

中炬高新 (600872.SH)

调味品业务量价齐升推动公司快速成长

 评级: **增持**

前次:

目标价(元):

6

分析师

联系人

谢刚

魏晓康

S0740510120005

021-20315178

021-20315162

xiegang@r.qlzq.com.cn

weixk@r.qlzq.com.cn

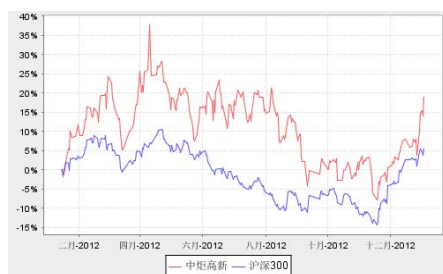
2013年1月31日

食品饮料行业小组

基本状况

总股本(百万股)	796.64
流通股本(百万股)	796.64
市价(元)	5.57
市值(百万元)	4437.98
流通市值(百万元)	4437.98

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	1,277.9	1,735.4	1,855.5	2,195.0	2,695.0
营业收入增速	33.18%	35.80%	6.92%	18.30%	22.78%
净利润增长率	16.64%	41.76%	19.12%	34.32%	44.46%
摊薄每股收益(元)	0.12	0.16	0.18	0.24	0.35
前次预测每股收益(元)	-	-	-	-	-
市场预测每股收益(元)			0.19	0.24	0.31
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	59.83	25.46	25.80	19.21	13.30
PEG	3.60	0.61	1.35	0.56	0.30
每股净资产(元)	2.13	2.29	2.47	2.78	3.12
每股现金流量	0.19	0.16	0.19	0.32	0.32
净资产收益率	4.94%	6.53%	7.21%	8.61%	11.06%
市净率	3.46	1.82	1.86	1.65	1.47
总股本(百万股)	796.64	796.64	796.64	796.64	796.64

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 传统酱醋类调味品行业正在迎来渠道+品牌+品类竞争时代, 而中炬高新旗下厨邦系列调味品在高鲜度酱油品类和中高端价位上具有先天性的竞争优势和后天竞争力。公司战略调整(放弃新能源业务、房地产业务平稳发展)聚焦做大做强调味品相关食品业务顺应了这一竞争需要, 并通过扩产、渠道深耕+局部定向突破提升整体竞争力, 将呈现持续稳定的高增长满足市场对高鲜度酱油、中高端高性价比产品的结构性消费需求。**
- 中炬高新旗下调味品业务美味鲜公司作为广东地区有影响力的老字号, 近几年产品通过突出“生抽+高氨基酸+传统工艺”高鲜度特征, 充分享受鲜味酱油结构化升级的市场红利。坚持使用高盐稀态晒制工艺酿造酱油, 使中高端产品品质领先同行。成功打造“厨邦”品牌与海天、李锦记主力产品形成差异化竞争格局, 并构筑自身新的品牌战略和口味壁垒, 充分享受了在行业产品结构升级和品类需求多元化带来的差异化增长。在酱油子行业全国和区域品牌集中化的竞争环境下, 美味鲜公司具有强有力的后发优势。**
- 近年公司调味品业务处于不断加速发展的态势, 利润增速远超收入增速, 并呈现加速趋势。2001-2011年, 美味鲜销售收入、净利润年复合增速分别为 20.38%和 16.65%。2008 年开始加速, 2008-2011 年的收入复合增速 18.92%, 利润复合增速远超收入, 达到 29.74%。预计 2012 年调味品业务收入、净利润分别较上年增长 30%、45%。同时我们预计净利润率从 2008 年的 5.57%提升到 2012 年的 8.93%。**
- 净利润率的大幅提升也证明了公司调味品进入了良性的发展轨道, 在经历收入增长, 品牌力提升后已进入利润增长远超过收入增长的阶段。考虑到近几年厂区搬迁、扩产和为打造新品牌高强度的营销投入, 以及未来规模效应的进一步显现, 与海天、李锦记同行相比, 我们认为公司净利润率还有大幅提升空间。**

- 我们预计中炬高新 2012-2014 年收入分别为 18.56 亿元、21.95 亿元、26.95 亿元,同比增长 6.92%、18.30%、22.78%; 净利润为 1.42 亿元、1.90 亿元、2.75 亿元,同比增长 19.12%、34.32%、44.46%, 对应 EPS 为 0.18 元、0.24 元、0.35 元。我们给予公司 2013 年 25 倍 PE, 目标价 6 元, 首次给予增持评级。
- 风险提示: 食品安全事件; 房地产业务受宏观、政策影响较大, 对业绩可能有负面影响。

内容目录

厨邦酱油一枝独秀	- 5 -
公司受益行业产品升级、多元化+产能释放带来量价齐升	- 5 -
行业：中高端酱油占比不到 30%，但比例逐年提高	- 6 -
风味：从“生抽少，老抽多”趋向“老抽+生抽（包括多元化的鲜味酱油）”	- 8 -
产品：“传统工艺”+“高鲜度”，充分享受鲜味酱油结构化升级的市场红利	- 10 -
营销：不遗余力、积极拓展“厨邦”品牌的影响力	- 11 -
“厨邦”品牌溢价提升促进调味品业务净利润率不断上升	- 11 -
渠道：“定点突破”效果显著，扩张从沿海深入内地	- 12 -
聚焦沿海“生抽”消费量高的地区	- 12 -
继续采用定点突破的方法拓展中西部市场	- 13 -
餐饮渠道开拓力度加大将是另一增长点	- 13 -
产能：阳西基地为调味品业务全国化、量价齐升提供基础	- 13 -
阳西基地建成后将有效控制公司成本的上升	- 14 -
其他业务保持平稳，不再投入新资源	- 14 -
地产业务未来将平稳发展	- 14 -
新能源汽车业务已经暂停，开发区厂房出租率下降	- 15 -
调味品企业竞争力分析显示：中炬高新优于加加食品	- 15 -
盈利预测、估值和投资建议	- 16 -
风险提示	- 18 -

图表目录

图表 1：美味鲜酱油产量名列全国第二	- 5 -
图表 2：中炬高新股权结构	- 5 -
图表 3：公司调味品业务收入占比稳定上升	- 5 -
图表 4：美味鲜毛利率稳步提升	- 5 -
图表 5：美味鲜销售收入复合增速大于 15%	- 6 -
图表 6：美味鲜毛利占比 90%以上	- 6 -
图表 7：近 10 年酱油产量	- 6 -
图表 8：酱油、食醋类制品销售收入增速大于 20%	- 6 -
图表 9：酱油消费以中低档为主	- 7 -
图表 10：酱油向多元化方向发展	- 7 -
图表 11：调味品 100 强 2009-2011 年酱油总产量和销售收入对比	- 7 -
图表 13：2010 年日本酱油市场 CR5>50%	- 8 -
图表 14：我国人均酱油消费量较低	- 8 -



