

涪陵榨菜 (002507.SZ)

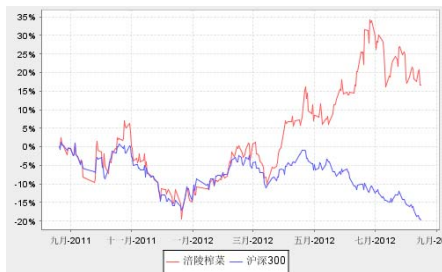
稳健成长、具备品牌壁垒的行业龙头

评级: 增持 **前次:**
目标价(元): 20.4-23.4
 分析师 联系人
 谢刚 黄文婧
 S0740510120005 食品饮料行业小组
 021-20315178 021-20315138
 xiegang@r.qlzq.com.cn huangwj@r.qlzq.com.cn
 2012年9月3日

基本状况

总股本(百万股)	155.00
流通股本(百万股)	56.10
市价(元)	19.49
市值(百万元)	3020.95
流通市值(百万元)	1093.39

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	545.04	704.66	813.05	1,028.7	1,291.0
营业收入增速	23.29%	29.29%	15.38%	26.53%	25.49%
净利润增长率	34.15%	58.59%	42.14%	26.10%	22.87%
摊薄每股收益(元)	0.36	0.57	0.81	1.02	1.26
前次预测每股收益(元)			0.82	1.04	1.35
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)			-1.13%	-1.70%	-6.95%
市盈率(倍)	75.46	25.93	25.22	20.00	16.28
PEG	2.21	0.44	0.60	0.77	0.71
每股净资产(元)	5.41	5.68	6.14	6.81	7.72
每股现金流量	0.73	0.76	0.94	1.32	1.58
净资产收益率	6.65%	10.05%	13.21%	15.01%	16.28%
市净率	5.02	2.61	3.33	3.00	2.65
总股本(百万股)	155.00	155.00	155.00	155.00	155.00

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 涪陵榨菜是专注于榨菜行业二十多年的龙头企业，2008年以来呈现出良好的量价齐升的增长态势，具备绝对的品牌优势、价格运作能力、全国化的市场及优秀的管理团队。**
- 品牌建设带来知名度的提升及全国市场拓展的潜力：公司通过持续的央视广告投放，树立“中国榨菜数涪陵，涪陵榨菜数乌江”的品牌概念，增强消费者的购买黏性；传播的广域度带来全国市场拓展潜力，过去两年非传统优势大区增长达30%-50%。**
- 业内二线榨菜品牌都是区域性品牌，盈利的规模已不足以支撑他们品牌建设及全国化拓展步伐，因此行业格局呈现强者恒强的态势。公司目前市占率15%左右，在业内中小企业受制于成本上升逐步退出的大环境下，公司市占率有望进一步提升。**
- 榨菜单包的终端流通价格一般在1元左右，消费者对于价格的敏感度并不高。同时公司拥有品牌知名度作为支撑，因此在产品价格运作上有很大的余地。2008年以来公司产品价格复合增速为8.8%。而且由于产品单包净利低至几分钱，因此小幅的价格提升可以带来大幅的净利提升。根据我们的测算，在其他条件不变的情况下，出厂价提升1%，将带来净利7.7%的提升。**
- 在经销商体系建设方面，公司秉承着厂商双方共赢的理念，已经建立起覆盖全国34个省市自治区，264个地级市的经销商网络，拥有1000多家战略经销商。共赢稳定的经销体系及灵活调整的渠道策略是公司成功的关键，公司高管时常深入销售一线市场，及时发现渠道运行中存在的问题并适时进行调整和修正。战略经销商制在过去两年给公司带来了快速成长，2010、2011收入分别增长23%、29%；目前公司正在逐步推进深度分销，通过设立二、三级分销商及切分市场的形式进一步下沉渠道，覆盖更多市场**

空白点。随着渠道建设的逐步完善，将带来销量上更快的增长，同时借助“乌江”榨菜做实渠道后，有望在渠道内嫁接更多的酱腌菜新品类，成为公司未来新的增长点。

- 公司具备严格高效的管理体制，虽为涪陵区国资委控股，但自上而下实行能上能下的竞争体制，具有严格、灵活的考核机制以及奖惩机制。高管共持有 5%左右的股权，激励机制到位。公司管理费用率基本控制在 4%以内，2011 年人均创利 78 万元，位列上市食品行业第三，远高于平均的 33 万元。近 2 年来公司经营性现金净流入/净利润的均值为 1.54，说明公司整体的现金流状况非常好，彰显出公司稳健扎实的盈利能力。
- 预计涪陵榨菜 2012-2014 年实现收入 8.13 亿、10.28 亿、12.91 亿，同比增长 15.38%、26.53%、25.49%；实现净利润 1.26 亿、1.58 亿、1.95 亿，同比增长 42%、26%、23%；对应 EPS 为 0.81、1.02、1.26 元。
- 综合 PE 估值及 DCF 估值，给予 20.4-23.4 元的目标估值区间，首次给予“增持”评级。涪陵榨菜作为具有宽阔护城河的行业龙头，是一个稳健、安心的投资品种，建议投资者积极关注。
- 风险提示：食品安全问题；天灾导致原材料大幅减产带来的原材料价格上涨，将会直接影响到产量及毛利率水平。

内容目录

行业龙头的发展路径	- 5 -
二十几年来专注于榨菜的行业龙头	- 5 -
先发优势带来的知名度提升	- 5 -
行业集中度将不断向龙头集中	- 6 -
知名度保障下的产品溢价能力	- 7 -
低价产品具有较低的价格敏感度:1%的价格提升带来 7.7%的净利提升	- 7 -
产品价格逐年提升, 依然具备提升及运作空间	- 8 -
成熟的市场运作确保提价的成功	- 8 -
传播广域度带来市场的拓展, 深度分销为未来增长做准备	- 9 -
传播广域度带来的销售区域拓展, 全国市场多点开花	- 9 -
共赢稳定的经销体系及灵活调整的渠道策略是成功的关键	- 10 -
战略经销商体系带来过去 2 年的快速增长	- 10 -
向深度分销转型, 做实渠道为品类拓展打好坚实的基础	- 11 -
巩固流通渠道、加强现代渠道、开拓业务市场	- 12 -
合理稳定的渠道价格体系	- 13 -
优秀的管理体制保障公司盈利持续稳定增长	- 14 -
严格高效的内部管控	- 14 -
稳健扎实的盈利能力	- 15 -
建造匹配的窖池以平抑原材料价格波动	- 16 -
原材料青菜头的种植情况	- 16 -
原材料价格波动与毛利率的关系	- 17 -
未来建造窖池以平滑原材料价格波动	- 18 -
盈利预测、估值分析与投资建议	- 18 -
盈利预测	- 18 -
估值分析	- 18 -
投资建议	- 19 -
风险提示	- 19 -

图表目录

图表 1: 涪陵榨菜专注于榨菜业务	- 5 -
图表 2: 销量 11 年来复合增速 13.6%	- 5 -
图表 3: 乌江品牌深入人心	- 5 -
图表 4: 广告费用投入支撑品牌建设	- 6 -
图表 5: 品牌投放及市场推广差异	- 6 -
图表 6: 榨菜行业销售维持在 5%-10% 的增长	- 7 -

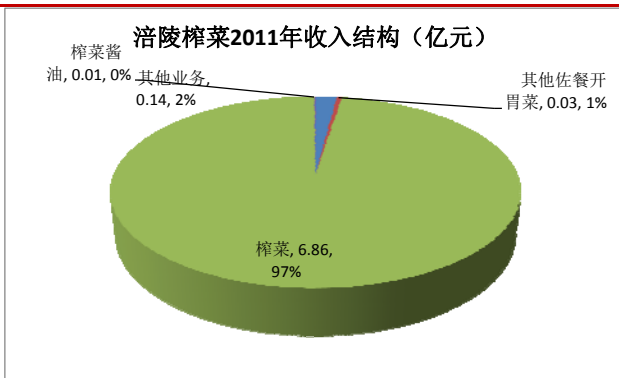
图表 7: 中小企业退出, 涪陵区榨菜企业家数不断下降.....	- 7 -
图表 8: 出厂价的小幅提升将带来净利的大幅增长.....	- 8 -
图表 9: 涪陵自 08 年以来价格复合增速为 8.83%.....	- 8 -
图表 10: 出厂价格稳步上涨.....	- 8 -
图表 11: 产品价格调整路径举例.....	- 9 -
图表 12: 八个销售大区的增长情况.....	- 10 -
图表 13: 稳定的经销体系.....	- 11 -
图表 14: 经销商每月订货流程.....	- 11 -
图表 15: 通路分布, 主要销售集中在流通渠道.....	- 12 -
图表 16: 在华南强势地区现代通路中有专门的乌江立柜.....	- 13 -
图表 17: 商超渠道加价率.....	- 13 -
图表 18: 流通渠道加价率.....	- 14 -
图表 19: 公司管理费用率基本控制在 4%以内.....	- 14 -
图表 20: 管理费用中以工资为主体.....	- 14 -
图表 21: 管理层持股, 激励机制到位.....	- 15 -
图表 22: 涪陵销售人员人均创利 78 万, 位列食品行业前列.....	- 15 -
图表 23: 涪陵榨菜经营性现金流/净利润远高于食品行业平均水平.....	- 16 -
图表 24: 优秀的自由现金流.....	- 16 -
图表 25: 全国青菜头种植面积 125 万亩, 主要集中在重庆和浙江.....	- 17 -
图表 26: 涪陵地区种植面积稳步上升.....	- 17 -
图表 27: 在青菜头上市季价格会走低.....	- 17 -
图表 28: 单季度毛利率水平受原材料影响很大.....	- 18 -
图表 29: 年度毛利率更趋于稳定.....	- 18 -
图表 30: 食品行业上市公司相对估值比较.....	- 19 -
图表 31: 涪陵榨菜 DCF 估值结果为 23.49 元.....	- 19 -
图表 32: 涪陵榨菜主营业务收入预测表.....	- 20 -
图表 33: 涪陵榨菜费用率预测表.....	- 21 -
图表 34: 涪陵榨菜财务报表预测.....	- 22 -

