



消费升级+区域扩张，调味品高增长

买入 首次

目标价格：11元

报告摘要：

- **公司以调味品和房地产为主业，是酱油行业中仅次于海天的第二龙头：**公司以调味品和房地产行业为主，1H2013二者收入占比分别为87%和10%，调味品中酱油产品占比70%左右，目前实行厨邦和美味鲜双品牌战略，厨邦定位中高端，收入占比85%左右，根据行业协会的数据，2011年公司在酱油行业中市场占有率8.6%，仅次于海天，位居行业第二位。
- **产品定位中高端，将继续受益于调味品消费升级：**收入提升和人们对健康的重视加快调味品升级，酱油、食醋等调味品毛利率从2008年的16.3%提高至2013年6月的23.2%，消费升级趋势明显，且未来有望持续；公司产品定位于中高端，且生抽占比高，行业消费升级以及酱油消费习惯由“浓”转“淡”有望带动公司销量增长；此外，公司高端新品预计十一前后推向终端市场，满足高端酱油消费需求，有望进一步提升公司品牌影响力。
- **高产品性价比和渠道利润空间推动公司区域扩张，阳西一期达产提高产能保障：**公司目前销售区域主要集中于东南沿海地区，其中广东、浙江、海南、广西和福建五个省市销售收入占公司收入的84%，未来将向华东、华中、华北及东北等地扩张，公司产品中氨基酸含量高出国家一级标准85%，性价比较高，且给经销商的渠道利润空间高于行业竞争对手，有利于公司区域扩张；此外，阳西一期项目预计明年初完工，届时将新增6万吨调味品产能，为公司区域扩张提供保障。
- **盈利预测及投资建议：**子公司房地产业务开始盈利，全年预计收入1.7亿元，净利润3400万左右。预计公司2013-2015年收入分别为23.1亿元、28.7亿元、35.7亿元，同比增长31.6%、24.3%和24.4%，归母净利润分别为2亿元、2.9亿元、3.86亿元，同比增长61.5%、44%和32.1%；对应EPS分别为0.255元、0.367元和0.485元。参照可比公司估值情况，若给予2014年30XPE，未来12个月内调味品业务对应股价11元，较目前股价，有20%的涨幅空间，给予“买入”评级。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	1,735	1,754	2,309	2,869	3,569
增长率(%)	35.8%	1.1%	31.6%	24.3%	24.4%
归母净利润(百万)	130	126	203	292	386
增长率(%)	32.8%	-3.7%	61.5%	44.0%	32.1%
每股收益	0.164	0.158	0.255	0.367	0.485
市盈率	25	58	36	25	19

食品饮料行业

分析师：

苏青青 (S1180512060001)

电话：021-51782237

Email: suqingqing@hysec.com

研究助理：

刘洋

电话：021-51782230

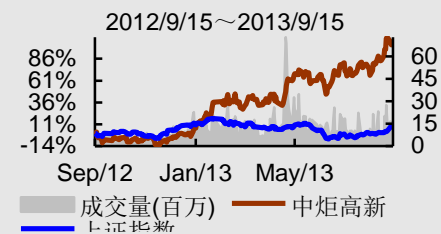
Email: liuyang1@hysec.com

陈嵩昆

电话：021-51782231

Email: chensongkun@hysec.com

市场表现



相关研究

《伊利股份：投资辉山乳业，保障原料奶供应》

2013/9/10

《乳品继续上涨，白酒反弹将近》

2013/9/8

《伊力特：白酒快速恢复，煤化工重组减亏》

2013/9/5

《茅台跌停，投资机会凸显》

2013/9/2

《贵州茅台：基本面最差时点已经过去》

2013/9/2

目录

一、主营调味品和房地产业务，对美味鲜实行现金激励.....	4
1、酱油产品实行厨邦、美味鲜双品牌战略，调味品市场占有率位居行业第二位.....	4
(1) 2004年后公司逐步以调味品和房地产业务为主.....	4
(2) 酱油产品实行双品牌战略，厨邦系列以中高端产品为主.....	5
(3) 酱油行业市场占有率 8.6%，位居行业第二位.....	6
2、火炬集团持有公司 10.7% 股权，公司对美味鲜实行现金激励.....	7
二、消费升级和区域扩张推动调味品增长，房地产开始盈利.....	9
1、消费升级促进酱油消费品牌化，区域扩张推动公司收入增长.....	9
(1) 消费升级带动公司收入增长.....	9
(2) 产品性价比高、渠道利润空间大，有助于推动区域扩张.....	10
(3) 新产品即将上市，阳西一期 14 年初达产，新增产能 6 万吨.....	13
2、一期住宅项目已经开始确认收入，房地产业务开始盈利.....	13
三、盈利预测和投资建议.....	14
1、核心假设.....	14
2、预测结论.....	16
3、相对估值及投资建议.....	16