图表 15: 酱油的发展历程 - 从“生抽少, 老抽多”趋向“老抽+生抽+ (多元化的鲜味酱油)” - 8 -

 图表 16: 上海地区酱油风味发展趋势和演变 - 9 -

 图表 17: 以生抽为基础的鲜味酱油销售收入占有率已经排在第二的位置 - 10 -

 图表 18: 厨邦酱油高质优价路线打开市场 - 10 -

 图表 19: 重金投入“厨邦”品牌 - 11 -

 图表 20: 调味品业务净利润率从 2008 年的 5.57% 提升到 2012 年约 8.93% .. - 11 -

 图表 21: 厨邦的渠道模式 - 12 -

 图表 22: 各大酱油品牌渠道比较 - 13 -

 图表 23: 阳西生产基地各产品年销售收入预测表 - 14 -

 图表 24: 阳西生产基地预期产量 - 14 -

 图表 25: 美味鲜收入-成本测算表 - 14 -

 图表 26: 调味品企业竞争力分析 - 16 -

 图表 27: 费用及所得税率假设表 - 16 -

 图表 28: 中炬高新 DCF 估值结果为 5.64 元 - 17 -

 图表 29: 调味品公司估值比较一览 - 17 -

 图表 30: 中炬高新盈利预测简表 - 17 -

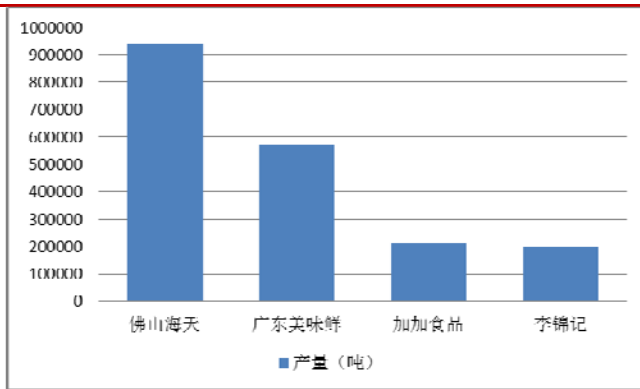
 图表 31: 分项收入预测表 - 19 -

 图表 32: 中炬高新财务报表摘要 - 20 -

厨邦酱油一枝独秀

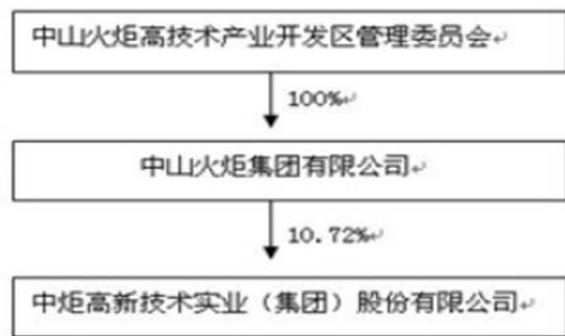
- 中炬开发区管委会为公司实际控制人，持股比例为 10.72%。公司有调味品（美味鲜公司，主导品牌厨邦酱油）、厂房出租、房地产开发、汽车零配件、新能源电池等业务，其中调味品收入在主营业务收入中所占比重为 90%以上，酱油销量位列行业第二，仅次于海天。厂房出租和房地产开发业务受制于宏观经济和房地产限购政策影响，在主营收入占比中下滑明显。

图表 1: 美味鲜酱油产量名列全国第二



来源：齐鲁证券研究所，调味品协会统计口径（氨基酸态氮标准折算）

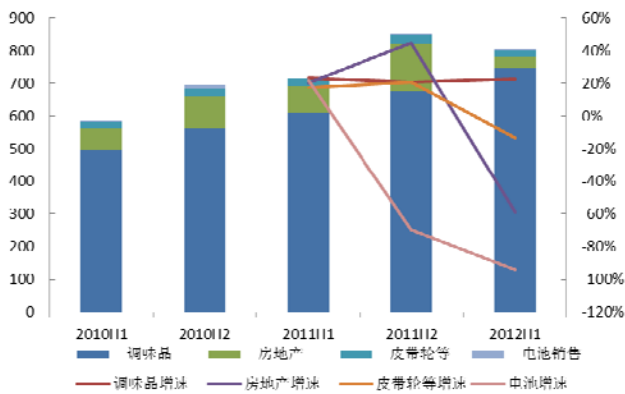
图表 2: 中炬高新股权结构



来源：齐鲁证券研究所，公司公告

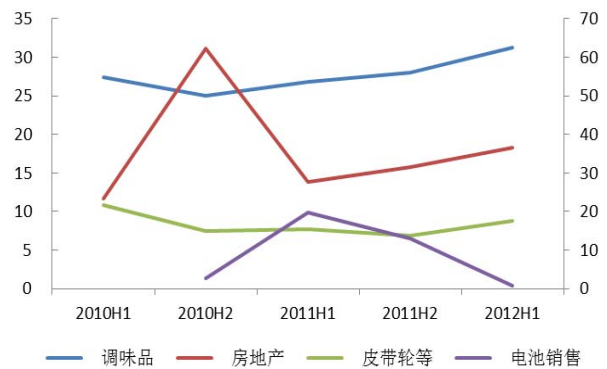
- 调味品业务保持稳健快速增长。厂房出租和房地产开发业务受制于宏观经济和房地产限购政策影响，在主营收入占比中下滑明显。

图表 3: 公司调味品业务收入占比稳定上升



来源：齐鲁证券研究所，wind

图表 4: 美味鲜毛利率稳步提升

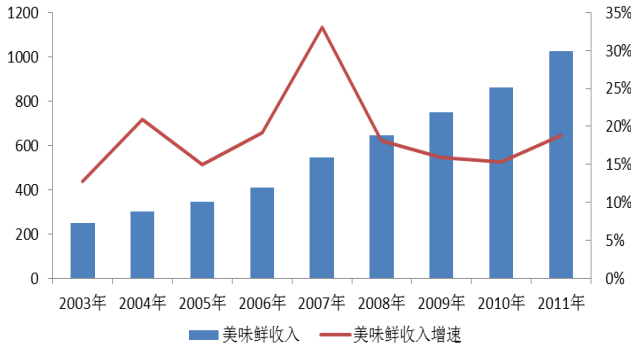


来源：齐鲁证券研究所，wind

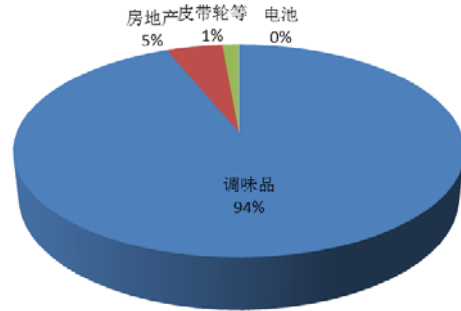
公司受益行业产品升级、多元化+产能释放带来量价齐升

- 公司在 1999 年收购美味鲜，自 2004 年起开始扩产，酱油从不到 10 万吨产能增至去年 26 万吨销量（公司实际产量）另外鸡精 2.1 万吨，复合调味料 1.4 万吨，蚝油 1.8 万吨、食醋 0.9 万吨，腐乳 1.1 万吨；

2001-2011年，美味鲜销售收入、净利润年复合增速分别为20.38%和16.65%。（调味品协会统计其酱油产量为56万吨，其统计口径为氨基酸态氮标准折算，公司酱油产品偏高端，主力产品厨邦酱油氨基酸态氮含量远高于标准，导致协会统计口径远大于公司实际产量）。

