

日期: 2010年11月3日

行业: 食品业

## 酱腌菜行业龙头企业



滕文飞

021-53519888\*1969

tengwenfei@sigchina.com

执业证书编号: S08700210070004

IPO 报价区间 RMB 12.95~15.53 元  
上市合理定价 RMB 16.19~19.42 元

## 基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股)	40.00
发行后总股本 (百万股)	155.00
发行数量占发行后总股本	25.00%
发行方式	网下询价配售 25% 网上定价发行 75%
保荐机构	招商证券

## 主要股东 (IPO 前)

涪陵区国资委	51.00%
东北长泰	28.00%

## 收入结构 (Y09)

榨菜产品	99%
其它佐餐开胃菜	1%

报告编号: TWF10-NSP08

首次报告时间: 2010年11月3日

## ■ 投资要点:

## 中国榨菜行业第一品牌

公司主营业务为榨菜产品、榨菜酱油和其他佐餐开胃菜的研制、生产和销售,主导产品为乌江牌系列榨菜。经过 20 年的经营管理,公司已成为中国最大的榨菜加工企业,形成了年产 6.1 万吨榨菜产品的自有产能,榨菜腌菜制品全国市场占有率第一。

## 地域优势明显

公司位于国内规模最大、最集中的榨菜产区——重庆市涪陵区,其青菜头种植面积占全国总种植面积的 45.60%。公司通过基地建设覆盖了涪陵区重要的榨菜种植区域,确保了生产所需原材料的来源,较榨菜行业的潜在竞争者及目前竞争对手具有明显优势。此外,涪陵区便利的地理位置为公司产品全国各地销售提供了条件,使公司具有天然的地理位置优势。

## 募投项目扩充产能 提高产品品质

本次发行股票所募集的资金将全部投入到“年产 4 万吨榨菜食品生产线项目”、“榨菜计量包装自动化改造项目”、“年产 5000 吨榨菜乳化辅料生产线项目”三个项目上。从中长期看,公司本次募集资金投资项目将扩大现有产品的生产规模,进一步提高公司产品的品质,公司的主营业务结构也因此更趋于稳固、合理,抗风险能力得以提高,从而有助于提高公司未来盈利能力。

## 定价结论

综合考虑同行业上市公司估值及近期上市中小板公司估值,谨慎得出该股合理价格为 16.19~19.42 元。从近期上市的中小板股票来看,截至 11 月 2 日的发行价相对于最新市场价格的平均折扣率为 24.60%。综合考虑公司基本面、同行业公司估值及近期新上市股票估值情况,我们选取一二级市场 20% 的折让,建议询价区间为 12.95~15.53 元,对应的 2009 年市盈率区间为 48.32-57.95 倍。

## ■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	421.88	442.06	537.58	631.73	875.49
年增长率 (%)	-3.09	4.78	21.61	17.51	38.59
归属于母公司的净利润	33.78	41.56	59.37	69.46	95.85
年增长率 (%)	18.86	23.03	42.84	17.01	37.99
(发行后摊薄)每股收益 (元)	0.218	0.268	0.383	0.448	0.618

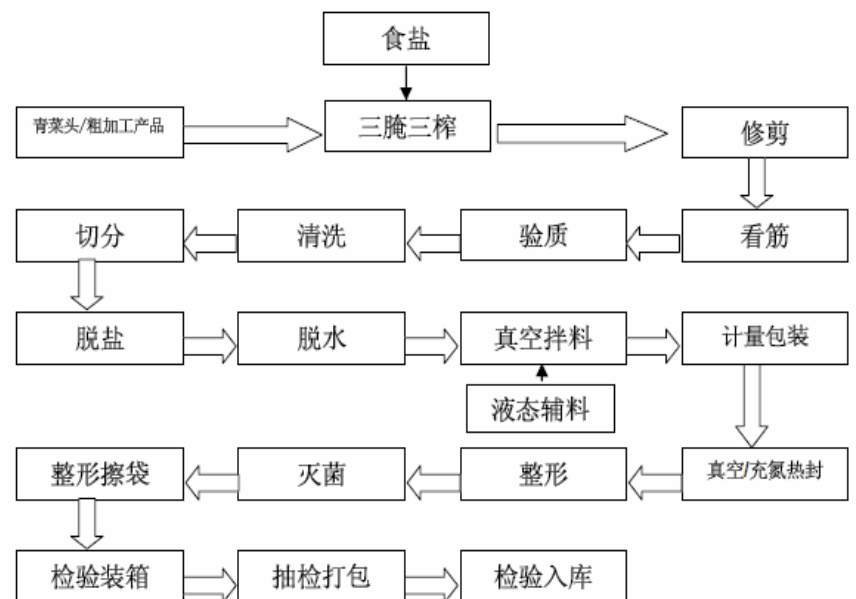
数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所

