

品牌第一、市场第一

——涪陵榨菜（002507）新股分析报告——

询价区间：11.0~14.7元

投资要点：

- **行业分析：**属于食品行业酱腌菜子行业，企业以区域性为主，主要集中于重庆和浙江，市场份额相对分散，竞争激烈。行业净利润率约为5%，相对偏低。竞争壁垒在于原材料、品牌和渠道方面，原材料青菜头集中于重庆涪陵和浙江余姚产区，不宜长途运输。产品品种趋于多样化，但各企业间同质化严重。作为“小食品大流通”产业，对零售终端的掌控十分重要。
- **公司分析。**公司是涪陵区最大的榨菜加工企业，是市场占有率第一、品牌第一的龙头企业。实际控制人为涪陵区国资委，区政府计划使涪陵榨菜知名品牌产品的产量从目前30%提高至70%以上。公司净利润保持持续增长，净利润率明显高于行业平均水平。华南地区为其主要市场，华中、西南地区正在积极扩张且成果显著。公司采用订单合同方式采购青菜头，可锁定部分原材料成本，对价格平滑作用。
- **竞争优势。**品牌优势：“乌江”牌榨菜先后获得多项荣誉，品牌市占率第一。地理优势：公司位于国内规模最大、最集中的榨菜产区，确保生产所需原材料的来源。网络优势：公司建立了多层次、长短渠道相结合经销制销售模式。技术优势：保证了产品质量、降低了生产成本、提高了生产效率。
- **募投项目。**募投项目包括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和年产5000吨榨菜乳化辅料生产线项目，有助于解决公司产能瓶颈，提高生产效率，改善产品结构，保证产品质量。
- **盈利预测与估值。**预计公司2010-2012年摊薄后EPS为0.37元、0.44元和0.56元。由于缺乏相关行业数据进行对比，就盈利水平来看净利润率相对较低，其合理估值不宜高于40倍PE。估算公司合理市场价格在13.2~17.6元，建议询价区间为11.0~14.7元。由于市值小，不排除二级市场炒作可能。
- **风险因素。**榨菜行业的成长性缺乏数据证明，行业预计可能过于乐观；消费者对品牌的忠诚度和识别度不及预期；竞争对手，特别是本地众多的“涪陵榨菜”带来冲击（以笔者为例，在超市会被“XX牌”涪陵榨菜所“误导”）。