行业龙头的发展路径

二十几年来专注于榨菜的行业龙头

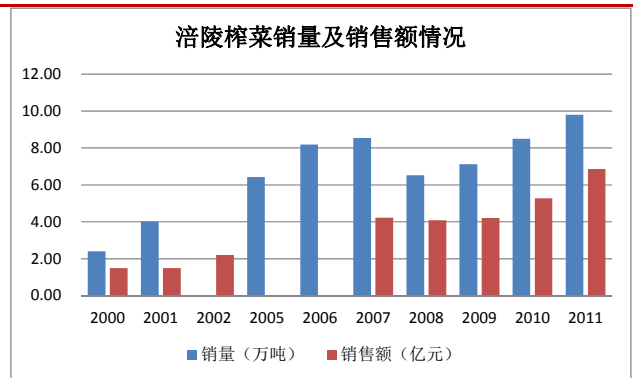
- 重庆市涪陵榨菜集团有限公司成立于 1988 年，二十几年来一直专注于榨菜业务，未涉足其他领域，目前主营收入结构中 97% 都是榨菜贡献。公司以“乌江牌”榨菜为主导产品，将一个传统作坊式产业带向现代化工业化的生产道路。
- 公司自 2000 年周斌全先生上任以来呈现出稳健的发展态势，销量从 2000 年的 2.4 万吨上升到 2011 年的 9.8 万吨，复合增速 13.64%，而销售价格自 2008 年以来复合增速达 8.8%，呈现出良好的量价齐升态势。

图表 1: 涪陵榨菜专注于榨菜业务



来源: 齐鲁证券研究所 WIND

图表 2: 销量 11 年来复合增速 13.6%



来源: 齐鲁证券研究所 公司招股书及公开资料

先发优势带来的知名度提升

- 涪陵榨菜集团是业内最早具备品牌意识的企业，清晰认识到榨菜的产品属性，作为一个消费频率不高且在日常消费占比中较小的消费品，消费者在购买时具有一定的随意性，因此品牌的知名度尤为重要。在行业内的企业规模尚小、不具备品牌建立的意识及能力的情况下，公司于 2005 年开始每年投入上千万元在央视投放广告，聘请张铁林做代言人，在消费者心中不断强化“中国榨菜数涪陵，涪陵榨菜数乌江”的品牌概念。通过公司产品知名度的提升，影响消费者的购买行为，提升消费者的购买黏性。

图表 3: 乌江品牌深入人心

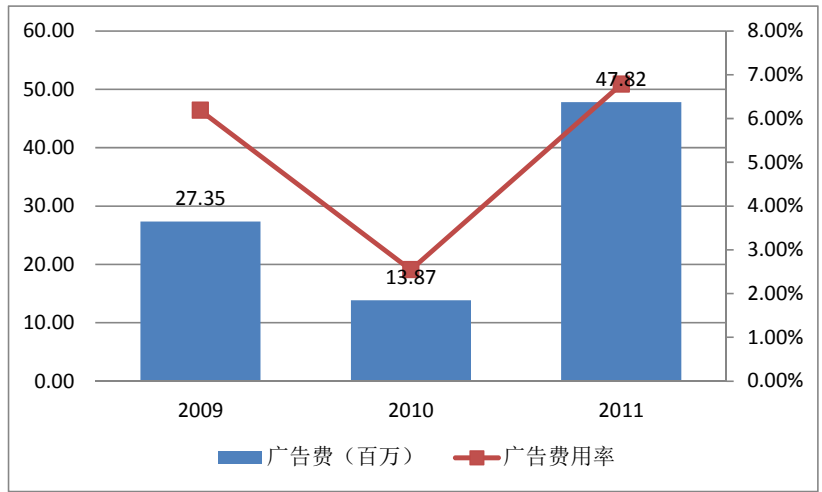


来源: 齐鲁证券研究所 公司网站

- 目前公司依然保持每年三、四千万的广告投入，维持产品知名度。对

比其他区域性品牌，每年的毛利仅三、四千万左右，根本无力支撑其知名度的提升及品牌化的建设。因此乌江的品牌已经形成了一个宽阔的护城河，占得先机，形成了强者恒强的格局。

图表 4: 广告费用投入支撑品牌建设



来源：齐鲁证券研究所 公司年报

图表 5: 品牌投放及市场推广差异

万吨	产品	产量(万吨)	市占率	收入(亿元)	毛利E(万)	净利(万)	重点市场	全国组织机构	广告投放	员工	产地
乌江牌	榨菜为主	9.80	14.2%	7	26600	8800	全国铺开，华南为传统优势区域	全国33个办事处	央视广告，明星代言，年广告费用3kw-4kw	885	重庆涪陵
鱼泉	榨菜、萝卜、雪菜、泡菜、竹笋	3~4	5.0%	3.5，其中出口创汇500多万美元	6000	2500	京津、成都、华东地区	全国20多个办事处	区域广告	1000+	重庆万州
铜钱桥	榨菜、饮料	2.20	3.2%	1~2	4500	千万	东北		区域广告		浙江宁波
备得福	榨菜	1.60	2.3%	1~2	4500	百万水平	东北		区域广告	800+	浙江余姚
辣妹子	饮料、罐头、辣酱	1.40	2.0%	1~2	4500	百万水平	南京	全国14个办事处	区域广告		重庆涪陵

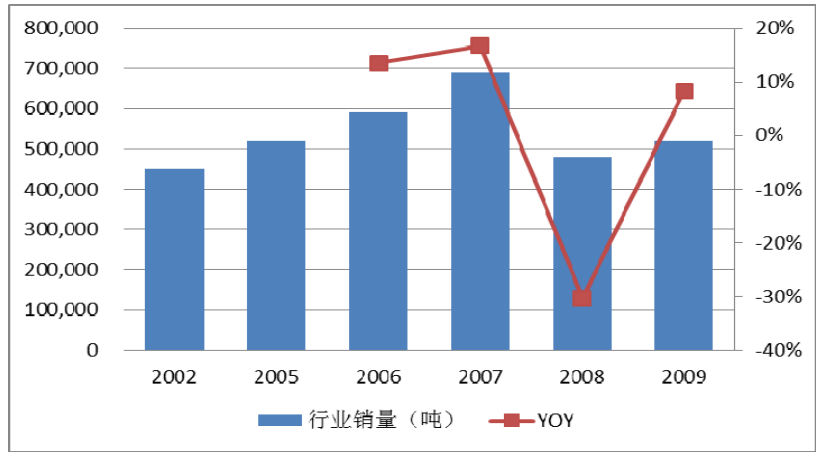
来源：齐鲁证券研究所

- 从渠道了解的情况来看，今年上半年其他品牌销量都在下滑，而乌江仍保持了 5% 左右的增长。公司已具备绝对的规模及品牌优势，龙头地位难以撼动。

行业集中度将不断向龙头集中

- 榨菜属于稳健增长的行业，2002-2009 年行业销量复合增速约为 8%，2007 年最高点达 70 万吨，2008 年由于重庆极端低温天气影响全行业原材料青菜头减产 30% 导致行业产量同比例下滑，之后又恢复到每年稳健增长的状态。