插图

图 1: 2004 年后公司扩产美味鲜, 着力发展调味品和房地产业.....	4
图 2: 1H2013 公司调味品收入占比 87%.....	5
图 3: 调味品收入占比提升, 房地产收入波动较大.....	5
图 4: 公司调味品维持 20% 以上的收入增速.....	5
图 5: 调味品中酱油收入占比 70% 左右.....	5
图 6: 公司调味品毛利率总体处于提升态势.....	6
图 7: 与同类产品相比, 公司产品定位于中高端.....	6
图 8: 2011 年公司酱油产品市场占有率 8.6%, 位居行业第二位.....	7
图 9: 公司股权结构图.....	8
图 10: 公司主要子公司及其经营情况 (百万元).....	8
图 11: 调味品行业毛利率处于上升趋势.....	9
图 12: 生抽营养健康占比将进一步提升.....	9
图 13: 预计 09-12 年公司调味品产量 CAGR 为 22.6%.....	10
图 14: 公司氨基酸态氮含量居行业领先.....	10
图 15: 2012 年东南沿海地区 (两广、浙江、海南和福建) 占公司销售收入的 84%.....	11
图 16: 精耕东南沿海地区, 向其他区域扩张.....	12
图 17: 主要调味品企业销售渠道模式和重点区域对比.....	12
图 18: 主要酱油企业目前产能及未来扩产计划.....	13
图 19: 2013 年公司房地产业务预计可实现销售收入 1.7 亿 (百万元).....	14
图 20: 一期住宅项目已经开始确认收入, 预计项目可实现总收入 6.6 亿元.....	14
图 21: 分产品收入预测.....	15
图 22: 可比上市公司估值一览表 (以 2013-9-12 为参考基准日).....	16

一、主营调味品和房地产业务，对美味鲜实行现金激励

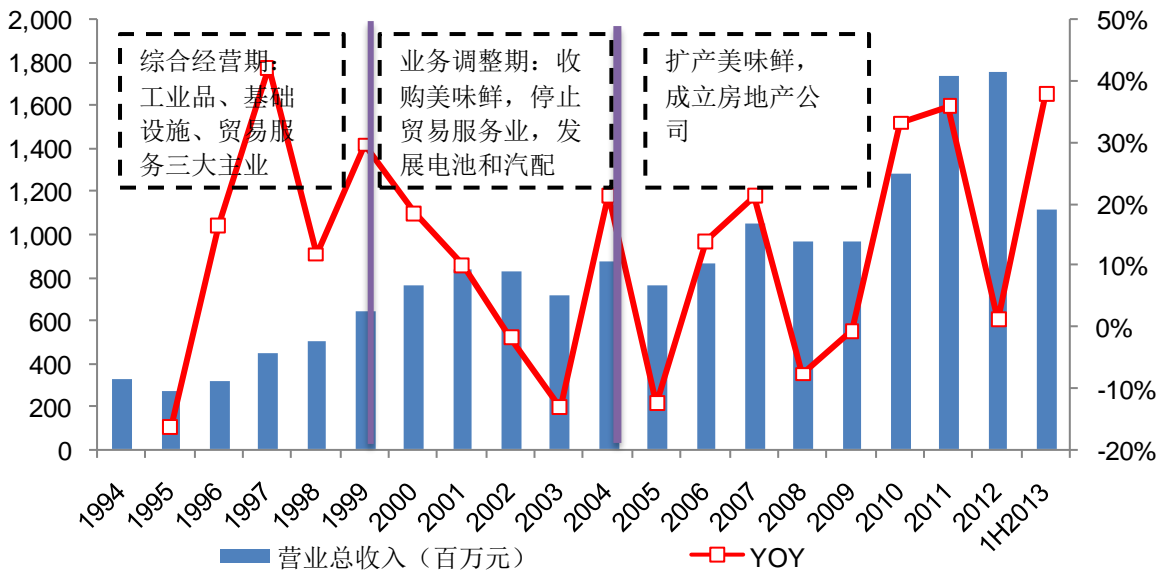
1、酱油产品实行厨邦、美味鲜双品牌战略，调味品市场占有率位居行业第二位

(1) 2004年后公司逐步以调味品和房地产业务为主

经过产业调整，2004年后公司逐步以调味品和房地产业务为主：公司1994年开始上市，1999年收购中山美味鲜食品厂，经过产业逐步调整，形成了目前以调味品和房地产两大主业；从公司产业发展阶段看，可以将公司划分成三个发展时期：

- ◆ **1994-1999年，综合经营期：**公司经营涉及电池、电子、机电一体化、新材料、医疗生物工程等多个高新技术群，形成了工业品生产开发、基础设施开发、贸易服务业三大主要产业；
- ◆ **2000-2003年，产业优化调整期：**公司于1999年收购中山市美味鲜食品总厂，并于2000年通过资产置换置出了13家下属公司股权，而后逐步停止了贸易服务业，集中力量开展氢镍电池、汽车配件等工业品的规模生产；
- ◆ **2004年后，主要发展调味品和房地产两大主业：**公司2004年开始扩产美味鲜，2007年成立中汇公司从事房地产开发，逐步形成了目前的以调味品和房地产为主导的产业结构。