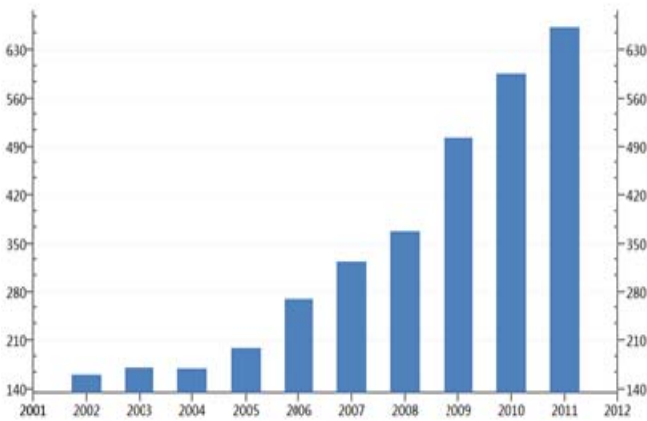
图表 5: 美味鲜销售收入复合增速大于 15%


来源：齐鲁证券研究所，公司公告

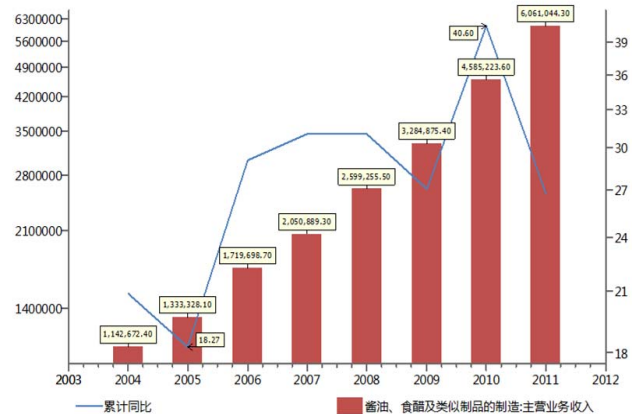
图表 6: 美味鲜毛利占比 90%以上


来源：齐鲁证券研究所，wind

- 从全国范围来看，调味品业的增长每年都在20%以上，酱油市场的增长则在15%以上。1975年我国酱油产量不足100万吨，70年代末达175万吨，80年代末为200万吨，90年代末猛增到450万吨，2007年酱油产量达到500万吨，**2011年酱油市场规模为660万吨，产量稳居调味品行业之首。**

图表 7: 近 10 年酱油产量 (单位: 万吨)


来源：齐鲁证券研究所，wind

图表 8: 酱油、食醋类制品销售收入增速大于 20%


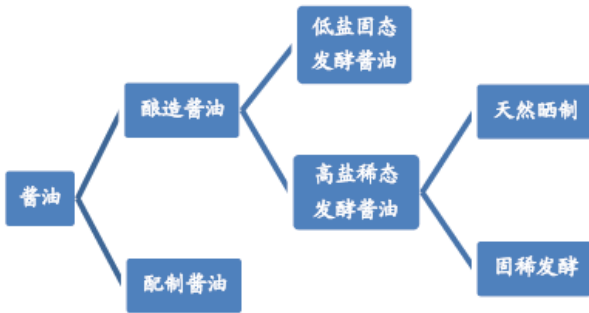
来源：齐鲁证券研究所，wind

行业：中高端酱油占比不到 30%，但比例逐年提高

- 高档酱油以广东的天然晒制工艺、北京和河北的高盐稀态发酵工艺制作的酱油为代表。全国性酱油企业以生产中高档产品为主，中低档产品主要由区域企业生产。随着大型企业的产能扩张和渠道拓展，中高档酱油的占比将不断提升。此外，行业已经相当成熟，竞争方式已由价格、成本转为品牌和质量，大型企业不断开发具有不同性能特点的产品，提高

酱油附加值。

图表 9: 酱油消费以中低档为主



来源：齐鲁证券研究所

图表 10: 酱油向多元化方向发展



来源：齐鲁证券研究所

- 中国目前 60% 消费者还是以吃低盐固态发酵工艺生产的中、低档酱油为主，每个区域都有一个主导产品左右当地的市场。但行业集中度依然很低，市场分散，全国有大小企业近 2000 家。但多数产品皆出自小企业与小作坊，大型企业（年产量超过 10 万吨）的产量比重只占 33%。南方的酱油大厂较多，广东省酱油年产量为 280 万吨左右，占全国酱油总量的约 40%。

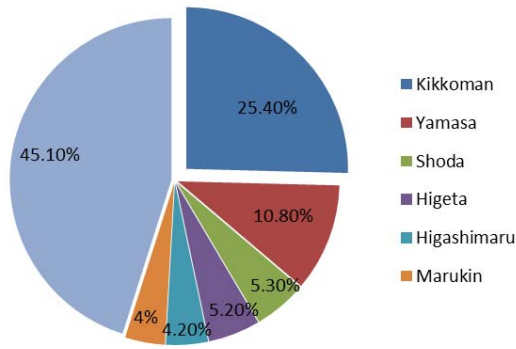
图表 11: 调味品 100 强 2009-2011 年酱油总产量和销售收入对比

年份	企业数量	产品总产量(万吨)	产品总销售收入(万元)
2009 年	32 家	239.28	836290
2010 年	29 家	254.37	915547
2011 年	32 家	283.54	1060669

来源：齐鲁证券研究所

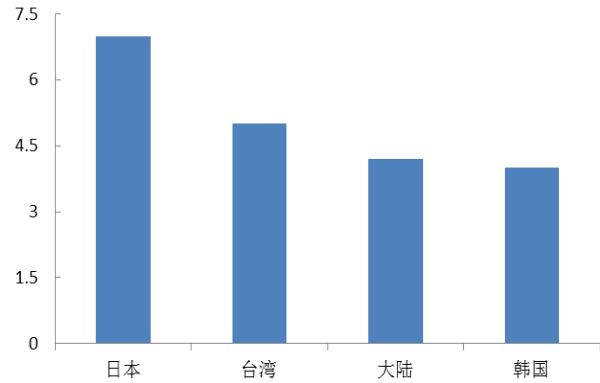
- 现在内地人均年消费量仅为 4 公斤多点，仅为其它习惯吃酱油的东方国家和地区消费量的 40% - 60%，市场还有一定空间，酱油的销量还会进一步增加。从行业集中度看，前四家（海天、美味鲜、加加和李锦记）销量占比不到 35%，有进一步上升空间（日本龟甲万酱油产量占到日本市场的 25%）。

图表 12: 2010 年日本酱油市场 CR5>50%



来源: 齐鲁证券研究所

图表 13: 我国人均酱油消费量较低 (单位:升)

