

## 涪陵榨菜(002507)

## 榨菜龙头，集中度有望持续提升

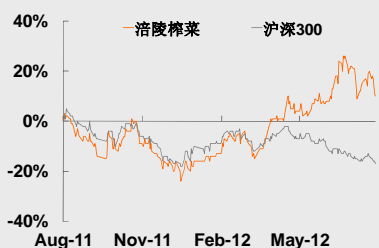
## 推荐 (首次)

现价: 20.18 元

## 主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.flzc.com
大股东/持股	重庆市涪陵区国有资产监督管理委员会/35.6%
实际控制人/持股	—
总股本(百万股)	155
流通 A 股(百万股)	80
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	30.23
流通 A 股市值(亿元)	15.61
每股净资产(元)	5.83
资产负债率(%)	16.1

## 行情走势图



## 证券分析师

文 献 CFA 食品饮料首席研究员

投资咨询资格编号: S1060209040123  
0755-22627143  
wenxian@pasc.com.cn

汤玮亮

投资咨询资格编号: S0260511020009  
0755-22624571  
tangweiliang978@pasc.com.cn

丁芸洁

投资咨询资格编号: S1060110040054  
0755-22625697  
dingyunjie640@pingan.com.cn

解睿

投资咨询资格编号: S1060512070005  
0755-22621631  
xierui097@pingan.com.cn

## 投资要点

## ■ 领先优势突出的榨菜行业龙头

涪陵地区是我国榨菜的发源地，公司是全国最大的榨菜生产企业，销量和市场占有率遥遥领先于其它竞争对手，突出的领先优势在于：1、品牌方面，“乌江”榨菜是中国驰名商标，免检产品；2、渠道方面，超过 1000 个经销商，遍布全国 200 多个城市；3、技术方面，业内最领先的现代化生产线和检测设备。

## ■ 行业治理和渠道下沉推动市场份额提升

榨菜行业已经是一个相对成熟的行业，未来增长以平稳为主，公司作为行业龙头，最大的看点在于集中度提升，推动力主要来自于两方面：1、对于食品安全问题的重视推动行业治理，加速中小企业的淘汰；2、销售渠道进一步下沉，全面进入二三线城市。

## ■ 原料掌控力逐渐增强

受天气因素和游资炒作的影响，榨菜产品的主要原材料青菜头价格波动比较剧烈，影响了公司利润率的稳定性。未来，随着原料窖池储能的增加，公司将通过灵活收储来平抑原材料价格的波动，增强对上游资源的掌控力；预计 2012 年底窖池储能将达到 11.5 万吨，未来 3-5 年有望进一步增加至 20-25 万吨。

## ■ 首次覆盖，给予“推荐”评级

预计公司 2012-2014 年的营收 CAGR 为 18%，净利润 CAGR 为 25%，2012、2013、2014 年的 EPS 分别为 0.77、0.92、1.10 元，最新收盘价对应的 PE 分别为 26、22 和 18 倍。我们认为，公司在榨菜行业的领先优势突出，行业整顿和渠道下沉将推动市场份额持续提升；而随着原料窖池储量的扩张，成本控制能力将逐渐增强，未来毛利率将更加稳定。首次覆盖，给予“推荐”评级。

## ■ 风险提示

1、经济增速下滑对于榨菜需求产生持续影响；2、天气等不可控因素导致青菜头价格上涨。

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	545	705	797	957	1,151
YoY(%)	23.3	29.3	13.1	20.1	20.2
净利润(百万元)	56	88	120	143	171
YoY(%)	34.1	58.6	35.6	19.2	19.8
毛利率(%)	32.4	36.4	39.3	39.4	39.5
净利率(%)	10.2	12.5	15.0	14.9	14.9
ROE(%)	10.2	10.3	13.5	15.8	18.5
EPS(当年股本)	0.36	0.57	0.77	0.92	1.10
P/E(倍)	56.1	35.4	26.1	21.9	18.3
P/B(倍)	3.7	3.6	3.5	3.4	3.4