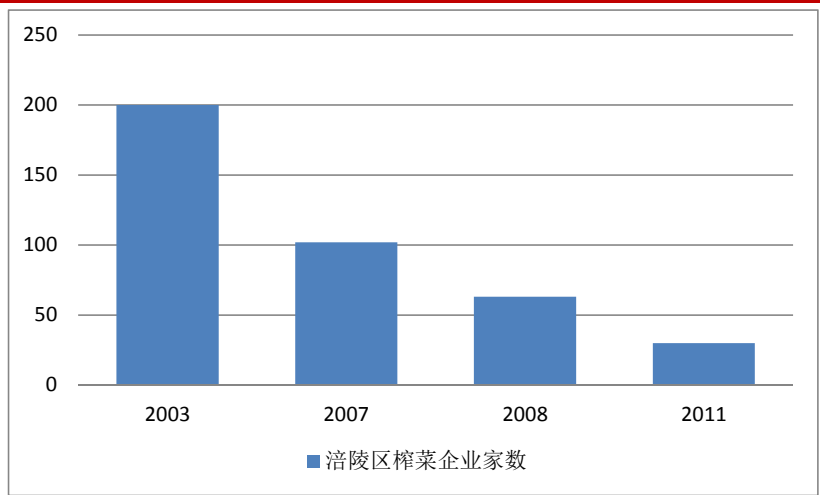
图表 6: 榨菜行业销售维持在 5%-10% 的增长



来源: 齐鲁证券研究所 公司招股书及公开资料

- 随着人力成本、环保成本、土地租金、农产品价格上涨等多方面因素，行业内越来越多中小企业进入亏损边缘，不断退出这个行业，仅从涪陵地区来看，榨菜企业数量从 2003 年的 200 家下降到 2008 年的 63 家。

图表 7: 中小企业退出，涪陵区榨菜企业家数不断下降



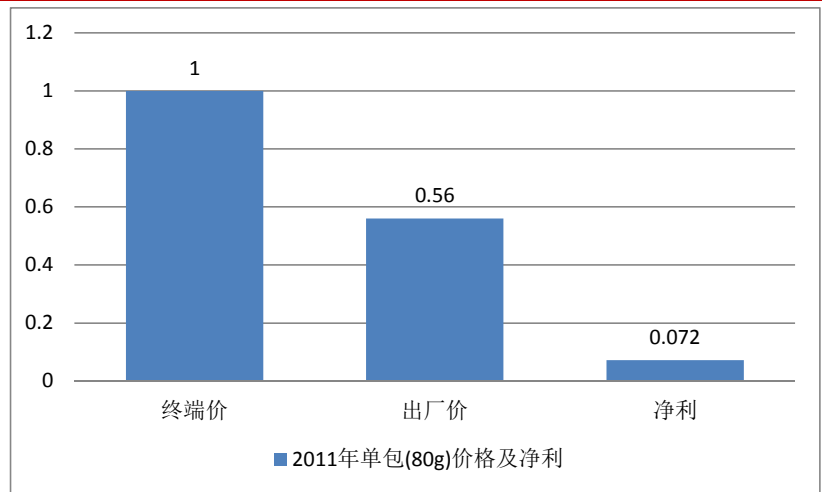
来源: 齐鲁证券研究所 公司招股书及公开资料

- 二线品牌发展的局限性以及中小企业的退出给乌江品牌带来更多的发展空间，行业已经经过了群雄混战的阶段，预计乌江将强者恒强，市占率会从目前的 15% 进一步提升到 30%。

知名度保障下的产品溢价能力

低价产品具有较低的价格敏感度:1% 的价格提升带来 7.7% 的净利提升

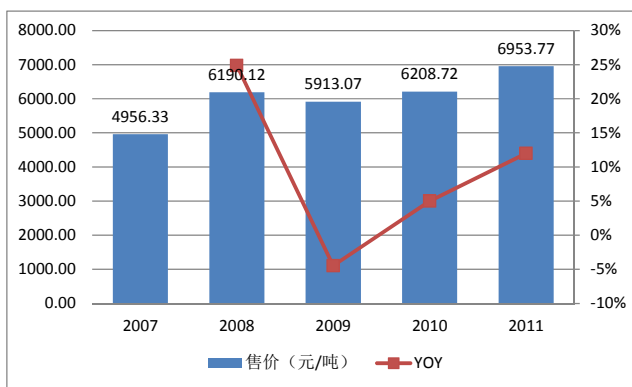
- 由于榨菜属于低价值产品，单包（80-100g 左右）的终端流通价格一般在 1 元左右，因此消费者对于价格的敏感度并不高，适度的小幅提价并不会对销量有负面影响。
- 但是对于公司来说，单包（80g 计）的净利一般就在 0.07 元左右，因此产品小幅提价带来的净利提升是非常大的。假定其他条件不变的情况下，出厂价提升 1%，带来净利的提升是 7.7%。

图表 8: 出厂价的小幅提升将带来净利的大幅增长


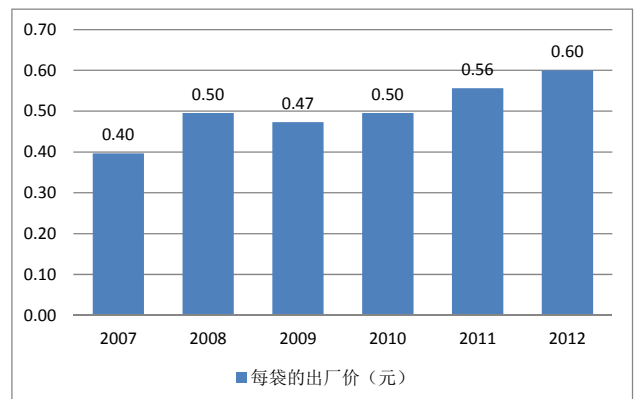
来源：齐鲁证券研究所

产品价格逐年提升，依然具备提升及运作空间

- 由于涪陵具备品牌意识，先于同行进行广告投放，使得其具备产品溢价能力，品牌建设和知名度的提升有效推动了公司售价的提升。
- 公司的提价策略是从 2008 年开始实施的，自 2008 年以来公司的出厂价格复合增速为 8.83%。提价的前提是品牌力，说明乌江品牌确实有更强的定价权。
- 从目前公司主导产品的出厂价及终端价来看，绝对值并不高，还有一定的提升和运作空间，价格提升会直接带来利润的增厚。

图表 9: 涪陵自 08 年以来价格复合增速为 8.83%


来源：齐鲁证券研究所 公司招股书

图表 10: 出厂价格稳步上涨


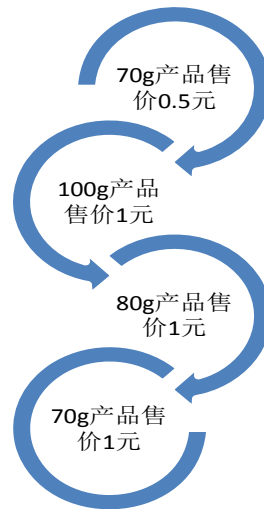
来源：齐鲁证券研究所

成熟的市场运作确保提价的成功

- 公司具备成熟的市场运作方式：由于各个市场的主导产品、销售情况以及消费者习惯都不同，因此公司不会对全国进行统一调价，而是在充分调研、时机成熟的时候进行分时点分产品分市场的价格上调。成熟细致的市场运作模式确保了提价的成功性。

- 单品类产品的提价方式：由于消费者对价格直接变动比较敏感，因此公司通过改变包装进行变相提价。从 100g 到 80g 到 70g，而实际的销售价格还是维持在 1 元的水平。一般来说，公司会在保留原有规格的产品时推出新一规格的产品，比如在 70g 售价 0.5 元产品的基础上推出 100g 售价 1 元的产品，并且针对新品采用促销等手段使消费者逐步适应新的价格体系。逐步运作 100g 的产品直到消费者接受后就撤销掉 70g 的产品，这个过程一般需要 1.5 年左右的时间。目前公司在华南地区 80g 流通产品的销售已经很稳定了，预计今年底或明年将逐步开始推 70g 的产品，并且随着公司市场运作越来越成熟，这一转换过程的适应时间将越来越短。

图表 11：产品价格调整路径举例



来源：齐鲁证券研究所 调研信息

传播广域度带来市场的拓展，深度分销为未来增长做准备

传播广域度带来的销售区域拓展，全国市场多点开花

- 由于公司在品牌建设、知名度提升上投入较大，传播的广域度带来了全国市场的拓展潜力。
- 华南大区作为公司传统的优势区域，逐步进入饱和，销量基本维持个位数增长，上半年增长 10% 中有 6% 约为提价贡献。
- 除华南大区以外，各个大区的销售增速都非常快，尤其是东北、华中、西南等大区，由此可见公司正在不断地攻城略地，在优势市场之外抢占更多的市场份额。今年由于宏观经济影响整体增速放缓，公司正在通过渠道调整、空白点的占领，希望带来新的增长点。

图表 12: 八个销售大区的增长情况

	2010	2011	2012H1
华北销售大区	9.6%	66.6%	3.91%
东北销售大区	34.0%	44.7%	1.30%
华东销售大区	25.5%	26.2%	11.05%
华中销售大区	287.0%	55.9%	8.82%
西南销售大区	132.3%	43.9%	15.96%
西北销售大区	23.4%	57.7%	12.08%
中原销售大区	30.5%	45.2%	12.01%
华南销售大区	0.4%	1.3%	10.24%
小计	24.0%	30.0%	9.90%