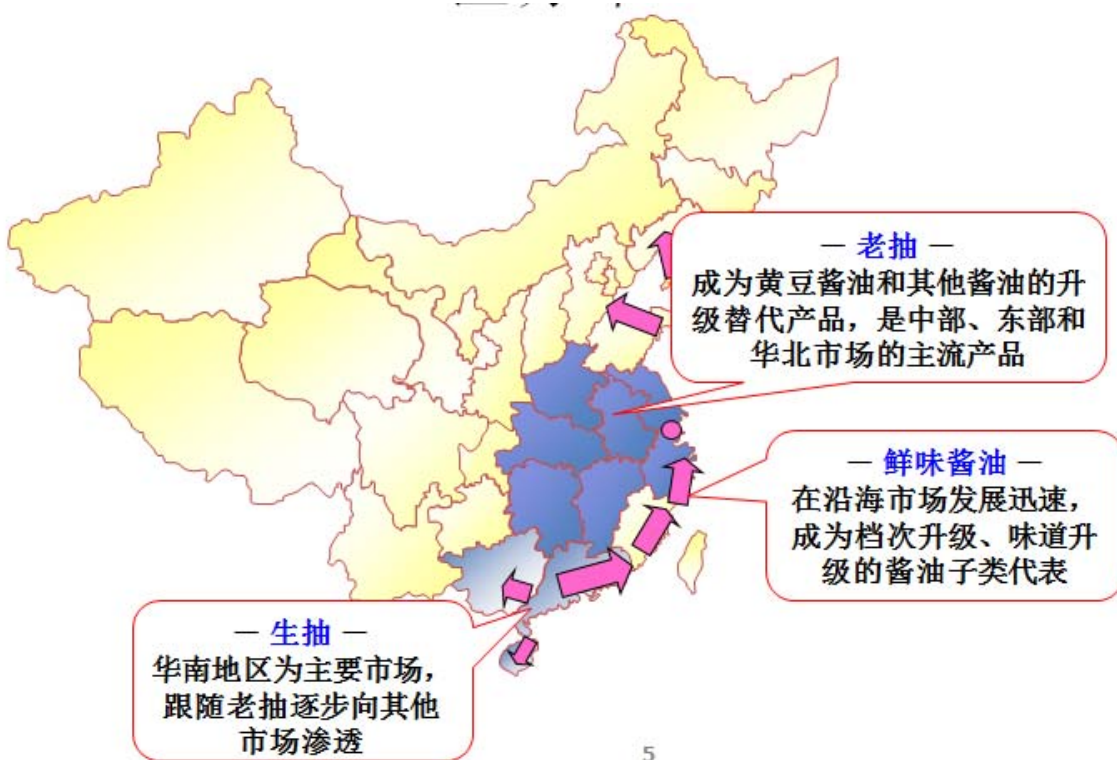


来源: 齐鲁证券研究所

- 另外, 由于各地消费水平不均, 因而高中低档的酱油均各有市场, 巨大销量规模的主流品牌产品不易形成。各大的酱油生产企业都实行了多品种的战略, 以期用多种口味抓住尽可能多的顾客。

风味: 从“生抽少, 老抽多”趋向“老抽+生抽 (包括多元化的鲜味酱油)”

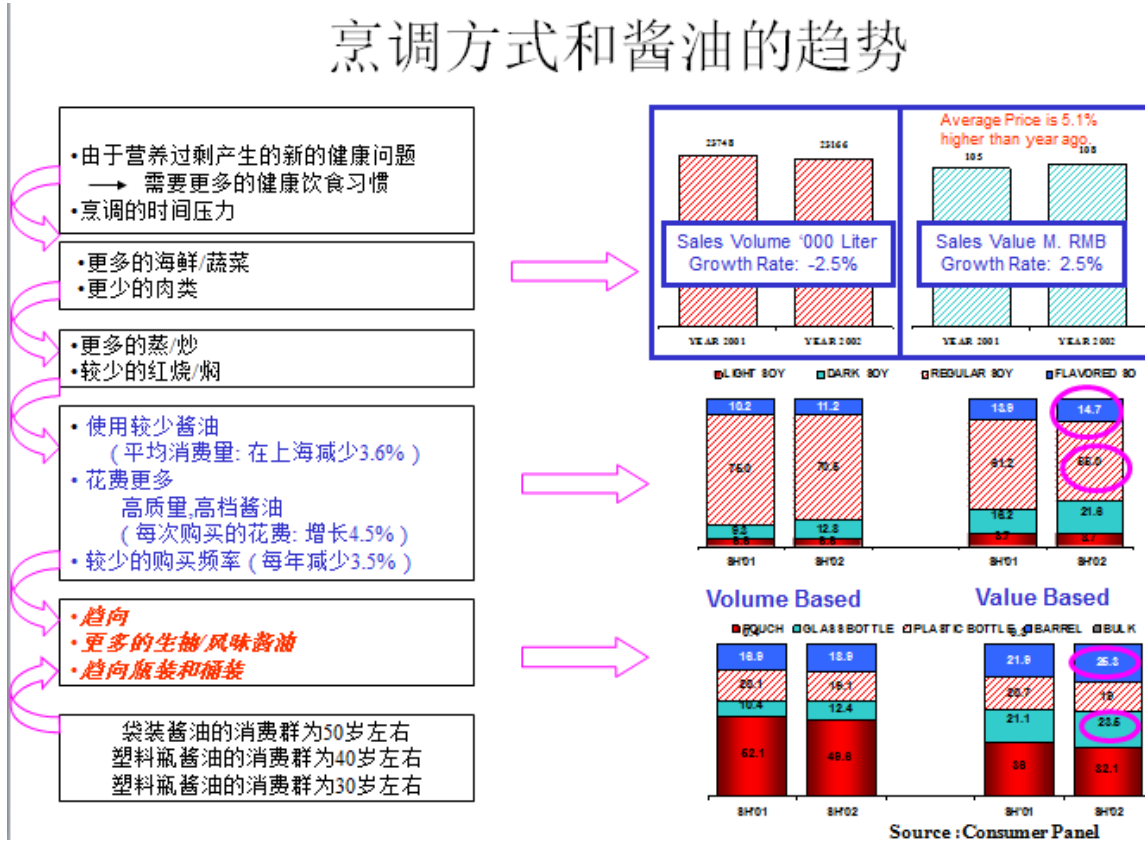
图表 14: 酱油的发展历程 - 从“生抽少, 老抽多”趋向“老抽+生抽+ (多元化的鲜味酱油)”



来源: 齐鲁证券研究所

- 工作节奏加快，人们对食品消费更崇尚健康营养，国内酱油消费习惯已从注重上色向注重调味和健康转变。“生抽”指纯正酿造、不加焦糖的酱油，能够起到调味作用，南部沿海地区用的比较多，其中广东占全国消耗量的60%。