## 正文目录

<b>一、公司概况</b>	<b>3</b>
<b>二、榨菜行业龙头，市场份额有望持续提升</b>	<b>3</b>
2.1 领先优势突出的榨菜行业龙头企业	4
2.2 市场份额有望持续提升	4
<b>三、原料掌控力逐渐增强</b>	<b>5</b>
3.1 青菜头价格波动较大	6
3.2 窖池储能扩大增强成本控制能力	7
<b>四、盈利预测与估值</b>	<b>7</b>
<b>五、风险提示</b>	<b>8</b>

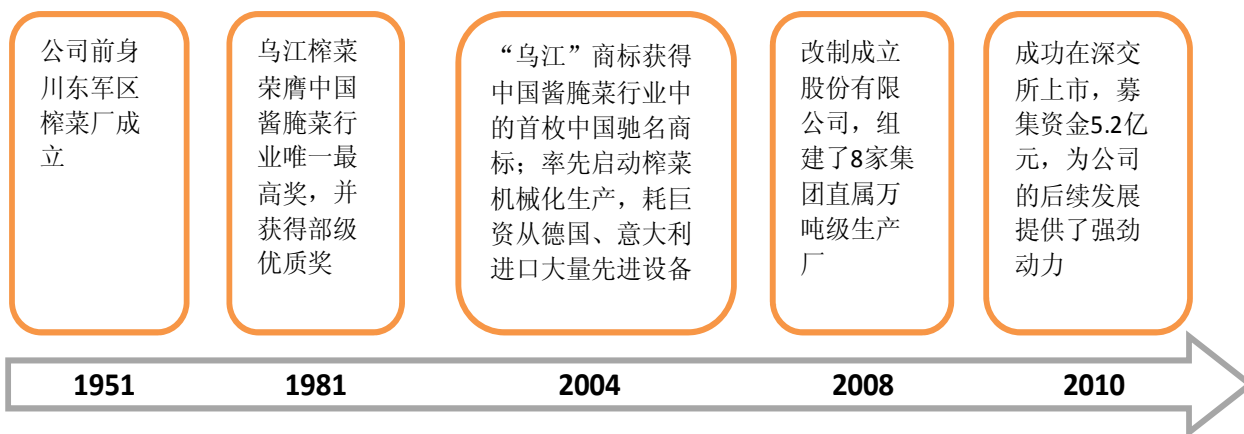
## 图表目录

图表 1 涪陵榨菜发展历程	3
图表 2 榨菜是公司收入的主要来源（万元）	3
图表 3 毛利率在 34%左右波动	3
图表 4 榨菜行业发展历程	3
图表 5 乌江的市场份额大幅领先于其它企业（2008 年）	4
图表 6 公司具有突出的领先优势	4
图表 8 榨菜行业企业数量变化	5
图表 9 榨菜生产成本结构	6
图表 10 青菜头种植集中在重庆、浙江地区	6
图表 11 青菜头价格年度间波动剧烈	7
图表 12 在建窖池项目一览	7
图表 13 主营收入分部预测	7
图表 14 PE-Bands	8
图表 15 PB-Bands	8

## 一、公司概况

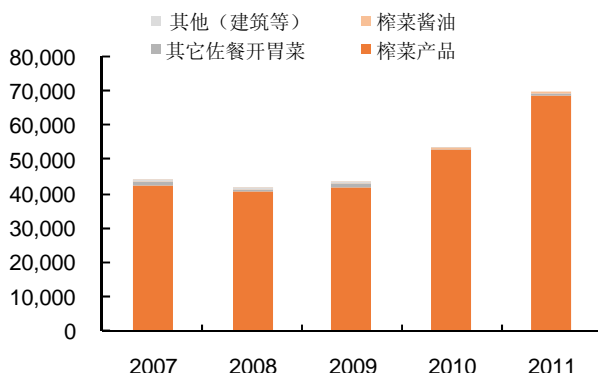
公司前身是 1951 年成立的川东军区榨菜厂，08 年改制为股份制公司，2010 年成功在深交所上市。公司的实际控制人为重庆市涪陵区国资委，直接持股 35.6%，间接持股 4.9%。公司的主要业务是生产和销售榨菜，旗下的“乌江”牌榨菜驰名全国。

