

中炬高新 (600872)

证券研究报告

2019年11月05日

业绩稳步增长，激励靴子落地，长期大力看好

企业激励机制是企业经营管理效率提升的重要手段

企业激励机制的相关经济学理论有委托代理理论、最优契约代理理论、管理层权力理论。我国学者对企业绩效激励的分析研究表明，为提高企业绩效，公司应加强薪酬委员会在薪酬管理中的作用，引进高层次管理人才，不断激励高层次管理人才。同时，海底捞以人为本的考核制度，永辉超市“合伙人”制度，华为差异化员工激励制度都是现阶段国内员工激励的良好案例

调味品行业标杆海天通过股权和薪酬激励的方式取得了良好的效果

调味品行业的特点为：利率高、消费刚需、产品差异化大、集中度正提升。从激励的角度，我们看好未来行业龙头海天、中炬等公司的发展空间。

2019年半年报显示，海天上半年营业收入101.60亿元，同比增长16.51%，归母净利润27.51亿元，同比增长22.34%。海天人均薪酬17.6万元，虽然不是行业最高，但还是远高于行业平均水平11.42万元。

中炬高新发布2019年度半年报显示：公司制定了新的激励制度，同时美味鲜公司保持高速增长，收入和毛利率增长稳定，费用率控制得当

2019年上半年，实现营业总收入23.92亿元，比上年同期增加2.18亿元，增幅10.03%；净利润4.06亿元，同比增加0.31亿元，增幅为8.26%，其中归属于母公司所有者的净利润3.66亿元，同比增加0.27亿元，增幅为7.99%。扣除非经常性损益的净利润3.46亿元，同比增加0.19亿元，增幅为5.86%。

同时公布的还有新的企业激励制度，相比之前，新制度注重对收入的考核、对中层骨干的奖金分配、对超额奖励的制定上，有利于提升公司整体战斗力。

我们认为：全新的激励制度是宝能为中炬高新带来的强大动能，考核指标上的变化有望打开公司收入的增长通道（厨邦以沿海发达省份作为支撑，通过独特的海鲜酱油打造样板地区，进而逐步往中东部等省份以及三四线城市渗透的策略有望通过的绩效激励快速推进）同时有望助力公司的销售毛利率持续提高（考核指标变化会对公司技术人员产生良好的激励作用，有助于公司未来产品品质的提升、产品研发的加速以及产品成本的控制）。

盈利预测与估值

预计公司19/20/21年纯调味品收入为46.8/57.3/70.8亿元，调味品部分净利润为8.1/10.6/13.7亿元，对应纯调味品部分EPS为1.02/1.33/1.72元/股。给予2020年调味品35倍估值，纯调味品部分目标价为46.6元，考虑地产市值为60亿元，总市值看到430亿，对应目标价为54元，20%以上空间，“买入”评级。

风险提示：激励成效不显著风险 房地产业务风险 市场风险 原材料价格波动风险 食品安全风险

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,609.37	4,166.46	4,916.43	5,899.71	7,079.66
增长率(%)	14.29	15.43	18.00	20.00	20.00
EBITDA(百万元)	768.03	1,077.01	1,193.00	1,483.92	1,852.39
净利润(百万元)	453.26	607.43	863.64	1,090.60	1,376.68
增长率(%)	25.08	34.01	42.18	26.28	26.23
EPS(元/股)	0.57	0.76	1.08	1.37	1.73
市盈率(P/E)	72.31	53.95	37.95	30.05	23.81
市净率(P/B)	10.43	9.09	7.83	6.64	5.56
市销率(P/S)	9.08	7.87	6.67	5.56	4.63
EV/EBITDA	26.38	22.18	27.61	21.44	17.06

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	44.67元
目标价格	54元

基本数据

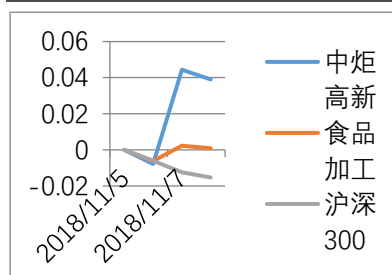
A股总股本(百万股)	796.64
流通A股股本(百万股)	796.64
A股总市值(百万元)	35,585.78
流通A股市值(百万元)	35,585.78
每股净资产(元)	4.74
资产负债率(%)	29.51
一年内最高/最低(元)	45.12/24.83

作者

刘鹏 分析师
SAC执业证书编号：S1110516070001
liupeng1@tfzq.com

何长天 分析师
SAC执业证书编号：S1110519070003
hechangtian@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中炬高新-公司专题研究:复购的力量——厨邦酱油二次加速的核心依据：海鲜消费》2018-02-28
- 《中炬高新-公司研究简报:国企改革叠加多品类发展下的业绩超预期只是开始》2017-09-21
- 《中炬高新-公司研究简报:多品类阶段!再论动态变化下中炬高新投资价值》2017-03-15



内容目录

1. 企业激励机制的经济学基础和学界的研究成果总结	4
1.1. 企业激励机制的相关经济学理论：委托代理理论、最优契约代理理论、管理层权力理论	4
1.2. 我国学者对企业绩效激励的分析研究：为提高企业绩效，公司应加强薪酬委员会在薪酬管理中的作用，引进高层次管理人才，不断激励高层次管理人才。上市公司还应建立完善的薪酬管理制度，并保证薪酬委员会的独立性。同时可以吸引有国外经验的人才进行企业管理。	4
2. 员工激励的国内实践案例分析：海底捞以人为本的考核制度，永辉超市“合伙人”制度，华为差异化员工激励制度	5
2.1. 以人为本，海底捞独特的考核制度	5
2.2. 永辉超市“合伙人”制度。	6
2.3. 华为差异化的员工激励制度	8
3. 调味品行业标杆海天通过股权和薪酬激励的方式取得了良好的效果	9
3.1. 调味品行业分析：毛利率高、消费刚需、产品差异化大、集中度正提升	9
3.1.1. 毛利率高，消费刚需，周期性弱	9
3.1.2. 差异化造就利润空间，行业集中度较低	10
3.1.3. 调味品行业发展趋势：增速逐渐放缓，集中度有所提升	10
3.2. 海天作为调味品行业标杆，一直致力于采用股权和薪酬激励的方式提高公司管理经营效率	10
3.2.1. 海天员工人均薪酬远超调味品行业平均水平	11
3.2.2. 公司重视管理层，高管薪酬水平高，持股市值高	11
3.2.3. 营业收入持续增长，龙头地位强势稳固	12
4. 中炬高新 2019 年度半年报显示：公司制定了新的激励制度，我们预计全新的激励制度有助于公司从管理、成本控制到渠道销售各个维度的全面提升。同时美味鲜公司继续保持高增长，收入和毛利率增长稳定，费用率控制得当。	13
4.1. 公司公告了新的激励制度，主要针对公司中高层管理人员，主要变化为注重对收入的考核、对中层骨干的奖金分配、对超额奖励的制定上	13
4.1.1. 全新的激励制度是宝能为中炬高新带来的强大动能	14
4.1.2. 考核指标上的变化有望打开公司收入的增长通道	15
4.1.3. 考核指标上的变化有望助力公司的销售毛利率持续提高	15
4.2. 公司财务数据显示美味鲜公司保持高增长，收入和毛利率增长稳定，费用率控制得当	16
4.2.1. 公司收入和毛利率分析，公司收入增长稳定	16
4.2.2. 公司费用分析，总体费用管控到位，上半年餐饮产品销售同期增长 41.49%	17
4.2.3. 公司利润分析，美味鲜公司保持高增长，收入增速 15.26%，归母净利增速 20.05%	18
5. 盈利预测与估值分析	18
5.1. 公司地产部分估值分析	19
5.2. 公司整体盈利预测与估值分析	20
6. 风险提示	20

图表目录

图 1: 海底捞员工福利	6
图 2: 管理晋升途径	6
图 3: 技术晋升途径	6
图 4: 后勤晋升途径	6
图 5: 永辉“合伙人”制度	7
图 6: 华为员工激励重点突出	8
图 7: 调味品和食品行业毛利率和净利率	9
图 8: 2008-2018 调味品市场规模 (百万)	9
图 9: 调味品行业格局	10
图 10: 调味品行业上市公司人均薪酬情况 (单位: 万元)	11
图 11: 调味品行业收入 (单位: 亿元)	12
图 12: 调味品公司净利润率对比	12
图 13: 阳西基地	16
图 14: 阳西基地	16
图 15: 中炬高新营业收入 (亿元)	16
图 16: 中炬高新销售毛利率 (%)	17
图 17: 中炬高新销售费用率 (%)	18
图 18: 中炬高新管理费用率 (%)	18
图 19: 中炬高新净利润 (亿元) 和销售净利率 (%)	18
图 20: 中炬高新历史估值	20
表 1: 公司 2018 年高管管理层薪酬水平和持股情况	11
表 2: 公司激励制度整理	14
表 3: 中炬高新现任董事会成员	14
表 4: 中炬高新主营业务分地区情况 2017	15
表 5: 中炬高新主营业务分地区情况 2018	15
表 6: 横向可比公司	20

1. 企业激励机制的经济学基础和学界的研究成果总结

我们分析了业界和学术界关于企业激励制度有效性的研究成果，同时研究了几个实际的员工激励案例。然后本文以员工激励的视角出发，分析了食品饮料行业存在的机会，指出了重点关注的标的企业中炬高新的优势所在。

1.1. 企业激励机制的相关经济学理论：委托代理理论、最优契约代理理论、管理层权力理论

当今企业之间竞争的一大特点是企业人力资源和企业管理的竞争。在这种现实背景下，业界和学界越来越关注一些绩效激励手段对于企业管理的提升以及企业效率的提高作用。下面我们总结几类与企业绩效机制相关的经济学理论。