研究员

王剑辉
执业证号：S1250200010075
电话：010-57631186
邮箱：wjhui@swsc.com.cn

黄仕川
执业证号：S1250109101224
电话：023-63725713
邮箱：hsc@swsc.com.cn

发行基本情况

发行股数	4000万
发行后总股本	15500万
网下发行数	20万
网上发行数	3200万

食品饮料行业指数

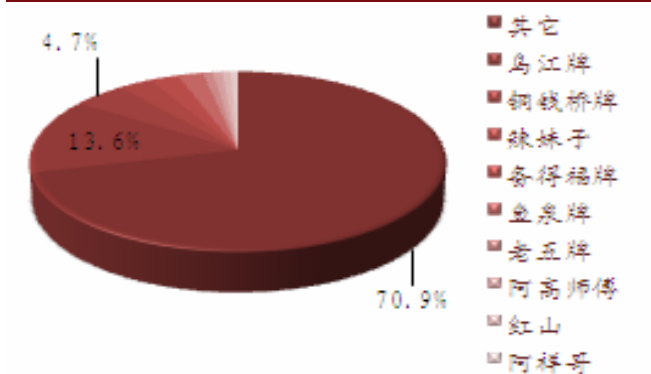


一、行业分析

行业发展现状：企业区域性为主，市场份额相对分散

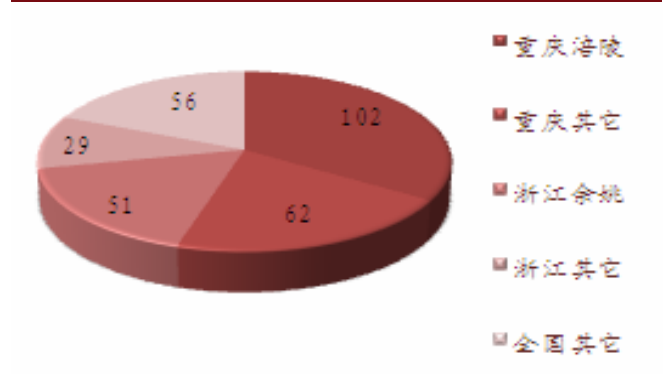
公司属于食品行业细分行业酱腌菜的子行业，有资料称榨菜与德国甜酸甘兰、法国酸黄瓜并列为世界三大名腌菜。榨菜行业 2005~2007 年均增长速度约 15%，2008 年受外部环境影响有所下滑，2008 年榨菜行业年销量为 48 万吨，2009 年至今榨菜行业得以恢复性发展。据统计，2007 年榨菜生产加工企业近 300 家，主要集中在重庆和浙江地区，重庆市有 164 家，其中涪陵区 102 家；浙江省有 80 多家，其中余姚 51 家。单个企业或品牌的市场呈明显的区域性，占全国的市场份额较低，市场竞争激烈。公司的乌江牌榨菜市场价格为 13.6%，名列行业第一，第二名铜钱榨菜市场占有率仅为 4.7%。

图 1：2008 年榨菜主要品牌市场份额



数据来源：招股说明书、西南证券研发中心

图 2：2007 年榨菜生产企业地区分布



数据来源：招股说明书、西南证券研发中心

行业成长空间：利润率低，规模竞争不可避免

榨菜最早起源于涪陵城西邱寿安家，始于 1898 年。榨菜行业从产生至现在，先后经历了品种单一以手工作坊为主的初级阶段、以个体生产企业为主的跳跃式攀升阶段、以及目前规模化和机械化程度较高的快速发展阶段。由于榨菜加工行业属于传统食品制造业，加工工艺相对简单，行业销售利润率普遍较低。随着工业化进程不断提高，技术、研发水平的进步和消费升级，整个行业销售利润率在不断提高，目前榨菜加工企业销售净利润率约为 5% 左右，相对于其它食品行业，仍处于偏低水平。通过对市场份额的分析，我们认为当前榨菜行业的竞争较为激烈，品牌或企业的市场占有率都较为有限，未来榨菜行业一方面将面临新市场的积极开拓，同时现有市场的蛋糕争夺不可避免。

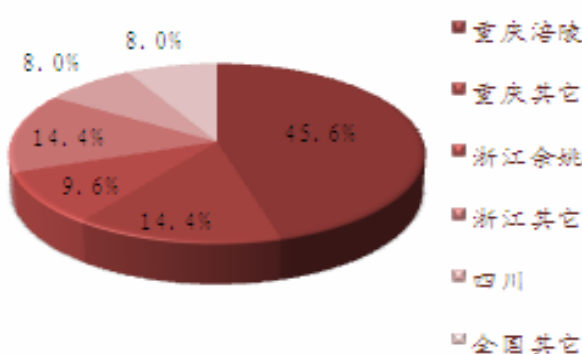
表 1: 榨菜行业发展史

时间	所处阶段	行业特征
1898 年至 20 世纪 80 年代初	初级阶段	榨菜品种单一，以手工作坊为主，销售范围局限于青菜头所在产区范围。
20 世纪 80 年代初至 20 世纪末	跳跃式攀升阶段	大量小规模榨菜个体生产企业出现，行业在“扩张—收缩—扩张”中进步，品种亦趋向多样化，工业化水平较低。
2000 年至今	快速发展阶段	榨菜行业规模化、机械化程度提高，榨菜行业有了从原料到销售有了较快发展，市场集中度逐渐提高。