## 一、行业背景

### 发行人的行业分类

公司所属行业为食品制造业，主营业务为榨菜产品、榨菜酱油和其他佐餐开胃菜的研制、生产和销售，主导产品为乌江牌系列榨菜。公司利用自身品牌优势、地域环境优势、销售网络优势、管理优势、技术和设备优势，经过 20 年的经营管理，已成为中国最大的榨菜加工企业，形成了年产 6.1 万吨榨菜产品的自有产能，榨菜腌菜制品全国市场占有率第一。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。公司现阶段生产的产品是经三次腌制、原料整理、净化水滚筒旋转式喷淋清洗、三维切分、三级滚筒旋转分级、全自动组合斗式计量称重、全自动充氮/真空包装、真空滚揉吸附式拌料调味、传感性自动化分段脱盐、喷淋式巴氏灭菌、连续分层回转式烘干等工艺连续化精深加工而制成的方便蔬菜，保持了榨菜原有的营养成分，不添加防腐剂，满足了全国范围内消费者对榨菜口味、食品卫生的需求。公司还通过了多项认证；并先后被农业部等八部委评为“农业产业化国家重点龙头企业”，被重庆市科学技术委员会评为高新技术企业，被中国绿色食品协会、中国果品流通协会、中国蔬菜流通协会等八单位评为“全国农产品深加工企业 50 强”。

图 1 公司榨菜产品生产流程



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

### 行业成长前景

酱腌菜是以可食蔬菜为主要原料，经不同的腌制工艺制作的各种蔬菜制品的总称。榨菜是酱腌菜中的主要子品类，以其鲜、香、嫩、脆的特点驰名中外，与德国甜酸甘兰、法国酸黄瓜并列为世界三大名腌菜。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，为酱腌菜中的佳品，具有鲜、香、嫩、脆的独特品质和特色风味，以其营养丰富、方便可口，佐餐、侑茶、调味等多样用途，以及耐贮存和适宜加工等许多优点而驰名中外。榨菜行业 2005 年至 2007 年年均增长速度约 15%，2008 年受外部环境的影响有所下滑，2008 年榨菜行业年销量为 48 万吨，其中涪陵地区生产厂家共销售榨菜 22 万吨，占行业总量的 45.83%，2009 年至今榨菜行业得以恢复性发展。榨菜加工企业主要原材料为青菜头，青菜头独特的生长特性决定了其产地主要集中在重庆、浙江、四川、湖南、贵州等省份，尤以重庆、浙江最多。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，是国内区域性最大的榨菜原料种植基地；浙江 30 万亩，其中余姚 12 万亩；四川 10 万亩，主要用作四川泡菜的配料；国内其它地区 10 万亩。随着市场竞争加剧，行业集中度提高，行业内规模以上企业通过多年的经营已经建立了牢固的品牌优势，取得了较高的市场认知度。目前榨菜行业知名品牌有“乌江”、“铜钱桥”、“备得福”、“鱼泉”和“辣妹子”等。

图 2 我国榨菜品牌市场份额图

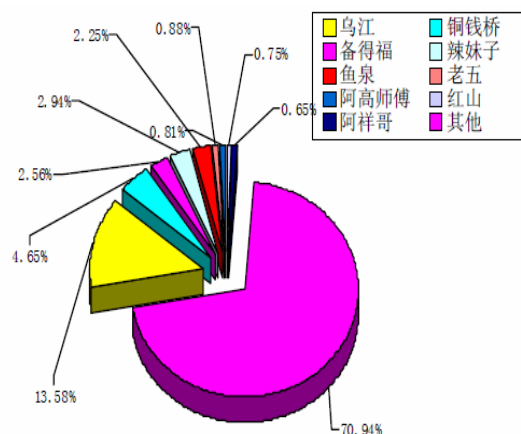
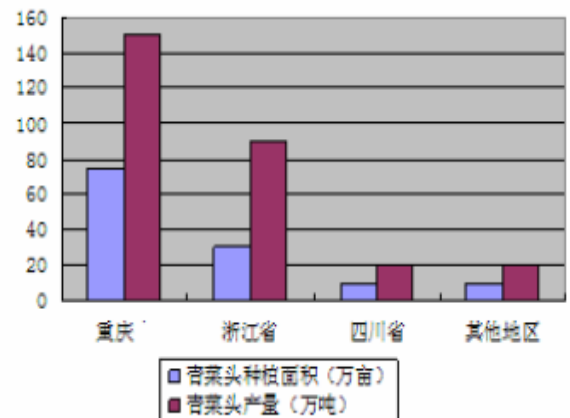


