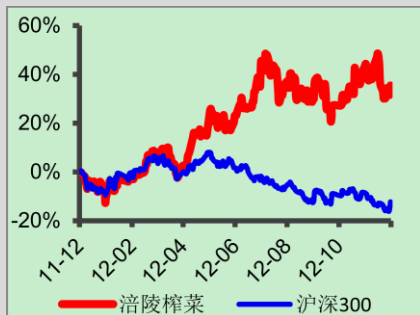


**涪陵榨菜**

2012 年 12 月 06 日

**投资评级：增持（首次）**
**目标价格（未来半年）：24.00 元**
**市场数据：2012 年 12 月 06 日**

收盘价（元）	20.49
一年内最高/最低（元）	22.99/13.03
上证/深证	2029.24/8071.49
市盈率	25.58
市净率	3.46
总股本/流通 A 股（百万）	155/49.86
A 股市值（亿元）	31.76

**一年内股价与大盘对比走势**

**分析师：田渭东**
**证书编号：S0790512030001**
**联系人：马小龙**
**邮箱：maxiaolong@kysec.cn**
**地址：西安市高新区锦业路 1 号  
都市之门 B 座 5 层**
**电话：(029) 88447618**
**开源证券有限责任公司**
<http://www.kysec.cn>

## 受益于毛利率和市占率的提升

- **公司是榨菜行业龙头**：2008 年榨菜国内销售 48 万吨，公司 2008 年销售榨菜 6.52 万吨，约占国内市场份额的 13.58%，2009 年本公司销量达到 7.12 万吨，占国内市场份额的 13.69%。而市场第二名铜钱桥市场占有率仅不到 5%，公司市场份额远高于同行。

- **行业集中度有望逐步向龙头提高**：榨菜行业是我国传统行业，需求量相对比较稳定，增长幅度有限。但随着消费者生活水平的提高，人们对于日常生活消费品中的产品质量、产品品牌的重视程度越来越高，这将有利于市场向具有品牌，产品质量高的企业集中。同时公司推动下小包装榨菜替代散装榨菜，也将提高公司市场占有率。

- **公司成长源于行业集中度的提升**：榨菜行业属于比较成熟行业，需求比较平稳，具有一定刚性，我们预计未来 3-5 年榨菜行业收入保持稳中有升。我们认为公司未来的成长主要源于市场占有率的提升，主要有两方面：1 对其他品牌榨菜市场的挤压，2 渠道下沉取代散装榨菜。

- 榨菜市场生产者众多，行业集中度低，但由于食品安全和品牌效应，小企业的退出和市场的减少，榨菜市场集中度有望得到提升，公司作为行业龙头，市场占有率将逐步提高。同时公司在自由品牌、原材料优势的基础上，兼并、整合榨菜跟随品牌企业，实现市场占有率的提升。

- 榨菜传统销售方式以散装或罐装形式销售给部分省会城市和农贸市场，产品质量不稳定。公司通过渠道下沉，推动散装消费向小包装消费转化升级，借此势逐渐接手散装榨菜产品销量。2007 年国内市场榨菜销售 68.9 万吨，其中小包装榨菜 41.5 万吨，散装榨菜 27.4 万吨，散装榨菜占比近 40%，市场空间较大。

- **品类的扩张**：公司制定的企业愿景是致力于为 13 亿中国人提供绿色、健康、美味的佐餐开胃菜，打造中国佐餐开胃菜第一品牌。我们认为，公司将来可能会在立足榨菜，打造强势品牌，做大榨菜产业的基础上，逐步整合中国佐餐开胃菜行业，2011 年收购贵州独山盐酸菜厂以实现盈利，预计公司在佐餐开胃菜领域有继续谨慎收购的可能。

- 我们预计公司 2012-2014 年的营业收入复合增长率为 13.74%，净利润复合增长率为 24.82%，2012、2013 和 2014 年每股收益分别为 0.85 元、0.94 元和 1.11 元。