委托代理理论，根据金融学的相关知识，现代企业经营权和所有权的分离常因信息不对称问题而产生委托代理问题。

管理层与股东之间构成委托代理关系，相对于股东而言，管理者处于信息优势的地位，为降低代理成本，将高管薪酬与公司业绩相关联的激励计划可以协调管理层和股东之间的利益冲突。所以根据委托代理理论，高管薪酬与公司绩效是直接挂钩的，既高管薪酬受公司绩效正向的影响，公司绩效的提升会带来高管薪酬水平的提高。

最优契约代理理论，是委托代理理论的拓展。实证研究表明，代理人在追求自身利益最大化的同时，还会关注自己和委托人之间的收益分配是否公平，并以此建立了代理模型。但是这个理论有董事会与高管独立、外部市场监督等等诸多限制。代理人的公平偏好可能导致高管薪酬激励效用的降低，而且代理人公平偏好越强，委托人的期望收益越低。原因是委托人需要给公平偏好较高的代理人支付较高的薪酬，以补偿其公平偏好的负效用。所以在最优契约理论下，公司绩效受高管薪酬水平的影响，即高管会被其薪酬水平激励，高管薪酬水平越高，高管越能为公司业绩努力。

管理层权力理论，是委托代理理论的补充。管理层权力是指管理层执行自身意愿的能力，在公司治理出现缺陷的情况下，管理层所表现出的超出其特定控制权的影响力。通常研究中用公司治理质量来反映管理层权力，公司治理越完善，其管理层权力也就越小。反映公司治理情况的指标通常有董事会规模、独立董事比例、董事长和总经理两职是否兼任等。当董事会不能对高管薪酬契约进行有效监控时，高管就有机会利用自身权力寻租，其薪酬水平通常较高，而与公司业绩敏感性较低。

1.2. 我国学者对企业绩效激励的分析研究：为提高企业绩效，公司应加强薪酬委员会在薪酬管理中的作用，引进高层次管理人才，不断激励高层次管理人才。上市公司还应建立完善的薪酬管理制度，并保证薪酬委员会的独立性。同时可以吸引有国外经验的人才进行企业管理。

高管货币性激励、股权性激励的比较。李争光(2015)分析了 2005-2012 年间 A 股上市公司高管货币性激励、高管股权性激励与公司业绩的相关性。得出结论：高管货币性激励和股权性激励都能对公司业绩有正相关性。即是两种激励方式都能促进公司业绩增长。

企业成本、差异化的不同竞争战略下高管薪酬激励对企业的影响研究。张珂莹、李竹梅、郭淑娟等(2015)按照 2009-2013 年年报数据对 A 股 489 家上市公司进行了企业竞争战略分类。得出结论：我国实施成本领先战略的上市公司数量是实施差异化战略的 5 倍。同时，与实施成本领先战略的上市公司相比，实施差异化战略的上市公司倾向更激进的高管薪酬激励措施，且企业竞争战略和高管薪酬之间的不匹配度，会对公司业绩产生消极影响。

陈共荣，姜涛(2016)进一步深入研究发现，对于我国国有上市公司而言，采取差异化战略的公司相比于采取成本领先战略的公司而言，高管薪酬与业绩的向相关性显著较低；而非

国有上市公司的结果恰恰相反，实施差异化战略的公司，高管薪酬与市场业绩的相关性较高。研究结果表明：公司实施的竞争战略是研究高管薪酬业绩敏感性的一个重要影响因素。相较于国有上市公司，非国有上市公司的高管薪酬激励机制与竞争战略的匹配程度较高。

基于国有上市公司和非国有上市公司的不同产权视角下，高管激励的效用分析。刘绍妮、王大艳(2013)采用 2003-2010 年 A 股上市公司作为样本进行研究，基于国有上市公司和非国有上市公司的不同产权视角下，对高管薪酬激励与公司业绩的相关性是否存在差异进行了研究。得出结论：整体上两者之间的关系是显著正相关的，且非国有上市公司高管薪酬激励对公司业绩的影响程度要高于国有上市公司。

高管激励方式对国有混企业绩的影响研究。袁紫薇、马书田（2017）分析了国有混企经营业绩与高管激励方式之间的关系。研究发现：国有混企高管薪酬激励与公司业绩存在显著正相关关系，但是股权激励与公司业绩正相关但不显著。同时，两种激励方式的共同作用效果会介于两种单一激励方式产生的作用效果之间。

高管激励、企业管理者能力与企业业绩之间的关系。邱雪林、刘豪（2019）分析高管薪酬激励、管理者能力与企业绩效三者的关系。研究发现：高管薪酬激励能够促进企业业绩的提高，同时管理者能力越强高管薪酬激励对企业业绩的影响越显著。

高管薪酬激励、海外背景与企业研发投入之间的关系。路雅茜（2016）研究了高管薪酬激励、海外背景与企业研发投入之间的关系。研究发现：高管薪酬的激励效果不仅单纯取决于薪酬绝对值的高低同时还受到同行业高管薪酬水平的影响。高管薪酬水平比平均水平越高，高管越有动力进行研发投入。同时，高管的海外背景会对企业研发投入产生积极影响，具备海外背景的高管往往能有更加宽阔的眼界和更好的创新思维，能够较快速的接触到国外的先进经验，进而运用到企业的管理创新之中。

高管薪酬激励的有效性分析。钱凯凯（2019）对中国上市公司高管薪酬激励有效性进行了详细分析。**高管薪酬与公司绩效之间存在双向的因果关系。**同时当期两者之间的影响不仅取决于当期的薪酬和绩效水平，还受到过去多期公司的薪酬和绩效水平的影响，且呈现期限越长影响越小的特点。在其他情况一致的情况下，**国有企业的高管薪酬比非国有企业要低。高管薪酬和公司绩效与资产负债率指标之间有显著的负相关关系。**说明企业举债过多，对公司的绩效哦啊和高管薪酬都有一定的负面影响。第一大股东的持股比例越高，对高管的约束力也会越强，同时也会对高管薪酬产生越强的反向作用。

以上的研究是国内对高管薪酬有效性的全面分析。这也给我们对企业经营管理和绩效考核提供了新的思路。为提高企业绩效，公司应加强薪酬委员会在薪酬管理中的作用，引进高层次管理人才，不断激励高层次管理人才。上市公司还应建立完善的薪酬管理制度，并保证薪酬委员会的独立性。同时可以吸引有国外经验的人才进行企业管理。

2. 员工激励的国内实践案例分析：海底捞以人为本的考核制度，永辉超市“合伙人”制度，华为差异化员工激励制度

企业如何激励员工，如何拉拢员工，如何最大化地利用好优秀员工，从而最大化地发挥优秀人才的作用，降低企业管理成本，是企业成功的一门学问。以下将通过三个国内优秀企业在员工激励上的成功案例来分析总结现在的模式和趋势。

2.1. 以人为本，海底捞独特的考核制度

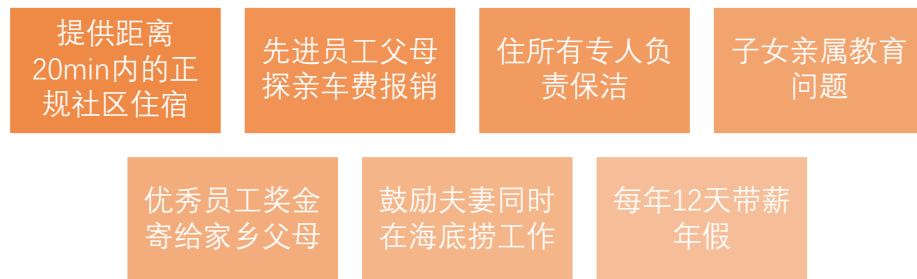
快消品企业作为劳动密集型企业，这些年急速上升的最低工资标准，逐年上涨的社会保险费，导致企业人力资源管理的矛盾日益如初，而人工成本直接挤兑利润空间。员工的在岗率和工作积极性对于快消品企业的发展都是至关重要的，特别是一线员工需要时时面对顾客，员工的工作态度和状态是直接反映给顾客的，因此员工的激励制度对于快消品企业

显得尤为重要，也是企业的核心要素和永恒主题。

以服务作为最大卖点的海底捞近年来在年轻人中备受欢迎。海底捞能够成功在餐饮界立足，离不开企业强大的管理团队和一流的服务人员。海底捞在内部管理上最大的智慧就是人性化的员工对待，把员工当作家人。

海底捞员工福利远多于同行业企业。海底捞专注打造服务品牌的重点，因此海底捞舍得员工福利上花钱，因此也吸引力一大批肯干肯吃苦的员工，共同把海底捞服务上乘的形象牢牢稳固在大众消费者的心里，成为海底捞的一大卖点。

图 1：海底捞员工福利



资料来源：HR 案例网，天风证券研究所

公开透明的晋升渠道，是员工工作的动力和希望。任何新来的员工都有三条晋升途径可以选择，分别是管理、技术、后勤晋升途径：

图 2：管理晋升途径



资料来源：HR 案例网，天风证券研究所

图 3：技术晋升途径



资料来源：HR 案例网，天风证券研究所

图 4：后勤晋升途径



资料来源：HR 案例网，天风证券研究所

权力适当下放。每个服务员都有面单和送菜的权力，这体现了企业对员工的尊重和信任，充分尊重人性，让员工有一种被重视的感觉，从而主动发挥工作的积极性。

2.2. 永辉超市“合伙人”制度。

人才是企业发展的核心命脉。在零售行业中，直接与顾客面对面的零售人员更是企业形象建设和发展的核心力量。在实施合伙人制度之前，永辉超市存在着一个零售行业共有的问题：用工难，这和员工的低收入是息息相关的。永辉超市董事长张轩松曾在一次进店调研中发现，一线员工每个月只有 2000 多元的收入，只能满足基本