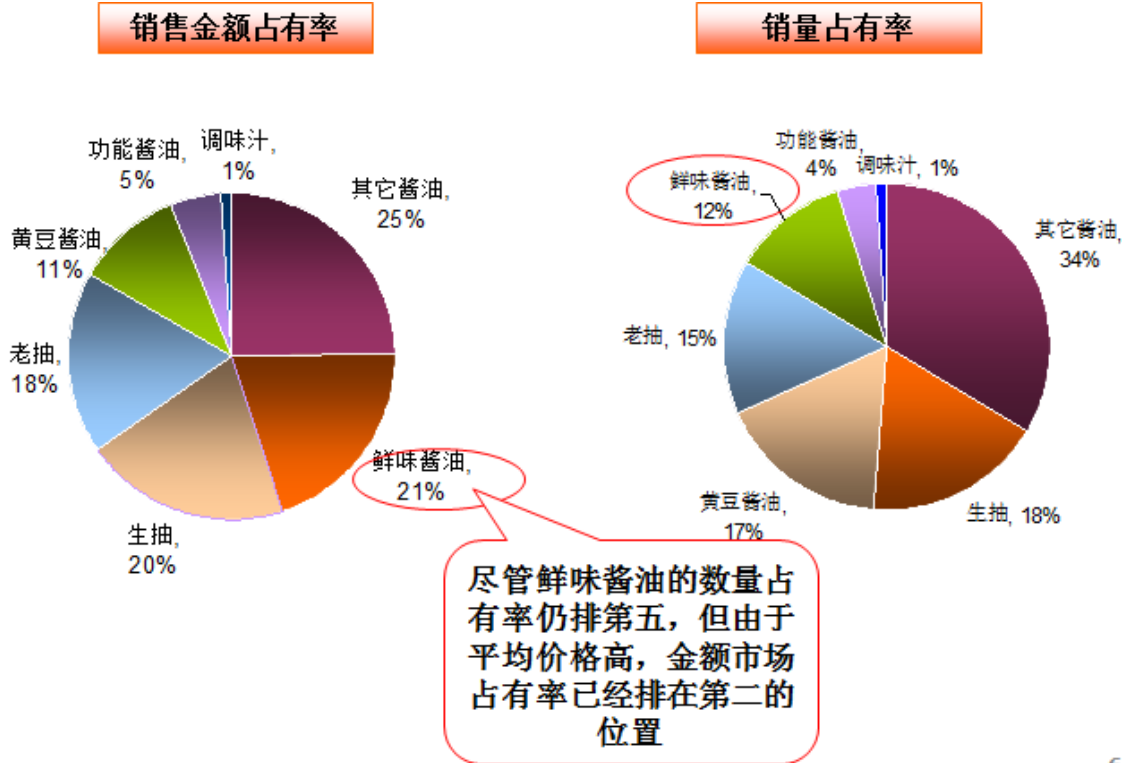
图表 15: 上海地区酱油风味发展趋势和演变



来源: 齐鲁证券研究所

- 尽管以生抽为基础的鲜味酱油的销量占有率仍排第五，但由于平均价格高，金额市场占有率已经排在第二的位置。

图表 16: 以生抽为基础的鲜味酱油销售收入占有率已经排在第二的位置



来源：齐鲁证券研究所，央视-TNS 消费者指数全国样组

产品：“传统工艺”+“高鲜度”，充分享受鲜味酱油结构化升级的市场红利

- 公司产品走高端特色路线，突出超高鲜味特征：90%以上的产品都是生抽和以生抽为基础的特色鲜味酱油，在风味上与海天、李锦记形成差异化竞争的格局。坚持使用高盐稀态传统晒制工艺酿造酱油，厨邦系列（在酱油销售收入中所占比重近 60%）晒足 180 天，因此氨基酸态氮含量在 1-1.2 克/100 毫升以上，比国家特级标准（≥0.8）高出 25-50%。高端的厨邦系列产品占总产品比例在 50%以上。
- 公司产品虽然大部分是生抽，但由于高氨基酸态氮含量带来的鲜味优势并结合了公司技术研发，厨邦主力产品基本可做到兼容老抽的功能。这与海天、李锦记的主力产品风味完全不同。

图表 17: 厨邦酱油高质优价路线打开市场



来源：齐鲁证券研究所

营销：不遗余力、积极拓展“厨邦”品牌的影响力

- **积极打造品牌：**在中央、地方地市台和其他媒体上都有较多广告投放，广告费和促销费在销售收入中所占比重为 4-5%，高于海天约 1%。厨邦品牌推广一直由专业策划公司（华与华）来运作。

图表 18：重金投入“厨邦”品牌



来源：齐鲁证券研究所

“厨邦”品牌溢价提升促进调味品业务净利润率不断上升

- **净利润率稳步提高，**显示公司品牌营销战略工作卓有成效，品牌溢价不断提升。公司净利润 2008 年开始加速，2008-2011 年的收入复合增速 18.92%，利润复合增速远超收入，达到 29.74%。预计 2012 年调味品业务收入、净利润分别较上年增长 30%、45%。同时我们认为净利润率将从 2008 年的 5.57% 大幅提升到 2012 年的 9% 左右，随着品牌力的进一步提升和规模效应逐步显现，未来净利润率有望达到海天 15% 的水平。

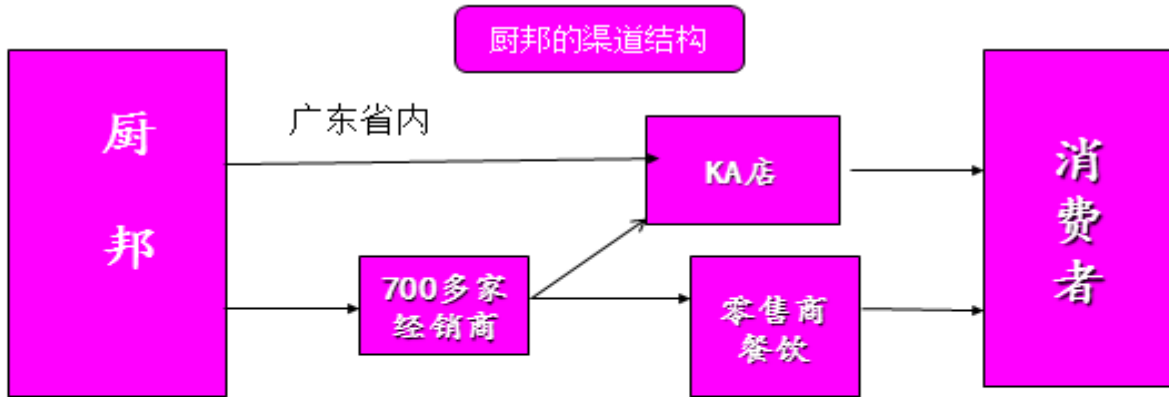
图表 19：调味品业务净利润率从 2008 年的 5.57% 提升到 2012 年约 8.93% (单位：百万元)

调味品	2008	2009	2010	2011	2012E	CAGR
销售收入 (不含税)	646	801.54	1045.14	1294	1680	26.99%
净利润	36	65.91	67.85	102	150	42.87%
净利润率	5.57%	8.22%	6.49%	7.88%	8.93%	12.51%
总资产	383.45	607.92	731.06	916	—	33.68%
净资产	142.91	205.53	179.62	382	—	27.86%

来源：齐鲁证券研究所，公司公告

渠道：“定点突破”效果显著，扩张从沿海深入内地

图表 20：厨邦的渠道模式



经销商采用的是排他性合作模式，先款后货的结算方式。给经销商净利润高于海天4-5%的净利润，未来重点还是发展大型连锁超市和餐饮渠道。

来源：齐鲁证券研究所

聚焦沿海“生抽”消费量高的地区

- 渠道扁平化布局。公司采用独家经销制，目前销售以 700 个经销商为主，70%的销售收入通过经销商实现，未来重点发展大型连锁超市和餐饮渠道，计划通过 3 年努力提高其在销售收入中所占比重（从 30%提高到 45%），同时滚动淘汰一批缺乏动力的经销商，并引入新鲜血液。如果按地区划分，由于产品以生抽为主，销售收入主要来自于沿海喜食海鲜的广东、浙江、广西、海南、福建五省，其中福建，浙江地区都是公司的省外核心区域。2011 年，浙江实现销售收入 2.44 亿元，其中宁波有 1 个多亿。
- 给予经销商的丰厚利润，公司经销商利润高于海天 4-5%，支持经销商拓展市场。另外由于中小经销商普遍议价能力不强，因此严格执行先款后货政策，使应收账款较少，还有许多预付账款。
- 经销商直控终端进一步提升产品的渠道推力。公司从 5 年前开始从原来的批发制向直控终端转变，经销商增加业务员、货车的配置，直接送货终端（各类超市、夫妻小店等其它零售或餐饮终端），通过高频次客户拜访、提高陈列效果等强化产品在渠道的展示和推力。
- 以宁波市场为例：由于美味鲜三个字非常好记，而且三个字，字字形容味道鲜美，所以宁波几乎所有的酱油生产厂家都有这一个系列，因此许多食品厂都以美味鲜作为产品商标，为此千方百计地向国家商标局提出商标注册，但随着公司的努力和对美味鲜商标使用的历史考证，2010 年最终确定了最早使用美味鲜商标的调味品公司——广东美味鲜调味食

品有限公司，国家商标局最终决定将美味鲜商标注册于广东美味鲜调味食品有限公司，结束了多年来美味鲜商标使用混乱的局面，而浙江特别是宁波等地的老品牌就无法使用“美味鲜”商标，公司抓住机遇，突破当地重点经销商，打开了宁波和浙江市场，其中仅宁波最大的一家经销商年销售金额近亿元。同样在福建抓住味事达被外资收购的空隙，打入福建市场，成为当地主销品牌。