- 鉴于公司在榨菜行业的绝对领先低位，我们认为公司将在行业整合和渠道下沉的基础上实现市场占有率的提升；公司有强大的原材料储备能力，增强公司的成本控制力，同时公司良好的产品品牌也有利于向市场转移成本上涨的压力，公司未来的毛利率将维持较高水平；给予公司 28 倍市盈率，目标价格 24 元，首次覆盖给以公司“增持”评级。

- **风险提示**：腌制菜有食品安全风险，原材料受天气影响较大的风险。

## 目录

1、公司基本情况 .....	3
2、公司是榨菜行业龙头，榨菜行业集中度有望逐步向龙头集中 .....	4
3、公司竞争优势及战略 .....	5
4、公司经营情况 .....	6
5、公司财务和估值 .....	8

## 图表目录

图表 1 公司股权结构 .....	3
图表 2 公司收入结构 .....	4
图表 3 公司收入及增速 .....	4
图表 4 公司净利润及增速 .....	4
图表 5 榨菜市场份额分布 .....	5
图表 6 公司渠道结构 .....	6
图表 7 公司毛利率和净利率 .....	7
图表 8 公司利润表及预测（百万元） .....	8
图表 9 公司主要财务指标 .....	8

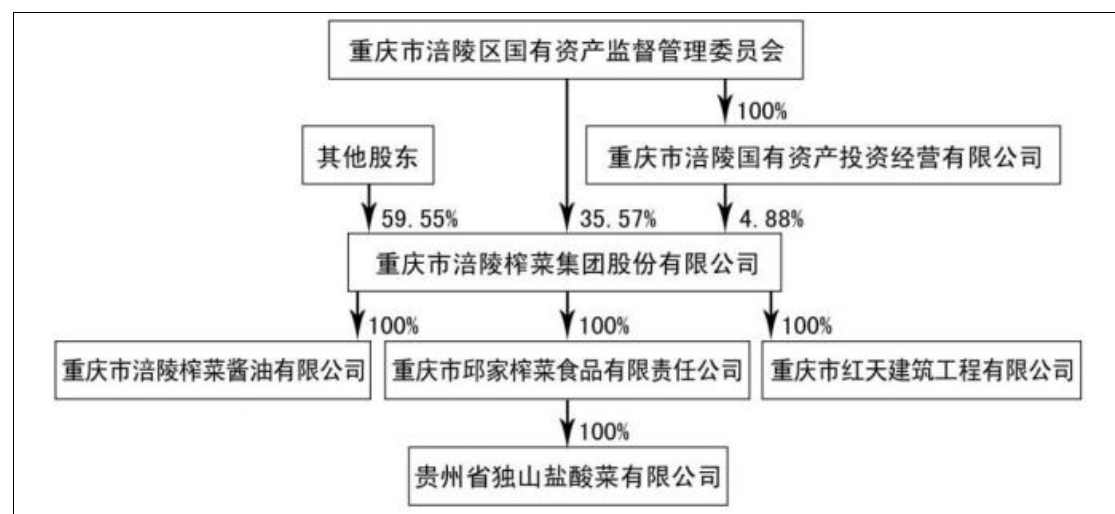
## 1、公司基本情况

公司是一家以榨菜为根本，立足于在佐餐开胃菜领域快速发展的农业产业化企业集团，是中国最大的榨菜加工企业，农业产业化国家重点龙头企业，重庆市高新技术企业，销售网络覆盖了全国34个省市自治区，264个地级市市场。

### (1) 公司结构

涪陵区国资委是公司控股股东，直接持有本公司股份58,650,000股，占本公司本次总股本的35.57%，通过涪陵国投间接持有本公司股份8,050,000股，占本公司本次发行前总股本的7.00%。