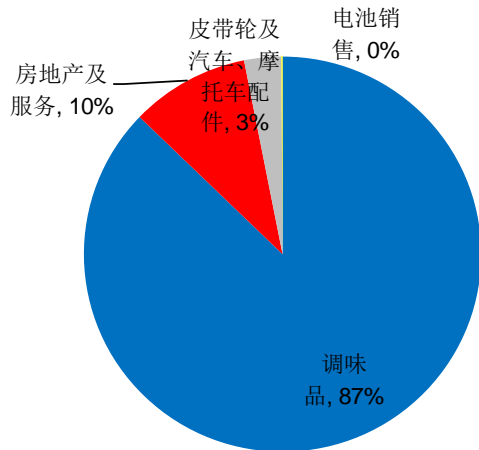
图 1：2004年后公司扩产美味鲜，着力发展调味品和房地产业务



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

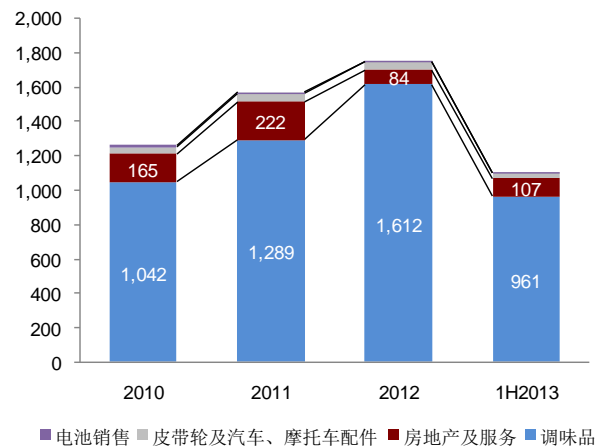
- ◆ **1H2013 公司调味品和房地产收入占比分别为 87%和 10%：**公司调味品收入占比从2010年的 83%，提高至 2012 年的 92%，2012 年房地产收入占比 5%；2013 年上半年因房地产收入增加致 1H2013 年房地产收入占比提高至 10%。

图 2: 1H2013 公司调味品收入占比 87%



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 3: 调味品收入占比提升, 房地产收入波动较大



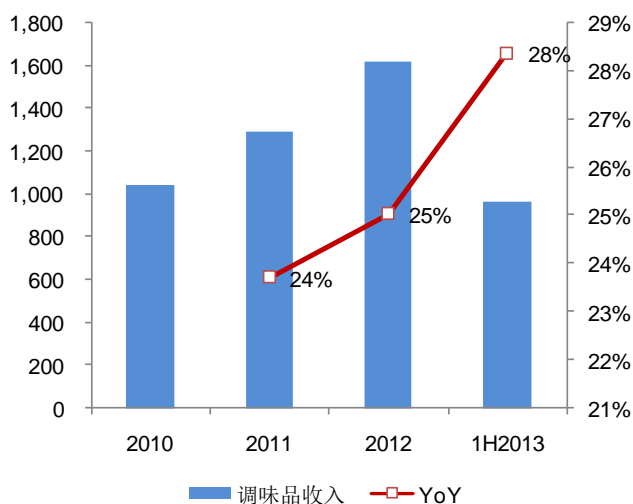
资料来源: Wind, 宏源证券研究所

(2) 酱油产品实行双品牌战略, 厨邦系列以中高端产品为主

公司调味品收入快速增长, 1H2013 增速为 28%, 其中酱油占比 70%, 且以中高端产品为主, 厨邦收入在酱油中占比 85%左右:

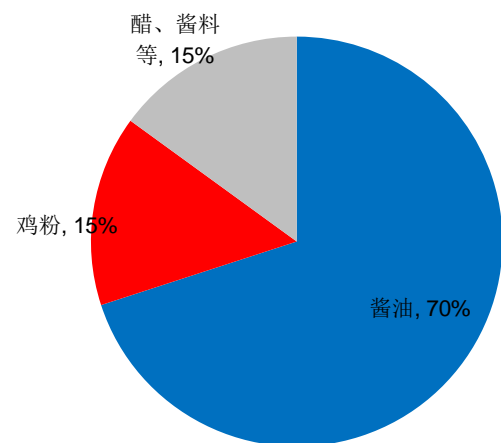
- ◆ 1H2013 调味品收入增速 28%, 公司调味品近年来保持快速增长, 2011 年和 2012 年增速分别为 24%和 25%, 预计今年增速也将维持在 25%左右;
- ◆ 调味品中以酱油为主, 占比 70%左右, 鸡粉占比 15%左右, 醋、酱料等产品占比 15%;

图 4: 公司调味品维持 20%以上的收入增速



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 5: 调味品中酱油收入占比 70%左右

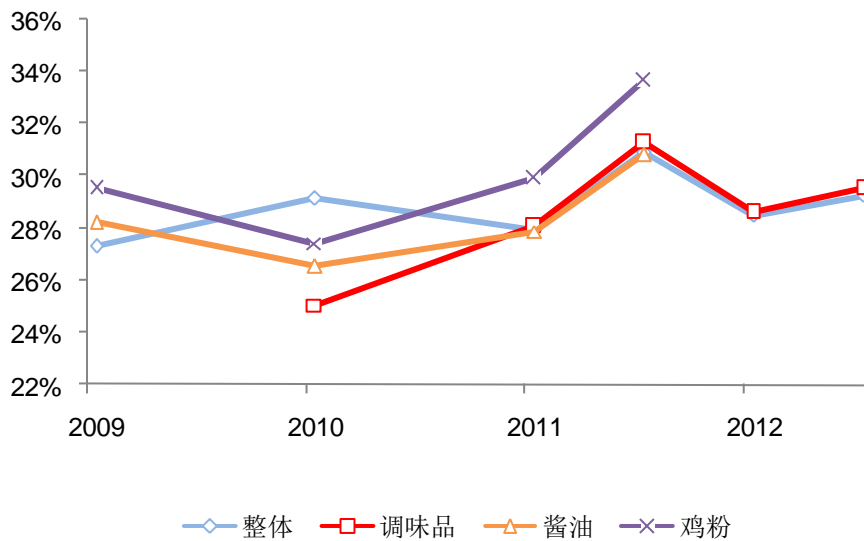


资料来源: Wind, 宏源证券研究所

- ◆ 酱油实行双品牌战略, 中高档品牌厨邦在酱油中收入占比 85%, 毛利率 30%左右: 公司实行厨邦和美味鲜双品牌战略, 厨邦定位中高端, 主要面向家庭消费者, 目前收入占比 85%左右, 毛利率 30%; 美味鲜价格略低, 主要面向餐饮消费渠道, 预计毛