的温饱，员工没有干劲。然而，永辉超市的运营模式要求其需要稳固一线员工的关系。永辉生鲜经营的灵活、岗位设置的细致以及营运环节的精细化管理，使得永辉对一线员工工作的质量非常依赖，因此稳定与一线员工的雇佣关系，进一步激发基层员工的积极性和满意度，才能提高员工的行为绩效。如果直接提高员工的工资，永辉超市这样一个全国有 6 万多名员工的企业，无疑是一种财务上的负担。为此，既为了增加员工的薪酬，也为了节约公司、提升营运收入，永辉超市采用了“合伙人”制度

现在市面上流行的三种合伙人模式。第一种模式下，合伙人就是名义股东，只是名称上的转换。第二种模式是指由于公司治理结构的需要，注册有限合伙企业作为持股平台，在合伙企业中有两种角色，一个普通合伙人(GP,公司创办人或控制人)、一种是有限合伙人(LP,投资人)。最后一种模式是指以打造团队经营者为核心的增值合伙人(OP)，OP 出钱出力，做增量价值、分享价值受益。永辉超市的合伙人制度属于第三种 OP 模式。合伙人制度通常是咨询业、金融投资业等高端行业的主要运营模式，但只限于高级员工。永辉超市却把激励对象扩大到了 frontline 员工。更具体的来说，永辉的合伙人制度指的是总部和门店合伙人代表，根据历史数据和销售预测指定一个业绩标准，一旦实际经营业绩超过了设立标准，增量部分的利润按照既定比例在总部和合伙人之间进行分配。

永辉的合伙制度成功拉拢了企业的一线员工，为员工和企业带来了不少好处，主要原因可以从以下几方面进行分析：

绩效激励是工作动力。当员工了解到自己的收入和企业的一部分经营情况挂钩，员工的工作态度和积极性自然提高了不少，合伙制对于员工来说是一种在收入方面的“开源”。另一方面，由于不少员工组和企业的协定是利润或毛利分成，因此员工还会注意尽量避免不必要的成本浪费，比如：果蔬轻拿轻放，将销量高的产品放在最为显眼的位置，并注意保鲜程序，因此节省下来的成本就是所谓的“节流”，这也就解释了在国内整个果蔬部分超过 30%的损耗率的情况下，永辉只有 4%至 5%损耗率的原因。

一线员工利润分享，降低管理成本。永辉的合伙人制度下，企业的管理成本也极大地下降。一线员工不再是单独地合体，而是以一个小团体为单位，对于部门、柜台、品类的人员招聘、解雇都是由员工组的所有成员决定，组内收益共享。因此极大地减少了人员的非必要浪费，将每个员工的能力和用处发挥到最大，从而降低管理成本。

和农户建立一种类似于“合伙人制度”的合作。永辉和企业的内部员工建立中、高层级的合伙制之外，还和当地的农户建立了一种类似“合伙人制度”的合作。和农户签署合作协议是法律基础，但经过十几年的探索和沉淀，永辉和农户的信任关系更加牢固，这也就成为永辉超市在果蔬方面的核心竞争力，这些也就是永辉和农户间类似于“合伙人制”所带来的优势。

专业买手股权激励。永辉超市的生鲜至关重要，生鲜的采购主要是由专业的买手负责。买手就是永辉超市在供应链底端的代理人，对于买手来说，经过多年的探索，他们对于当地的菜品十分熟悉，买手的专业知识和经验是永辉和买手们多年试错经验总结得来的，因此这些专才买手是永辉的货品质量的人员基础。因此在合伙制的基础上，永辉又对这些专才买手提供了更大的利益奖励，即股权激励，目的也是为了留住专才，防止其他企业的觊觎。

图 5：永辉“合伙人”制度



资料来源：永辉超市官网，天风证券研究所

永辉的成功在于它不仅懂得如何吸引外部顾客，还能通过不同的激励方式调动起内部员工的积极主动性，这对于最终企业的投入成本和利润收入有很大的帮助的。

2.3. 华为差异化的员工激励制度

作为创新型的人才聚集型公司，华为在优秀人才的召集和使用方面一直都做的很好。华为技术有限公司在发展的初期，逐步建立起了一套独特的激励机制和企业文化，在公司发展的不同阶段采取了不同的员工激励方式，因此吸引了国内大量的优秀人才，这样也是华为能成为中国优秀企业的因素之一。

图 6：华为员工激励重点突出



资料来源：国际电子商情，天风证券研究所

员工激励重点突出。随着公司规模逐步增大以及在创新研发要求的逐渐提高，华为对于员工激励的制度更有偏向性和侧重点，主要表现在以下几方面：

在新期权的配发上放慢了脚步。股权倾斜向少数核心员工及优秀员工，有针对性地重点激励。对大多数普通员工的中长期激励，采取以原有股票的分红权为主，减少新增配股的方式。

绩效奖励。在绩效奖励上，华为技术有限公司主要创始人、总裁任正非指出：公司根据当期产粮多少来确定基本评价（KPI），根据对土壤未来肥沃地改造程度，来确定战略贡献。比如，根据销售收入和优质交付所产生的共同贡献，拿薪酬包；若没有做出战略贡献，不能被提拔。公司不再是对标电子工程师头衔，而是把华为机器的核心制造和新产品制造去市场上对标，高水平技师可以领高工资，通过绩效奖励的方式从而吸引市场上优秀的技师。

薪酬待遇差异化。特殊专业人群可以采用特殊方式的用工和激励方式。

精神激励。除了物质上的奖励，员工工作积极性和创造性的提高还离不开精神激励。华为有每年的末尾淘汰、表彰以及发颁奖典礼上的精神激励。华为旨在把英雄的盘子化大，敢于表彰，从而促使员工的长期自我激励。

通过华为员工激励的模式可以看到员工激励模式不仅需要外在物质激励作为牵引，还需要精神激励提高员工内在主动性，调动员工的积极性和精神面貌，两者都是非常重要的。除此之外，随着市场上的人才汇聚，技能和专业水平的普遍提高，企业更加注重绩效奖励机制，薪酬更加差异化，分清重点人才和普通人才，不仅提高了优秀人才的汇聚和利用，还降低了企业的薪酬支出，加快企业以及整个人才市场的发展。

综上所述，企业的成功离不开能力强的员工，离不开优秀的管理者，更离不开吃苦耐劳、积极主动的员工。通过不同的激励制度，包括物质层面的薪资福利、股权激励以及公平晋升渠道，企业更是从员工的角度出发，人性化地为自家员工考虑，也配以精神层面的激励，包括表彰、惩罚淘汰等，整理好员工的精神面貌，提高员工的积极主动性，从而为员工和企业带来更大的利益和好处。员工满意了，顾客就满意了；顾客满意了，企业也就满意了，三者相辅相成，良好的员工激励会为企业带来无尽的价值和好处。根据不同的企业文化、运营模式，创造适合企业自身的员工激励机制，也是企业管理者的一种学问。

3. 调味品行业标杆海天通过股权和薪酬激励的方式取得了良好的效果

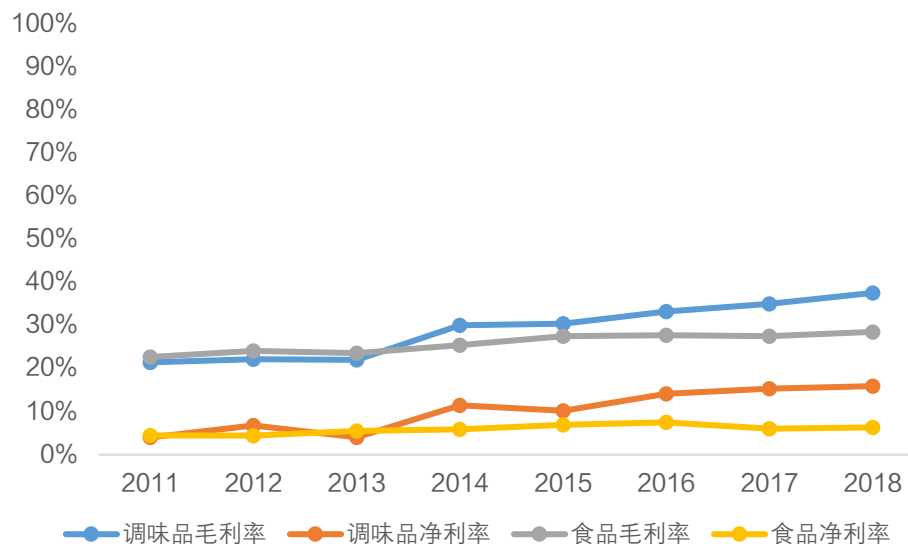
3.1. 调味品行业分析：毛利率高、消费刚需、产品差异化大、集中度正提升

3.1.1. 毛利率高，消费刚需，周期性弱

调味品是由多种香料混合而成，在饮食、烹饪和食品加工中广泛应用的，用于改善食物的味道并具有去腥、解腻、增香、增鲜等作用的产品，主要可以分为食品原料类、酿造加工类、包装酱料类。调味品种类丰富，有中国市场特色，具有一定的消费者粘性。

毛利率和净利率稳步增长，行业利润空间大。食品行业和调味品子行业的毛利率和净利率一直在稳步增长，然而调味品的毛利率和净利率高于食品行业整体水平，且增速快于食品行业整体水平。2018 年调味品子行业的毛利率为 37.54%，净利率 15.91%，而食品行业的毛利率为 28.5%，净利率 6.33%。食品行业可以分为调味品、乳制品、肉制品、速冻食品和其他小食品。这主要得益于调味品的低成本，以及大产量造就的规模效应，行业利润空间大。