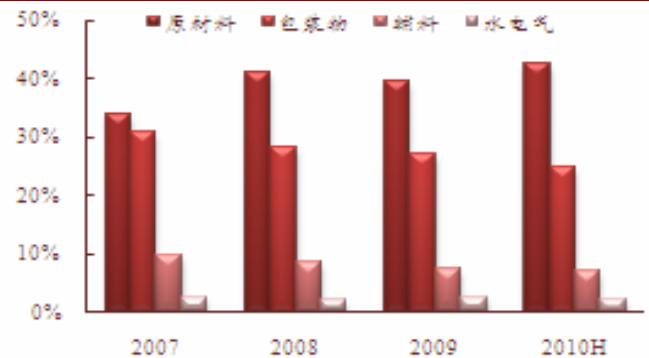
数据来源: WIND、西南证券研发中心

行业竞争壁垒: 原材料、品牌和渠道的竞争

原材料壁垒。榨菜的主要原材料为青菜头，产地集中在重庆、浙江、四川、湖南、贵州等省份，其中重庆和浙江地区的面积占比分别约为 60% 和 24%，而重庆涪陵和浙江余姚的面积分别占比为 45.6% 和 9.6%。由于榨菜产品附加值较低，原材料占榨菜产品成本的比重较高，过高的运输成本将大大增加成本压力。而且青菜头收获后未经处理易腐烂变质，不适宜长途运输。因此，这就决定了榨菜企业将主要集中在青菜头密集种植区域，即以重庆和浙江为主。由于原材料是榨菜企业存续和扩张的命脉，因此原材料的掌控能力直接影响企业的竞争力。

图 3: 青菜头种植面积地区分布


数据来源: 招股说明书、西南证券研发中心

图 4: 公司近原材料占生产成本比重


数据来源: 招股说明书、西南证券研发中心

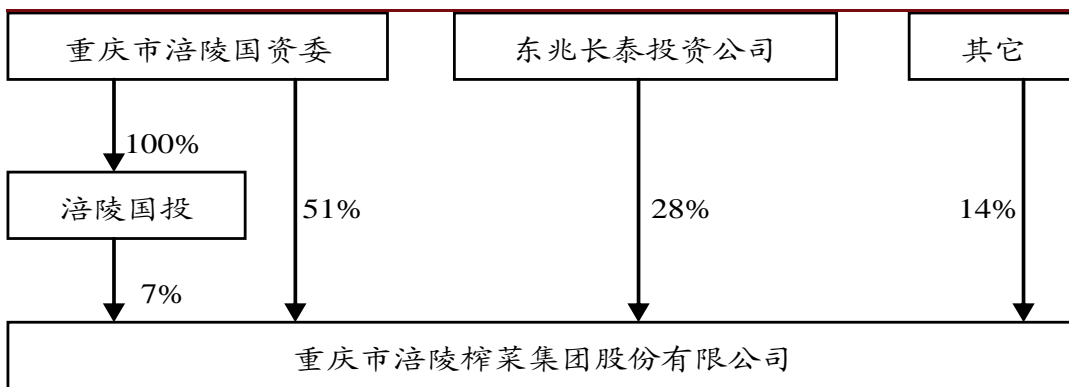
品牌壁垒。虽然榨菜产品品种趋于多样化，但各企业之间的同质化仍然很严重，而产品自身特征也决定了不同品牌产品的差异较小。在同质化背景下，品牌竞争不可避免。因此，优质可信赖的品牌是行业竞争的又一壁垒。随着消费水平的提高，消费结构和消费方式的转变，消费名牌产品已是一种趋势和必然。随着市场竞争加剧，行业集中度提高，行业内规模以上企业通过多年的经营已经建立了牢固的品牌优势，取得了较高的市场认知度。塑造一个知名品牌，既要投入大量广告费用，也需要长时间的积累，新进企业在短时间内与具有品牌优势的企业竞争将处于不利地位。

渠道壁垒。榨菜属“小食品大流通”产业，超市等现代零售终端对榨菜加工企业来说非常重要，随着市场竞争的日趋激烈，产品进入这些零售终端的门槛越来越高。由于零售终端的销售设施有限，现代零售终端的条码费、促销费等销售费用越来越高，相对市场份额较大的榨菜企业利用其规模优势，能够保持相应的营业利润，而新的小企业将面临极大的资金和成本压力。

二、公司分析

受地方政府支持的国有企业。公司控股股东实际控制人为涪陵区国资委，上市前直接和间接共持有公司 58% 的股权。涪陵地区为全国榨菜重要生产基地，2008 年该地区共有榨菜生产加工企业 63 家。国资委承诺，除在公司投资并持有股份外，未在重庆市及重庆市以外的任何区域投资或经营与公司相同或相近的业务。2007-2009 年分别获得政府补助 364.2 万元、417.7 万元和 151.8 万元，占经净利润的比例分别为 26.89%、8.66% 和 1.78%。同时，重庆市涪陵区人民政府计划到 2010 年，使涪陵榨菜知名品牌产品的产量从目前的 30% 提高到 70% 以上，即关、停、并、转小企业。