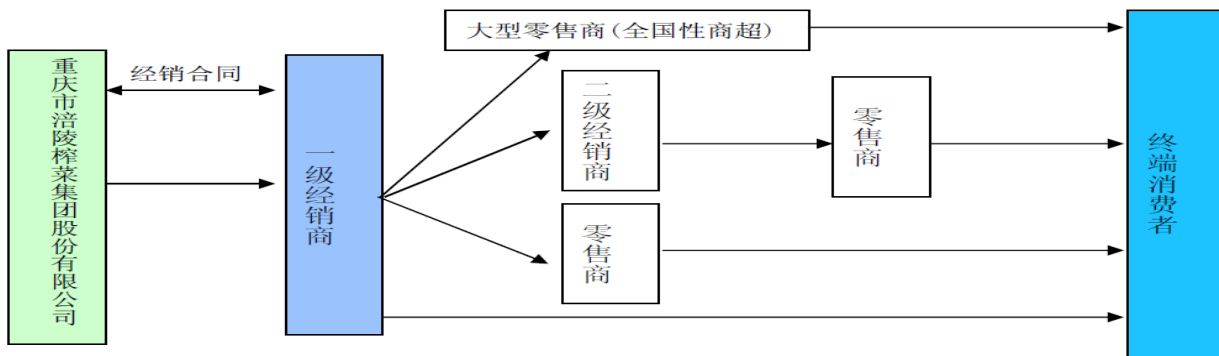
来源: 齐鲁证券研究所 公司年报半年报

共赢稳定的经销体系及灵活调整的渠道策略是成功的关键

- 公司致力于建立共赢稳定的经销体系, 选择经销商的首要标准是认同公司品牌, 其法人代表的思路和理念应该同公司一致, 其次才是网络的适应性、资金实力等, 这样才能真正达到合作的目的。公司的理念是必须跟经销商一起达到共赢, 一方赢一方亏的局面都是不能长久的。因此公司的经销商体系比较稳定, 尤其是重点客户都已经跟公司合作了十几年。
- 目前公司拥有1000多家一级经销商, 覆盖了全国34个省市自治区, 264个地级市, 基本涵盖了所有地级市。
- 公司销售部门设立了8个销售大区、33个办事处对经销商进行指导和管理, 销售人员相当于经销商的市场营销策划。销售人员基于当地市场的充分调研后制定相关策略, 指导、培养经销商的业务员, 告诉他们怎么按照相关要求做市场。每年会有2次针对经销商的系统培训, 包括营销、人力资源等方面。销售业务员必须定期拜访客户、巡店, 随时跟踪市场及经销商的情况。
- 公司对自身的渠道情况非常了解, 从高管到一线业务人员都深入了解实际的情况, 因此对于各个阶段渠道中所存在的问题了然于胸, 公司会及时对渠道内存在的问题进行调整、创新以适应新形势下的销售体系, 做到精准的市场开拓及市场策略的运用。

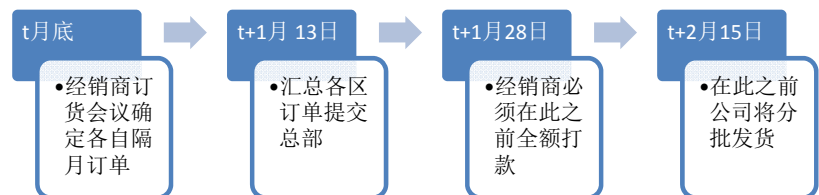
战略经销商体系带来过去 2 年的快速增长

- 目前公司的战略经销商制度就是为了针对2009年时渠道存在的一些问题而专门采取的策略。当时渠道主要存在的问题包括: 1、经销商提前完成当年目标后, 销售不积极(考虑来年目标); 2、经销商不敢在市场开拓上进行长期投放, 怕被取消经销资格; 3、厂商之间的责权利不清晰。
- 针对这些问题公司采取了战略经销商制度, 跟符合规定的经销商签订3-5年的合同, 保证经销商稳定及费用投入的积极性; 同时设立基本返利及超级返利制度, 带动经销商销售的积极性; 详细划定了厂商之间的责权利, 包括经销商不能经销同品类其他产品, 界定经销商的人员、仓库、数量、先款后货的打款方式, 厂家则要保证产品质量、广告投入、发货及时等, 通过战略经销商制度的实施促进了经销商的快速发展, 很多经销商连续2年每年增长30%以上。

图表 13: 稳定的经销体系


来源: 齐鲁证券研究所 公司招股书

- 先款后货的打款方式大大改善了公司的现金流: 每月月底经销商会确定隔月订单数量, 并在次月初将订单数量上报给当地办事处, 经各销售大区汇总后于次月 13 日向总部提交订单数量, 而经销商必须于 28 日前将全额订单款汇入公司账户, 以到账为限, 如果未能如期汇入将扣减当月的返利; 货物于隔月 15 日之前分批发出, 如果在 15 日前没能及时发货公司会给予经销商赔偿。除北京、南充等少数经销商有信用账期以外, 其他经销商都是先款后货。

图表 14: 经销商每月订货流程


来源: 齐鲁证券研究所 调研信息

向深度分销转型, 做实渠道为品类拓展打好坚实的基础

- 公司目前的经销商体系基本覆盖了一二线城市, 但是在三线及以下城市还有大量空白。公司目前在逐步下沉渠道, 向深度分销转变, 为未来的增长做准备。
- 公司的渠道下沉方式主要有两种, 根据具体市场情况不同而定:
 - 1、在一级经销商做得比较好的地区采用设立二级分销商的方式进行, 在公司业务人员的协助下由一级经销商进一步开发二级分销商, 通过二级经销商的人员及网络更多地覆盖乡镇的农贸市场、批发市场、传统终端等等。在建立二级经销商的同时, 也将采用公司对战略经销商的管理模式, 由战略经销商对二级经销商进行管理, 进行三方管控;
 - 2、在一级经销商相对较弱的地区, 通过对该区域进行合理分割, 引入其他的一级经销商, 在空白市场设立新的经销商等方式布点。同时对这些仍处于发展阶段的区域给予超级返利的政策激励, 鼓励经销商做大。公

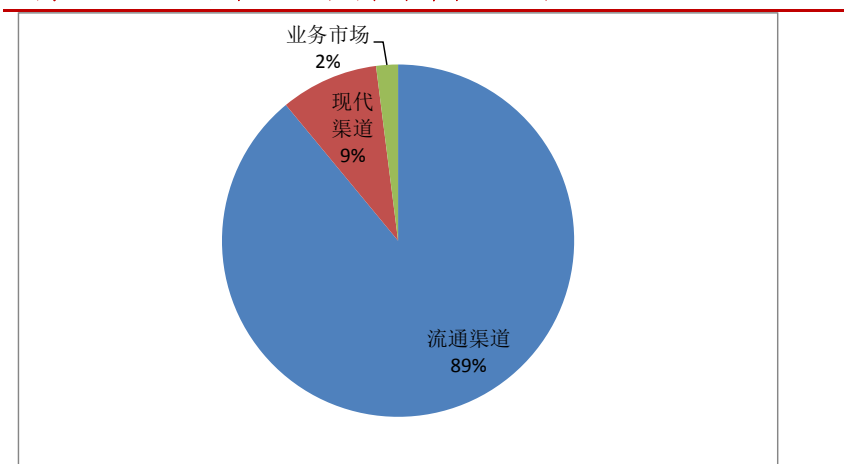
司希望通过 2、3 年时间覆盖 60% 以上的三线市场，做实渠道。

- 针对目前渠道里存在的一些新问题，公司也做了调整。基于过去 2 年的快速增长，很多经销商基数变大，过高增长要求会出现抛货窜货的现象，因此公司针对不同市场采取不同的策略：对于较为成熟的市场降低增长要求，完成后给予基本返利，不再用超级返利政策，合理的增长要求保证了渠道的健康。
- 公司将货物从重庆发往各个市场，委托第三方运输，承担相关的运输费用。到 2014 年，公司计划在全国 8 个大区设立中转物流中心，把网络建设到所有的县级市场和大部分乡镇。
- 渠道的下沉将进一步提升销量增速；同时公司希望借助乌江榨菜的品牌力和产品力，通过 3 年左右时间做深做实渠道，在榨菜销售额做到 20 亿之后再开始在渠道内嫁接其他酱腌菜新品类，包括品牌可以延伸的同类产品，如萝卜干、辣椒等，这将是榨菜之后新的增长点。
- 以上海为例，华东区最大的一级经销商目前已经展开了渠道下沉，该经销商原本只做上海地区的 KA 市场，今年开始通过设立二批商下沉渠道，目前已经新增了 20 家左右的二分商，通过二分商的人员和网络去辐射郊区、乡县的传统市场。稳固流通渠道、加强现代渠道、拓展业务市场。