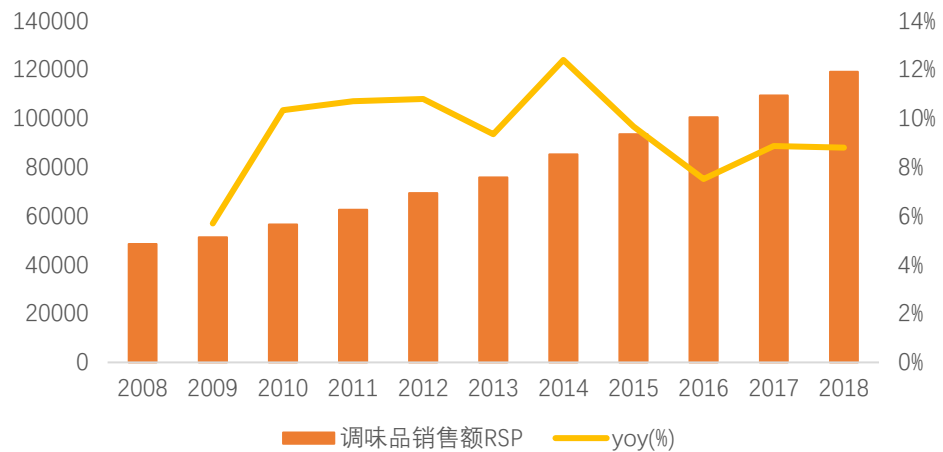
图 7：调味品和食品行业毛利率和净利率



资料来源：wind，天风证券研究所

刚性需求十足，消费周期弱，受经济波动影响小。调味品作为消费必需品，在餐饮行业、家庭消费以及食品加工渠道中至关重要，其必需品属性保证了受经济波动影响小，周期性弱。行业 10 年来销售额持续稳定增长，2018 年销售额达到 1191 亿元。2010-2012 年行业增速保持在 10%以上，2012-2014 年由于国内经济增速放缓，调味品行业增速随之放缓。2015 年至今，行业增速下降到 10%以下，但始终高于 5%。

图 8：2008-2018 调味品市场规模（百万）

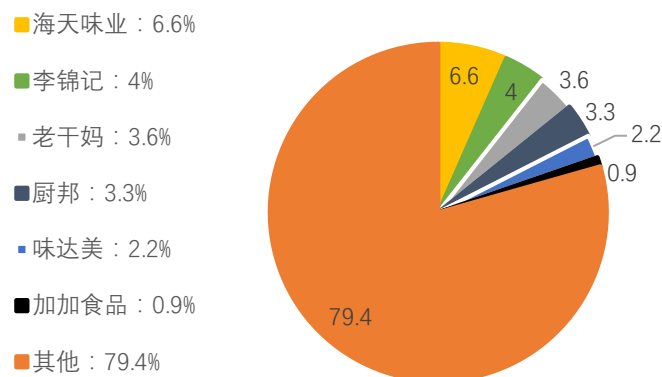


资料来源：欧睿咨询，天风证券研究所

3.1.2. 差异化造就利润空间，行业集中度较低

调味品行业竞争格局分散，行业集中度低。龙头企业海天味业仅占调味品行业市场份额6.6%，相较于2017年小幅提升。李锦记位列第二，市占率4%，排名第三的老干妈市占率3.6%。调味品作为必需品，消耗量极大，并且全国各地的口味偏好差异大，区域性强，行业的进入门槛低，导致调味品行业中各大企业都分一杯羹，集中度很低。酱油行业相对来说集中度较高，排名前四的企业分别是海天味业、厨邦、李锦记和欣和，市占率分别是16%，4%，4%和2%。在酱油子行业中，海天的龙头地位更加明显，遥遥领先于竞争对手。

图9：调味品行业格局



资料来源：欧睿咨询，天风证券研究所

3.1.3. 调味品行业发展趋势：增速逐渐放缓，集中度有所提升

从调味品行业收入情况来看，调味品市场规模在扩大，增速却在放缓。营业收入是重要的衡量指标。从2011年至2017年，虽然增速有所波动，但整体而言呈现出下滑的趋势。因此，经过了前些年的高增长后，未来调味品增速很有可能会继续下滑，收入增长逐渐变慢。

在收入放缓时，市场规模的扩张有限，因此，抢占现有市场，扩大企业的市场占有率成为了现有企业发展的突破点。

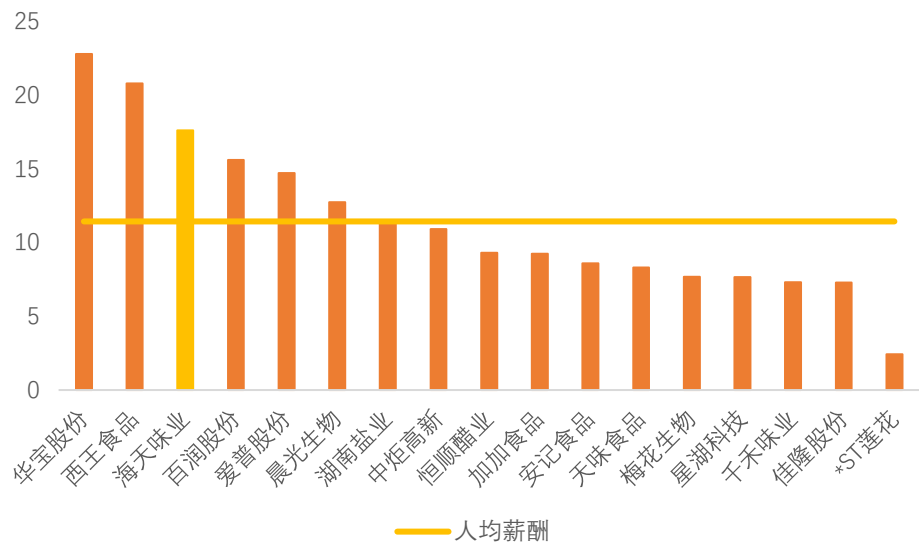
3.2. 海天作为调味品行业标杆，一直致力于采用股权和薪酬激励的方式提高公司管理经营效率

海天味业是中华人民共和国商务部公布的首批“中华老字号”企业之一，历史悠久的专业调味品生产和营销企业。凭借着广泛的产品种类覆盖力、高超的研发技术、持续增强的品牌力以及稳固的渠道优势，海天长期处于调味品行业的龙头地位，营业收入远远高于同业企业。

3.2.1. 海天员工人均薪酬远超调味品行业平均水平

海天味业上榜了 2018 中国民营企业制造业 500 强。海天人均薪酬 17.6 万元，虽然不是行业最高，但还是远高于行业平均水平 11.42 万元。公司薪酬增速仍就飞速升高，同比增长 15.18%。

图 10：调味品行业上市公司人均薪酬情况（单位：万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

3.2.2. 公司重视管理层，高管薪酬水平高，持股市值高

公司实际控制人为庞康、程雪、叶燕桥、黄文彪、吴振兴等，均为公司的管理层。2018 年海天管理层的高管薪酬和持股市值合计高达 296.35 亿元，远高于行业平均水平。公司董事长庞康从 1982 年开始至今在海天管理层岗位任职，管理经验已有 37 年之久，对公司的历史和状况了如指掌。高管薪酬激励有利于海天管理层团队的工作态度，提高整个公司的士气，留住人才，提高公司的核心竞争力。

表 1：公司 2018 年高管管理层薪酬水平和持股情况

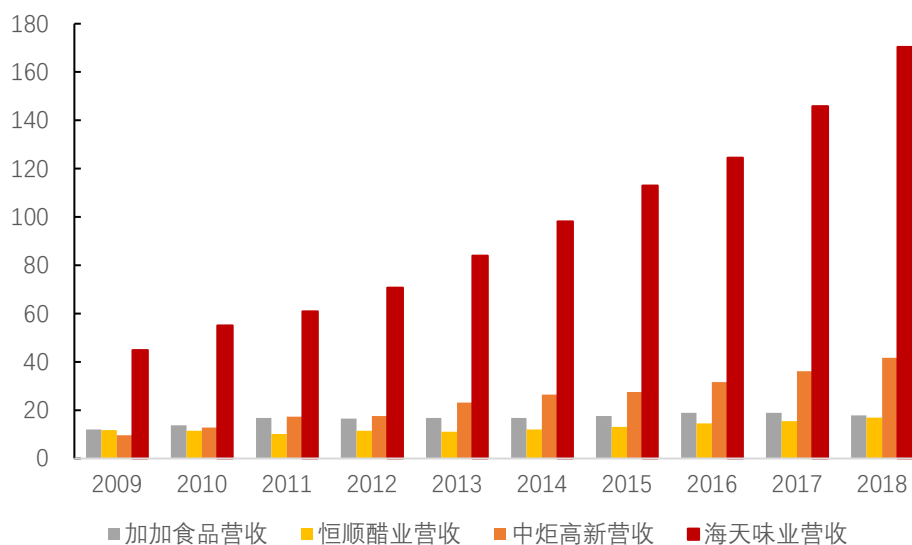
姓名	职务	薪酬(元)	期末持股数(股)	期末参考持股市值(元)	薪酬与期末持股市值合计(元)
庞康	董事长,总裁	4,849,600	258,408,691	17,778,517,941	17,783,367,541
程雪	副董事长,常务副总裁	4,646,600	85,647,571	5,892,552,885	5,897,199,485
叶燕桥	董事	717,300	16,151,562	1,111,227,466	1,111,944,766
黄文彪	董事,副总裁	2,590,700	14,444,395	993,774,376	996,365,076
吴振兴	董事,副总裁	1,924,500	13,638,652	938,339,258	940,263,758
张欣	董事会秘书	1,326,600	9,143,060	629,042,528	630,369,128
李金勇	职工代表监事	1,061,800	8,197,229	563,969,355	565,031,155
管江华	副总裁	2,761,800	7,566,671	520,586,965	523,348,765
陈军阳	董事	1,368,200	5,922,081	407,439,173	408,807,373