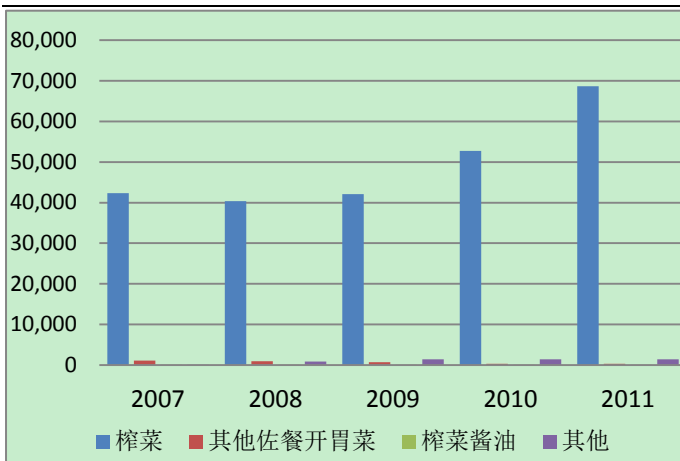
图表 1 公司股权结构



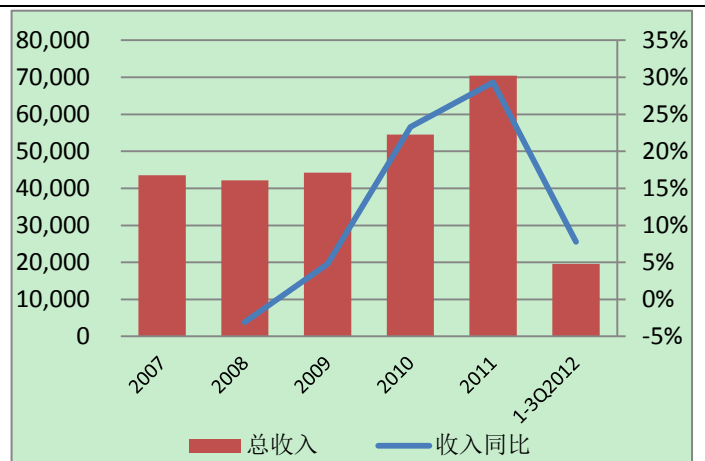
数据来源：公司公告，开源证券研究所

### (2) 业务及产品结构

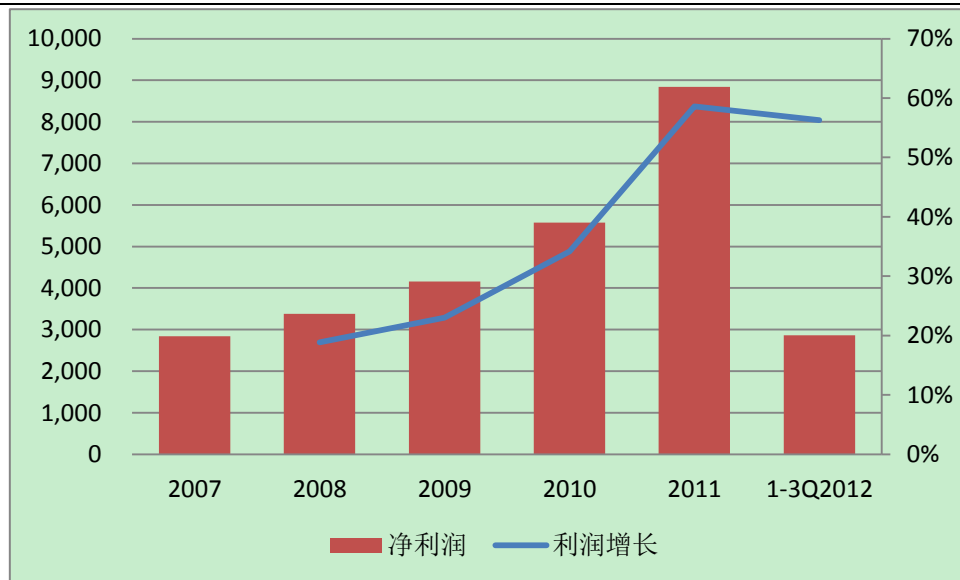
**榨菜产品是主要收入和利润来源：**公司为中国最大的榨菜加工企业，主营产品为榨菜产品、榨菜酱油和其他佐餐开胃菜，主导产品为乌江牌系列榨菜。公司收入和利润主要来自榨菜产品，2011年榨菜产品收入占总营业收入的97.40%，榨菜产品利润占主营业务毛利的99.29%。