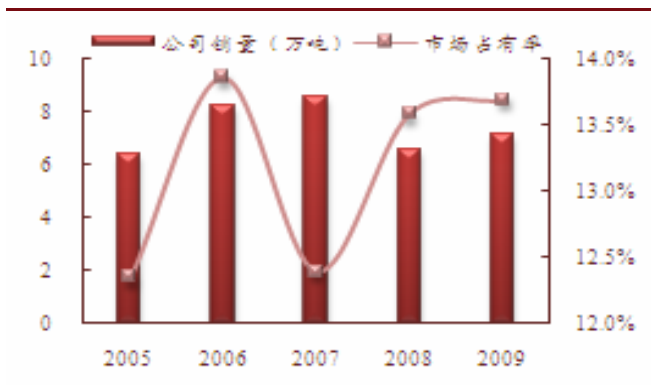
图 5：公司上市前的股权结构图



数据来源：招股说明书、西南证券研发中心

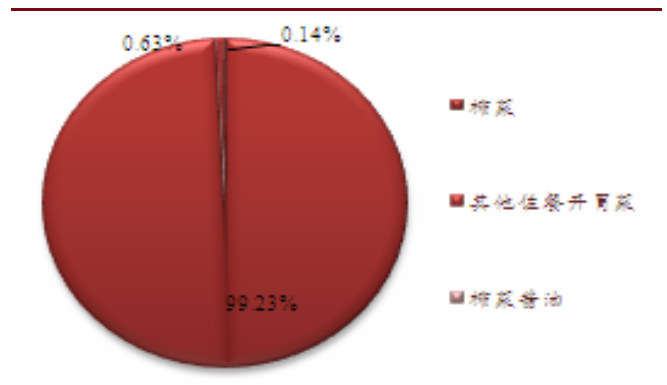
市场占有率第一。公司是涪陵地区最大的榨菜加工企业，通过 20 余年的榨菜加工生产经验积累，在榨菜产品研发、生产和销售方面积累了大量的关键技术和管理经验，是市场占有率行业第一的榨菜行业龙头企业。

图 6：公司产品销量及市场占有率



数据来源：招股说明书、西南证券研发中心

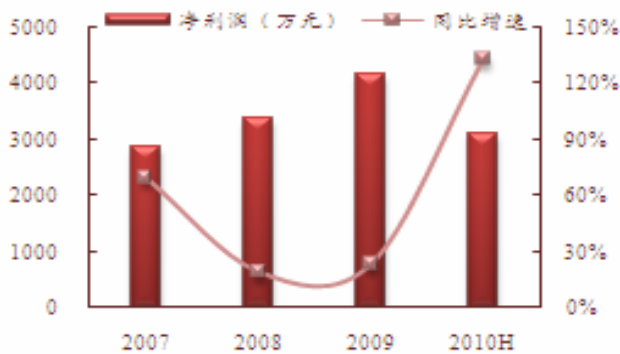
图 7：公司主营收入及同比增速



数据来源：招股说明书、西南证券研发中心

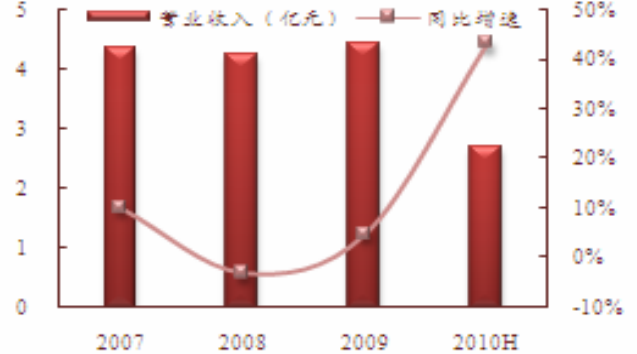
净利润增速较快。公司 2008 年受金融危机影响，主营收入下降 3.09%，2009 年有所恢复，实现增长 4.78%，今年上半年则实现 43.28% 的大幅增长。营业利润方面，公司净利润保持持续增长，2007-2009 年分别上涨 69.05%、18.86% 和 23.03%，今年上半年净利增速达到 132.69%。目前，公司净利率为 11.5%，明显高于行业 5% 的平均水平。