图 3 我国榨菜原料种植分布图



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

### 产业竞争结构

随着我国工业化和科学技术水平的不断提高，近年来涌现了一

批规模较大的生产企业，其代表品牌有“乌江”、“鱼泉”、“辣妹子”、“铜钱桥”、“备得福”等，这些企业已基本实现了工业化、机械化或半机械化生产，使行业格局有了新的变化。公司及子公司现有榨菜食品生产线 12 条、豆豉生产线 1 条、榨菜酱油生产线 1 条、乳化辅料生产线 1 条，已形成自有年产 6.1 万吨榨菜的生产能力，公司目前约占全国榨菜销售市场的 13.69%，为榨菜行业的龙头企业。依托涪陵地区为榨菜原产地优势，“乌江”牌榨菜近年来产销量快速增长，2007 年销售榨菜达 8.54 万吨，占国内市场总额 12.39%。公司产品目前处于供不应求状态，由于产能不足，公司通过外协厂进行了部分产品的生产，但仍不能满足市场的需求，发展受到一定限制。2008 年整个行业受金融危机影响榨菜消费量下降 30% 左右，使得 2008 年榨菜销售量下降到 6.52 万吨，但公司依靠较强的产品定价能力和销售能力、完善的销售渠道，在本次行业调整中市场占有率上升到 13.58%，2009 年公司榨菜销量上升为 7.12 万吨，市场占有率提高到 13.69%。随着中国经济的复苏和本次募集资金投资项目实施后，公司的市场占有率将进一步提高。

**表 1 公司近 5 年产品销量与市场份额**

年度	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
产品销量 (万吨)	6.42	8.18	8.54	6.52	7.12
市场总量 (万吨)	52	59	68	48	52
市场份额 (%)	12.35	13.86	12.39	13.58	13.69

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

**表 2 行业主要竞争对手市场份额 (%)**

年度	铜钱桥	鱼泉	辣妹子	备得福
05 年	4.60	1.83	1.33	2.27
06 年	3.90	2.16	1.31	1.77
07 年	4.02	1.73	1.51	1.96
08 年	4.65	2.25	2.94	2.56

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

## 公司竞争优势

### 品牌优势

公司“乌江”牌榨菜畅销全国，并远销日本、美国等 8 个国家和地区。“乌江”牌榨菜先后获得国家质检总局“中国名牌产品”和“产品质量免检证书”、国家工商行政管理总局榨菜行业首枚“中国驰名商标”、中国品牌研究院评定的“中国榨菜行业标志性品牌”、中

国绿色食品发展中心颁发的“绿色食品 A 级标准认定证书”、重庆社会科学院和重庆商报联合评定的“重庆荣耀·影响重庆三十大品牌”、被重庆市工商行政管理局评为重庆市著名商标、重庆市商业委员会颁发的“消费者最喜爱产品”、广西消费者协会颁发的“消费者信得过商品”、重庆市名牌农产品认定委员会颁发的“重庆市名牌农产品”、中国(南宁)东南亚粮农产品绿色食品展览会暨粮农加工技术设备展示会组委会颁发的“最畅销产品奖”等荣誉。在国内榨菜行业中,公司“乌江”牌榨菜市场占有率为 13.69%,为中国最大的榨菜加工企业,市场占有率第一,品牌知名度第一。

### 销售网络优势

依靠 20 年高品质榨菜生产经营积累,公司已拥有 1,000 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。公司在全国范围内设有 8 个销售大区、33 个办事处对经销商进行指导和管理。通过对经销商不断培育,公司建立了多层次、长短渠道相结合经销制销售模式,使公司的产品遍布大到沃尔玛、新玛特等全国各大知名连锁超市和全国各级农贸市场,小到城乡的便利店等零售终端,提高了公司销售网络覆盖的广度和深度。

### 地域环境优势

涪陵地区青菜头种植面积占全国青菜头种植面积的 45.60%,是国内规模最大、最集中的榨菜产区,已获得中国“榨菜之乡”的美誉。公司位于国内规模最大、最集中的榨菜产区——重庆市涪陵区,公司通过基地建设覆盖了涪陵区重要的榨菜种植区域,确保了生产所需原材料的来源,较榨菜行业的潜在竞争者及目前竞争对手具有明显优势。涪陵区地处长江、乌江交汇处,位于重庆市东南,素有渝东南大门之称,便利的地理位置为公司产品全国各地销售提供了条件,使公司具有天然的地理位置优势。