图表1 涪陵榨菜发展历程



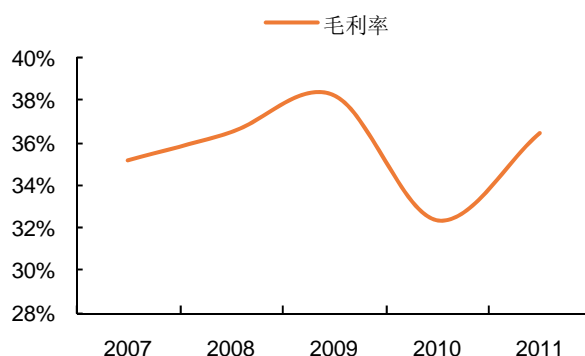
资料来源：公司网站、平安证券研究所

图表2 榨菜是公司收入的主要来源（万元）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表3 毛利率在34%左右波动



资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 二、榨菜行业龙头，市场份额有望持续提升

据史料记载，榨菜最早起源于涪陵城西邱寿安家，始于 1898 年，是我国具有 100 多年历史的传统特产，为酱腌菜中的主要子品类，具有鲜、香、嫩、脆的独特品质和特色风味，营养丰富、方便可口，具有佐餐、侑茶、调味等多样用途。我国榨菜行业的发展大致可以分为三个阶段，详见下表。

图表4 榨菜行业发展历程

阶段	时间	行业特征
一、初级阶段	1898 年至 20 世纪 80 年代初	该阶段榨菜品种单一；主要以手工作坊为主；销售范围局限于青菜头所在产区范围
二、跳跃发展阶段	20 世纪 80 年代初至	改革开放催生出大量的小规模榨菜个体生产企业；该阶段榨菜品种亦趋向多样化，但整

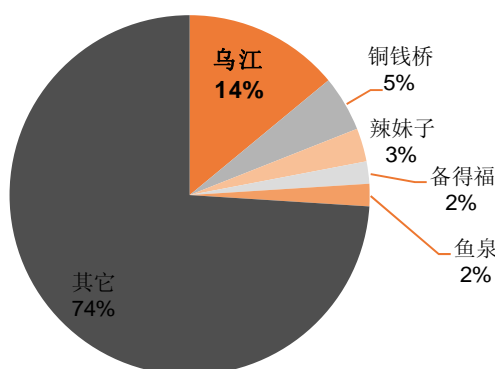
	20 世纪末	体工业化水平落后
三、快速发展阶段	2000 年至今	榨菜企业开始增加技术开发投入和机器设备更新，行业规模化、机械化水平提高。技术设备先进、管理规范、规模化生产的榨菜企业优势地位逐渐凸显，市场集中度逐渐提高

资料来源：平安证券研究所整理

## 2.1 领先优势突出的榨菜行业龙头企业

根据涪陵榨菜行业协会的统计，2008 年国内榨菜总销量约 48 万吨，重庆涪陵地区占比接近一半；其中，小包装占比约 60%。由于原材料青菜头的产地约束，我国的榨菜生产企业主要集中在重庆和浙江地区；但同时由于行业准入门槛较低，中小企业数量众多，根据行业协会的统计，2007 年全国榨菜加工企业数量近 300 家。

