

**中炬高新 (600872.SH)**
**品牌、渠道双轮驱动调味品收入超预期**

 评级: **买入** 前次: **增持**

 目标价(元): **9.9**

分析师

联系人

谢刚

魏晓康

S0740510120005

食品饮料行业小组

021-20315178

021-20315162

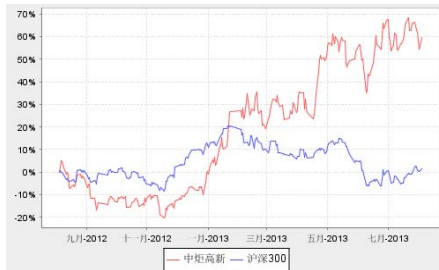
xiegang@r.qlzq.com.cn

weixk@r.qlzq.com.cn

2013年8月20日

**基本状况**

|           |         |
|-----------|---------|
| 总股本(百万股)  | 796.64  |
| 流通股本(百万股) | 796.64  |
| 市价(元)     | 7.84    |
| 市值(百万元)   | 6245.64 |
| 流通市值(百万元) | 6245.64 |

**股价与行业-市场走势对比**

**业绩预测**

| 指标          | 2011A   | 2012A   | 2013E   | 2014E   | 2015E  |
|-------------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 营业收入(百万元)   | 1,735.4 | 1,754.8 | 2,195.0 | 2,695.0 | 3450.0 |
| 营业收入增速      | 35.80%  | 1.12%   | 18.30%  | 22.78%  | 28.01% |
| 净利润增长率      | 41.76%  | -3.34%  | 50%     | 37.50%  | 30.30% |
| 摊薄每股收益(元)   | 0.16    | 0.16    | 0.24    | 0.33    | 0.43   |
| 前次预测每股收益(元) | —       | —       | 0.24    | 0.33    | —      |
| 市场预测每股收益(元) | —       | —       | —       | —       | —      |
| 偏差率(本-市场/市) | —       | —       | —       | —       | —      |
| 市盈率(倍)      | 39.56   | 39.56   | 26.37   | 23.24   | 17.83  |
| PEG         | 1.46    | -       | 0.53    | 0.62    | 0.58   |
| 每股净资产(元)    | 2.29    | 2.50    | 2.78    | 3.12    | 3.40   |
| 每股现金流量      | 0.16    | 0.30    | 0.32    | 0.33    | 0.35   |
| 净资产收益率      | 6.53%   | 6.67%   | 8.61%   | 11.06%  | 11.97% |

市净率

备注: 市场预测取 聚源一致预期

**投资要点**

- 事件: 中炬高新公布 2013 年半年报, 上半年公司实现营业收入 11.1 亿元, 同比增加 37.9%; 实现归属母公司的净利润 8652 万元, 同比增加 44%; EPS0.11 元, 同比增加 44%。上半年扣除非经常性损益的净利润 8273 万元, 同比增长 47%。调味品业务收入 9.64 亿元, 净利润 9716 万元, 同比增长分别为 28.4%、31.3%, 净利润率 10.07%。

**点评**

- 公司业绩符合我们的预期, 超出市场预期。其中调味品业务收入和利润率双增, 主要得益于公司品牌、渠道双轮驱动。公司五大重点区域收入增长均超过 20%, 特别是广西增长 37%, 显示公司渠道深耕效果显著。新开拓华北、东北、华中、江西等区域快速增长逐步进入收获期, 非五大区域收入增长高达 43%, 全国化布局和渠道定点突破已经取得成果, 预计未来公司全国化布局将进一步深入, 最终品牌与渠道均实现深度全国化。
- 调味品净利润率继续大幅提升至 10.07% (2012 年为 9.13%) 再次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稳定的利润增长超过收入增长的阶段。随着未来规模效应、效率的进一步显现, 与海天、李锦记同行相比, 我们坚定认为公司净利润率还有大幅提升空间。
- 公司在品牌策略上, 持续推进高端酱油厨邦纯酿酱油系列、厨邦佐餐酱系列、厨邦 100%纯芝麻油的开发, 完成并确定了产品配方、产品包装等方面的准备工作。下半年计划从品牌上, 加强对即将新上市的新产品的宣传, 进行厨邦酱油旗舰店的天猫注册、线上装修、产品上线等开店工作; 从市场推广上, 对各办事处如何以季度为单位开展销售评估进行引导, 继续落实专项陈列工作, 并对陈列效果严格检核,