利率 26%左右。

图 6: 公司调味品毛利率总体处于提升态势



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 7: 与同类产品相比, 公司产品定位于中高端

	中端代表产品	价格/500ml	高端代表产品	价格/500ml
中炬高新	厨邦特级鲜味生抽	9.51	厨邦小淘气酱油	13.33
	厨邦美味鲜酱油	8.55	厨邦蒸鱼豉油	10.71
	厨邦海鲜酱油	8.80	厨邦味极鲜酱油	10.00
海天	金标生抽	6.20	淡口酱油	13.29
	草菇老抽	6.90	双璜生抽	10.43
	味极鲜酱油	8.14	鱼生酱油	18.75
李锦记	精选生抽	7.90	蒸鱼豉油	13.60
	精选老抽	7.14	豉油鸡汁	14.73
	一品鲜特级酱油	8.70	秘制红烧汁	16.18
加加	红烧酱油	6.00	特级烧菜酱油	11.00
	面条鲜	7.80	原酿造	24.44
欣和	味极鲜酱油	6.39	六月鲜特级原汁酱油	16.90
	冰糖老抽	7.50	遵循自然原酿酱油	26.80
			禾然有机酱油	35.80

资料来源: 网络公开资料, 宏源证券研究所

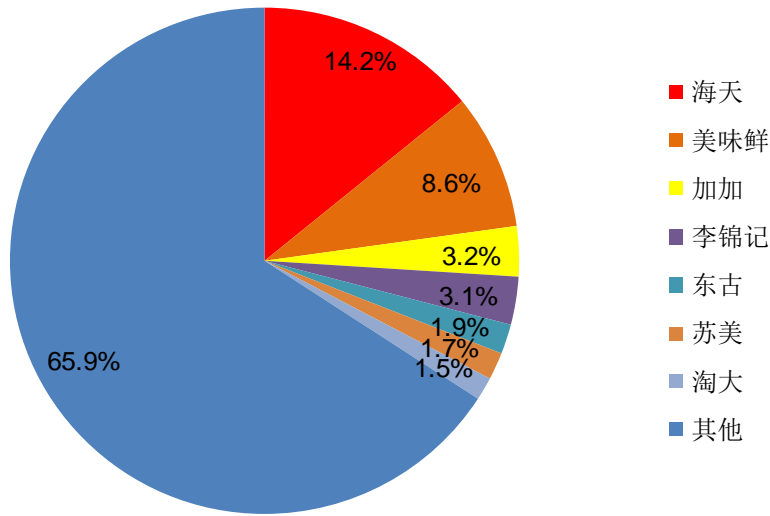
(3) 酱油行业市场占有率 8.6%, 位居行业第二位

根据调味品行业协会数据, 公司 2011 年酱油产量 57 万吨 (为按照氨基酸态氮标准计算, 公司实际产能 30 万吨, 2011 年酱油产量 16 万吨), 市场占有率 8.6%, 位居行业第二位:

◆ 行业集中度相对较低, CR5=30.9%, 由于位于前列的酱油产品品质相对较好, 氨基

酸态氮含量较小企业高，若按实际产量计算，酱油行业集中度可能更低；

图 8：2011 年公司酱油产品市场占有率 8.6%，位居行业第二位



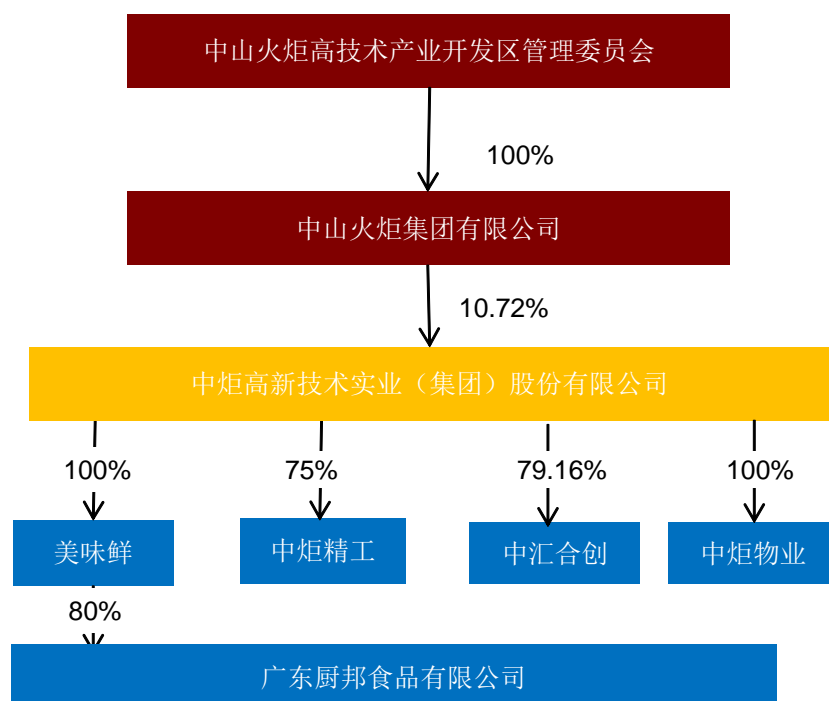
资料来源：网络公开资料，宏源证券研究所

2、火炬集团持有公司 10.7%股权，公司对美味鲜实行现金激励

公司股权相对分散，最大的股东中山火炬高技术产业开发区管理委员会通过中山火炬集团有限公司持有公司 10.7%的股权；公司通过美味鲜公司持股厨邦公司 80%股权，并建设阳西生产基地，设计调味品产能 46.88 万吨：