图 8: 公司近年净利润及同比增速



数据来源: 招股说明书、西南证券研发中心

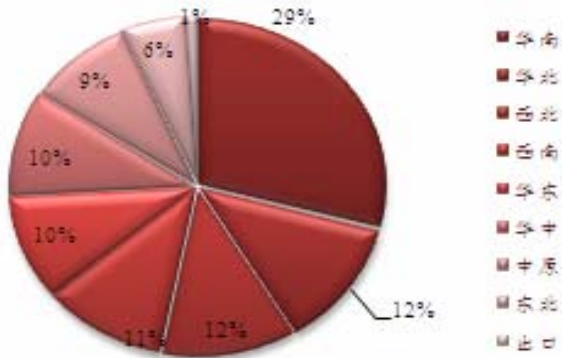
图 9: 公司主营收入及同比增速



数据来源: 招股说明书、西南证券研发中心

华南地区为主要市场。公司销售区域涉及华南、华北、西北、西南等区域，其中又以华南市场为最主要区域，公司占据了华南地区约 90% 的市场份额，华南连续 5 年为公司第一大销售区域，为本司的发展奠定了坚实的客户基础。华南地区常年销售收入占比接近 50%，2010 年这一比例下降至 29%，我们认为这是公司积极开拓华中、西南地区市场所致，是公司市场积极扩张的信号。

图 10: 公司主营收入区域构成



数据来源: 招股说明书、西南证券研发中心

图 11: 公司主营收入区域构成



数据来源: 招股说明书、西南证券研发中心

原材料价格波动较大。公司原材料价格的较大波动对公司业绩带来影响，其中青菜头去年采购价格下跌 20.4%，而今年则上升 69.5%，而头盐、二盐和盐菜块的价格涨跌变动幅度也在 50% 以上。根据公司测算，其利润总额对原材料价格变化和包装物价格变化的敏感性较高；在其他因素不变的情况下，利润总额对原材料价格的敏感性系数为 2.10，即原材料价格变动 1%，利润总额变动 2.10%。

青菜头每年收获季节仅 1 个月，公司不会在青菜头收割时一次性足额采购新鲜青菜头，而是在生产过程中视生产需要向加工户采购青菜头粗加工产品。公司作为收购方，按照公司对次年原材料价格的判断，与各乡镇、村组签署原材料收购协议，约定固定的收购价格和收购数量，不管次年青菜头市场价格如何变化，均按照约定的收购价格进行收购。公司向农户提供技术服务、良种以确保最终产品质量。订单合同为发行人青菜头采购的传统模式，发行人已采用该方式 10 年以上，在此种模式下，公司可以锁定部分原材料的成本，对公司收购的原材料价格有一定的平滑作用。

三、竞争优势

品牌相对优势：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和重庆地区多项荣誉。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。

地理位置优势：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。

销售网络优势：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。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。

技术设备优势：公司技术开发中心拥有多名行业优秀技术研发人员，专门从事榨菜技术的研究，先后独立、合作研发了香辛料萃取技术等 10 余项技术。公司的金属检测器等分析检测设备在本行业均为国内、国际先进的设备，保证了产品质量，降低了生产成本，提高了生产效率。

图 12：公司营销渠道和销售区域分布图



数据来源：招股说明书、西南证券研发中心

图 13：公司国外销售区域分布图



数据来源：招股说明书、西南证券研发中心

四、募投项目

公司募投项目包括 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和年产 5000 吨榨菜乳化辅料生产线项目，这有助于解决公司产能瓶颈，提高生产效率，改善产品结构，保证产品质量。公司最近三年一期榨菜产品产销率均超过 99%，生产线项目建成后公司将增加年产 4 万吨榨菜的产能，可为消费者提供更多高品质的榨菜产品，改善公司产品结构，解决产能瓶颈，提高市场占有率。自动化技术改造项目，能够在榨菜产品的计量包装环节一方面减少了管理成本，另一方面也保证了产能产量的稳定性。辅料生产线项目则有助于提高产品质量，加强原辅料及包装物配送，确保公司生产经营需要。募投项目的完成，有利于满足不断增加的榨菜的市场需求，提升“乌江”牌榨菜的影响力，扩大市场份额，提高公司的盈利能力。