文志州	监事会主席	1,659,400	5,675,004	390,440,275	392,099,675
陈伯林	监事	756,600	4,018,514	276,473,763	277,230,363
张永乐	财务总监	975,100	1,576,390	108,455,632	109,430,732
晁罡	独立董事	120,000	0	0	120,000
孙占利	独立董事	120,000	0	0	120,000
朱滔	独立董事	120,000	0	0	120,000
总计		24,998.200	430,389,820	29,610,819,617	29,635,817,817

资料来源: wind, 天风证券研究所

2019 年是海天三五计划的开局之年，海天延续高质量发展的态势。2019 年半年报显示，公司上半年营业收入本期 101.60 亿元，同比增长 16.51%，实现归属上市公司股东净利润 27.51 亿元，同比增长 22.34%。在经济增速承压之际，公司实现预期增长，得益于调味品需求稳定，周期性弱，另外公司龙头地位稳固，产能优势、产品优势、品牌优势和渠道优势发挥了重大作用。

图 11: 调味品行业收入 (单位: 亿元)

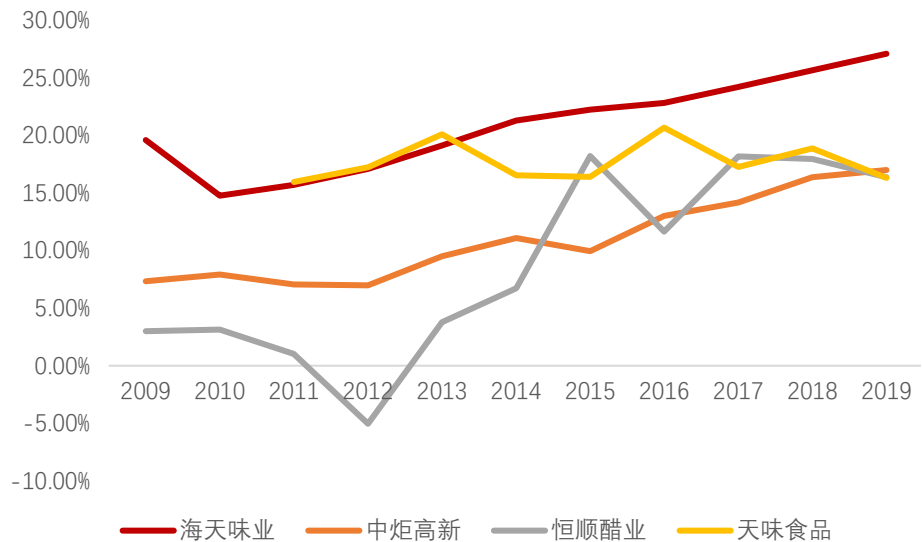


资料来源: wind, 天风证券研究所

3.2.3. 营业收入持续增长，龙头地位强势稳固

2017 年海天营业收入达到预期目标，实现营收 145.84 亿元，归母净利润 35.31 亿元，同比增长 24.21%。2018 年营收突破 170 亿元，归母净利润 43.65 亿元，同比增长了 23.6%，海天的净利润率一直处于稳步上升的状态。

图 12: 调味品公司净利润率对比



资料来源: wind, 天风证券研究所

4. 中炬高新 2019 年度半年报显示：公司制定了新的激励制度，我们预计全新的激励制度有助于公司从管理、成本控制到渠道销售各个维度的全面提升。同时美味鲜公司继续保持高增长，收入和毛利率增长稳定，费用率控制得当。

我们在上文中分析了学界和业界对激励制度的一些认识和实践成果。下面我们将承接上文逻辑，从绩效激励的角度来看中炬高新的各个维度的成长机会。

公司于 2019 年 8 月 22 日公布了半年报，数据显示 2019 年上半年度，公司实现营业总收入 23.92 亿元，比上年同期增加 2.18 亿元，增幅 10.03%；净利润 4.06 亿元，比上年同期增加 0.31 亿元，增幅为 8.26%，其中归属于母公司所有者的净利润 3.66 亿元，比上年同期增加 0.27 亿元，增幅为 7.99%。扣除非经常性损益的净利润 3.46 亿元，比上年同期增加 0.19 亿元，增幅为 5.86%。

公司子公司美味鲜公司是国内调味品行业领先企业，拥有中山、阳西两大生产基地，生产能力及市场占有率均位居行业前列。经过多年的发展，企业在自主品牌、人才发展、渠道扩张、技术研发、智能制造等方面都形成了一套有效的模式，促成公司在未来的发展中保持领先。

2019 年上半年，子公司美味鲜公司实现营业收入 22.62 亿元，比上年同期增额 2.99 亿元，增幅 15.26%；净利润 3.99 亿元，归属母公司净利润 3.62 亿元，同比增长 20.05%。

公司 Q2 单季的营业总收入为 11.61 亿元，增幅 13.78%。净利润 1.94 亿元，增幅 2.8%；其中归母净利为 1.77 亿元，增幅为 4.43%。

期末公司资产总额 62.42 亿元，负债总额 23.81 亿元，股东权益 38.61 亿元（其中归属母公司的所有者权益 35.97 亿元）。资产负债率 38.14%，比年初上升 4.12 个百分点。经营活动有关的现金净流入 6.74 亿元，比上年同期增加 2.62 亿元，增幅 63.59%。主要来源于美味鲜公司主营业务收入增加。

4.1. 公司公告了新的激励制度，主要针对公司中高层管理人员，主要变化为注重对收入的考核、对中层骨干的奖金分配、对超额奖励的制定上

与半年报公告同日，2019 年 8 月 22 日，公司公告了核心管理人员薪酬与绩效考核管理制度（2019 版）。

激励制度的覆盖对象主要包括：（一）公司高级管理人员；（二）其他核心管理人员：1、

公司中层管理、技术骨干；2、公司总经理提名的经董事会薪酬与考核委员会认为应当适用的公司本部及控股子公司的管理、技术、业务骨干人员。

本次激励制度的变化主要包括：

(1) 从考核指标上，营业收入、归母净利润及净资产收益率的各自权重，从 2:6:2，调整为 4:4:2，收入指标权重增加，这与公司五年“双百”的目标一致，更侧重于对收入的考核。

(2) 从奖金分配上，从原来向高层管理人员倾斜，改为向中层业务骨干倾斜；这会在董事会薪酬与考核委员会的年终报告中体现。

(3) 从超额奖励上，在原来完成目标提取归母净利润 5%作为奖励外，还根据指标完成情况，对完成率达到 1.1 倍及 1.2 倍的情况，分别提取归母净利润超额部分 15%及 25%加入到奖金包，可激发员工的积极性和创造性，促进公司业绩的提升。

表 2：公司激励制度整理

出台时间	激励计划	主要内容
2013 年度 股东大会	《董监高等核心管理人员薪酬与绩效考核管理制度》	对核心管理人员的考核周期、考核指标、考核程序及执行程序、申诉机制等作出了相关规定，有利于提升公司核心管理团队的凝聚力
2019 年半 年报	《中炬高新技术实业（集团）股份有限公司核心管理人员薪酬与绩效考核管理制度》	相比之前，注重对收入的考核、对中层骨干的奖金分配、对超额奖励的制定上，有利于提升公司整体战斗力

资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

按照上文的逻辑，伴随公司绩效激励的深入推进与持续赋能，我们从管理层、收入、毛利率、费用率等角度分析薪酬激励可以在未来中炬高新带来的业绩成长空间和潜力。

4.1.1. 全新的激励制度是宝能为中炬高新带来的强大动能

公司于 18 年 11 月 15 日召开了 2018 年第三次临时股东大会，审议有关换届选举事宜，宝能系将控制更多席位，加强对公司经营管理的把控。11 月 26 日召开 9 届 2 次董事会，聘任了新一届高管，目前业务领导岗均为第八届高管的成员，实现了公司管理层变动的平稳过渡。19 年目标由于管理层变动暂时未定。预计将于年度董事会公布预算。预算目标增速大概率高于 18 年。

18 年 9 月 7 日晚中炬高新发布公告，前海人寿将其持有 1.99 亿股 A 股股份，占比总股本 24.92%，转让给中山润田投资有限公司，转让价格为 28.76 元/股，转让价款合计 57.09 亿元。转让后中山润田持有中炬高新 24.92%，成为公司第一大股东，前海人寿不再持有公司股份。

表 3：中炬高新现任董事会成员

姓名	职务	任职日期	性别	国籍	学历	出生年份
陈琳	董事长,董事	2018/11/15	女	中国	硕士	1972
黄炜	董事	2018/11/15	男	中国	硕士	1974
彭海泓	董事	2018/11/15	男	中国	硕士	1969
余健华	董事	2018/11/15	男	中国	硕士	1977
周艳梅	董事	2018/11/15	女	中国	本科	1979
周莹	董事	2018/11/15	女	中国	本科	1989
陈燕维	独立董事	2018/1/10	女	中国	本科	1978
梁彤纓	独立董事	2018/11/15	男	中国	博士	1961
秦志华	独立董事	2018/11/15	男	中国	博士	1955

资料来源：wind，天风证券研究所

除独立董事之外，目前宝能系在中炬高新中的董事会席位六有其四。分别是董事长陈琳以及董事黄炜、董事周艳梅和董事周莹。

在我们前期的报告《食品饮料：从消费模仿趋势看龙头调味品企业的发展轨道》中，预测了宝能未来可能解决困扰中炬高新估值和未来空间的三个问题：激励问题、少数股东权益问题、地产业绩问题有望得以解决，外部循环有望彻底打破，甚至可能成为纯调味品公司，有望实现利润率，ROE 和估值（主要是 PS）三重提升的黄金阶段。目前激励问题靴子落地，中炬高新动能增强，看好公司管理层未来进一步的改革措施。