- ◆ **火炬集团持有公司 10.7%股权：**公司股权结构相对分散，中山火炬高技术产业开发区管理委员会通过中山火炬集团有限公司持有公司 10.7%的股权；
- ◆ **中炬高新通过美味鲜和中汇合创两家子公司分别经营调味品和房地产业务：**公司对美味鲜 100%控股，对中汇合创持股比例为 79.2%，此外，公司还有中炬精工、中炬物业等子公司经营公司汽配、物业等其他业务；
- ◆ **通过美味鲜公司持股厨邦公司 80%股权，建设阳西生产基地，调味品设计产能 46.88 万吨：**公司通过美味鲜公司持股 80%广东厨邦食品有限公司股权（北京朗天慧德投资管理有限公司作为战略投资者持有 20%股份），建设阳西生产基地，项目总投资为 14.98 亿元，达产后，可达到年新增各类调味品及相关食品 46.88 万吨的生产能力，有助于公司实行异地扩张；

图 9：公司股权结构图



资料来源：网络公开资料，宏源证券研究所

- ◆ **公司对美味鲜实行现金激励：**公司激励机制受国资委文件的约束，激励的力度有限，但对子公司美味鲜实行现金激励，美味鲜高管在完成董事会的经营指标后会有现金激励，以保障员工积极性。

图 10：公司主要子公司及其经营情况（百万元）

公司名称	营业范围	注册资本	2012 年营业收入	营业收入 YOY	2012 年净利润	净利润 YOY
广东美味鲜调味食品有限公司	生产、销售各类调味品	200	1618.0	25.03%	1.5	45.10%
中山中炬森莱高技术有限公司	生产镍镉、镍氢系列电池产品、动力电池、电池生产及原材料销售	45	1.0	-85.50%	-12.1	减亏
中山中炬精工机械有限公司	生产汽车、摩托车配件	20	51.1	-1.84%	0.6	扭亏
中兴（科技）贸易发展有限公司	贸易、投资				-0.3	减亏
中山创新科技发展有限公司	科技项目投资开发及配套服务；设备租赁及技术咨询	24	3.9	-5.90%	12.9	1940.00%
广东中汇合创房地产有限公司	房地产开发	1065	0.0		2.6	扭亏

中山市中炬高新物业管理有限公司	园区物业管理	3	8.7	17.20%	0.2	-19.70%
中山市天骄稀土材料有限公司	加工销售稀土系储氢材料、稀土新材料	20	36.4	-28.10%	-4.5	亏损
中山市中炬小额贷款股份有限公司	小额贷款业务	200	29.7	-8.00%	13.6	45.10%
中山东凤珠江村镇银行股份有限公司	存、贷款业务	150	13.6	100.00%	5.3	464.89%

资料来源：公司年报，宏源证券研究所

二、消费升级和区域扩张推动调味品增长，房地产开始盈利

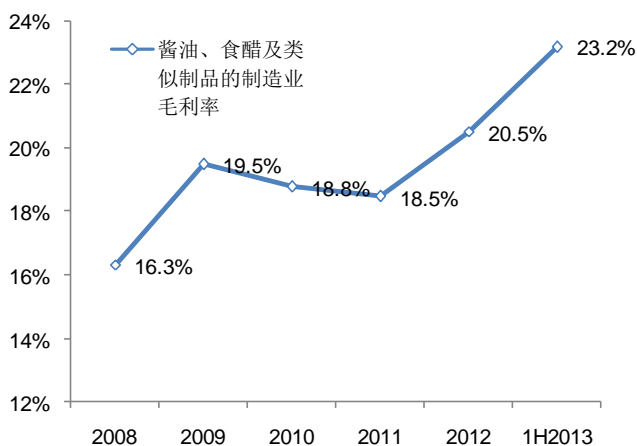
1、消费升级促进酱油消费品牌化，区域扩张推动公司收入增长

(1) 消费升级带动公司收入增长

调味品行业将继续受益于消费升级，公司产品定位中高档，行业高景气推动销售快速增长：

- ◆ **收入提升带动调味品消费升级：**调味品整体消费体量占居民收入比例较小，随着收入提升和人们对健康的重视，调味品升级呈现加速趋势，截止 2013 年 6 月底，酱油、食醋及类似制品的毛利率为 23.2%，高于 2008 年截止 11 月底的 16.3%，调味品消费升级趋势明显，且未来有望持续；
- ◆ **生抽营养健康、价格相对较高，生抽消费占比提升带动行业消费升级：**生抽主要用于调鲜，氨基酸含量高，营养健康，目前在酱油产品中消费占比 30%-40%，而老抽含盐量高，主要用于上色，目前消费占比 60%-70%；随着生抽消费理念的普及，生抽对老抽的替代越来越普遍，生抽消费占比提升有望带动行业消费升级；