表 2: 公司募投项目

序号	项目名称	总投资(万元)	拟使用募集资金额(万元)
1	4万吨榨菜食品生产线项目	18655	14649
2	榨菜计量包装自动化改造项目	7605	5005
3	年产5000吨榨菜乳化辅料生产线项目	4811	4346

数据来源: 招股说明书、西南证券研发中心

五、盈利预测与估值

由于公司为榨菜行业第一家上市公司, 缺乏相关数据进行对比, 就公司经营情况和盈利水平来看, 相对于其它食品类行业, 净利润率相对较低。预计公司 2010-2012 年净利润增速分别为 36.8%、20.9% 和 27.0%, 摊薄后 EPS 为 0.37 元、0.44 元和 0.56 元。结合行业的成长性和公司的龙头地位, 通过参考其它食品类细分行业的估值水平进行估值。在当前通胀预期明显的情况下, 白酒行业是在食品饮料行业中相对最为景气。而榨菜行业的成长空间及抗通胀能力也可能弱于白酒行业, 因此其合理估值不宜高于 40 倍 PE。以 2011 年 EPS 估算公司合理市场价格在 13.2~17.6 元, 按照一二级市场 20% 的折价率估计询价区间为 11.0~14.7 元。此外, 由于公司市值较小, 不排除二级市场炒作可能。

表 3: 榨菜销售收入预测

产品种类及名称	2008	2009	2010	2011	2012
销量(吨)	65222.8	71159.6	83943.0	96535.0	111015.0
YOY	-23.6%	9.1%	18.0%	15.0%	15.0%
单价(元/吨)	6190.0	5913.0	6381.0	6573.0	6638.0
YOY	24.9%	-4.5%	7.9%	3.0%	1.0%
收入(万元)	40373.7	42077.2	53565.0	63448.0	73695.0
YOY	-4.6%	4.2%	27.3%	18.5%	16.2%

数据来源: 西南证券研发中心

表 4: 利润表预测

单位: 万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	43533.6	42187.7	44206.0	55221.8	65410.2	75973.9
营业总成本	40549.9	38615.5	39435.4	48595.2	57364.7	65793.4
营业成本	28222.8	26795.1	27307.6	35894.2	42516.6	48623.3
营业税金	434.5	444.4	454.3	441.8	523.3	607.8
销售费用	9191.2	8309.1	9170.9	9387.7	11119.7	12915.6
管理费用	1400.6	1738.1	1666.3	2153.6	2551.0	2887.0
财务费用	1281.8	1233.3	834.6	717.9	654.1	759.7
资产减值损失	19.0	95.4	1.6	0.0	0.0	0.0
营业利润	2989.3	3616.7	4770.6	6626.6	8045.5	10180.5
营业外收入	401.7	424.2	169.5	150.0	100.0	100.0
营业外支出	18.3	84.2	82.1	10.0	10.0	10.0

利润总额	3372.7	3956.7	4858.0	6766.6	8135.5	10270.5
所得税	530.8	579.0	702.5	1082.7	1261.0	1540.6
净利润	1465.6	4162.0	5709.1	5897.9	7238.4	9744.7
基本每股收益(元)	0.37	0.31	0.36	0.37	0.44	0.56

数据来源：西南证券研发中心

六、风险提示

榨菜行业的成长性缺乏数据证明，行业预计可能过于乐观；消费者对品牌的忠诚度和识别度不及预期；竞争对手，特别是本地众多的“涪陵榨菜”带来冲击（以笔者为例，在超市会被“XX牌”涪陵榨菜所“误导”，在本人看来，“涪陵榨菜”会是很多消费者的选择，而是否会在意“XX牌”的涪陵榨菜，有待调查研究，这将影响到单一品牌的做大做强）。

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, 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

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编: 100140

电话: (010) 57631232/1230

邮箱: market@swsc.com.cn

网址: <http://yf.swsc.com.cn/>