请务必阅读正文之后的重要声明部分

增强办事处的策划能力；从经销商管理上，加强经销商的资质评估工作，进一步优化经销商队伍；从销售团队建设上，完成基层业务人员的职等职级划分，深入开展对基层业务人员的培训，完善办事处管理制度以及全面推行绩效考核制度。

- 公司不仅仅在加强营销管理，同时在生产管理方面开始引入精益生产管理，我们预计该模式的实施将大幅提升公司劳动生产率，有效缩短公司生产效率与行业第一海天之间的差距。
- 预计公司未来 3 年 EPS 分别为 0.24/0.33/0.43 元，我们提高评级至“买入”，上调 6 个月目标价至 9.9 元，对应公司 2014 年 30 倍 PE。

**图表 1: 调味品业务净利润率从 2008 年的 5.57% 提升到 2013 年上半年 10.07% (单位: 百万元)**

| 调味品        | 2008  | 2009   | 2010    | 2011  | 2012  | 2013 年上半年 |
|------------|-------|--------|---------|-------|-------|-----------|
| 销售收入 (不含税) | 646   | 801.54 | 1045.14 | 1289  | 1611  | 964       |
| 净利润        | 36    | 65.91  | 67.85   | 102   | 148   | 97.16     |
| 净利润率       | 5.57% | 8.22%  | 6.49%   | 7.88% | 9.13% | 10.07%    |

来源: 齐鲁证券研究所, 公司公告

**图表 2: 上半年公司调味品业务部分区域销售收入继续保持高增长**

| 大区   | 上半年完成率 | 办事处 | 上半年完成率 |
|------|--------|-----|--------|
| 华北大区 | 120%   | 南宁  | 118%   |
| 中原大区 | 114%   | 东北  | 116%   |
| 粤东大区 | 113%   | 潮汕  | 116%   |