4.1.2. 考核指标上的变化有望打开公司收入的增长通道

根据公司新的激励制度的安排：从考核指标上，营业收入、归母净利润及净资产收益率的各自权重，从 2:6:2，调整为 4:4:2，收入指标权重增加，这与公司五年“双百”的目标一致，更侧重于对收入的考核。注重对收入的考核能够激励公司员工的战斗力，同时提高渠道效率，降低费用率。

我们认为，厨邦以沿海发达省份作为支撑，通过独特的海鲜酱油打造样板地区，进而逐步往中东部等省份以及三四线城市渗透的策略也有望通过新修订的绩效激励快速推进。

目前来看，中炬采取以东南五省为依托，逐步实现全国化的战略。从整体调味品行业来看，厨邦目前在东南五省（广东、广西、福建、海南、浙江）占比较高，但是其他区域与龙头海天还是有一定差距，目前公司还是走在全国化的道路上。

表 4：中炬高新主营业务分地区情况 2017

分地区	营业收入（元）	营业收入占比（%）	营业成本（元）	毛利率（%）
东部区域	890,316,942.17	25	534,741,246.42	39.94
南部区域	1,587,011,198.51	44	968,376,372.08	38.98
中西部区域	560,243,151.03	16	336,492,665.36	39.4
北部区域	473,342,762.66	13	284,298,643.44	39.94
国外	56,384,672.07	2	37,058,184.61	34.28

资料来源：wind，公司 2017 年报，天风证券研究所

表 5：中炬高新主营业务分地区情况 2018

分地区	营业收入（元）	营业收入占比（%）	营业成本（元）	毛利率（%）
东部区域	978,907,439.36	24	571,922,866.49	41.58
南部区域	1,847,947,590.16	46	1,137,265,158.19	38.46
中西部区域	630,131,901.83	16	388,520,699.04	38.34
北部区域	556,746,680.54	14	353,597,746.34	36.49

资料来源：wind，公司 2018 年报，天风证券研究所

从公司 2019 年半年报看报告期内，公司在全国 337 个地市级，已经开发 275 个，开发率为 81%。未来将加快空白地级市和三级市场区县的开发力度，全国性布局初具规模。同时，公司积极尝试线上渠道的拓展，开展网络营销，并逐步开拓海外市场，推动厨邦品牌走向国际化。

4.1.3. 考核指标上的变化有望助力公司的销售毛利率持续提高

根据公司新的激励制度的安排：从奖金分配上，从原来向高层管理人员倾斜，改为向中层业务骨干倾斜。相比之前，对中层骨干的奖金分配有利于提升公司整体战斗力。

我们认为新的考核指标变化同样会对公司技术人员产生良好的激励作用，这有助于公司未来产品品质的提升、产品研发的加速以及产品成本的控制，看好未来公司毛利率的进一步提升。

公司技术优势。公司先后建立了省级技术中心、省级工程中心、微生物技术国家重点实验室等国家认可实验室研发平台。并先后与众多高校和科研院所建立了科研合作关系，共同进行产品的开发及技术创新，并取得了显著的成效。技术领先的优势造就了厨邦产品过硬

的品质，提升了客户的满意度，并带动公司产品销售额连年大幅攀升。

公司质量优势。高度重视食品生产加工的安全卫生和产品品质，积极推行标准化、精益化管理，建立并实施了从原料到成品的全流程食品安全保证体系。公司重视保障源头用料的安全和高品质，建成了中国面积最大的中山沿江大晒场和阳西依山大晒场进行天然发酵。

阳西基地助推产能和生产效率进一步提升，产品毛利率有望升高。公司总体的自动化率将提升，旧产能也有改善。自动化率的提升以及设备的升级同样对公司产品质量和品控有较大的提高，作为提高复购率的前提因素，产品力是至关重要的。继续大力看好酱油行业龙头中炬高新。

图 13：阳西基地



资料来源：厨邦微信公众号，天风证券研究所

图 14：阳西基地



资料来源：厨邦微信公众号，天风证券研究所

我们注意到公司在新品开发方面已经有所突破。为顺应饮食消费升级的趋势，完善公司酱油产品结构，提升主打品类的全国市场影响力。上半年完成了淡盐、小淘气低盐酱油和海鲜、蒸鱼风味酱油的全新升级。并完成了其它多品类产品的《2019-2023 年产品开发初步计划》，加大对消费趋势的研判和产品开发力度。

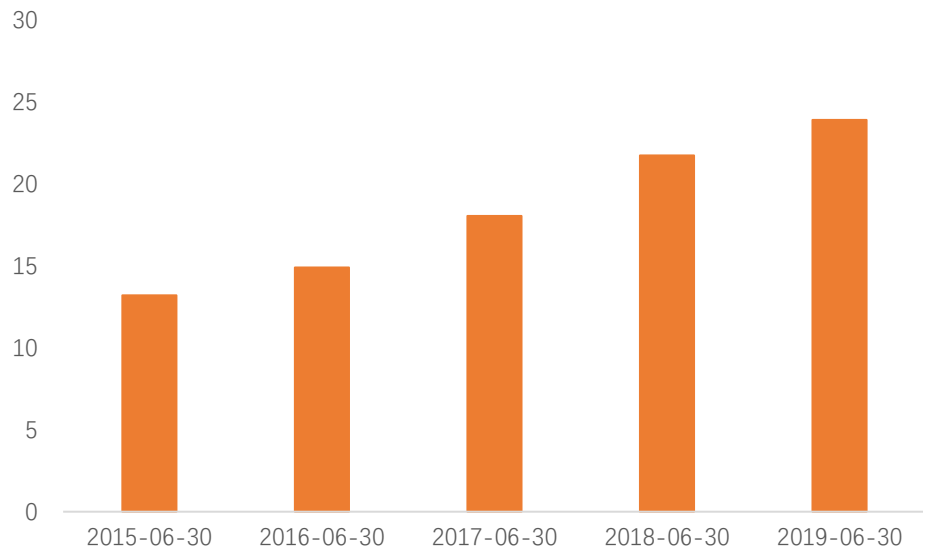
4.2. 公司财务数据显示美味鲜公司保持高增长，收入和毛利率增长稳定，费用率控制得当

4.2.1. 公司收入和毛利率分析，公司收入增长稳定

公司本部 2019 年上半年实现营业收入 0.25 亿元，同比减少 1.02 亿元，减幅 80.31%，实现净利润-1,710 万元，同比减少 4,373.5 万元。公司本部于 2018 年上半年开展了一笔资产出售，实现营业收入 1.13 亿元，贡献净利润约 5,000 万元。因此造成本年上半年业绩下滑较大。

2019 年上半年，子公司美味鲜公司实现营业收入 22.62 亿元，比上年同期增额 2.99 亿元，增幅 15.26%；净利润 3.99 亿元，归属母公司净利润 3.62 亿元，同比增长 20.05%。

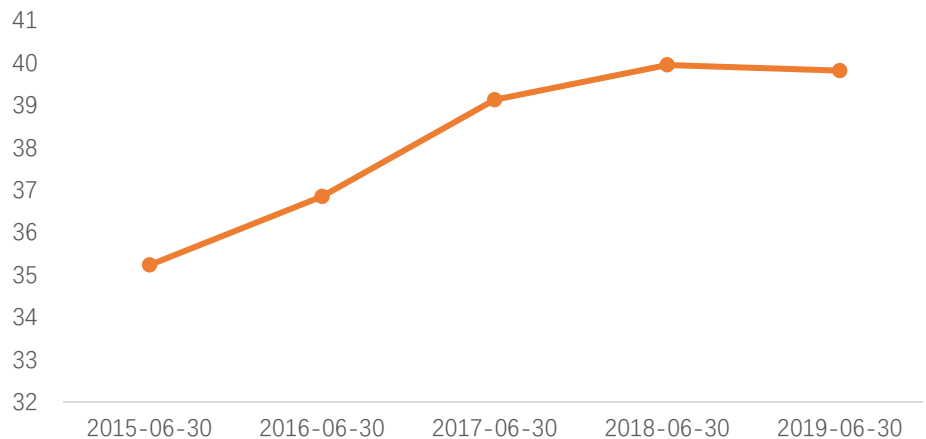
图 15：中炬高新营业收入（亿元）



资料来源: wind, 天风证券研究所

近几年销售毛利率稳中有升, 2019 年上半年销售毛利率为 39.82%, 有效抵御了中美贸易摩擦带来的不利影响。

图 16: 中炬高新销售毛利率 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

4.2.2. 公司费用分析, 总体费用管控到位, 上半年餐饮产品销售同比增长 41.49%

2019 年上半年中炬高新的销售费用率为 10.27%, 相较上年同期下降 0.3PCT。

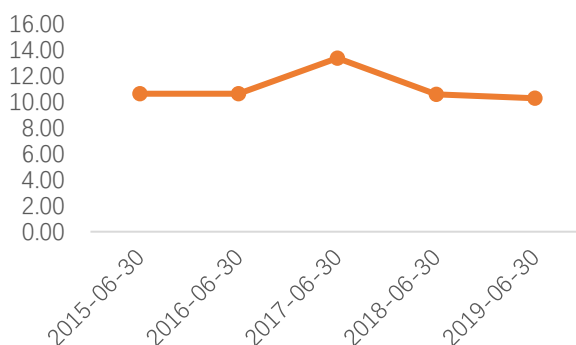
经销商开发情况, 继续推进“稳步发展东南沿海、重点提升中北东北、加速开拓西南区域、逐步发展西北市场”的渠道规划战略, 新增经销商 111 个, 经销商总数量达到 975 个, 加快了渠道细分优化; 开发空白地级市 15 个, 实现全国地级市已开发 275 个, 开发率达到 81%。

