



春畦摘菜助烹烹

——小辉看食品·涪陵榨菜（002507）篇——

增持

- 叠加原产地及原材料产地双重地缘优势** 榨菜行业具有显著的地缘特征，全国厂商约 300 家，重庆 164 家，浙江 80 家，占全国厂商 81.33%。其中重庆厂商有 102 家集中于涪陵区，浙江厂商有 51 家集中于余姚。全国产量约为 50 余万吨，市场占有率大于 1% 的仅为 5 家。据榨菜行业协会统计，涪陵榨菜集团市占率达 13.69%，远超第二位的 4.65%，受众广泛，行首地位突出。榨菜上游原材料集中度高，84% 集中于重庆、浙江两地：榨菜主要原材料为青菜头，产区主要集中于重庆、浙江、四川、湖北等地。目前全国青菜头种植面积 125 万亩，分布于重庆 75 万亩，其中涪陵 57 万亩，浙江 30 万亩，其中余姚 12 万亩。
- 行业本身尚处于春秋分散时局 整合空间可观** 榨菜行业本身具有行业分散而生产集中度高的特征，行业整体增速呈稳定态势，预计未来十年，榨菜市场每年将保持 10% 左右的复合增长。但行业内部整合空间可观，龙头公司将凭借品牌渠道优势，对小厂商采用兼并，外协等方式进行融合，实现行业横向整合，受益明确。
- 政府扶植** 涪陵区政府大力推动榨菜企业集团化：规划在未来几年内，在全区培育 1 家年产销量在 10 万吨以上的产业集团，培育 4 家年产销量在 2 万吨以上的重点龙头骨干企业，扶持 10 家年产销量在 1 万吨以上有发展潜力的企业。其中，涪陵榨菜集团是产销能力达 10 万吨唯一潜在企业，将成为政府大力扶植的对象。国家最新的西部大开发政策，自 2011 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日，对设在西部地区的鼓励类产业企业减按 15% 的税率征收企业所得税，公司 15% 的企业所得税沿袭到 2020 年。
- 控本能力突出且具有可持续性** 公司生产成本中，原材料成本占比最大，占生产成本的 40% 左右。公司采用公司+基地+农户的模式，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，实现当地收购。目前已控制了 15 万亩青菜头原料基地，控制了涪陵区原材料产量的 26%，计划 2014 年控制 30 万亩原料基地。由于青菜头储备能力不够，公司后期生产过程中会收购头盐、二盐、三盐等加工过的半成品，公司具有原料收储存能力 9 万多吨，预计 2013 年 3 月可达 11.5 万吨。公司力争窖池容量达到 20-25 万吨，原材料市场的议价能力，抵御供给端短缺的风