**图表 2 公司收入结构**


数据来源：公司公告，开源证券研究所

**图表 3 公司收入及增速**


数据来源：公司公告，开源证券研究所

**图表 4 公司净利润及增速**


数据来源：公司公告，开源证券研究所

**产品品类丰富：**公司成立之初产品种类较少，经过20年的产品开发，先后开发出100多个花色品种榨菜产品，经过优化整合目前公司保留了20余种不同口味、规格、形状的榨菜产品。公司榨菜产品按照含盐量划分为低盐(含盐量低于6%)、中盐(含盐量在6%至7.5%之间)；按外形划分为全形、丝状、片状、块状、颗粒状等；按口味划分为原味、鲜爽、脆口、微辣、古坛、鲜香、川香、美味、红油等。

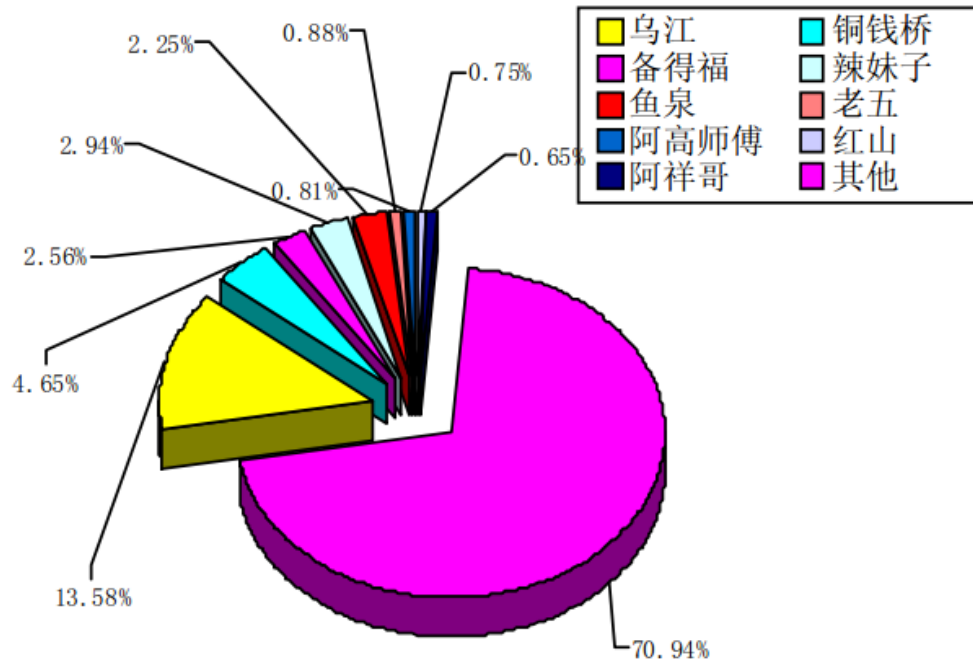
**公司毛利率稳定：**通过龙头地位转移成本的能力，以及较强的原材料存储平抑价格，公司2007年-2011年公司毛利率都维持在32%-38%之间，2012年前三季度毛利率达到47.76%。

## 2、公司是榨菜行业龙头，榨菜行业集中度有望逐步向龙头集中

**榨菜行业集中度低：**由于行业进入门槛较低，榨菜生产企业也比较多，

行业市场集中度低，2008年前五市场占有率仅25.98%。生产企业主要分散在重庆和浙江地区，2007年榨菜生产企业近300家，其中重庆有164家，其中涪陵区有102家。

图表 5 榨菜市场份额分布



数据来源：公司公告，开源证券研究所

**公司是榨菜行业龙头：**2008年榨菜国内销售48万吨，公司2008年销售榨菜6.52万吨，约占国内市场份额的13.58%，2009年本公司销量达到7.12万吨，占国内市场份额的13.69%。而市场第二名铜钱桥市场占有率仅不到5%，公司市场份额远高于同行。