图表5 乌江的市场份额大幅领先于其它企业（2008年）



资料来源：涪陵榨菜行业协会、平安证券研究所

公司是行业内当之无愧的龙头企业，旗下“乌江”牌榨菜的销量遥遥领先于其它竞争对手，2011 年销量接近 10 万吨，估计占有率已经超过 15%。

作为行业龙头，相比于其它中小企业，公司具备三方面的优势：1、品牌；2、渠道；3、技术。

图表6 公司具有突出的领先优势

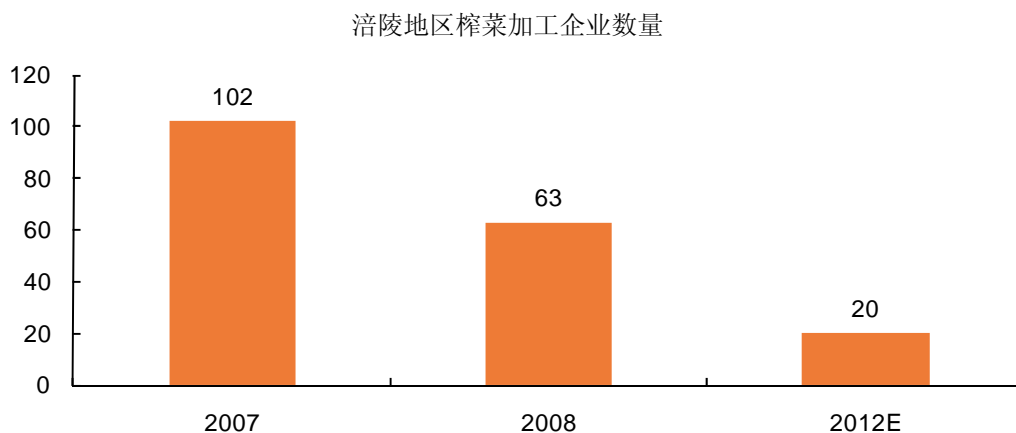
项目	公司优势
品牌优势	“乌江”牌榨菜是“中国名牌产品”、榨菜行业首枚“中国驰名商标”。
渠道优势	1000 多家忠实的一级经销商客户，销售网络覆盖了全国 34 个省市自治区，264 个地市级市场
技术优势	10 多条现代化的生产线和行业最先进的研发检测设备，产能超过 10 万吨，行业第一

资料来源：平安证券研究所整理

## 2.2 市场份额有望持续提升

作为一个相对成熟的行业，未来榨菜行业的整体增速并不会太快；而作为领先优势突出的行业龙头，未来公司的主要成长动力来自于市场份额的提升，推动因素为：1、行业层面，食品安全治理力度加大；2、公司层面，销售渠道下沉。

图表8 榨菜行业企业数量变化



资料来源：涪陵榨菜行业协会、平安证券研究所

**行业层面**，随着食品安全问题的受重视程度越来越高，有关主管部门加大了食品安全整治力度，依然停留在手工作坊时代的大部分中小型榨菜生产企业技术设备落后，生产管理松散，加工过程中的风险暴露环节众多，随时面临被淘汰的风险。根据行业协会统计数据，涪陵地区的榨菜生产企业从 5 年前的 100 多家锐减至目前的 20-30 家。我们认为，未来这一趋势仍将延续。

**公司层面**，新一轮的销售体系改革已经启动，目标是推动渠道下沉，促进销售体系扁平化发展。

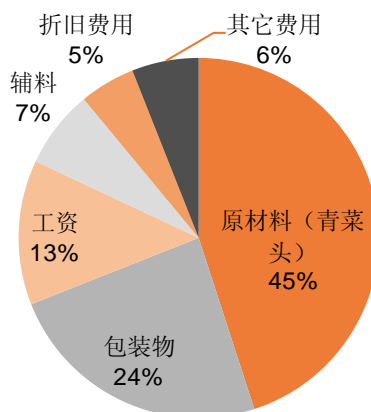
根据人口规模等，公司将目标市场划分为三个等级：一线市场以省城为主，二线市场以地级城市为主，三线城市以县级城市为主。目前，公司对一线市场基本完成一级经销商的全覆盖，二线市场的一级经销商的覆盖率约为 45.8%，三线市场的渠道建设刚刚起步，还没有一级经销商，目前只是一、二线市场经销去覆盖。未来 3 年，销售工作的主要任务就是做二、三线市场的渠道下沉，加大覆盖面，争取更多的市场份额。公司计划三年内将不断扩大销售人员队伍进行渠道的精耕细作。