巩固流通渠道、加强现代渠道、开拓业务市场

- 目前公司销售中流通渠道占大头，有将近 90% 的销售是在流通渠道完成的，流通渠道主要包括批发市场、农贸市场、夫妻老婆店、私营或非连锁小超市及连锁性便利店等。近 9% 是在现代大型卖场中实现的，另外有 2% 左右的业务市场。

图表 15：通路分布，主要销售集中在流通渠道



来源：齐鲁证券研究所

- 流通市场相对来说是公司的优势市场，未来主要就是采用渠道下沉来覆盖更多空白点。
- 现代通路相对是公司的薄弱环节，商超的产出并不高。公司计划通过“三化”，即“任务标准化、终端生动化、产出高产化”，从一线城市开始抓现代市场。

图表 16: 在华南强势地区现代通路中有专门的乌江立柜



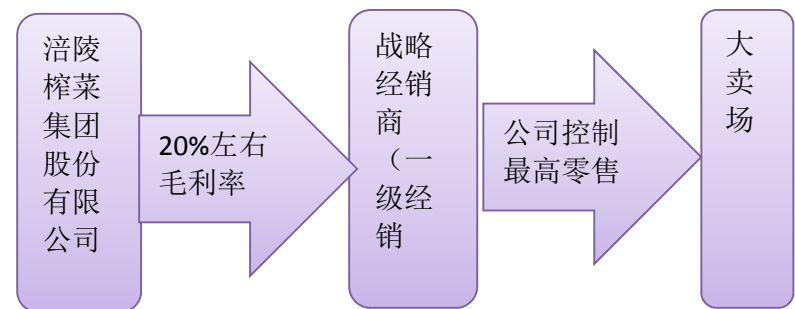
来源：齐鲁证券研究所

- 另外公司专门成立了销售二部，对业务市场进行拓展，开发学校、企业、武警部队等业务市场，不过目前占比还不高，未来业务市场较好的开发将带来更快的销售增长。
- 公司供给商超和流通渠道的商品规格一般是不同的，针对不同销售区域不同销售通路的产品有不同的内部编码，以便于监控窜货。

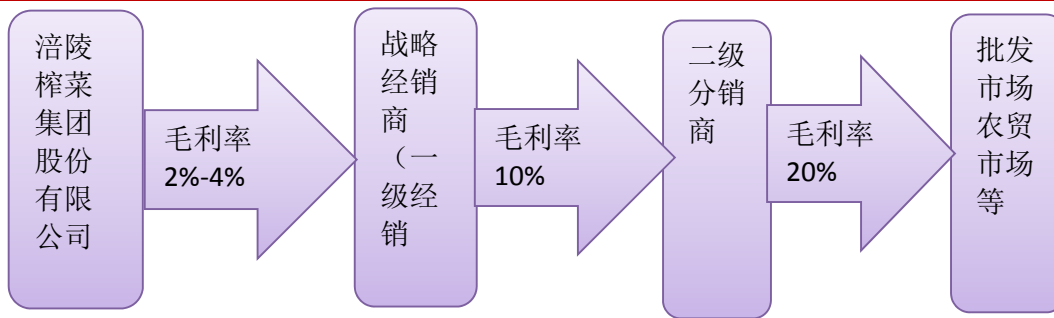
合理稳定的渠道价格体系

- 公司采用的是全国统一的到岸价，保证了整体价格稳定，极少有杀价抛货的现象。
- 经销商的收益包括两部分：一部分是价差，一部分是返利。价差部分如果是供商超渠道的一级经销商的毛利率为 20%左右，但是经销商需要承担商超费用、物流费用等，净利率一般在 3-5%；在流通渠道里一般毛利率更低，在 2%-4%左右，但是流通渠道由于是现款现货没有资金风险，因此经销商也乐意做流通渠道，通过跑量获利；另外一部分是返利，如前所述，有基本返利以及超级返利。基本返利为 4%，保障成熟市场的合理稳健增长；超级返利为阶梯式的返利，超额完成部分给予大额返利，促进新兴市场的大力拓展。

图表 17: 商超渠道加价率



来源：齐鲁证券研究所

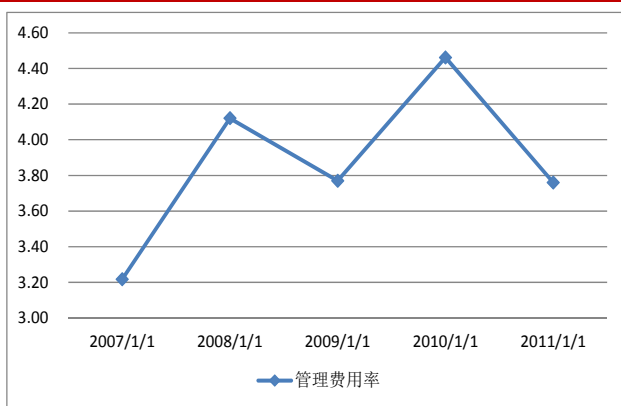
图表 18: 流通渠道加价率


来源: 齐鲁证券研究所

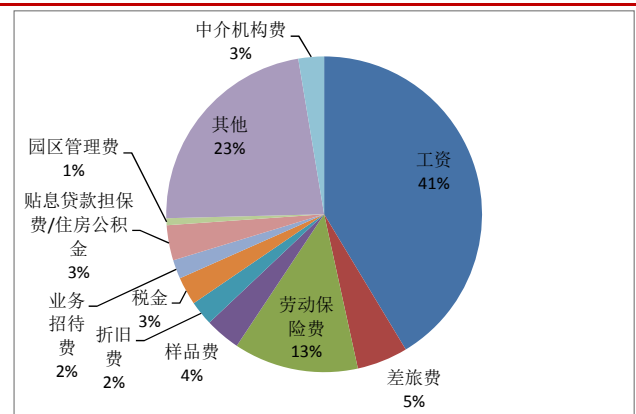
优秀的管理体制保障公司盈利持续稳定增长

严格高效的内部管控

- 公司具备严格的内部考核体系，从高管层到一线业务员都有相应的考核标准。实行竞争上岗、能上能下的充分竞争体制，随时考核随时排名，不达标者将转岗或者降薪。而达标或超额完成任务的人员也有奖励，会根据相应的完成指标折算系数发放奖金。
- 同时公司的考核标准也根据市场情况作动态调整，比如公司目前重点工作是实现渠道下沉，因此考核标准并不以销售额及回款达标为主，而是以渠道建设为主要标准，比如建立了多少分销商、覆盖了多少农贸市场、铺货率的高低等等。渠道下沉为未来新的增长点铺平了道路。
- 费用控制严格：公司管理费用率基本控制在 4% 以内，其中以职工工资及劳保为主体。

图表 19: 公司管理费用率基本控制在 4% 以内


来源: 齐鲁证券研究所 WIND

图表 20: 管理费用中以工资为主体


来源: 齐鲁证券研究所 公司年报

- 公司虽为涪陵区国资委控股，但是管理层合计持股 5% 左右，激励到位。

图表 21: 管理层持股, 激励机制到位

姓名	职位	持股数(股)	年度报酬(万元)
周斌全	董事长	4,140,000	32.53
毛翔	财务总监、董事、副总经理	596,002	29.18
赵平	董事、总经理	634,670	35.45
黄正坤	董事、董事会秘书	442,224	13.63
肖大波	监事会主席	584,670	28.4
贺云川	总经理助理	476,002	25.43
张显海	总经理助理	584,670	25.66
合计: 万股		745.82	