## 二、公司分析及目集资金投向

### 公司历史沿革及股本结构

公司是在 2008 年 3 月 31 日由重庆市涪陵榨菜(集团)有限公司整体变更设立的股份有限公司。榨菜集团的前身,是 1988 年 4 月 30 日经原涪陵市人民政府批准成立的四川省涪陵榨菜集团公司,经济性质为独立核算的国营企业,主管部门为涪陵市计划经济委员会。公司现有注册资本 11,500 万元。涪陵区国资委是公司控股股东,直接持有公司股份 58,650,000 股,占公司本次发行前总股本的 51.00%,

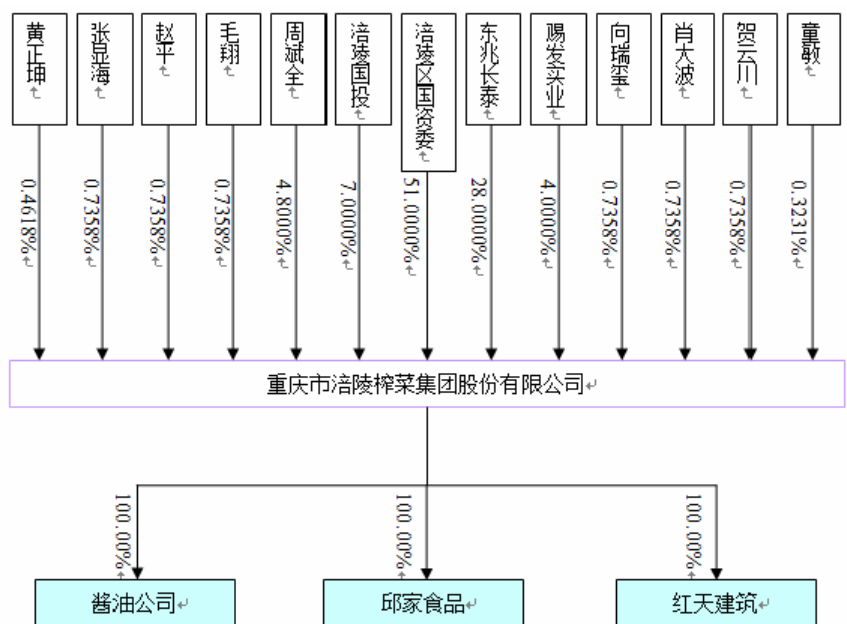
通过涪陵国投间接持有公司股份 8,050,000 股，占公司本次发行前总股本的 7.00%，是公司的实际控制人。

表 3 本次发行前、后的公司股本结构

股东名称	发行前		发行后	
	股本	比例	股本	比例
	(股)	(%)	(股)	(%)
涪陵区国资委 (SS)	58,650,000	51.0000	55,132,759	35.5695
东北长泰	32,200,000	28.0000	32,200,000	20.7742
涪陵国投 (SS)	8,050,000	7.0000	7,567,241	4.8821
周斌全	5,520,000	4.8000	5,520,000	3.5613
赐发实业	4,600,000	4.0000	4,600,000	2.9677
全国社会保障基金理事会			4,000,000	2.5806
向瑞玺	846,227	0.7358	846,227	0.5460
肖大波	846,227	0.7358	846,227	0.5460
赵平	846,227	0.7358	846,227	0.5460
毛翔	846,227	0.7358	846,227	0.5460
张显海	846,227	0.7358	846,227	0.5460
贺云川	846,227	0.7358	846,227	0.5460
黄正坤	531,124	0.4618	531,124	0.3427
童敏	371,514	0.32231	371,514	0.2397
本次发行股份			40,000,000	25.8065
合计	115,000,000	100.0000	155,000,000	100.0000