来源: 齐鲁证券研究所

**图表 3: 中炬高新调味品业务预测表**

| 调味品业务              | 2008年    | 2009年    | 2010年    | 2011年    | 2012E    | 2013E    | 2014E    | 2015E    |
|--------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 主要调味品产品收入(百万元)     | 645.94   | 801.45   | 1041.88  | 1288.97  | 1611.63  | 2021.93  | 2526.53  | 3231.38  |
| <b>酱油</b>          | 437      | 546      | 738      | 920      | 1168.36  | 1498.54  | 1906.15  | 2444.82  |
| YOY                |          | 24.94%   | 35.16%   | 24.66%   | 27.00%   | 28.26%   | 27.20%   | 28.26%   |
| 价格(元/吨)            | 4619.45  | 5027.62  | 5351.70  | 5682.52  | 6013.81  | 6374.64  | 6757.12  | 7162.55  |
| YOY                |          | 8.84%    | 6.45%    | 6.18%    | 5.83%    | 6.00%    | 6.00%    | 6.00%    |
| 产能(万吨)             |          | 11.02    | 26.54    | 29.7     |          |          |          |          |
| 产量(万吨)             | 9.7      | 11       | 14.12    | 16.06    |          |          |          |          |
| 销量(万吨)             | 9.46     | 10.86    | 13.79    | 16.19    | 19.428   | 23.508   | 28.209   | 34.133   |
| YOY                |          | 14.80%   | 26.98%   | 17.40%   | 20.00%   | 21.00%   | 20.00%   | 21.00%   |
| 占调味品业务收入比例         | 67.65%   | 68.16%   | 70.83%   | 71.35%   |          |          |          |          |
| <b>鸡粉</b>          | 107      | 139      | 175      | 211      | 255.73   | 299.62   | 351.45   | 459.46   |
| YOY                |          | 29.91%   | 25.90%   | 20.57%   | 21.20%   | 17.16%   | 17.30%   | 30.73%   |
| 价格(元/吨)            | 17833.33 | 17594.94 | 18817.20 | 19009.01 | 19199.10 | 19391.09 | 19778.91 | 19976.70 |
| YOY                |          | -1.34%   | 6.95%    | 1.02%    | 1.00%    | 1.00%    | 2.00%    | 1.00%    |
| 产能(万吨)             |          | 0.85     | 2.42     | 2.34     |          |          |          |          |
| 产量(万吨)             | 0.63     | 0.81     | 0.95     | 1.14     |          |          |          |          |
| 销量(万吨)             | 0.6      | 0.79     | 0.93     | 1.11     | 1.33     | 1.55     | 1.78     | 2.3      |
| YOY                |          | 31.67%   | 17.72%   | 19.35%   | 20.00%   | 16.00%   | 15.00%   |          |
| 占调味品业务收入比例         | 16.56%   | 17.35%   | 16.79%   | 16.14%   |          |          |          |          |
| <b>酱类</b>          | 36       | 44       | 49       | 57       | 61.33    | 66.00    | 71.73    | 80.59    |
| YOY                |          | 22.22%   | 11.36%   | 16.33%   | 7.59%    | 10.00%   | 15.00%   | 13.00%   |
| 价格(元/吨)            | 6101.69  | 6285.71  | 6901.41  | 7916.67  | 8391.67  | 8811.25  | 9251.81  | 9714.40  |
| YOY                |          | 3.02%    | 9.80%    | 14.71%   | 6.00%    | 5.00%    | 5.00%    | 5.00%    |
| 产能(万吨)             |          | 0.75     | 2.88     | 2.88     |          |          |          |          |
| 产量(万吨)             | 0.61     | 0.7      | 0.71     | 0.75     |          |          |          |          |
| 销量(万吨)             | 0.59     | 0.7      | 0.71     | 0.72     | 0.73     | 0.75     | 0.78     | 0.83     |
| YOY                |          | 18.64%   | 1.43%    | 1.41%    | 1.50%    | 2.50%    | 3.50%    | 7.00%    |
| 占调味品业务收入比例         | 5.57%    | 5.49%    | 4.70%    | 4.38%    |          |          |          |          |
| <b>其他调味品</b>       | 65.94    | 72.45    | 79.88    | 100.97   | 126.21   | 157.77   | 197.21   | 246.51   |
| YOY                |          | 9.87%    | 10.26%   | 26.40%   | 25.00%   | 25.00%   | 25.00%   | 25.00%   |
| <b>毛利率</b>         |          |          |          |          |          |          |          |          |
| 酱油                 | 21.51%   | 28.21%   | 26.56%   | 27.89%   | 28.00%   | 31.50%   | 32.00%   | 32.30%   |
| 鸡粉                 | 25.23%   | 29.50%   | 27.43%   | 29.90%   | 32.10%   | 33.50%   | 33.50%   | 33.80%   |
| 酱类                 | 2.78%    | 11.36%   | 18.37%   | 11.35%   | 11.00%   | 11.00%   | 12.00%   | 14.00%   |
| 其他                 | 14.19%   | 14.73%   | 10.16%   | 35.12%   | 36.00%   | 35.00%   | 35.00%   | 35.00%   |
| <b>主营业务成本(百万元)</b> | 514.59   | 590.75   | 780.75   | 927.36   | 1150.22  | 1387.04  | 1721.20  | 2188.85  |
| <b>酱油</b>          | 343.00   | 391.97   | 541.99   | 663.41   | 841.22   | 1026.50  | 1296.18  | 1655.15  |
| 单吨成本(元/吨)          | 3625.81  | 3609.33  | 3930.29  | 4097.67  | 4329.94  | 4366.63  | 4594.84  | 4849.04  |
| YOY                |          | -0.45%   | 8.89%    | 4.26%    | 5.67%    | 0.85%    | 5.23%    | 5.53%    |
| <b>鸡粉</b>          | 80.00    | 98.00    | 127.00   | 147.91   | 173.64   | 199.24   | 233.71   | 304.17   |
| 单吨成本(元/吨)          | 13333.98 | 12404.43 | 13655.65 | 13325.32 | 13036.19 | 12895.07 | 13152.98 | 13224.58 |
| YOY                |          | -6.97%   | 10.09%   | -2.42%   | -2.17%   | -1.08%   | 2.00%    | 0.54%    |
| <b>酱类</b>          | 35.00    | 39.00    | 40.00    | 50.53    | 54.58    | 58.74    | 63.12    | 69.30    |
| 单吨成本(元/吨)          | 5932.07  | 5571.66  | 5633.62  | 7018.13  | 7468.58  | 7842.01  | 8141.60  | 8354.39  |
| YOY                |          | -6.08%   | 1.11%    | 24.58%   | 6.42%    | 5.00%    | 3.82%    | 2.61%    |
| <b>其他调味品</b>       | 56.59    | 61.78    | 71.77    | 65.51    | 80.78    | 102.55   | 128.18   | 160.23   |
| YOY                |          | 9.18%    | 16.16%   | -8.72%   | 23.31%   | 26.95%   | 25.00%   | 25.00%   |

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。