来源: 齐鲁证券研究所 公司年报

- 管理效率高, 人均创利明显高于行业水平。2011 年公司人均创利 78 万元, 位列所有上市食品行业第三, 远高于平均的 33 万元。

图表 22: 涪陵销售人员人均创利 78 万, 位列食品行业前列

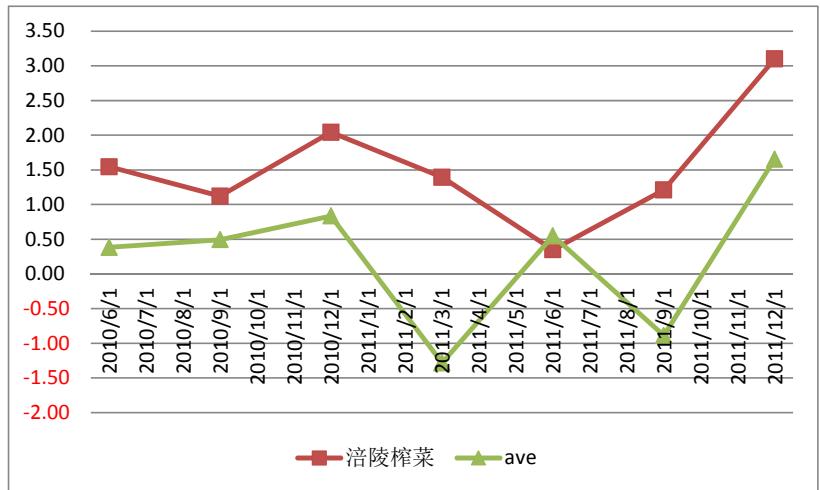
	销售收入 (百万)	净利润 (百万)	支付给职工以及 为职工支付的现 金(百万)	销售人员 个数	总人员 个数	销售人员人均 创收(万元)	销售人员人 均创利(万 元)	职工人均薪 酬(万元)
双塔食品	595.07	70.26	49.01	42	533	1416.84	167.30	9.19
克明面业	842.56	65.72	61.11	62	1837	1358.97	106.00	3.33
涪陵榨菜	704.66	88.40	80.97	113	885	623.59	78.23	9.15
加加食品	1,682.81	157.72	76.78	341	1804	493.49	46.25	4.26
承德露露	1,937.31	193.41	91.37	560	1287	345.95	34.54	7.10
金字火腿	175.94	49.28	15.78	145	420	121.34	33.98	3.76
佳隆股份	285.29	58.32	20.36	199	508	143.36	29.31	4.01
黑牛食品	857.20	102.82	48.37	535	2105	160.23	19.22	2.30
伊利股份	37,451.37	1,809.22	2,782.60	9738	21925	384.59	18.58	12.69
光明乳业	11,788.78	237.84	568.27	1314	2594	897.17	18.10	21.91
贝因美	4,726.79	436.94	465.13	2446	7244	193.25	17.86	6.42
好想你	784.77	112.51	91.86	670	2950	117.13	16.79	3.11
双汇发展	37,615.47	564.89	1,299.31	3807	14739	988.06	14.84	8.82
洽洽食品	2,738.84	212.84	249.90	1605	5598	170.64	13.26	4.46
皇氏乳业	572.44	58.93	59.78	572	1172	100.08	10.30	5.10
三全食品	2,626.48	137.81	224.44	1369	3809	191.85	10.07	5.89
得利斯	1,925.28	46.18	110.20	550	2412	350.05	8.40	4.57
上海梅林	5,734.10	149.78	378.22	1908	6831	300.53	7.85	5.54
恒顺醋业	1,017.77	10.08	140.11	633	1759	160.79	1.59	7.97
三元股份	3,070.25	48.72	308.28	3192	8063	96.19	1.53	3.82
AVE						430.70	32.70	6.67

来源: 齐鲁证券研究所 WIND

稳健扎实的盈利能力

- 公司近 2 年来经营性现金流/净利润的比值平均为 1.54, 远高于行业平均水平的 0.25。该比值高于 1 说明公司整体的现金流状况非常好, 净利润不仅是账面上的实现, 而是到手的真金白银, 显现出公司稳健扎实的盈利水平。

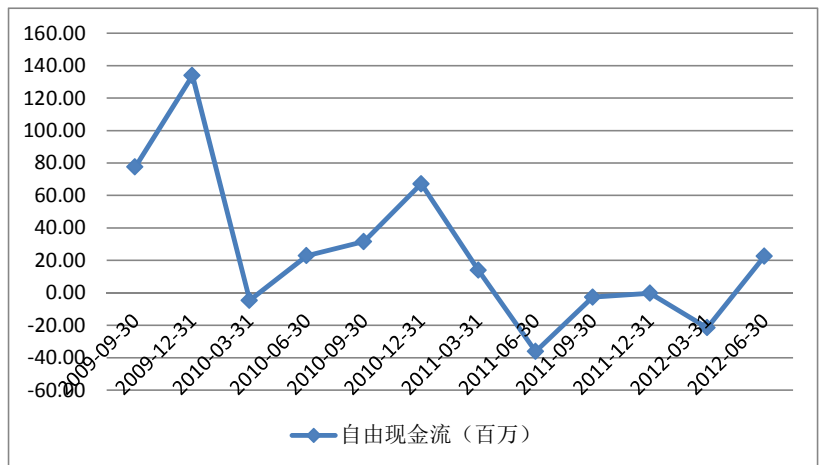
图表 23: 涪陵榨菜经营性现金流/净利润远高于食品行业平均水平



来源: 齐鲁证券研究所 WIND

- 除 2011 年公司大量投入固定资产新建募投项目产能导致当年自由现金流为负外, 公司自由现金流一直为正。

图表 24: 优秀的自由现金流

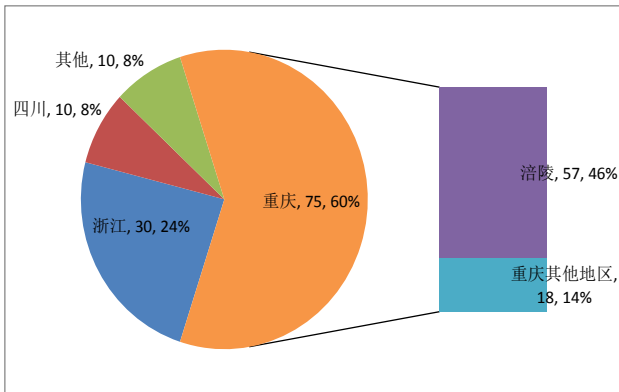


来源: 齐鲁证券研究所

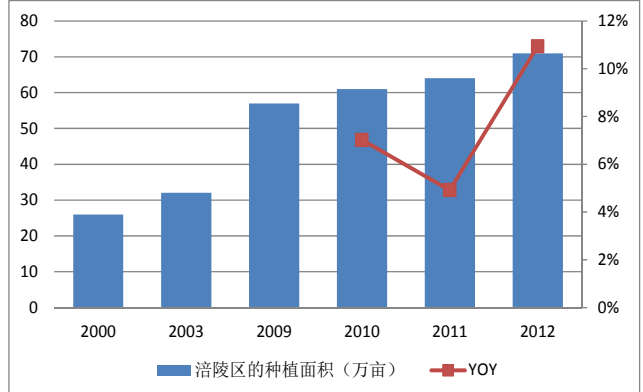
建造匹配的窖池以平抑原材料价格波动

原材料青菜头的种植情况

- 榨菜的原材料主要是青菜头, 目前青菜头的种植主要集中在重庆和浙江地区。浙江地区由于其他产业发展较快, 因此对应的青菜头种植面积在不断减少。而重庆更重视农业及农副产品的发展, 青菜头的种植面积在稳步上升中。

图表 25: 全国青菜头种植面积 125 万亩, 主要集中在重庆和浙江


来源: 齐鲁证券研究所 公司招股书

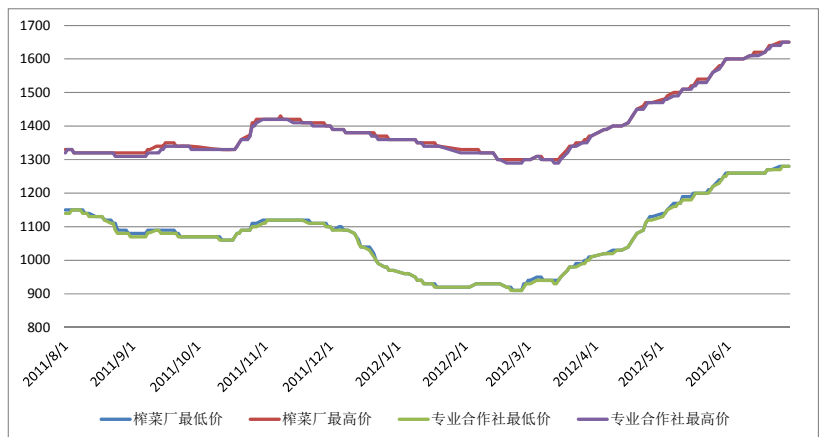
图表 26: 涪陵地区种植面积稳步上升


来源: 齐鲁证券研究所 公司招股书及公开资料

- 青菜头是茎瘤芥的茎瘤部分, 茎瘤芥属于一年一季的农作物, 一般在 9 月份种植, 次年 2 月份收获。
- 青菜头作为一种蔬菜, 收割后如不及时加工容易腐坏, 同时由于附加值低一般都是在原产地进行加工, 因此限制了原产地以外企业的发展。

原材料价格波动与毛利率的关系

- 由于青菜头存在种植周期 (涪陵地区: 9 月种次年 2 月收), 一次收割后常年使用, 因此价格年内会有较大波动。
- 除了年内价格波动, 每年的青菜头均价也会因原材料供给 (受种植面积、天气影响) 而产生大幅波动, 农产品种植成本趋势性上涨则使得青菜头从长期来看价格必然是趋势性上涨的。