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

图 4 涪陵榨菜股份公司发行前股权结构



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理



## ■ 主业简况及收入利润结构

### 主业为榨菜的生产及销售

公司的主营业务为榨菜产品、榨菜酱油和其他佐餐开胃菜的研制、生产和销售，主导产品为乌江牌系列榨菜。公司主营业务收入占营业收入的比例均保持在 97% 以上，主营业务收入是公司最主要的收入来源。2008 年度较 2007 年度营业收入和主营业务收入均有一定程度的下降，主要是公司榨菜产品的销售量下降 23.60% 所致。主要原因为，重庆及周边地区当年青菜头供应量减少，青菜头及其粗加工产品价格均较 2007 年上涨了 60% 以上。由于原材料成本占公司主营业务成本的比重较高，青菜头及其粗加工产品的价格大幅上涨严重影响公司的盈利能力。公司在 2008 年度榨菜销售量较 2007 年度下降 23.60%，而营业收入较 2007 年仅下降了 3.09%，公司依靠较强的市场定价能力和销售能力、覆盖全国大中城市的销售网络，使得 2008 年净利润不但没有下降，反而较 2007 年度有了 18.86% 的增长，公司经营具有较强的抗风险能力。随着国内经济形势好转公司榨菜销售逐步正常，2009 年公司营业收入和主营业务收入均较 2008 年有一定幅度的增长，2009 年原材料价格的较 2008 年有较大幅度回落，公司盈利能力显著增强。

图 5 涪陵榨菜近年收入及净利润增长

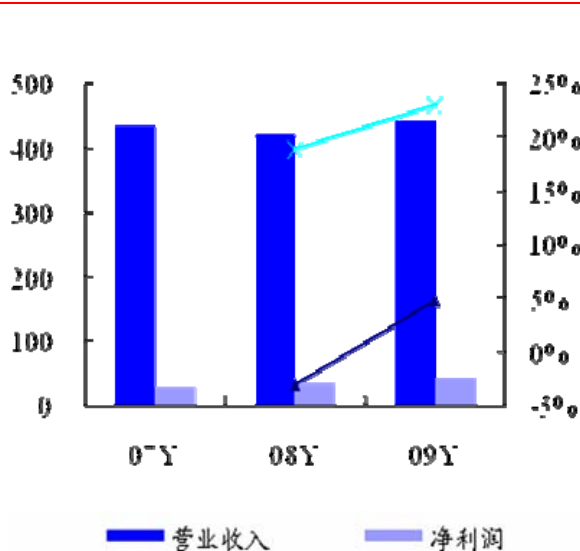
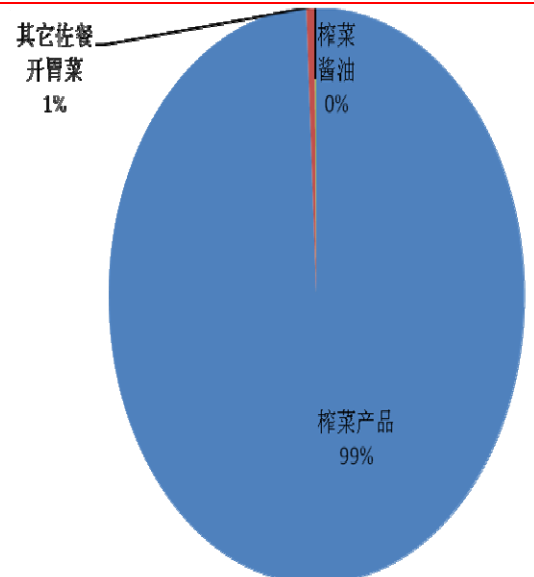


图 6 涪陵榨菜主营收入结构 (分产品, 2010 年中报)



资料来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

## ■ 募资项目

募资项目对公司的未来发展提供助力

根据公司发展战略，本次募集资金的运用均是围绕主业进行，符合公司主营业务的发展方向。本次发行股票所募集的资金在扣除发行费后将全部投入到“年产4万吨榨菜食品生产线项目”、“榨菜计量包装自动化改造项目”、“年产5000吨榨菜乳化辅料生产线项目”三个项目上。从中长期看，公司本次募集资金投资项目将扩大现有产品的生产规模，进一步提高公司产品的品质，公司的主营业务结构也因此更趋于稳固、合理，抗风险能力得以提高，从而有助于提高公司未来盈利能力。

**表 4 涪陵榨菜 IPO 项目概况**

项目名称	投资金额 (万元)	建设期	项目是否备案
年产4万吨榨菜食品生产线项目	18,655.00	2年	已备案
榨菜计量包装自动化改造项目	7,605.00	1年	已备案
年产5000吨榨菜乳化辅料生产线项目	4,811.00	2年	已备案
合计	31,071.00	--	--