图 11：调味品行业毛利率处于上升趋势



注：2008-2010 年为截至 11 月数据

资料来源：Wind，宏源证券研究所

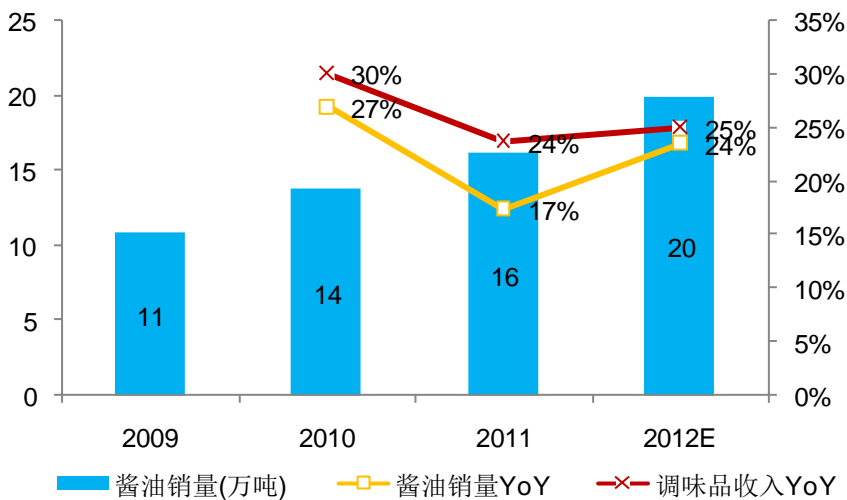
图 12：生抽营养健康占比将进一步提升

	特点	用途	消费占比
老抽（浓酱油）	在原汁酱油基础上加入焦糖色，含糖、盐量较高	调色	60%-70%
生抽（淡酱油）	氨基酸含量高，对人体更健康，使用范围广，用量大	调鲜	30%-40%

资料来源：Wind，宏源证券研究所

- ◆ 公司产品中生抽占比高，且定位于中高档，将受益于消费升级：公司地处广东，主要生产广式酱油，产品几乎全部为生抽产品，此外，通过前面的分析，我们也可以看出，公司产品定位于中高端，价格相对较高，且与其他酱油相比拥有性价比优势，在行业升级的大背景下，公司将继续受益于消费升级，销量增速有望维持在 20% 以上。

图 13: 预计 09-12 年公司调味品产量 CAGR 为 22.6%



注：2012 年公司酱油销量为预测值

资料来源：公司年报，公司调研，宏源证券研究所

（2）产品性价比高、渠道利润空间大，有助于推动区域扩张

公司产品性价比高、给经销商利润空间大，利于公司全国化扩张：

- ◆ 公司产品氨基酸含量高出国家一级标准 85%，性价比较高：公司产品主要用优质东北大豆为原料，采用高盐稀态的传统酱油发酵工艺，“晒足 180 天”，氨基酸含量高出国家一级标准 85%，从我们跟踪的主要产品看，公司氨基酸态氮含量每 100ml 高于 1.2 克，位于行业前列；

图 14: 公司氨基酸态氮含量居行业领先

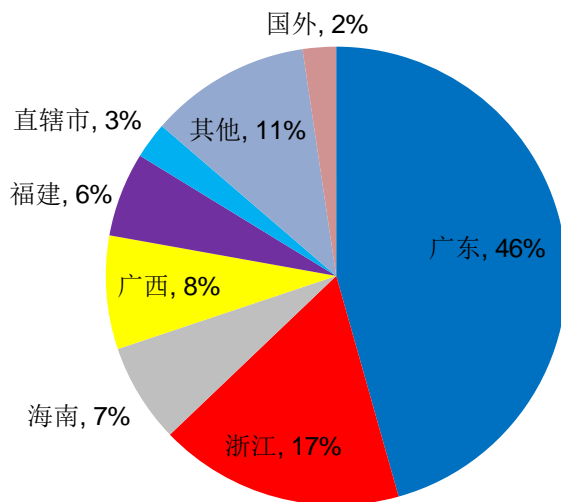
企业	产品	氨基酸态氮含量 (g/100ml)
中炬高新	厨邦特级鲜味生抽	≥1.30
	厨邦海鲜酱油	≥1.20
海天	特级金标生抽	≥1.20
	特级一品鲜酱油	≥1.20
	金标生抽	≥1.00
李锦记	味极鲜特级酱油	≥1.20
	精选生抽	≥0.80
	薄盐生抽	≥0.55
加加	原酿造	≥1.20
	凉拌生抽	≥0.40
珠江桥	金标生抽	≥0.80
味事达	味极鲜蒸鱼酱油	≥0.85

欣和	六月鲜酱油	≥1.20
淘大	头道鲜特级生抽	≥0.80

资料来源：公司年报，公司调研，宏源证券研究所

- ◆ **目前仍是主销东南沿海的区域性品牌：**公司销售区域主要集中于东南沿海地区，其中广东、浙江、海南、广西和福建五个省市销售收入占公司收入的 84%，区域扩张的空间大；

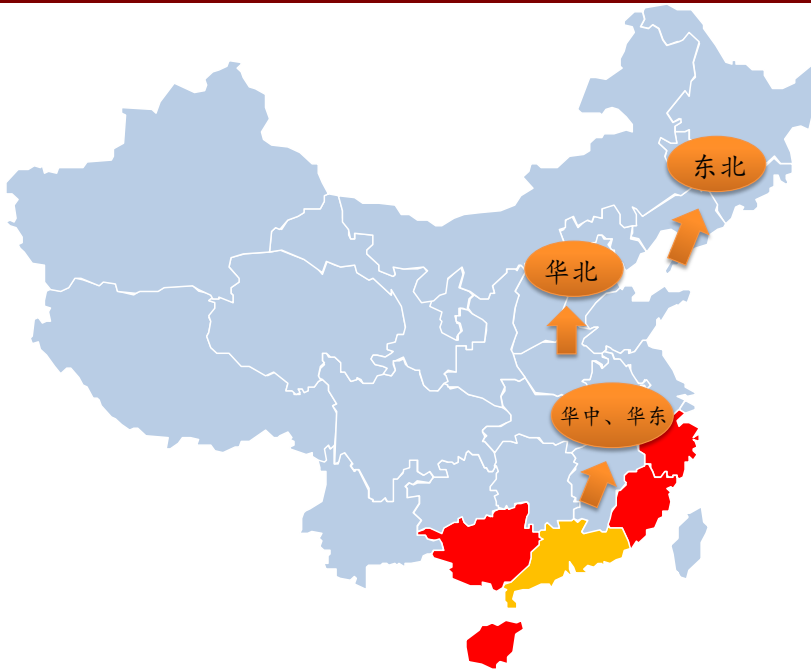
图 15：2012 年东南沿海地区（两广、浙江、海南和福建）占公司销售收入的 84%