**行业集中度有望逐步向龙头提高：**榨菜行业是我国传统行业，需求量相对比较稳定，增长幅度有限。但随着消费者生活水平的提高，人们对于日常生活消费品中的产品质量、产品品牌的重视程度越来越高，这将有利于市场向具有品牌，产品质量高的企业集中。同时公司推动下小包装榨菜替代散装榨菜，也将提高公司市场占有率。

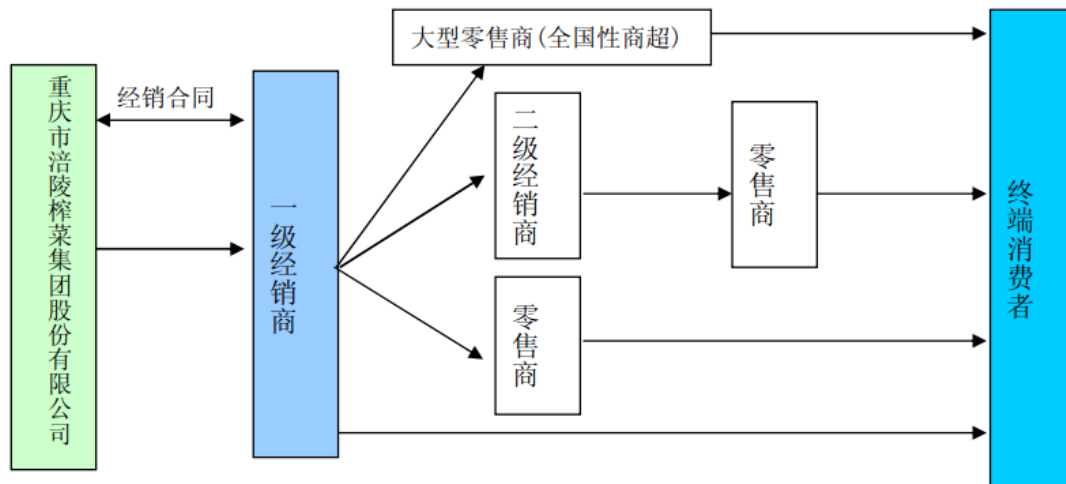
### 3、公司竞争优势及战略

**公司品牌优势明显：**公司是榨菜行业龙头企业，2008年公司市场占有率13.58%，远高于第二名4.65%的市场占有率。公司“乌江”牌榨菜畅销全国，曾获得“中国名牌产品”、“产品质量免检证书”等多个荣誉奖项，是榨菜行业最大的全国性品牌。

**公司持续致力于品牌的提升：**公司持续加强增加广告费用的投入宣传，通过央视平台和明星代言打造全国强势的乌江品牌，加强品牌的建设，提升产品品牌影响力。良好的品牌优势有利于公司吸引和维护客户，以及转嫁成本的上升。

**渠道控制：**公司坚持以市场为导向，销售模式采用经销制，根据市场区域分布和其客户终端分散等特点，建立了遍布全国的经销网络，在全国建立8个销售大区，33个销售办事处对销售进行指导和管理，发展和培育了1000多家经销商。

图表 6 公司渠道结构



数据来源：公司公告，开源证券研究所

**原材料优势：**公司所在地涪陵区是全国榨菜产量最大的区域，公司通过“公司+订单合同/保护价合同+农户”模式来带动涪陵地区青菜头种植，订单合同和保护价合同签订的数量和比例是根据公司生产经营计划、对原材料未来价格预期及与种植农户的长期合作关系确定。截至2010年底公司已发展覆盖了涪陵地区15万亩的榨菜原料基地，确保了公司榨菜生产的原料来源。

另外，公司通过扩大榨菜原料收储能力来调节原料供求矛盾，不断增加投资，建立了榨菜原料收储站，调剂丰欠年份原料余缺，平抑原材料价格的波动，稳定市场非基地青菜头收购价格。目前公司原料窖池储能达到9.5万吨，预计明年年初将达到11.5万吨，将对保证原材料供应和平抑收购价格起到很好作用。