分析师

李辉
执业证号：S1250511010001
电话：010-57631229
邮箱：lihui@swsc.com.cn

市场表现



数据来源：西南证券研发中心

基础数据

总股本(百万股)	155.00
流通股本(百万股)	56.10
市值(百万元)	3723.10
流通市值(百万元)	1347.52

数据来源：西南证券研发中心

险，成本下降带来的利润高增长具有持续性。

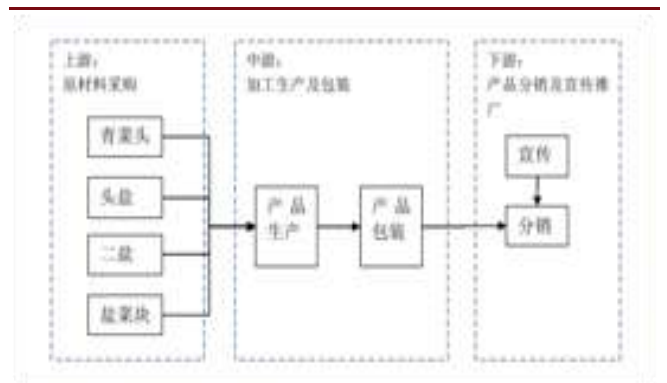
- **提价方式有望扭转** 公司毛利率平稳，近几年一直保持在 35%左右，2012 年因成本显著下降，毛利率有明显提振。公司过去一直倾向于通过调整产品结构和包装大小等方式实现价格调控，过去 10 年公司出厂单价基本保持稳步提升态势，公司余留给经销商的毛利率在 35%-40%之间。伴随强大的品牌拉力及精耕渠道，公司计划告别“毛元时代”，未来大幅提高产品出厂价及零售价，年复合增长率有望随之大幅提振。
- **精耕渠道 新市场增速可观** 公司拥有 1000 多个经销商，覆盖了 264 个地市级市场，其中一线城市实现了全覆盖，地级二线城市覆盖率达到 45%左右，县级三线市场覆盖率达到 40%左右。公司将持续精耕渠道，从战略经销向深度分销转型，提高二三线渠道覆盖率，新市场的增速会明显加快。
- **风险提示** 头盐价格涨幅超预期。
- **盈利预测** 预期公司 2012、2013、2014 年每股收益为 0.80 元、1.02 元和 1.32 元，考虑公司未来业绩增速预期以及行业状况，我们认为按 2013 年 25 倍 PE 较为合理，给予公司“增持”评级。

图 1: 榨菜行业格局



数据来源：公司招股说明书

图 2: 榨菜产业链



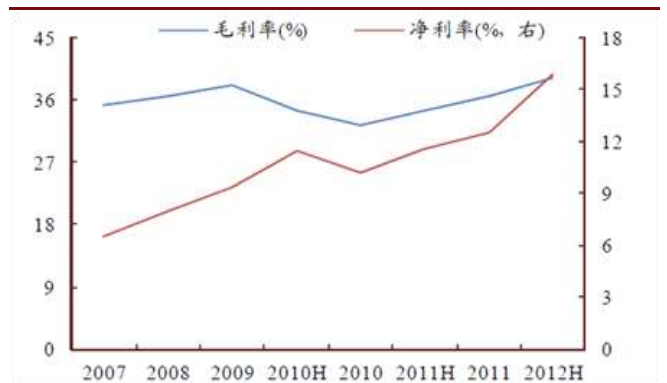
数据来源：公司招股说明书

图 3: 公司市占率变化



数据来源：公司公开资料

图 4: 公司毛利率净利率变化



数据来源：公司公开资料

利润预测表

利润表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	705	796	989	1227
营业成本	448	488	628	767
营业税金及附加	6	7	9	11
营业费用	133	140	148	184
管理费用	26	30	35	43
财务费用	-11	-14	-15	-17
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0
营业利润	102	145	184	239
其他非经营损益	2	2	2	2
利润总额	105	148	186	241
所得税	16	22	28	36
净利润	88	125	158	205
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利	88	125	158	205

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上

增持：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间

中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间

回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-10%以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上

跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间

弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦7楼

邮编：400023

电话：(023) 63725713

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦B座16层

邮编：100033

电话：(010) 57631234

主要研究人员联系方式

姓名	电子邮件	研究领域	姓名	电子邮件	研究领域
许维鸿	xwh@swsc.com.cn	业务总监	徐永超	xychao@swsc.com.cn	建筑建材
崔秀红	cxh@swsc.com.cn	副总经理	贺众营	hzy@swsc.com.cn	建筑建材
张仕元	zsy@swsc.com.cn	宏观研究	申明亮	shml@swsc.com.cn	有色金属
刘峰	liufeng@swsc.com.cn	宏观研究	梁从勇	lcyong@swsc.com.cn	农林牧渔
张刚	z_ggg@tom.com	首席策略研究	李辉	lihui@swsc.com.cn	食品饮料
马凤桃	mft@swsc.com.cn	基金研究	潘红敏	phm@swsc.com.cn	餐饮旅游
李慧	lih@swsc.com.cn	交通运输	苏晓芳	sxfang@swsc.com.cn	通信行业