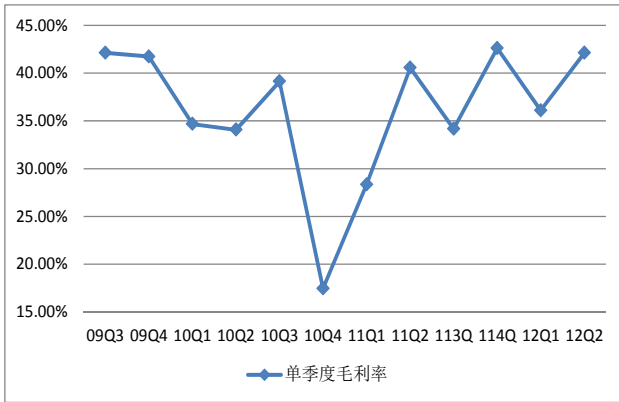
图表 27: 在青菜头上市季价格会走低


来源: 齐鲁证券研究所 重庆涪陵农副产品电子交易市场

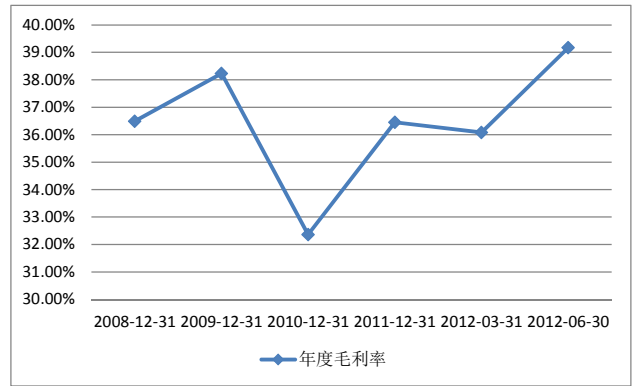
- 公司的采购模式分为: 订单合同和保护价合同。订单合同是指事前约定固定的收购价格和收购数量。保护价合同是指事前约定收购数量和保护底价, 如果公司收购原材料时市价高于保护价, 那就按照市价收购, 如果市价低于保护价, 就按照保护价来收购。而且如果农户的实际产量高于原定收购数量, 多余的部分按照市价来收购。这两种合同都没有约定

违约责任，且占比较小。所以实质上，更多的原材料采购还是随行就市。

- 如果原材料价格大幅波动，在短期内会对公司毛利率造成较大冲击，因为提价本身具有一定的滞后性。但是从全年盈利水平来看，并没有单季度毛利率那么巨幅的波动。总体来说只要不是原材料短期内大幅波动，提价可以转移原材料涨价的压力。

图表 28: 单季度毛利率水平受原材料影响很大


来源：齐鲁证券研究所

图表 29: 年度毛利率更趋于稳定


来源：齐鲁证券研究所

未来建造窖池以平滑原材料价格波动

- 为了应对原材料大幅波动公司计划建立窖池以平抑价格波动，当原材料价格在低位时多收购一些储存起来，以备日后使用，从而降低整体采购价格。
- 目前公司计划用超募资金进行窖池的修建，目前公司的窖池容量在 9.5 万吨，到明年 2-3 月份能够达到 11.5 万吨。正常情况一吨产成品需要 1.5-2 吨的原料窖池匹配，因此 11.5 万吨的窖池容量将能覆盖 6 万吨左右的产成品。随着窖池的修建未来原材料价格应该会有更合理的波动水平。
- 目前公司按照不留空池的原则收储原料，年内原材料价格大幅波动的可能性较小。

盈利预测、估值分析与投资建议

盈利预测

- 盈利预测假设：主导产品销售额、毛利率假设详见后文主营业务收入预测表，期间费用率假设详见后文期间费用及所得税率预测表。
- 盈利预测：预计涪陵榨菜 2012-2014 年实现收入 8.13 亿、10.28 亿、12.91 亿，同比增长 15.38%、26.53%、25.49%；实现净利润 1.26 亿、1.58 亿、1.95 亿，同比增长 42%、26%、23%；对应 EPS 为 0.81、1.02、1.26 元。

估值分析

- PE 相对估值：现有食品行业的估值中枢为 24.8 倍，由于涪陵榨菜的成长性相对更弱，因此按照 2013 年 20-21 倍 PE 对应目标价 20.4-21.4 元。

图表 30: 食品行业上市公司相对估值比较

证券简称	最新收盘价(元)	总市值(亿元)	流通市值(亿元)	每股收益		市盈率PE	
				2012E	2013E	2012E	2013E
上海梅林	6.64	49.66	35.50	0.25	0.31	26.21	21.65
三全食品	25.53	51.33	31.49	0.85	1.16	29.89	21.98
双塔食品	16.66	35.99	17.45	0.60	0.80	27.73	20.73
洽洽食品	19.07	64.46	16.11	0.84	1.05	22.58	18.14
好想你	13.59	20.06	7.10	0.90	1.10	15.17	12.39
克明面业	29.46	24.48	6.12	1.08	1.39	27.20	21.16
涪陵榨菜	20.2	31.31	16.16	0.82	1.04	24.74	19.43
						24.80	19.34

来源: 齐鲁证券研究所 对应 2012 年 8 月 2 日的股价

- DCF 估值: 前提假设, TV 增长率为 3%, 行业 beta=0.92, 公司 beta=1.04, 无风险收益率 3.25%, 则对应合理估值为 23.49 元。

图表 31: 涪陵榨菜 DCF 估值结果为 23.49 元

II、DCF 估值 (FCFF, WACC)				会计年度截止												TV	合计
	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E							
每股价值	23.49																
隐含 P/E	28.97																
企业价值	3,640.64																
股票价值	3,640.64																
TV 增长率		3.0%															
WACC		12.61%															
债务		0.00															
投资		491.80															
少数股东权益		0.00															
FCFF	-60.58	149.73	189.05	219.06	297.31	340.76	387.62	438.63	493.80	553.16	5,928.79	8,937.31					
PV(FC)	-53.80	118.07	132.38	136.22	164.18	167.10	168.80	169.62	169.57	168.69	1,807.99	3,148.84					

来源: 齐鲁证券研究所

- 综合 PE 估值及 DCF 估值, 给予 20.4-23.4 元的目标估值区间。

投资建议

- 投资建议: 由于公司拥有宽阔的护城河, 其品牌力以及全国化的市场是其他业内公司无法追赶的, 同时公司具备优秀的管理体制及管理层, 我们看好公司未来稳健的成长, 首次给予“增持”评级, 建议投资者积极关注。

风险提示

- 食品安全问题: 腌制产品在发酵过程中不可避免地会产生亚硝酸盐, 但是随着时间的推移, 含量会越来越来少, 并无大碍。
- 天灾导致青菜头大幅减产: 由于天气因素导致青菜头大幅减产则会使得当年原材料价格大涨, 给公司经营带来压力。

图表 32: 涪陵榨菜主营业务收入预测表

项 目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
榨菜						
平均售价 (元/吨)	5,913.07	6,208.72	6,953.77	7,370.99	7,813.25	8,203.91
增长率 (YOY)	-4.48%	5.00%	12.00%	6.00%	6.00%	5.00%
销售数量 (吨)	71,159.64	84,944.99	98,706.53	107,590.12	129,108.14	154,929.77
增长率 (YOY)	9.10%	19.37%	16.20%	9.00%	20.00%	20.00%
销售收入	420.77	527.40	686.38	793.05	1,008.75	1,271.03
增长率 (YOY)	4.22%	25.34%	30.14%	15.54%	27.20%	26.00%
毛利率	38.84%	32.94%	37.18%	40.77%	40.68%	40.68%
销售成本	257.34	353.67	431.19	469.76	598.36	753.94
增长率 (YOY)	1.29%	37.43%	21.92%	8.95%	27.38%	26.00%
毛利	163.43	173.73	255.20	323.29	410.40	517.09
增长率 (YOY)	9.20%	6.30%	46.90%	26.68%	26.94%	26.00%
占总销售额比重	96.29%	96.76%	97.41%	97.54%	98.06%	98.45%
占主营业务利润比重	97.38%	98.37%	99.26%	98.84%	99.09%	99.27%
其他佐餐料						
销售收入	6.61	3.10	3.39	4.00	4.00	4.00
增长率 (YOY)	-27.94%	-53.06%	9.23%	17.95%	0.00%	0.00%
毛利率	30.78%	40.93%	46.65%	45.00%	45.00%	45.00%
销售成本	4.58	1.83	1.81	2.20	2.20	2.20
增长率 (YOY)	-24.52%	-59.94%	-1.35%	21.60%	0.00%	0.00%
毛利	2.04	1.27	1.58	1.80	1.80	1.80
增长率 (YOY)	-34.61%	-37.58%	24.49%	13.78%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	1.51%	0.57%	0.48%	0.49%	0.39%	0.31%
占主营业务利润比重	1.21%	0.72%	0.62%	0.55%	0.43%	0.35%
榨菜酱油						
销售收入	0.86	0.71	0.86	1.00	1.00	1.00
增长率 (YOY)	19.37%	-17.31%	20.85%	16.14%	0.00%	0.00%
毛利率	31.08%	40.32%	27.87%	30.00%	30.00%	30.00%
销售成本	0.59	0.43	0.62	0.70	0.70	0.70
增长率 (YOY)	17.37%	-28.39%	46.07%	12.71%	0.00%	0.00%
毛利	0.27	0.29	0.24	0.30	0.30	0.30
增长率 (YOY)	24.03%	7.28%	-16.46%	25.02%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	—	—	—	—	—	—
占主营业务利润比重	36.27%	49.66%	1606.83%	431.97%	—	—
其他业务						
销售收入	8.76	13.82	14.03	15.00	15.00	15.00
增长率 (YOY)	73.82%	57.84%	1.49%	6.94%	0.00%	0.00%
毛利率	23.86%	9.57%	0.52%	11.25%	11.25%	11.25%
销售成本	6.67	12.50	13.95	13.31	13.31	13.31
增长率 (YOY)	51.87%	87.46%	11.65%	-4.59%	0.00%	0.00%
毛利	2.09	1.32	0.07	1.69	1.69	1.69
增长率 (YOY)	222.71%	-36.67%	-94.47%	2208.63%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	2.00%	2.54%	1.99%	1.84%	1.46%	1.16%
占主营业务利润比重	1.24%	0.75%	0.03%	0.52%	0.41%	0.32%
销售收入小计	437.00	545.04	704.66	813.05	1028.75	1291.03
销售成本小计	269.18	368.43	447.57	485.97	614.57	770.16
毛利	167.82	176.61	257.09	327.08	414.19	520.88
平均毛利率	38.40%	32.40%	36.48%	40.23%	40.26%	40.35%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 33: 涪陵榨菜费用率预测表