目前，公司在全国拥有 1000 多个一级经销商，但是销售体系层级较多，产品到客户的通路过长，渠道掌控力不强。未来销售工作的另一个重点就是缩短销售通路，构建扁平化的销售体系。渠道掌控力的增强既有利于现有产品市场份额的进一步提升，也将大大增强公司新品推出时的渠道执行力。

### 三、原材料掌控力逐渐增强

榨菜的主要原材料为青菜头，在总生产成本中占比接近一半，其价格变化对于企业利润率的影响十分显著。根据测算，在假设其他原材料价格不变的情况下，青菜头价格每变化 1%，将造成毛利率变化 0.7%，净利润变化约 2%。

图表9 榨菜生产成本结构

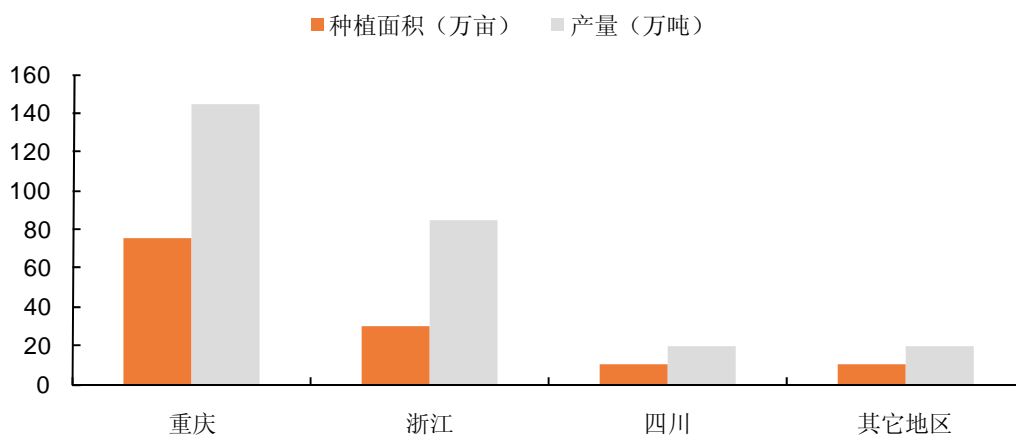


资料来源：公司公告、平安证券研究所

### 3.1 青菜头价格波动较大

青菜头属一年一季的农作物，一般在9月份播种，次年的2月份收获。青菜头是一种典型的小品种蔬菜，种植区域集中在重庆和浙江地区，目前全国年产量约为260万吨，其中10%左右鲜食，剩余的基本都是进行榨菜深加工。

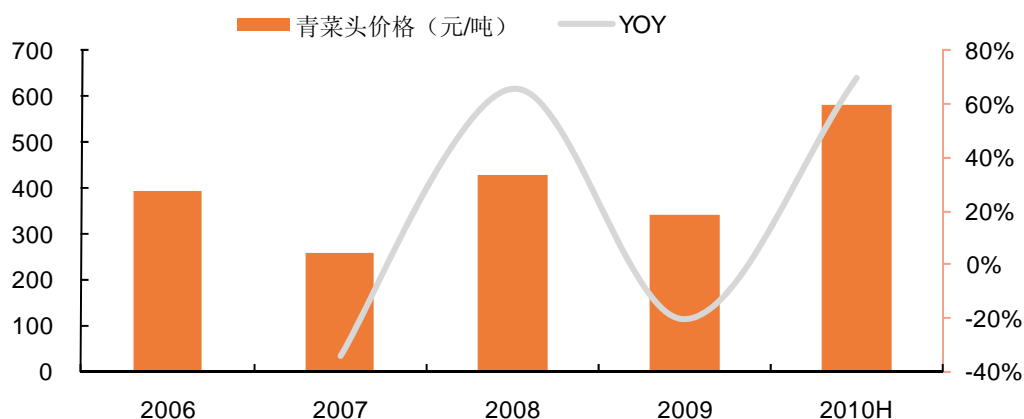
图表10 青菜头种植集中在重庆、浙江地区



资料来源：涪陵榨菜行业协会、平安证券研究所

青菜头历年价格波动比较大的原因是：1、天气因素——青菜头的播种和生长集中在秋冬季节，期间的天气状况对于单产影响大，一旦遭遇恶劣天气导致减产，则市场价格将大幅上涨（如2008和2010年）；2、游资炒作——作为一种典型的小品类农产品，总体市场规模不大，易于受到社会游资的炒作，阶段性的放大供需矛盾，导致价格波动更加剧烈。