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

#### (一) 年产4万吨榨菜食品生产线项目

项目是投资建设具有国际先进水平的年产4万吨榨菜食品生产线项目，拟使用本次募集资金购置榨菜自动清洗、自动切分、自动脱盐、自动脱水、自动拌料、自动计量、自动包装、杀菌冷却等榨菜生产主要设备467台(套)及附属设备和配套的房屋。本项目建成后，公司将增加4万吨榨菜/年的生产能力，以满足市场不断增长的需求，扩大公司经营规模，提高榨菜产品市场占有率。项目完成后，年均营业收入为24,537.55万元，年均税后利润为3,733.79万元。所得税后财务内部收益率为23.23%；静态投资回收期为6.26年(包括建设期2年)；所得税后投资利润率为20.02%；投资利率率为40.98%。

#### (二) 榨菜计量包装自动化改造项目

项目是对华龙榨菜厂(2条)、华舞榨菜厂(1条)、华富榨菜厂(1条)、华安榨菜厂(1条)现有5条榨菜食品生产线(每条产能6,250吨/年)计量包装工序进行自动化改造，购置榨菜自动计量、包装设备50台(套)及生产附属设备，完善消防、给排水、供电等配套公辅设施，完成5条10,000吨/年榨菜生产线计量包装工序自动化改造。改造完成后原5条榨菜生产线产能提高到年产50,000吨无防腐剂袋装中盐榨菜生产能力，增加18,750吨/年的产能。项目完成后，年均新增营业收入为10,622.36万元，年均新增税后利润为1,703.08万元。所得税后财务内部收益率为33.21%；静态投资回收期为4.41年



(包括建设期1年);改造后所得税后投资利润率为18.33%;投资利税率为41.68%。

### (三) 年产5,000吨榨菜乳化辅料生产线项目

项目拟建成1条5,000吨/年榨菜乳化辅料生产线和供应物资仓库,形成年产5,000吨榨菜乳化辅料生产能力,为公司持续经营和扩大生产提供保障。项目完成后,乳化辅料供公司所有榨菜产品生产使用,供应物资仓库为公司所有生产厂服务。本项目生产的乳化辅料不对外销售,无经济效益指标。

## 三、财务状况和盈利预测

2007年度、2008年度、2009年度和2010年1-6月,公司主营业务毛利率分别为35.17%、36.49%和38.23%、34.34%,2008年、2009年、2010年1-6月比上年的变动幅度分别为上升1.32%、下降1.84%和下降3.89%。主要是因为榨菜产品的价格及青菜头及其粗加工产品价格变动引起的榨菜毛利率逐年上升所致。榨菜产品的销售毛利率是影响公司主营业务毛利率的主要因素。公司其他佐餐开胃菜产品、榨菜酱油、建筑工程业务毛利率报告期内变化较大,由于其收入和毛利较小,因此其毛利率变化对公司主营业务毛利率影响不大。报告期内主营业务毛利率从2007年的35.17%上升到2009年的38.67%,增加了3.50个百分点,主要是因为榨菜产品的价格及青菜头及其粗加工产品价格变动引起的榨菜毛利率逐年上升所致。2010年上半年榨菜产品毛利率为34.92%,较2009年下降3.92%,主要原因是生产成本增幅大。预计公司未来毛利率水平将保持小幅上升趋势。

图7 涪陵榨菜综合毛利率水平

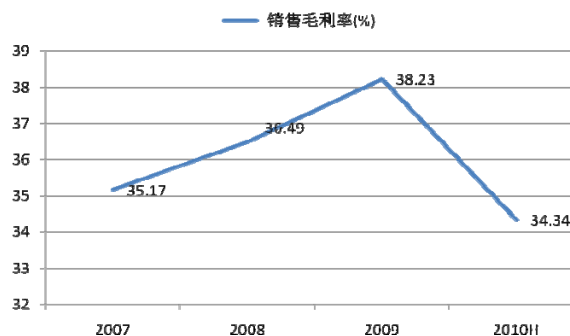
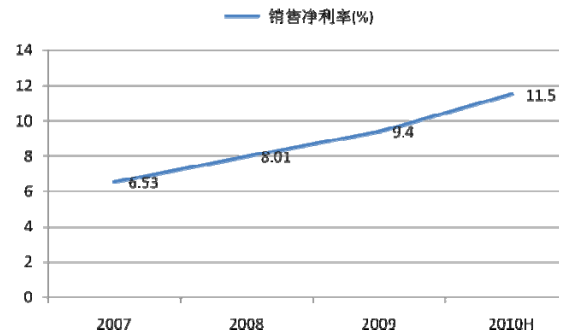


图8 涪陵榨菜净利率水平



资料来源:公司招股意向书;Wind;上海证券研究所整理

## ■ 业绩预测

随着公司募投项目的建成投产，我们预计公司未来将在榨菜主业方面保持快速增长，初步预计公司 2010、2011、2012 年净利润将实现年递增 42.84%、17.01%、37.99%；稀释后每股收益为 0.383 元、0.448 元、0.618 元。