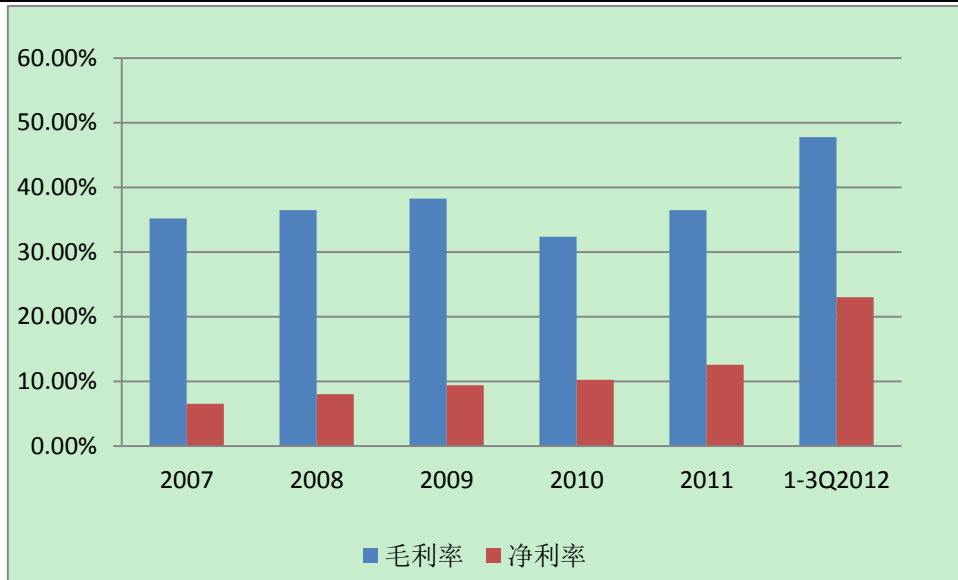
#### 4、公司经营情况

公司2012年前三季度实现营业收入5.67亿元，同比增长7.75%，其中7-9月份实现营业收入2亿元，同比增长1.99%。1-9月归属于母公司的净利润1.04亿元，同比增长56.26%，公司三季度毛利率继续大幅提升是公司业绩超预期的主要原因。

**12年公司收入增速放缓：**公司2011年前三季度公司收入56.69亿元，同比增长7.75%，其中三季度收入增速1.99%，比2011年第三季度的18.19%有较大幅度放缓。收入增长放缓主要由于公司在进行经销商调整，影响了渠道销售，另一方面公司产品结构的调整对收入增长也产生一定影响。

**业绩快速增长主要源于毛利率提升：**由于原材料青菜头、二盐三盐以及包装物价格的降低，公司毛利率有较大幅度的提升，2012年前三季度公司毛利率比上年同期大幅提升13.6个百分点至47.76%，带来净利润率同比提高8.5个百分点至23.12%，同时在营业收入增长7.75%的情况下，净利润实现较56.26%的大幅增长。

图表 7 公司毛利率和净利率



数据来源：公司公告，开源证券研究所

**销售费用率将小幅提升：**2012年前三季度公司销售费用率小幅提升1个百分点至17.55%。我们认为，公司会继续增加广告费用来加强宣传提升品牌形象，同时公司开拓市场也会增加销售费用，因此公司未来销售费用率将继续小幅上升。

**公司毛利率有望保持较高水平：**公司近年来毛利率维持在30%以上，2012年一方面由于原材料价格下降和公司成本控制，另一方面公司调整了产品结构，上半年公司毛利率大幅增加至40.4%，预计2012年全年公司毛利率有望达到41%以上。鉴于公司在利用品牌提升价格、原来储存、以及市场份额提升方面的实力，我们认为公司未来毛利率将维持在较高水平。