图表11 青菜头价格年度间波动剧烈



资料来源：公司公告、平安证券研究所

### 3.2 窖池储能扩大增强成本控制能力

涪陵地区青菜头总产量 150 万吨左右，除去鲜食的部分，公司每年需求约占本地产量三分之一。

公司正在积极采取措施增强对原料市场的调剂控制能力：扩大自身窖池容量，增加原材料储备能力，目前已经拥有 9.5 万吨的原材料窖池，预计 2013 年 3 月将进一步增加至 11.5 万吨，预计未来 3-5 年有望增加至 20-25 万吨。

有了大规模窖池储能的支持，公司就可以在原材料价格适中时多收储原材料，这样能平抑原料收购价格的波动，减少原材料大幅上涨时对公司经营业绩的影响。

图表12 在建窖池项目一览

项目	体积 (立方米)	总投资额(万元)	预计完成时间
垫江榨菜原料窖池	10000	2668	2012 年 6 月
江北榨菜原料窖池	10000	2290	2012 年底
珍溪榨菜原料窖池	10000	2613	2013 年底
华凤榨菜原料窖池	11000	2128	2013 年 3 月
花舞榨菜原料窖池	8500	1688	2013 年 3 月
小计	49500	11387	

资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 四、盈利预测与估值

图表13 主营收入分部预测

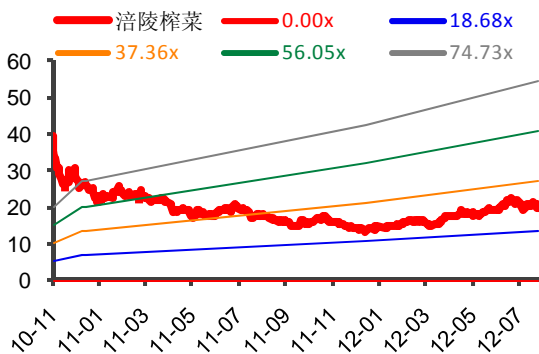
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
榨菜销量 (吨)	84,005	98,816	106,721	122,729	141,138
YOY	18%	18%	8%	15%	15%
榨菜销售均价 (元/吨)	6,278	6,946	7,293	7,644	8,013
YOY	6%	11%	5%	5%	5%
榨菜销售收入 (万元)	52,740	68,638	77,835	93,820	113,087
YOY	25%	30%	13%	21%	21%

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
其它佐餐开胃菜	310	339	407	448	492
榨菜酱油	71	86	77	77	77
合计-主营收入(万元)	53,121	69,063	78,320	94,345	113,657
YOY	23%	30%	13%	20%	20%

资料来源：公司公告、平安证券研究所预测

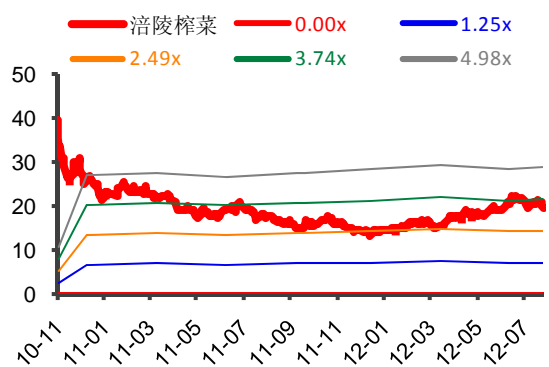
伴随着市场份额的提升，公司的主要产品榨菜仍有望量价齐升，实现稳定增长，未来3年收入CAGR将达到18%。