电商布局情况, 上半年重点围绕“加快发展传统电商平台”和“积极探索新零售模式”的思路开展工作。完成了主流直营平台的直接入驻工作, 针对新零售平台也进行了开发和管理。

出口渠道开发方面, 上半年实现了与哥斯达黎加、土耳其、智利、阿根廷等四国的出口合作, 目前出口国增加到了 7 个, 继续有条不紊的开拓国际市场。

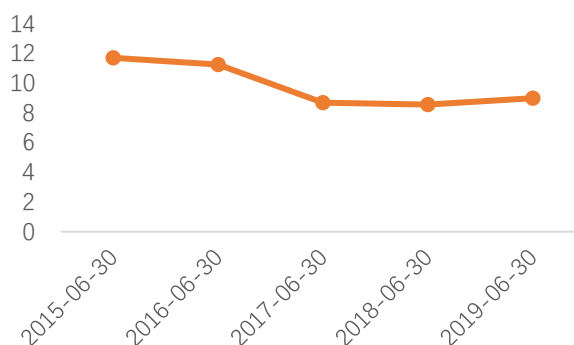
加大对餐饮渠道市场推广工作，以厨邦顶级厨师俱乐部为平台，通过超级凉菜万元大奖赛和顶级厨师训练营等专业活动、配合业务终端推广，实现餐饮渠道的快速增长，截止上半年餐饮产品销售同比增长 41.49%，远高于公司整体销量增幅，餐饮推广工作初见成效。

图 17: 中炬高新销售费用率 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 18: 中炬高新管理费用率 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

同时管理费用率为 8.99%，保持了稳中有降的趋势，相较上年同上升了 0.43PCT，主要是因为职工社保费用增加与折旧、摊销费的同比增加。管理费用的增加我们认为是必要的，因为美味鲜公司之前的固薪和同行业相比不是很到位；但是我们预计年底奖金的计提会减少。

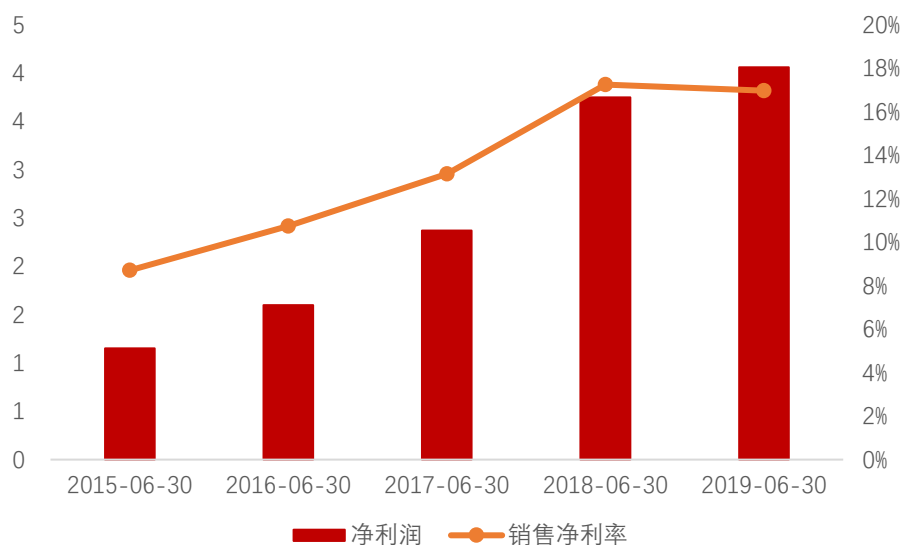
2019 年上半年研发费用 0.71 亿元，同比上期增加 19.51%，主要是研发人员社保费用增加与直接投入的提高。

4.2.3. 公司利润分析，美味鲜公司保持高增长，收入增速 15.26%,归母净利增速 20.05%

2019 年上半年，子公司美味鲜公司实现营业收入 22.62 亿元，比上年同期增额 2.99 亿元，增幅 15.26%；净利润 3.99 亿元，归属母公司净利润 3.62 亿元，同比增长 20.05%。

随着食品安全、环境保护措施的深化，行业前列的品牌企业，也会获得更大的空间，而小品牌会受到挤压。龙头企业市场份额持续提升，企业生产智能化、产品高端化、品类多元化将是品牌企业的主要发展方向；相对于家庭消费，餐饮消费增速相对较高，将在未来的竞争者扮演更重要的角色。

图 19: 中炬高新净利润 (亿元) 和销售净利率 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

5. 盈利预测与估值分析

由于公司业务多样性，我们简单将公司业务分为地产业务和调味品业务两部分。

5.1. 公司地产部分估值分析

根据公司 2019 年半年报披露，公司及子公司中汇合创公司拥有中山城轨站北侧约 1600 亩商住地，2010 年起从事房地产开发，业务涉及物业管理、商业配套、园林绿化等领域。目前的开发产品主要是联排别墅、高层洋房、商铺等；已开发物业面积约 6 万平方米；由于中山市《岐江新城片区规划》尚未最终落实，中汇合创地块正处于岐江新城中心位置，房地产业务后续开发尚无具体计划表。《岐江新城片区规划》以外的中炬高新名下 84.6 亩商住地已于 2017 年度开工建设，预计建设可出售商品房面积近 9 万平方米，将在 2019 年下半年开售。

根据 2019-05-29 中炬高新 2014 年公司债券跟踪评级报告，“汇景东方花园”项目总占地面积 1,374 亩(账面成本 55 万元/亩)，总投资约 65 亿元，总体规划分为五至八期开发，开发周期预计为 8-10 年左右，产品主要为低层住宅、商铺、高层洋房。

该项目一期为低密度别墅住宅区和配套商业开发区，总投资 5.80 亿元，开发土地面积 14.46 万平方米，建筑面积 18.20 万平方米，一期项目于 2011 年 5 月开盘，开盘后受到 2011 年中山市房地产“双限”政策、中山市房地产低迷以及 2017 年以来中山市调控政策等因素影响，销售情况整体欠佳，截至 2019 年 3 月末已开盘楼盘 207 套，其中累计已预订出售 145 套，累计签约 138 套，销售均价为 1.27 万元/平方米，累计回笼资金 3.97 亿元。其中，2018 年以来预订出售 10 套，签约 29 套，销售均价 1.80 万元/平方米，实现资金回笼 0.71 亿元。由于中山市出台调控政策，虽然销售均价上升较快，但整体销售量较少。

二期高层住宅项目总投资 3.30 亿元，开发土地面积 4.15 万平方米，总建筑面积 9.84 万平方米，拟建成高层住宅 9 幢，主力户型面积为 100~120 平方米。截至 2019 年 3 月末，二期项目其中 2 幢楼已完成主体封顶，已投资金额约 0.40 亿元，可销售面积 1.42 万平方米，但由于政府相关规划尚未明确，所以尚未进行销售。

同时，公司 2015 年年报披露，公司在城轨中山站北侧拥有商住地 1,906 亩（其中中汇合创房地产公司名下 1,353 亩，中炬高新名下 553 亩），剩余可开发的商住地为 660 亩。

总结来看，公司目前拥有的可出售商品房可分为：尚未出售约 80 套别墅汇景东方一期、可销售面积 1.42 万平方米汇景东方二期、84.6 亩的日出康城，以及 660 亩的未开发用地。

以下为我们的对公司地产价值的估算部分：

一、已开发部分：

“汇景东方花园”一期尚未出售约 80 套，每套面积按照 250 平米*2 万/平米计算，得到一期未来现金流为 4 亿元。

“汇景东方花园”二期可销售面积 1.42 万平方米，按照 1 万/平米价格计算，得到二期未来现金流为 1.42 亿元。

《岐江新城片区规划》以外的中炬高新名下 84.6 亩商住地预计建设可出售商品房面积近 9 万平方米，将在 2019 年下半年开售。同样按照 1 万/平米价格计算，得到二期未来现金流为 9 亿元。

同时假设公司资金成本率为 7%，销售利润率为 20%，按照五年年金现值计算方式折现，每年年金为 5768 万元，年金现值系数为 4.1002，则可以得到这部分价值约为 2.4 亿元。

二、尚未开发部分：

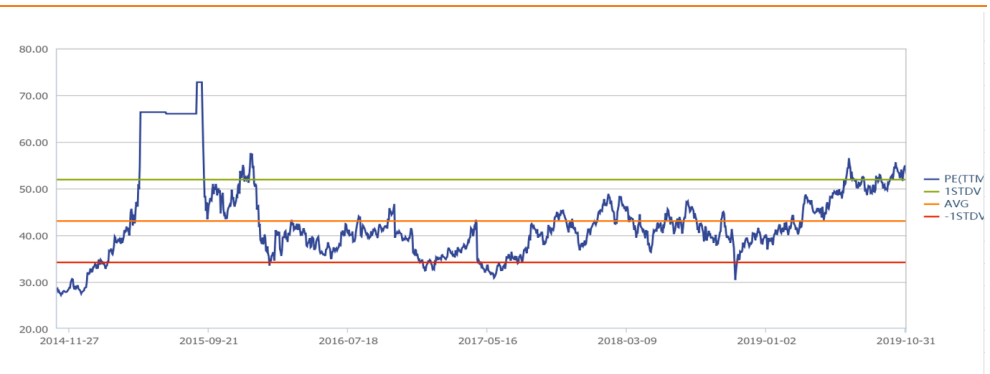
按照 2.1 的容积率、地价 7000 元/平进行估计，则该土地价值约为 62 亿元。而中炬高新对中汇合创合计持股比例为 89.24%，则归属于母公司价值约为 57.6 亿元。