**公司成长源于行业集中度的提升：**榨菜行业属于比较成熟行业，需求比较平稳，具有一定刚性，我们预计未来3-5年榨菜行业收入保持稳中有升。我们认为公司未来的成长主要源于市场占有率的提升，主要有两方面：1对其他品牌榨菜市场的挤压，2渠道下沉取代散装榨菜。

榨菜市场生产者众多，行业集中度低，但由于食品安全和品牌效应，小企业的退出和市场的减少，榨菜市场集中度有望得到提升，公司作为行业龙头，市场占有率将逐步提高。同时公司在自由品牌、原材料优势的基础上，兼并、整合榨菜跟随品牌企业，实现市场占有率的提升。

榨菜传统销售方式以散装或罐装形式销售给部分省会城市和农贸

市场，产品质量不稳定。公司通过渠道下沉，推动散装消费向小包装消费转化升级，借此势逐渐接手散装榨菜产品销量。2007年国内市场榨菜销售68.9万吨，其中小包装榨菜41.5万吨，散装榨菜27.4万吨，散装榨菜占比近40%，市场空间较大。

**品类的扩张：**公司制定的企业愿景是致力于为13亿中国人提供绿色、健康、美味的佐餐开胃菜，打造中国佐餐开胃菜第一品牌。我们认为，公司将来可能会在立足榨菜，打造强势品牌，做大榨菜产业的基础上，逐步整合中国佐餐开胃菜行业，2011年收购贵州独山盐酸菜厂以实现盈利，预计公司在佐餐开胃菜领域有继续谨慎收购的可能。

## 5、公司财务和估值

我们预计公司2012-2014年的营业收入复合增长率为13.74%，净利润复合增长率为24.82%，2012、2013和2014年每股收益分别为0.85元、0.94元和1.11元。

鉴于公司在榨菜行业的绝对领先低位，我们认为公司将在行业整合和渠道下沉的基础上实现市场占有率的提升；公司有强大的原材料储备能力，增强公司的成本控制力，同时公司良好的产品品牌也有利于向市场转移成本上涨的压力，公司未来的毛利率将维持较高水平；给予公司28倍市盈率，目标价格24元，首次覆盖给以公司“增持”评级。

图表 8 公司利润表及预测（百万元）

利润表	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	442.06	545.04	704.66	746.26	871.96	1,036.88
营业成本	273.08	368.65	447.83	433.65	506.76	603.93
营业税金及附加	4.54	4.30	6.32	6.72	7.85	9.33
销售费用	91.71	77.93	132.61	130.60	152.59	181.45
管理费用	16.66	24.31	26.49	31.84	37.22	44.15
财务费用	8.35	5.38	-10.61	-9.64	-1.79	-2.21
资产减值损失	0.02	-0.03	-0.02	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>47.71</b>	<b>64.49</b>	<b>102.04</b>	<b>153.10</b>	<b>169.32</b>	<b>200.22</b>
营业外净收入	0.87	1.90	2.46	2.50	2.50	2.50
<b>利润总额</b>	<b>48.58</b>	<b>66.39</b>	<b>104.50</b>	<b>155.60</b>	<b>171.82</b>	<b>202.72</b>
所得税费用	7.02	10.65	16.10	23.65	26.12	30.81
<b>净利润</b>	<b>41.56</b>	<b>55.75</b>	<b>88.40</b>	<b>131.95</b>	<b>145.70</b>	<b>171.91</b>
归属于母公司净利润	41.56	55.75	88.40	131.95	145.70	171.91
<b>每股收益</b>	<b>0.27</b>	<b>0.36</b>	<b>0.57</b>	<b>0.85</b>	<b>0.94</b>	<b>1.11</b>

数据来源：公司公告，开源证券研究所

图表 9 公司主要财务指标

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>增长率</b>					
营业收入	23.29%	29.29%	5.90%	16.84%	18.91%
营业利润	35.18%	58.24%	50.03%	10.60%	18.25%
净利润	34.15%	58.59%	49.25%	10.43%	17.99%