百万	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	442.06	545.04	704.66	813.05	1028.75	1291.03
销量 (吨)	71159.64	84944.99	98706.53	107590.12	129108.14	154929.77
广告费	27.353	13.868	47.817	48.783	61.725	77.462
	6.19%	2.54%	6.79%	6%	6%	6%
运输费	26.776	32.446	38.799	46.52	61.41	81.06
单吨运费 (元/吨)	376.281	381.965	393.074	432.4	475.6	523.2
市场推广费	12.46	10.43	12.85	15.45	19.55	24.53
	2.82%	1.91%	1.82%	1.9%	1.9%	1.9%
销售工作费	11.17	9.74	17.27	21.24	27.90	36.83
人均差旅费 (万元)	12.14	10.59	14.76	15.50	13.95	11.16
工资	5.74	4.89	5.80	7.13	9.37	15.47
人均工资 (万元)	6.24	5.31	4.96	5.21	4.69	4.69
劳动保险费	0.701	1.299	1.86	2.466	4	7.26
	0.76	1.41	1.59	1.80	2	2.20
租赁费	0.40	0.72	0.58	0.81	1.03	1.29
	0.09%	0.13%	0.08%	0.10%	0.10%	0.10%
运杂费	0.579	0.648	0.822	0.976	1.235	1.549
	0.13%	0.12%	0.12%	0.12%	0.12%	0.12%
品牌宣传费	0.45	0.26	0.98	1.22	1.54	1.94
	0.10%	0.05%	0.14%	0.15%	0.15%	0.15%
住房公积金	0.27	0.24	0.23	0.27	0.40	0.66
	0.29	0.26	0.20	0.2	0.2	0.2
其他	5.81	3.38	5.59	5.8	5.8	5.8
销售费用	91.71	77.92	132.61	150.67	193.96	253.84
销售费用率	20.74%	14.30%	18.82%	18.53%	18.85%	19.66%
管理费用率	3.77%	4.46%	3.76%	3.74%	3.22%	2.81%
财务费用率	1.89%	0.99%	-1.51%	-0.9%	-0.6%	-0.6%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 34: 涪陵榨菜财务报表预测

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
销货净收入	442	545	705	813	1,029	1,291	货币资金	86	539	492	440	543	686
增长率	4.78%	23.3%	29.3%	15.4%	26.5%	25.5%	应收款项	25	11	21	30	37	47
销货成本	-252	-345	-422	-448	-567	-718	存货	59	101	129	120	152	190
% 收入	57.0%	63.4%	59.8%	55.1%	55.1%	55.6%	其他流动资产	6	13	6	14	16	19
毛利	190	200	283	365	462	573	流动资产合计	175	664	647	603	748	942
% 收入	43.0%	36.6%	40.2%	44.9%	44.9%	44.4%	% 总资产	36.2%	67.2%	60.1%	50.6%	55.8%	61.5%
销售及行政费用	-113	-107	-165	-188	-236	-302	长期投资	0	0	0	0	0	0
% 收入	25.5%	19.5%	23.5%	23.2%	22.9%	23.4%	固定资产	298	314	404	567	570	568
EBITDA	77	93	118	176	226	271	无形资产	10	10	18	16	16	16
% 收入	17.4%	17.1%	16.7%	21.7%	22.0%	21.0%	非流动资产合计	309	324	429	590	592	590
折旧与摊销	-21	-23	-26	-38	-48	-52	% 总资产	63.8%	32.8%	39.9%	49.4%	44.2%	38.5%
% 收入	4.7%	4.3%	3.7%	4.6%	4.6%	4.0%	资产总计	484	988	1,076	1,193	1,340	1,532
EBIT	56	70	91	139	178	219	短期借款	50	0	0	0	0	0
% 收入	12.7%	12.8%	13.0%	17.1%	17.3%	17.0%	应付款项	66	120	155	147	186	234
利息费用	-8	-5	11	7	6	8	其他流动负债	5	3	15	68	72	76
投资收益	0	0	0	0	0	0	流动负债	120	123	170	215	258	310
税前经营收益	48	64	102	146	184	227	长期贷款	100	0	0	0	0	0
% 收入	10.8%	11.8%	14.5%	18.0%	17.9%	17.6%	其他长期负债	9	27	27	27	27	27
其他非经营收益	1	2	2	2	2	2	负债	229	150	196	242	284	336
税前利润	49	66	105	148	186	229	普通股股东权益	255	838	880	951	1,056	1,196
% 收入	11.0%	12.2%	14.8%	18.2%	18.1%	17.7%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
所得税	-7	-11	-16	-22	-28	-34	负债股东权益合计	484	988	1,076	1,193	1,340	1,532
所得税率	14.5%	16.0%	15.4%	15.0%	15.0%	15.0%	比率分析						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
归属于普通股股东净利润	42	56	88	126	158	195	每股指标						
净利率	9.4%	10.2%	12.5%	15.5%	15.4%	15.1%	每股收益 (元)	0.361	0.360	0.570	0.811	1.022	1.256
		34.1%	58.6%	42.1%	26.1%	22.9%	每股净资产 (元)	2.219	5.407	5.677	6.138	6.810	7.717
							每股经营现金净流 (元)	1.269	0.735	0.763	0.939	1.320	1.582
							每股股利 (元)	0.000	0.000	0.350	0.350	0.350	0.350
现金流量表 (人民币百万元)							回报率						
净利润	42	56	88	126	158	195	净资产收益率	16.28%	6.65%	10.05%	13.21%	15.01%	16.28%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	总资产收益率	8.58%	5.64%	8.22%	10.53%	11.82%	12.71%
非现金支出	21	23	26	38	48	52	投入资本收益率	15.03%	19.58%	19.92%	23.06%	29.54%	36.54%
非经营收益	10	7	-5	-2	-2	-2	增长率						
营运资金变动	74	28	9	-16	0	1	主营业务收入增长率	4.78%	23.29%	29.29%	15.38%	26.53%	25.49%
经营活动现金净流	146	114	118	145	205	245	EBIT增长率	14.40%	24.56%	30.88%	51.67%	28.54%	23.07%
资本开支	12	47	106	197	48	48	净利润增长率	23.03%	34.15%	58.59%	42.14%	26.10%	22.87%
投资	0	0	-12	0	0	0	总资产增长率	-1.90%	104.04%	8.96%	10.89%	12.31%	14.35%
其他	0	0	0	0	0	0	资产管理能力						
投资活动现金净流	-12	-47	-118	-197	-48	-48	应收账款周转天数	14.0	1.3	1.0	3.0	3.0	3.0
股权募资	0	524	0	0	0	0	存货周转天数	85.8	79.0	93.4	90.0	90.0	90.0
债权募资	-80	-150	0	0	0	0	应付账款周转天数	19.3	25.8	37.1	37.0	37.0	37.0
其他	-9	11	-46	0	-54	-54	固定资产周转天数	216.0	193.6	168.8	201.7	188.7	150.5
筹资活动现金净流	-90	385	-46	0	-54	-54	偿债能力						
现金净流量	44	453	-47	-52	102	143	净负债/股东权益	25.01%	-64.26%	-55.89%	-46.28%	-51.41%	-57.34%
							EBIT利息保障倍数	9.2	17.3	-11.1	—	—	—

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%--+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。