资料来源：公司年报，公司调研，宏源证券研究所

- ◆ **未来将重点向华北和东北等区域扩张：**东南沿海为公司核心销售区域，未来将精耕细作，同时对于非主营区域从省会向地市级城市扩张，将重点向华东、华北和东北等区域市场扩张；

图 16: 精耕东南沿海地区, 向其他区域扩张



资料来源: 公司年报, 公司调研, 宏源证券研究所

- ◆ **公司给经销商折扣较海天高, 有利于产品全国化扩张:** 公司目前实行三层经销商体系, 一级经销商 700 多个, 每年增 5% 左右, 此外, 公司给经销商的折扣高于行业龙头海天, 叠加公司产品性价比较高的特点, 有利于公司产品全国化扩张; 近年来公司在东北、华北等发展中的区域选择重点市场做扩张工作, 在东北试点效果不错, 增速能够达到 40%;
- ◆ **餐饮和商超渠道可拓展空间大:** 公司 70% 流通领域 (农贸市场和小店), 30% 为商超和餐饮, 公司从 2012 年计划未来 5 年把商超和餐饮渠道收入占比提高至 45%, 餐饮和商超市场将为公司打开巨大的市场空间, 保障未来增长。

图 17: 主要调味品企业销售渠道模式和重点区域对比

	中炬高新	海天股份	李锦记	加加食品
渠道模式	经销模式收入占比 90% 以上, 广东本地大超市采用直供模式。拥有一级经销商 720-730 家, 主营销区覆盖到县级以下	经销模式, 不直接向终端销售。拥有 1500 多家经销商、5000 多家分销商。地市经销商开发率 90%, 县级经销商开发率 45%	在上海、广州、北京和成都设立销售部, 对经销商要求高, 不随意发展	12 年底共 1201 个一级经销商, 覆盖全国 80% 的县, 直营比例低。以传统渠道为主, 正在拓展餐饮、KA 等渠道
终端网点分布	70% 在农贸市场、小店等传统流通领域, 商超、餐饮占比 30%。未来比例发展到约 1:1	基本覆盖全国县级以上, 有些深入到乡镇; 出口 100 个国家和地区	从高端餐饮渠道向下扩展到商超	之前主要是二三线城市的商超、零售店和农贸市场, 通过 KA 事业部运作现陆续进入一线城市 KA 卖场

重点区域	广东、浙江、广西、福建、海南	华北、华东、华南	华南地区及一线城市	湖南、河南、江西、湖北、安徽
------	----------------	----------	-----------	----------------

资料来源：公司年报，公司调研，宏源证券研究所

(3) 新产品即将上市，阳西一期 14 年初达产，新增产能 6 万吨

新品国庆后面向市场，定位高端：新品目前正在向经销商推广，预计十一前后推向终端市场，主营销区由于销售网络比较密集，会更多的看到新产品；我们预计新品较目前产品比将更为高端，进一步迎合消费升级需要，满足高端酱油消费需求。

阳西基地一期明年达产，为公司扩张提供产能保障：阳西基地的建设分为三期，全部达产后能够新增 40 多万吨的产能，目前在进行一期的扩产，预计明年初完工，预计下半年有产品出厂，届时将新增 6 万吨左右的生产能力。

图 18：主要酱油企业目前产能及未来扩产计划

	现有产能	扩张计划
海天股份	2010 年，公司及子公司高明海天年生产酱油 93 万吨，调味酱 7 万吨，蚝油 17 万吨	募投 150 万吨产能 2015 年全部达产。届时公司全部酱油产能达 185 万吨，调味酱产能达 30 万吨
加加食品	加加及王中王合计调味品产能 42 万吨，其中酱油产能 22 万吨，植物油产能 10.1 万吨	募投 20 万吨酱油、1 万吨茶油预计 2013 年年底投产；超募 3 万吨食醋预计 2014 年初投产；王中王扩建的 3 万吨酱油、5 万吨植物油目前已经逐步投产
中炬高新	中山厂区目前产能 30 多万吨	阳西生产基地分三期建设，调味品总产能 47 万吨，首期 2014 年初竣工，完成后新增 6 万吨产能，二期 2014-2016，三期 2016-2018
李锦记	现有酱油产能 30 万吨	-