图表 21: 各大酱油品牌渠道比较

品牌	餐饮渠道	零售市场	
		强势区域	定位
海天	是	全国化布局	全国化布局，逐步布局县级市场
加加	开始布局	华中、华东	定位二、三线城市以及县级市场
美味鲜	是	南部沿海	主攻沿海生抽用量大的地区和一、二线城市，用差异化产品打开市场
李锦记	是	南部沿海和一线城市以及海外	主攻南部沿海地区和一线城市

来源：齐鲁证券研究所

继续采用定点突破的方法拓展中西部市场

- 未来计划继续采用定点突破的方法拓展内地市场。现在通过倾斜政策支持重点经销商的持续努力及新的经销商引入来获得渠道下沉三四线市场的效果，未来的规划是一方面继续在福建，浙江，广西等区域深耕，争取做透 3、4 线城市，另外加强在东北、中、西部地区布点，力图定点突破部分省份，将局部区域做深做透。

餐饮渠道开拓力度加大将是另一增长点

- 餐饮渠道拓展力度加大对销售的促进作用可观。据市场调研表明，调味品餐饮消费量预计占总消费量的 60% 左右，而目前美味鲜调味品餐饮渠道销售量仅在 10% 左右，未来发展空间非常巨大。
- 我们认为，美味鲜在餐饮渠道上的相对海天的弱势是公司前期战略选择所致。公司打造高端品牌“厨邦”之初主要目的是打开零售市场，通过独家经销制+直控终端+有效的价格、利润分配体系确保了经销商及终端等渠道利润，从而提升了渠道推力并获得了巨大发展。
- 随着美味鲜销售规模的扩大和产能瓶颈的突破，伴随产品结构提升、商超建设力度加大、内地二三线城市突破等战略，公司也将在餐饮渠道方面有所突破。我们相信凭借美味鲜的强大执行力，公司渠道战略调整后，餐饮渠道的突破将指日可待。

产能：阳西基地为调味品业务全国化、量价齐升提供基础

- 中山项目四期工程在去年下半年动工，预计在今年年底竣工投产，届时调味品产能达到 50 万吨（按照每 100 毫升酱油含 0.6 克氨基酸态氮折算，实际产量在 30-35 万吨之间）。另外，阳江项目启动，投资 14.98 亿

元，分三期用 7 年时间建设 80 万吨调味品、相关食品产能，预计达产后实现销售收入 33.4 亿元（考虑预留 10 亿元产值建设空间，实际产值为 43.47 亿元），净利润 3.18 亿元，意味着如果营销工作能够跟上，未来仅阳西基地 7 年增速在 20% 以上。目前，该项目进入实施阶段，预计首期工程在 2013 年年底竣工投产。

图表 22: 阳西生产基地各产品年销售收入预测表

分类	主要产品	2014 年预计销售收入 (亿元)	2020 年预计销售收入 (亿元)
现有产品	酱油	2.91	19.02
	鸡精、鸡粉、酱料、醋汁、蚝油	0.94	10.97
	花生油	0.34	3.48
新产品	玉米油、纯芝麻油、橄榄油	1	5
	豆豉鲑鱼、玉米罐头	0.5	4
	休闲食品、米类食品、阳西地方特色类产品	0	1
	合计	5.69	43.47

来源：齐鲁证券研究所，公司公告

图表 23: 阳西生产基地预期产量 (单位: 万吨)

年份	酱油	鸡精、	调味酱	蚝油类	醋汁类	食用油
2014 年	5.10	0.31	0.17	0.27	0.11	0.18
2016 年	13.47	1.09	0.58	1.15	0.38	0.64
2018 年	22.97	1.98	1.09	2.76	0.73	1.16
2020 年	33.37	3.16	1.71	5.59	1.22	1.83

来源：齐鲁证券研究所，公司公告

阳西基地建成后还将有效控制公司成本的上升

- 公司此前产品一直供不应求，近几年新老厂区搬迁，扩产对公司生产效率、成本有一定负面影响。阳西基地建成后，将进一步提升公司自动化水平，单位产出的人工成本能有效得到控制。另外阳西项目拥有水路运输条件，对降低公司沿海核心销售区域（浙江，福建，广西、海南等）的运费起到积极作用。

图表 24: 美味鲜收入-成本测算表

	2011A	2012E	2013E	2014E
销量 (万吨)	33.3	40	45	52
收入 (亿元)	12.94	16.8	20	25
吨价格 (元/吨)	3885.9	4200.0	4444.4	4807.7
调味品业务成本	9.27	11.42	13.4	16.5
吨成本 (元/吨)	2783.8	2855.0	2977.8	3173.1
毛利率	28.36%	32.02%	33.00%	34.00%

来源：齐鲁证券研究所

- 公司重视研发投入，目前积极研究开发调味品和佐餐食品。阳西基地投产后，公司将进一步拓展产品品类。

其他业务保持平稳，不再投入新资源

地产业务未来将平稳发展

- 公司由于历史原因低成本取得 1600 亩土地（广珠轻轨中山站核心地段，

但距离中山主城区较远),每亩成本约 50 万-60 万之间,预计现价约为 120 万/亩。公司计划分期开发(8-10 年)该地块,一期为联排别墅(占地 200 多亩,建筑面积为 6 万多平,价格在 10000-18000 元/平),2011 年 5 月份开盘售出约 40%,但由于受到中山限价政策影响(2011 年房价限定在 5800 元/平,2012 年为 6590 元/平),2012 年以来无法销售,预计在 2012 年下半年确认收入,为公司带来 2000 万元左右的净利润;二期已经动工,为普通住宅(建筑面积为 9 万多平),预计在今年上半年开盘,如果能顺利销售能为公司带来接 0.5 亿元左右的净利润。

- 但考虑到公司并非专业房地产公司,如果宏观经济继续波动下行,对房地产销售会有很大影响,而融资成本上升和房地产销售放缓带来的资金成本压力可能会影响公司业绩。

新能源车业务已经暂停,开发区厂房出租率下降

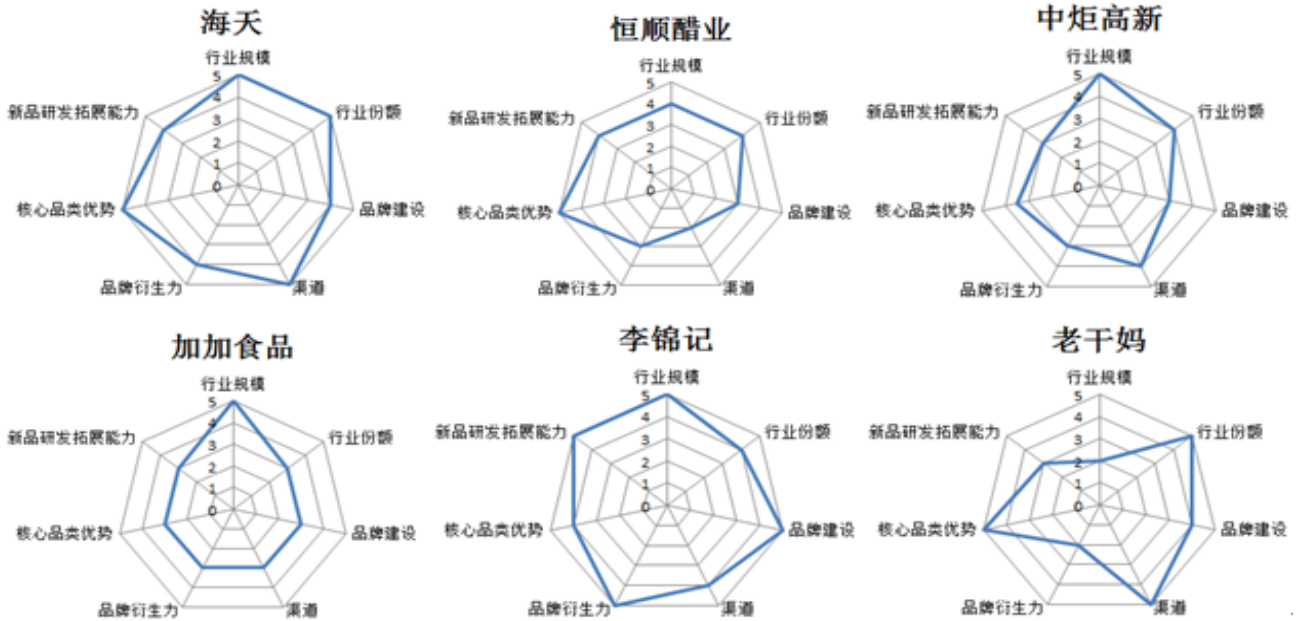
- 2 月份公司公告暂停年产 3.63 亿安时镍氢动力电池扩产项目,仅保留研发团队。另外开发区厂房出租率已经下降到 80%多(08 年最低位 75%左右),参股的三家创业投资企业投资项目近 20 个,并且已经有多个项目进行 IPO 申报;参股小额金融企业等经营情况平稳。