表 5 涪陵榨菜收入分项预测表

产品	项目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
榨菜产品	销量 (吨)	65222.80	71159.64	85391.57	99454.07	138204.07
	单价 (元/吨)	6190.16	5913.07	6200.00	6250.00	6250.00
	销售金额 (万元)	40373.96	42077.19	52942.77	62158.79	86377.54
	毛利率	37.07%	38.84%	38.00%	38.00%	38.00%
	销售成本 (万元)	25407.33	25734.41	32824.52	38538.45	53554.08
其他佐餐开胃菜	销量 (吨)	776.79	511.99	537.59	645.11	741.87
	单价 (元/吨)	11816.06	12918.03	13500.00	14000.00	14000.00
	销售金额 (万元)	917.86	661.39	725.75	903.15	1038.62
	毛利率	29.91%	31.08%	31.00%	31.00%	31.00%
	销售成本 (万元)	643.33	455.83	500.76	623.17	716.65
榨菜酱油	销量 (吨)	486.95	599.56	659.52	791.42	949.70
	单价 (元/吨)	1482.29	1436.89	1350.00	1400.00	1400.00
	销售金额 (万元)	72.18	86.15	89.03	110.80	132.96
	毛利率	33.92%	30.78%	31.00%	31.00%	31.00%
	销售成本 (万元)	47.70	59.63	61.43	76.45	91.74
合计	销售收入 (万元)	41364.00	42824.73	53757.55	63172.74	87549.12
	销售成本 (万元)	26098.36	26249.87	33386.72	39238.08	54362.47

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

## 四、风险因素

### 原材料不足风险

公司生产经营所需原材料主要来自于重庆市涪陵区的特产农产品——青菜头。青菜头属一年一季的农作物，一般在 9 月份播种，次年的 2 月收获。如在青菜头生长期间发生大规模的自然灾害或病虫害，青菜头大量减产，公司将面临因原材料不足而导致的经营风险。

### 原材料价格波动而引致的经营业绩波动风险

公司榨菜产品生产所需原材料为青菜头及其粗加工产品，报告期内原材料成本占公司主营业务成本的平均比例为 39.28%。报告期内公司采购的原材料价格波动较大。如未来原材料价格大幅变动，公司将面临原材料价格波动而导致的经营业绩波动风险。

### 食品安全风险

食品制造业是国家推行各项食品安全标准和食品质量检验的重点行业之一，消费者及政府对食品安全的重视程度也越来越高。如果公司生产中发生食品安全事件，将对公司造成重大影响；如果榨菜行业其他公司或者其他食品企业发生食品安全事件，也会对公司造成影响；若国家提高食品安全和食品质量检验标准，可能相应增加公司的生产成本。

#### 租赁和外协生产风险

公司存在租赁其他榨菜生产企业榨菜食品生产线和委托外部厂家协助生产榨菜产品的情形。公司对租赁生产厂按照公司自有生产厂进行管理和组织生产，但存在由于租赁生产厂生产设施未及时进行改良而生产出的榨菜产品不符合公司食品质量标准给公司带来经济损失的风险。

## 五、估值及定价分析

### 国内同类公司的比较

由于公司所处的行业在 A 股无同类型的上市公司，故选取业务模式较为相近的 5 家公司（参见下表）进行比较。剔除极端波动的因素后，同类股目前的平均 PE 估值 10 年为 44.17 倍，我们注意到食品加工类公司的溢价较多，高于 A 股市场水平，同时中小成长型公司也大抵在这一高水平附近。国际同类公司的相对估值 PE（15.24 倍），虽指标明显偏低，但相对于其成长性而言仍属合理。故在此主要参照 A 股估值体系定价。

表 7 可比国内/国际同类股票的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益（元/股）			市盈率（倍）			市净率（倍）
			2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	
600371.SH	万向德农	14.67	0.26	0.27	0.32	56.42	54.33	45.84	7.52
600737.SH	中粮屯河	16.82	0.27	0.29	0.37	62.30	58.00	45.46	5.22
600127.SH	金健米业	8.56	0.01	0.03	0.05	856.00	285.33	171.20	8.48
600537.SH	海通集团	41.03	0.01	1.11	1.61	4103.00	36.96	25.48	19.92
000876.SH	新希望	19.18	0.54	0.70	0.87	35.52	27.40	22.05	3.91
国内平均值			/			<b>51.41</b>	<b>44.17</b>	<b>34.71</b>	<b>9.01</b>
SUNOPTA INC	CN		6.42	0.28	0.34	0.41	22.93	18.88	15.66
LASSONDE INDS INC	CN		55.72	4.30	4.45	4.65	12.96	12.52	11.98
CALAVO GROWERS INCC	US		22.16	1.08	1.15	1.33	20.52	19.27	16.66
M P EVANS GROUP PLC	BP		4.20	0.30	0.33	0.37	14.00	12.73	11.35
HAWESKO HOLDING AG	EU		28.04	1.98	2.19	2.34	14.16	12.80	11.98
国际平均值			/			<b>16.91</b>	<b>15.24</b>	<b>13.53</b>	<b>2.93</b>

