模型，**预测 2012-2014 年公司的 EPS 分别为 0.85 元、1.16 元、1.6 元，**目前股价对应的市盈率分别为 21.50 倍、15.71 倍、11.35 倍。我们认为，给予动态 30 倍市盈率估值，未来 6 个月的目标价格为 25 元，首次给予“买入”评级。

财务报表

资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	539	492	554	638	770
应收票据	8	15	19	25	31
应收账款	1	2	4	4	5
预付款项	13	2	2	2	2
其他应收款	2	3	4	4	6
存货	101	129	155	200	239
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	284	368	370	369	365
在建工程	30	37	33	32	31
工程物资	0	0	0	0	0
无形资产	10	17	16	16	15
长期待摊费用	0	1	1	1	0
资产总计	988	1076	1165	1296	1471
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	32	59	70	91	109
预收款项	79	80	80	80	80
应付职工薪酬	7	12	13	14	14
应交税费	-4	3	3	3	3
其他应付款	9	15	15	15	15
其他流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
负债合计	150	196	208	229	248
股东权益合计	838	880	957	1067	1222

现金流量表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	56	88	131	180	249
折旧与摊销销	23	26	32	34	35
经营活动现金流	121	125	137	172	242
投资活动现金流	0	-83	-30	-30	-30
融资活动现金流	331	0	-45	-59	-80
现金净变动	453	42	62	84	132
期初现金余额	86	539	492	554	638
期末现金余额	539	581	554	638	770

利润表（百万元）	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	545	705	897	1132	1413
营业成本	369	448	539	695	831
营业税金及附加	4	6	8	10	12
销售费用	78	133	175	187	240
管理费用	24	26	34	43	53
财务费用	5	-11	-10	-11	-13
资产减值损失	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	64	102	152	208	289
营业外收支净额	2	2	3	4	5
税前利润	66	105	155	212	294
减：所得税	11	16	24	33	45
净利润	56	88	131	180	249
减：少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	56	88	131	180	249
基本每股收益	0.36	0.57	0.85	1.16	1.60
稀释每股收益	0.36	0.57	0.85	1.16	1.60

财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
成长性					
营收增长率	23.3%	29.3%	27.3%	26.1%	24.8%
EBIT增长率	24.6%	30.9%	55.8%	38.6%	39.9%
净利润增长率	34.1%	58.6%	48.4%	36.8%	38.5%
盈利性					
销售毛利率	32.4%	36.4%	40.0%	38.5%	41.2%
销售净利率	10.2%	12.5%	14.6%	15.9%	17.6%
ROE	6.7%	10.0%	13.7%	16.8%	20.3%
ROIC	7.00%	8.79%	12.59%	15.65%	19.12%
估值倍数					
PE	50.6	31.9	21.5	15.7	11.3
P/S	5.2	4.0	3.1	2.5	2.0
P/B	3.37	3.21	2.95	2.64	2.31
股息收益率	1.6%	1.9%	2.5%	3.3%	4.7%
EV/EBITDA	24.5	19.8	13.0	9.5	6.6

分析师简介：

王凤华：宏源证券研究所中小市值上市公司研究组组长、资深研究员，中国人民大学硕士研究生，14 年从业经历，曾在多家券商任职，曾任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职，2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖：宏观策略研究、区域经济主题、能源新能源行业、煤炭电力行业、战略性新兴产业、投资组合、主题投资专题研究、中小市值上市公司研究、纺织服装行业研究、轻工行业研究等。

主要研究覆盖公司：首商股份、沱牌舍得、围海股份、金陵药业、积成电子、三元达、银河磁体、中福实业、开尔新材、凯恩股份、光线传媒、超华科技、鑫龙电器、探路者、滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、德力股份、富安娜、航民股份、报喜鸟、九牧王、七匹狼等。

吴　洋：宏源证券研究所中小市值上市公司研究员，中国人民银行研究生部金融学硕士，3 年行业研究经验。主要研究覆盖医药行业、中小市值上市公司研究等。

机构销售团队					
华北区域	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	李倩 010-88083561 liqian@hysec.com	王燕妮 010-88085993 wangyanni@hysec.com	张瑶 010-88013560 zhangyao@hysec.com	
华东区域	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	李岚 02151782236 lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云 13631505872 xiasuyun@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com	赵越 18930809316 zhaoyue@hysec.com	孙婉莹 0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉 010-88085842 qinhan@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com			

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%～20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%～+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%～+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。