调味品企业竞争力分析显示:中炬高新优于加加食品

- 我们通过调味品企业竞争力分析框架,以期尽可能量化比较各公司未来发展潜力。我们选取了七项指标:分别针对公司所处的(1)行业规模、(2)核心品类所占的行业份额、(3)品牌建设(广告投入,差异化定位等)、(4)渠道资源(渠道投入,覆盖广度,效率等)、(5)品牌衍生力(衍生到其他品类等)(6)核心品类优势(7)新品研发拓展能力 7 个方面分别进行评分,对目前行业类优势公司进行了比较,仅供参考。这一竞争力分析框架今后还将不断调整完善。

图表 25: 调味品企业竞争力分析

得分 1-5	行业规模	行业份额	品牌建设	渠道	品牌衍生力	核心品类优势	新品研发拓展能力
海天	5	5	4	5	4	5	4
恒顺醋业	4	4	3	2	3	5	4
中炬高新	5	4	3	4	3	3.5	3
加加食品	5	3	3	3	3	3	3
李锦记	5	4	5	4	5	4	5
老干妈	2	5	4	5	2	5	3



来源：齐鲁证券研究所

盈利预测、估值和投资建议

- 对公司各项业务的假定请参阅后文的“销售收入预测表”，对费用及所得税率假定如下：

图表 26: 费用及所得税率假设表

	2011	2012E	2013E	2014E
营业税金及附加%	1.1%	1.1%	1%	1%
销售费用%	8.3%	11.0%	10.3%	10%
管理费用%	9.4%	9.7%	9.4%	9.3%
所得税率%	18.3%	19%	18.5%	18.0%

来源：齐鲁证券研究所

- 我们预计中炬高新 2012-2014 年收入分别为 18.56 亿元、21.95 亿元、26.95 亿元，同比增长 6.92%、18.30%、22.78%；净利润为 1.42 亿元、1.90 亿元、2.75 亿元，同比增长 19.12%、34.32%、44.46%，对应 EPS 为 0.18 元、0.24 元、0.35 元。

- DCF 估值：前提假设，TV 增长率为 2.5%，行业 beta=0.9，公司 beta=1.05，无风险收益率 3%，则对应合理估值为 5.64 元。

图表 27：中炬高新 DCF 估值结果为 5.64 元
II、DCF 估值 (FCFF, WACC)

每股价值	5.64	TV 增长率	2.5%
隐含 P/E	29.11	WACC	9.19%
企业值	5,090.23	债务	374.41
		投资	1,106.57
股票价值	4,490.77	少数股东权益	225.05

来源：齐鲁证券研究所

- PE 相对估值：我们选取调味品板块 3 家公司作为比较对象，中炬高新 2012-2014 年净利润复合增长约 25%，按照 2013 年 25 PE 估值，对应的每股价格为 6 元。

图表 28：调味品公司估值比较一览

证券代码	简称	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	最新价格 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
					2011A	2012E	2013E	2014E	2011A	2012E	2013E	2014E
600305 SH	恒顺醋业	1.27	25.21	19.85	0.08	0.10	0.48	0.74	251.27	198.50	41.35	26.82
002650 SZ	加加食品	1.92	40.88	21.29	0.82	1.00	1.25	1.71	25.96	21.29	17.00	12.42
600872 SH	中炬高新	7.97	44.39	5.57	0.16	0.18	0.24	0.35	34.81	30.94	23.21	15.91

来源：齐鲁证券研究所，wind (其中加加食品盈利预测来源于 wind)

- PE 和 DCF 估值结果接近，我们考虑到相对估值与市场整体估值水平正相关，而绝对估值是基于中长期价值定位法，出于投资的安全边际角度和未来公司大概率呈现加速增长态势，结合 DCF 和 PE 相对估值法，预计中炬高新合理价值 6 元。首次给予公司“增持”评级。

图表 29：中炬高新盈利预测简表

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益 (元)	0.12	0.16	0.18	0.24	0.35
净利润增长率	16.64%	41.76%	19.12%	34.32%	44.46%
前次预测每股收益 (元)					
市盈率 (倍)	59.83	25.46	25.80	19.21	13.30
PEG	3.60	0.61	1.35	0.56	0.30
每股净资产 (元)	2.13	2.29	2.47	2.78	3.12
每股现金流量 (元)	0.19	0.16	0.19	0.32	0.32
净资产收益率	4.94%	6.53%	7.21%	8.61%	11.06%
市净率	3.46	1.82	1.86	1.65	1.47
总股本 (百万元)	796.64	796.64	796.64	796.64	796.64

来源：齐鲁证券研究所

风险提示

- 市场拓展低于预期；食品安全风险等；
- 房地产业务受宏观、政策影响较大，可能导致我们的盈利预测出现偏差；但我们基于谨慎考虑，1600 亩土地按 RNAV50%估值，价值为 9.6 亿元，30 万方自有物业按每平方米 2000 元保守折算为 6 亿元，其他创投等投资金融类业务保守按 1 亿元计算，扣除上述业务后，公司调味品业务市值约为 26 亿元，市销率 1.57 倍，远低于加加食品 2.5 倍的市销率。现价有较高的安全边际。

图表 30: 分项收入预测表 (单位: 百万元)