图表14 PE-Bands



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表15 PB-Bands



资料来源：Wind、平安证券研究所

预计公司2012-2014年的营收CAGR为18%，净利润CAGR为25%，2012、2013、2014年的EPS分别为0.77、0.92、1.10元，最新收盘价对应的PE分别为26、22和18倍。我们认为，公司在榨菜行业的领先优势突出，行业整顿和渠道下沉将推动市场份额持续提升；而随着原料窖池储量的扩张，成本控制能力将逐渐增强，未来毛利率将更加稳定。首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 五、风险提示

- 1、经济增速下滑对于榨菜需求产生持续影响；
- 2、天气等不可控因素导致青菜头价格上涨。



损益表 (百万元, 元/股)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	705	797	957	1,151	净利润	88	120	143	171
YoY	29.3%	13.1%	20.1%	20.2%	折旧摊销	26	35	34	36
营业成本	448	484	580	696	营运资金投资	8	-7	-1	-8
毛利率	36.4%	39.3%	39.4%	39.5%	经营活动现金净流量	118	39	174	198
营业税金及附加	6	7	8	10	资本开支	-25	-32	-42	-41
股权激励费用	0	0	0	0	投资活动现金净流量	-118	-32	-42	-41
销售费用	133	144	172	207	债务融资	0	0	0	0
管理费用	26	32	38	46	股权融资	0	0	0	0
财务费用	-11	-10	-9	-10	支付红利	-93	-78	-105	-125
投资净收益	0	0	0	0	融资活动现金净流量	385	-47	-68	-96
营业利润	102	140	168	201	当年现金净流量	-47	-61	36	43
加: 营业外收入	3	3	3	3					
减: 营业外支出	1	0	0	0	资产负债表 (百万元)				
利润总额	105	142	170	203	货币资金	492	431	467	510
减: 所得税	16	22	27	32	应收款项	18	17	22	26
净利润	88	120	143	171	预付款项	2	10	7	11
减: 少数股东损益	0	0	0	0	存货	129	136	165	196
归属母公司所有者净利润	88	120	143	171	其他流动资产	7	5	8	9
YoY	58.6%	35.6%	19.2%	19.8%	流动资产合计	647	599	669	751
销售净利率	12.5%	15.0%	14.9%	14.9%	长期股权投资	0	0	0	0
EPS (当年股本)	0.57	0.77	0.92	1.10	固定资产	404	402	409	415
EPS (最新股本摊薄)	0.57	0.77	0.92	1.10	无形资产	17	17	17	17
					其他非流动资产	8	6	8	7
					非流动资产合计	429	425	434	438
<b>重要指标速览</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	资产总计	1,076	1,024	1,103	1,190
估值					短期借款	0	0	0	0
PE	35.4	26.1	21.9	18.3	应付款项	59	53	70	80
PEG	1.4	1.3	1.1	0.9	预收款项	80	103	116	144
PB	3.6	3.5	3.4	3.4	应付股利	0	-77	-57	-32
PS	4.4	3.9	3.3	2.7	其他流动负债	30	24	34	38
EV/EBITDA	26.5	18.8	16.3	13.8	流动负债合计	170	103	164	230
股息收益率	2.5%	3.4%	4.0%	4.8%	长期借款	0	0	0	0
经营回报率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	应付债券	0	0	0	0
ROE	10.3%	13.5%	15.8%	18.5%	其他非流动负债	27	27	27	27
ROA	7.5%	10.4%	12.5%	14.0%	非流动负债合计	27	27	27	27
资本结构及偿债能力	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债合计	196	129	190	256
资产负债率	18.2%	12.6%	17.3%	21.5%	归属母公司所有者权益	880	895	912	934
速动比率	3.1	4.5	3.1	2.4	其中: 实收资本	155	155	155	155
运营效率	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	0	0	0	0
存货周转率	3.9	3.7	3.9	3.9	股东权益合计	880	895	912	934
流动资产周转率	1.1	1.3	1.5	1.6	负债及股东权益总计	1,076	1,024	1,103	1,190
固定资产周转率	2.0	2.0	2.4	2.8					

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257