合计两部分我们估算中炬高新目前地产部分估值约为 60 亿元。

5.2. 公司整体盈利预测与估值分析

采用历史估值法分析，近五年公司的估值高位在 70 倍以上，而估值洼地在 30 倍左右。近半年公司的整体估值在 50 倍上下波动，属于合理区间。

图 20：中炬高新历史估值



资料来源：wind，天风证券研究所

我们选择了同为调味品企业的恒顺醋业和加加食品作为中炬高新的横向可比公司进行对比。总体而言，可以看到收入主要来源仅为纯调味品的企业恒顺醋业和加加食品的估值都在三十几倍，我们结合自身对中炬高新公司调味品业务的判断，综合给出中炬高新纯调味品部分估值为 35 倍。

表 6：横向可比公司

代码	名称	总市值（万元）	流通市值（万元）	PE(TTM)
600872.SH	中炬高新	3545036	3545036	53.13
600305.SH	恒顺醋业	1107169.43	1107169.43	32.86
002650.SZ	加加食品	427392.00	427392.00	36.57

资料来源：wind，天风证券研究所

考虑公司全国化的不断布局、阳西产能不断投放带来规模效应，改革激励制度带来的内外积极性提升，预计公司 19/20/21 年纯调味品收入为 46.8/57.3/70.8 亿元，调味品部分净利润为 8.1/10.6/13.7 亿元，对应纯调味品部分 EPS 为 1.02/1.33/1.72 元/股。给予 2020 年调味品 35 倍估值，纯调味品部分目标价为 46.6 元，根据我们的估值考虑地产市值为 60 亿元，总市值看到 430 亿，对应目标价为 54 元，20%以上空间，“买入”评级。

6. 风险提示

激励成效不显著风险：上文中我们绩效激励的视角对中炬高新的未来增长空间进行了阐述，若未来公司的激励政策没有良好的具体落实行动，或者公司内部和市场没有良好的反馈，则可能出现激励成效不显著的风险。

房地产业务风险：公司在中山市岐江新城片区，中山站北侧拥有可开发商住地约 1,600 亩。公司的房地产业务拥有巨大的空间和优势。由于控规的不确定性，公司的开发规划也无法确定，需待调整完成后才能根据新的控制性规划再进行深入的设计开发工作。岐江新城片区的控制性规划编制工作由市政府牵头，市规划局及岐江新城总部等部门协同推进，编制工作小组定期召开工作会议，目前仍未有规划确定的明确时间表，存在很大的不确定性，公司也无法预计实质性开发的启动时间。

市场风险：虽然公司调味品业务取得持续增长，但仍存在市场分布不均衡、渠道发展不平衡等问题。公司已经在发展中注意上述问题并努力修正，但仍有可能因为市场开拓不力而造成后续增长放缓甚至萎缩的问题。

原材料价格波动风险：公司主要原材料为黄豆、面粉、白糖、食盐等农产品及玻璃瓶、塑料瓶和纸箱等包装物，农产品价格主要受当年的种植面积、气候条件、市场供求关系以及国际期货市场价格等因素的影响；包装物受供给情况影响较大；如果原材料价格波动较大，将对产品毛利率水平产生一定影响。

食品安全风险：食品安全是食品加工企业最为关注的风险。公司已在在采购、生产、销售等各个经营环节执行严格的质量控制，并不定期对产品进行检测；产品质量安全控制情况良好。尽管如此，公司仍然存在质量安全风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	240.76	397.13	569.44	1,813.73	2,211.41	营业收入	3,609.37	4,166.46	4,916.43	5,899.71	7,079.66
应收票据及应收账款	67.00	48.48	96.20	(77.57)	(93.08)	营业成本	2,191.89	2,536.75	2,925.28	3,469.03	4,106.20
预付账款	10.56	8.45	76.61	6.02	76.64	营业税金及附加	48.20	69.47	83.58	100.30	120.35
存货	1,412.96	1,594.14	2,086.57	2,192.66	2,953.66	营业费用	426.34	431.29	442.48	501.48	566.37
其他	1,384.79	1,572.65	1,319.73	1,425.22	1,476.64	管理费用	1,506.35	275.84	280.24	318.58	361.06
流动资产合计	3,116.08	3,620.84	4,148.54	5,360.06	6,625.28	研发费用	25.75	121.87	147.49	188.79	240.71
长期股权投资	30.56	6.14	6.14	6.14	6.14	财务费用	60.45	54.18	(5.69)	(14.56)	(24.60)
固定资产	1,213.95	1,350.36	1,452.65	1,511.56	1,531.46	资产减值损失	22.78	(2.07)	10.00	10.00	10.00
在建工程	267.21	368.92	257.35	202.41	151.45	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	211.92	210.17	203.81	197.45	191.09	投资净收益	71.24	95.69	90.00	90.00	90.00
其他	465.04	427.27	620.05	625.12	620.55	其他	(1,354.66)	(215.10)	(180.00)	(180.00)	(180.00)
非流动资产合计	2,188.68	2,362.84	2,539.99	2,542.68	2,500.68	营业利润	611.03	798.55	1,123.06	1,416.10	1,789.56
资产总计	5,304.76	5,983.69	6,688.54	7,902.74	9,125.96	营业外收入	5.60	1.30	20.00	20.00	20.00
短期借款	15.00	2.16	0.00	0.00	0.00	营业外支出	7.46	7.28	10.98	8.57	8.94
应付票据及应付账款	305.90	435.31	406.38	576.73	604.91	利润总额	609.18	792.57	1,132.08	1,427.53	1,800.61
其他	587.44	1,150.00	888.15	1,092.52	1,236.11	所得税	97.77	111.33	158.49	199.85	252.09
流动负债合计	908.33	1,587.46	1,294.53	1,669.25	1,841.03	净利润	511.40	681.24	973.59	1,227.67	1,548.52
长期借款	19.83	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	58.14	73.81	109.94	137.08	171.85
应付债券	896.24	398.98	729.88	675.03	601.30	归属于母公司净利润	453.26	607.43	863.64	1,090.60	1,376.68
其他	30.21	49.45	31.13	36.93	39.17	每股收益(元)	0.57	0.76	1.08	1.37	1.73
非流动负债合计	946.27	448.43	761.01	711.96	640.47						
负债合计	1,854.61	2,035.89	2,055.54	2,381.21	2,481.49	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	309.34	343.01	447.45	582.24	750.28	成长能力					
股本	796.64	796.64	796.64	796.64	796.64	营业收入	14.29%	15.43%	18.00%	20.00%	20.00%
资本公积	282.05	282.05	282.05	282.05	282.05	营业利润	30.73%	30.69%	40.64%	26.09%	26.37%
留存收益	2,327.89	2,791.77	3,388.90	4,142.65	5,097.56	归属于母公司净利润	25.08%	34.01%	42.18%	26.28%	26.23%
其他	(265.77)	(265.67)	(282.05)	(282.05)	(282.05)	获利能力					
股东权益合计	3,450.16	3,947.80	4,632.99	5,521.53	6,644.47	毛利率	39.27%	39.11%	40.50%	41.20%	42.00%
负债和股东权益总	5,304.76	5,983.69	6,688.54	7,902.74	9,125.96	净利率	12.56%	14.58%	17.57%	18.49%	19.45%
						ROE	14.43%	16.85%	20.63%	22.08%	23.36%
						ROIC	17.66%	19.93%	23.87%	27.70%	38.10%
						偿债能力					
						资产负债率	34.96%	34.02%	30.73%	30.13%	27.19%
						净负债率	20.01%	12.75%	7.27%	-16.54%	-19.71%
						流动比率	3.43	2.28	3.20	3.21	3.60
						速动比率	1.87	1.28	1.59	1.90	1.99
						营运能力					
						应收账款周转率	65.28	72.16	67.96	633.12	-82.97
						存货周转率	2.62	2.77	2.67	2.76	2.75
						总资产周转率	0.71	0.74	0.78	0.81	0.83
						每股指标(元)					
						每股收益	0.57	0.76	1.08	1.37	1.73
						每股经营现金流	0.82	0.91	0.80	1.96	0.95
						每股净资产	3.94	4.53	5.25	6.20	7.40
						估值比率					
						市盈率	72.31	53.95	37.95	30.05	23.81
						市净率	10.43	9.09	7.83	6.64	5.56
						EV/EBITDA	26.38	22.18	27.61	21.44	17.06
						EV/EBIT	31.49	25.12	29.48	22.70	17.90

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	511.40	681.24	863.64	1,090.60	1,376.68
折旧摊销	128.51	130.45	75.64	82.38	87.43
财务费用	59.42	55.71	(5.69)	(14.56)	(24.60)
投资损失	(71.24)	(95.69)	(90.00)	(90.00)	(90.00)
营运资金变动	(460.02)	(184.94)	(318.17)	359.42	(764.01)
其它	482.54	136.80	109.94	137.08	171.85
经营活动现金流	650.62	723.57	635.36	1,564.91	757.35
资本支出	180.42	318.83	78.32	74.20	47.76
长期投资	(18.33)	(24.42)	0.00	0.00	0.00
其他	(733.08)	(601.76)	(264.63)	(64.20)	(7.76)
投资活动现金流	(570.98)	(307.35)	(186.31)	10.00	40.00
债权融资	931.06	900.31	906.27	900.22	901.55
股权融资	(58.65)	(52.25)	(8.86)	16.40	26.43
其他	(1,152.59)	(1,119.11)	(1,174.16)	(1,247.24)	(1,327.64)
筹资活动现金流	(280.18)	(271.06)	(276.74)	(330.62)	(399.66)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(200.55)	145.17	172.31	1,244.29	397.69

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com