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
调味品					
销售收入	1,041.88	1,288.97	1,680.00	2,000.00	2,500.00
增长率 (YOY)	—	23.72%	30.34%	19.05%	25.00%
毛利率	25.06%	28.05%	32.00%	33.00%	34.00%
销售成本	780.78	927.41	1,142.40	1,340.00	1,650.00
增长率 (YOY)	—	18.78%	23.18%	17.30%	23.13%
毛利	261.10	361.56	537.60	660.00	850.00
增长率 (YOY)	—	38.48%	48.69%	22.77%	28.79%
占总销售额比重	81.53%	74.27%	90.54%	91.12%	92.76%
占主营业务利润比重	70.18%	74.66%	92.51%	93.02%	94.50%
房地产及服务					
销售收入	164.56	221.90	100.00	120.00	120.00
增长率 (YOY)	—	34.84%	-54.93%	20.00%	—
毛利率	62.34%	31.64%	30.00%	30.00%	30.00%
销售成本	61.97	151.69	70.00	84.00	84.00
增长率 (YOY)	—	144.77%	-53.85%	20.00%	—
毛利	102.59	70.21	30.00	36.00	36.00
增长率 (YOY)	—	-31.56%	-57.27%	20.00%	—
占总销售额比重	12.88%	12.79%	5.39%	5.47%	4.45%
占主营业务利润比重	27.57%	14.50%	5.16%	5.07%	4.00%
皮带轮及汽车、摩托车配件					
销售收入	41.24	49.72	60.00	60.00	60.00
增长率 (YOY)	—	20.56%	20.68%	—	—
毛利率	15.00%	13.36%	16.00%	16.00%	16.00%
销售成本	35.05	43.08	50.40	50.40	50.40
增长率 (YOY)	—	22.89%	17.00%	—	—
毛利	6.19	6.64	9.60	9.60	9.60
增长率 (YOY)	—	7.38%	44.52%	—	—
占总销售额比重	3.23%	2.87%	3.23%	2.73%	2.23%
占主营业务利润比重	1.66%	1.37%	1.65%	1.35%	1.07%
电池销售					
销售收入	14.82	6.46	0.50	—	—
增长率 (YOY)	—	-56.41%	-92.26%	-100.00%	—
毛利率	2.75%	13.03%	5.00%	5.00%	5.00%
销售成本	14.41	5.62	0.48	—	—
增长率 (YOY)	—	-61.02%	-91.55%	-100.00%	—
毛利	0.41	0.84	0.03	—	—
增长率 (YOY)	—	106.54%	-97.03%	-100.00%	—
占总销售额比重	1.16%	0.37%	0.03%	—	—
占主营业务利润比重	0.11%	0.17%	0.00%	—	—
其他					
销售收入	15.42	168.36	15.00	15.00	15.00
增长率 (YOY)	—	991.83%	-91.09%	—	—
毛利率	11.54%	26.73%	26.00%	26.00%	26.00%
销售成本	13.64	123.36	11.10	11.10	11.10
增长率 (YOY)	—	804.34%	-91.00%	—	—
毛利	1.78	45.00	3.90	3.90	3.90
增长率 (YOY)	—	2428.99%	-91.33%	—	—
占总销售额比重	1.21%	9.70%	0.81%	0.68%	0.56%
占主营业务利润比重	0.48%	9.29%	0.67%	0.55%	0.43%
销售收入小计	1277.92	1735.41	1855.50	2195.00	2695.00
销售成本小计	905.87	1251.16	1274.38	1485.50	1795.50
毛利	372.05	484.25	581.13	709.50	899.50
平均毛利率	29.11%	27.90%	31.32%	32.32%	33.38%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 31: 中炬高新财务报表摘要

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	1,278	1,735	1,856	2,195	2,695	货币资金	273	442	595	710	912
增长率	33.2%	35.8%	6.9%	18.3%	22.8%	应收账款	55	67	76	92	120
营业成本	-906	-1,251	-1,274	-1,486	-1,796	存货	962	1,081	1,224	1,345	1,576
%销售收入	70.9%	72.1%	68.7%	67.7%	66.6%	其他流动资产	191	242	294	304	321
毛利	372	484	581	710	900	流动资产	1,482	1,831	2,189	2,451	2,929
%销售收入	29.1%	27.9%	31.3%	32.3%	33.4%	%总资产	50.8%	56.7%	60.8%	62.9%	67.4%
营业税金及附加	-10	-19	-20	-22	-27	长期投资	851	664	667	667	667
%销售收入	0.8%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%	固定资产	485	646	657	693	672
营业费用	-114	-144	-204	-226	-270	%总资产	16.6%	20.0%	18.2%	17.8%	15.5%
%销售收入	8.9%	8.3%	11.0%	10.3%	10.0%	无形资产	84	74	71	68	64
管理费用	-131	-163	-180	-206	-251	非流动资产	1,433	1,400	1,410	1,443	1,419
%销售收入	10.2%	9.4%	9.7%	9.4%	9.3%	%总资产	49.2%	43.3%	39.2%	37.1%	32.6%
息税前利润 (EBIT)	117	157	177	255	352	资产总计	2,915	3,231	3,599	3,894	4,348
%销售收入	9.2%	9.1%	9.6%	11.6%	13.1%	短期借款	277	231	381	291	295
财务费用	-23	-26	-39	-34	-28	应付款项	375	456	553	648	780
%销售收入	1.8%	1.5%	2.1%	1.6%	1.0%	其他流动负债	57	351	356	367	383
资产减值损失	-7	-3	-2	2		流动负债	708	1,038	1,291	1,307	1,459
公允价值变动收益	0	0	34			长期贷款	265	144	110	140	160
投资收益	14	12	15	16	18	其他长期负债	9	1	1	1	1
%税前利润	11.8%	8.0%	8.3%	6.7%	5.2%	负债	982	1,183	1,402	1,448	1,620
营业利润	102	140	185	238	343	普通股股东权益	1,699	1,823	1,966	2,211	2,486
营业利润率	8.0%	8.0%	10.0%	10.9%	12.7%	少数股东权益	234	225	231	235	242
营业外收支	19	10	-3	1	1	负债股东权益合计	2,915	3,231	3,599	3,894	4,348
税前利润	121	150	182	239	344	比率分析					
利润率	9.5%	8.6%	9.8%	10.9%	12.8%		2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-20	-28	-35	-44	-62	每股指标					
所得税率	16.6%	18.3%	19.0%	18.5%	18.0%	每股收益(元)	0.105	0.149	0.178	0.239	0.345
净利润	101	122	147	195	282	每股净资产(元)	2.133	2.288	2.468	2.775	3.120
少数股东损益	3	-8	5	5	7	每股经营现金净流(元)	0.193	0.164	0.194	0.325	0.324
归属于母公司的净利润	98	130	142	190	275	每股股利(元)					
净利率	7.7%	7.5%	7.6%	8.7%	10.2%	回报率					
现金流量表 (人民币百万元)						净资产收益率	4.94%	6.53%	7.21%	8.61%	11.06%
	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	2.88%	3.68%	3.94%	4.89%	6.32%
净利润	101	122	147	195	282	投入资本收益率	7.05%	9.59%	10.37%	14.21%	18.47%
少数股东损益			5	5	7	增长率					
非现金支出	49	61	58	63	67	营业总收入增长率	33.18%	35.80%	6.92%	18.30%	22.78%
非经营收益	-53	-37	12	40	37	EBIT增长率	85.35%	34.14%	12.66%	43.60%	38.37%
营运资金变动	57	-16	-63	-40	-128	净利润增长率	16.64%	41.76%	19.12%	34.32%	44.46%
经营活动现金净流	154	131	160	263	265	总资产增长率	6.53%	10.85%	11.37%	8.21%	11.66%
资本开支	64	-10	67	43	42	资产管理能力					
投资	9	-85	-42			应收账款周转天数	11.5	11.0	13.0	13.0	14.0
其他	35	7	49	16	18	存货周转天数	371.5	298.1	350.0	330.0	320.0
投资活动现金净流	-20	-68	-60	-27	-24	应付账款周转天数	60.0	51.0	50.0	48.0	45.0
股权募资						固定资产周转天数	85.2	97.7	101.8	85.8	67.5
债权募资	-62	133	117	-60	24	偿债能力					
其他	-33	-27	-58	-57	-56	净负债/股东权益	13.84%	-3.31%	-6.55%	-13.04%	-18.21%
筹资活动现金净流	-95	106	59	-117	-32	EBIT利息保障倍数	5.1	6.1	4.5	7.4	12.6
现金净流量	38	169	158	120	209	资产负债率	33.67%	36.62%	38.96%	37.18%	37.26%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。