---

<b>利润率</b>					
毛利率	32.36%	36.45%	41.89%	41.88%	41.76%
净利率	10.23%	12.55%	17.68%	16.71%	16.58%
<b>收益率</b>					
总资产收益率	5.64%	8.22%	11.85%	11.52%	11.86%
净资产收益率	6.65%	10.05%	14.17%	13.91%	14.51%

---

数据来源：公司公告，开源证券研究所

## 开源证券研究所投资评级

### 股票投资评级

买入（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

增持（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 5%至 20%之间）

持有（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在-10%至 5%之间）

卖出（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

看好（预计 6 个月内，行业指数表现超越市场整体表现）

中性（预计 6 个月内，行业指数表现与整体市场表现基本持平）

看淡（预计 6 个月内，行业指数表现弱于整体市场表现）

## 分析师声明

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责条款

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，开源证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

开源证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

开源证券有限责任公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给开源证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为开源证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为开源证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

开源证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。



### 开源证券研究所

地址：西安市高新区锦业路 1 号都市之门 B 座 5 层

邮编：710065

电话：029-88447618

传真：029-88447618

## 公司简介

开源证券有限责任公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，由陕西开源证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司，主要股东为陕西煤业化工集团有限责任公司、佛山市顺德区美的技术投资有限公司、佛山市顺德区诚顺资产管理有限责任公司、佛山市顺德区德鑫创业投资有限公司，注册资本 13 亿元，公司经营范围为：证券经纪、证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券自营；证券资产管理。

## 业务简介：

- **代理买卖证券业务：**我公司经中国证监会批准，开展证券代理买卖证券业务，主要包括：证券的代理买卖（沪、深 A 股、证券投资基金、ETF、LOF、权证、国债现货、国债回购、可转换债券、企业债券等）；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户。公司通过集中交易系统可以为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网和手机等多种委托渠道，可满足投资者通买通卖的交易需求。公司目前与多家银行开通客户资金第三方存管业务，确保投资者资金安全流转，随时随地轻松理财。
- **证券投资咨询业务：**我公司经中国证监会批准，开展证券投资咨询业务，为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、看法或建议；
- **与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问：**我公司经中国证监会批准，开展财务顾问业务，为上市公司收购、重大资产重组、合并、分立、股份回购、发行股份购买资产等上市公司资产、负债、收入、利润和股权结构产生重大影响的并购重组活动，提供交易估值、方案设计、出具专业意见等专业服务。
- **证券自营业务：**我公司经中国证监会批准，开展证券自营业务，使用自有资金和依法筹集的资金，以公司名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价值证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。
- **资产管理业务：**我公司经中国证监会批准，开展资产管理业务，接受客户委托资产，并负责受理客户委托资产的投资管理，为客户提供专业的投资管理服务。服务对象为机构投资者以及大额个人投资者，包括各类企业、养老基金、保险公司、教育机构和基金会等。

## 公司下设十二家营业部：

西大街营业部：西安市西大街 495 号(西门里 200 米路北)	电话：029-87617788
长安路营业部：西安市长安南路 447 号(政法学院正对面)	电话：029-85389098
纺织城营业部：西安市纺织城三厂什字西南角(纺正街 426 号)	电话：029-83542958
榆林航宇路营业部：榆林市航宇路中段长丰大厦三层	电话：0912-3258261
榆林神木营业部：榆林市神木县东兴街融信大厦四层	电话：0912-8018710
商洛名人街营业部：商洛市名人街旅游局大楼一层	电话：0914-2981717
安康石泉营业部：安康石泉县向阳路中段	电话：0915-8228999
铜川正阳路营业部：铜川新区正阳路东段华荣商城一号	电话：0919-3199313
渭南朝阳大街证券营业部：渭南市朝阳大街中段	电话：0913-8189866
咸阳兴平证券营业部：兴平市金城路中段金城一号天镜一号	电话：029-38615030
咸阳世纪大道证券营业部：咸阳市秦都区世纪大道世纪家园三期 A 座 6 号	电话：029-33660530
西安锦业三路证券营业部：西安市锦业三路紫薇田园都市 C 区 S2-2	电话：029-81881435