数据来源: Wind、Bloomberg; 上海证券研究所整理; 股价取 2010 年 11 月 2 日收盘价

表 8 近期上市中小板股票的市况

证券代码	证券简称	首发 PE 摊薄	首日涨 跌幅%	累计 溢价率%	每股收益 (元/股)			市盈率 (倍)			市净率 (倍)
					2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	
002482.SZ	广田股份	85.21	15.53	65.35	0.63	1.27	2.25	135.57	67.68	38.20	5.49
002483.SZ	润邦股份	41.67	-3.10	13.10	0.75	0.89	1.09	43.85	36.85	30.09	3.34
002484.SZ	江海股份	52.03	17.02	27.61	0.39	0.53	0.73	66.26	49.36	35.84	3.37
002485.SZ	希努尔	48.36	1.50	2.93	0.56	0.72	0.96	49.33	38.03	28.52	2.93
002486.SZ	嘉麟杰	54.50	37.89	36.33	0.21	0.27	0.33	72.21	55.04	45.03	3.30
002487.SZ	大金重工	50.79	23.32	14.79	0.79	1.10	1.38	56.28	40.28	32.11	2.04
002488.SZ	金固股份	73.33	15.45	23.64	0.33	0.51	0.78	83.62	53.33	34.87	3.64
002489.SZ	浙江永强	51.35	5.55	4.74	0.74	1.12	1.46	53.64	35.54	27.26	3.36
002490.SZ	山东墨龙	32.73	14.06	18.11	0.67	0.69	0.93	31.61	30.81	22.86	3.18
002491.SZ	通鼎光电	46.77	31.38	39.38	0.31	0.53	0.70	64.26	38.13	28.87	3.95
<b>平均值</b>		53.67	15.86	24.60	0.54	0.76	1.06	65.66	44.50	32.37	3.46

数据来源: Wind 资讯; 上海证券研究所整理, 估值股价取自 2010 年 11 月 2 日收盘价

### 公司可给的估值水平及报价区间

综合考虑同行业上市公司估值及近期上市中小板公司估值, 谨慎得出该股合理价格为 16.19~19.42 元。

从近期上市的中小板股票来看, 截至 11 月 2 日的发行价相对于最新市场价格的平均折扣率为 24.60%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况, 我们选取一二级市场 20% 的折让, 建议询价区间为 12.95~15.53 元, 对应的 2009 年市盈率区间为 48.32-57.95 倍。

表 6 涪陵榨菜损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	421.88	442.06	537.58	631.73	875.49
营业成本	267.95	273.08	333.87	392.38	543.62
营业税金及附加	4.44	4.54	5.52	6.49	8.99
销售费用	83.09	91.71	111.53	131.06	181.63
管理费用	17.38	16.66	20.26	23.81	32.99
财务费用	12.33	8.35	10.15	11.93	16.54
营业利润	36.17	47.71	66.40	77.99	108.25
营业外收入	4.24	1.69	2	2	2
营业外支出	0.84	0.82	0.5	0.5	0.5
利润总额	39.57	48.58	67.90	79.49	109.75
所得税费用	5.79	7.02	8.54	10.03	13.90
净利润	33.78	41.56	59.37	69.46	95.85
少数股东损益	0	0	0	0	0

---

归属于母公司所有者的净利润	33.78	41.56	59.37	69.46	95.85
摊薄 EPS (元)	0.218	0.268	0.383	0.448	0.618

---

数据来源: 公司招股意向书 上海证券研究所

## 分析师承诺

分析师 滕文飞

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级:

分析师给出下列评级中的一项，代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	<b>Superperform</b>	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	<b>Outperform</b>	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	<b>In-Line</b>	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	<b>Underperform</b>	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级:

分析师给出下列评级中的一项，代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	<b>Attractive</b>	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	<b>Neutral</b>	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	<b>Cautious</b>	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明:

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。