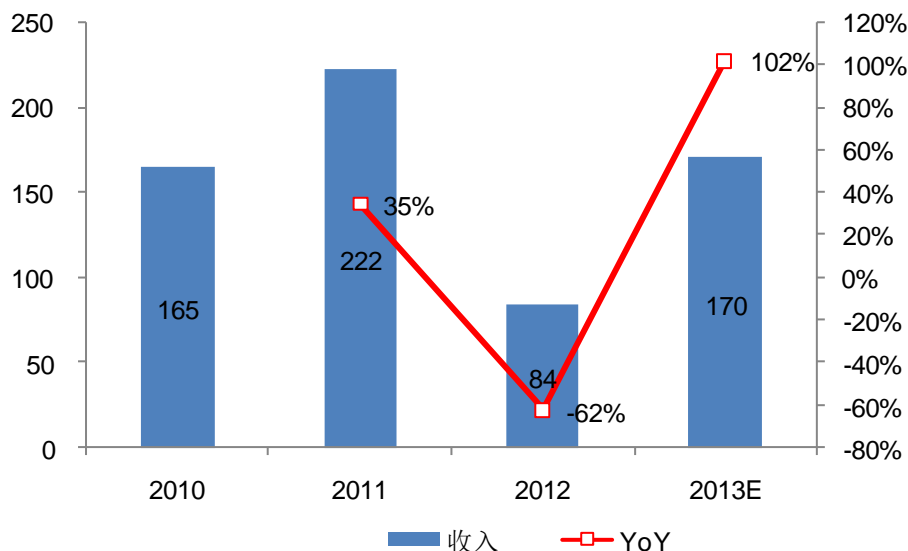
资料来源：公司年报，公司调研，宏源证券研究所

2、一期住宅项目已经开始确认收入，房地产业务开始盈利

公司房地产业务以下属中汇子公司对中山商住地开发为主，总的建筑面积 160 万平方米，目前“汇景东方花园”一期已经开始确认收入，二期预计明年开始确认：

- ◆ 公司土地储备 1600 亩，来自于 2001 年同政府的资产置换，由于轻轨的建设，土地开发一度搁置，2007 年轻轨建设完成之后，才逐步开始了规划建设；
- ◆ “汇景东方花园”一期 6 万平方米低密度住宅及配套商住开发项目于 2010 年正式开始建设，预计 2013 年整体竣工，该楼盘自 2011 年 5 月开盘销售，截止 2012 年 6 月 30 日均价为 11300 元/平方米，以此估计整个一期工程的总收入约为 6.6 亿元，**2013 年上半年一期收入开始确认，上半年房地产收入 1.07 亿元，全年预计收入 1.7 亿元，净利润 3400 万左右；**

图 19: 2013 年公司房地产业务预计可实现销售收入 1.7 亿 (百万元)



资料来源: 中炬高新 2012 年度第一期短期融资券募集说明书, 公司调研, 宏源证券研究所

- ◆ “汇景东方花园”二期 9 万平方米高层住宅项目于 2012 年开始建设, 计划于 2015 年竣工, 该楼盘计划年内开盘销售, 收入的确认要到 2014 年开始, 按该区域内房屋价格 6000 元左右估算, 二期项目销售的总收入 5 亿元左右;
- ◆ 公司整体的 160 万平方米面积的开发原计划 8-10 年内完成, 目前看进度稍慢, 但未来不排除建设加快, 整体收入预计超过 100 亿元, 净利润 20 亿元。

图 20: 一期住宅项目已经开始确认收入, 预计项目可实现总收入 6.6 亿元

	项目类型	开发面积	开工时间	竣工时间	开盘时间	预计收入开始确认时间	已确认收入	预计项目总收入
“汇景东方花园”一期	低密度住宅及配套商业开发	6 万平方米	2010 年	2013 年	2011 年 5 月	2013 年	上半年收入 1.07 亿元, 全年预计收入 1.7 亿元	6.6 亿元
“汇景东方花园”二期	高层住宅项目	9 万平方米	2012 年	2015 年	2013 年下半年	2014 年	尚未确认	5 亿元

注: 一期预计收入根据公司 12 年公布的已售住宅均价计算; 二期根据该区域内房屋均价估算

资料来源: 中炬高新 2012 年度第一期短期融资券募集说明书, 公司调研, 宏源证券研究所

三、盈利预测和投资建议

1、核心假设

- ◆ 预计调味品业务 2013 年至 2015 年年收入增速 25%, 2013 年毛利率 29.2%, 因今年十月高端新品的推出, 预计明年毛利率 30.2%, 2014 年毛利率 31%;

- ◆ 预计 2013 年房地产及服务业务收入 2.1 亿，2014 年和 2015 年收入增长 20%，预计总部物业收入占比逐年降低，三年毛利率分别为 31%、33%和 35%左右；
- ◆ 预计公司销售费用率 13-15 年分别为 9%、8.8%和 8.8%，管理费用率 2013-2015 年分别为 9.2%、9%和 9%。

图 21: 分产品收入预测

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
调味品						
销售收入 (百万元)	1041.88	1288.97	1611.62	2015	2518	3148
YoY	#DIV/0!	23.7%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
销售成本 (百万元)	780.75	927.36	1150.53	1426	1758	2172
毛利 (百万元)	261.13	361.61	461.10	588	760	976
毛利率	25.1%	28.1%	28.6%	29.2%	30.2%	31.0%
房地产及服务						
销售收入 (百万元)	164.56	221.90	84.12	210.00	252.00	302.40
YoY	#DIV/0!	34.8%	-62.1%	149.6%	20.0%	20.0%
销售成本 (百万元)	61.97	151.70	55.75	144.90	168.84	196.56
毛利 (百万元)	102.60	70.21	28.38	65.10	83.16	105.84
毛利率	62.3%	31.6%	33.7%	31.0%	33.0%	35.0%
皮带轮及汽车、摩托车配件						
销售收入 (百万元)	41.24	49.72	48.43	82.34	98.80	118.56
YoY	#DIV/0!	20.6%	-2.6%	70.0%	20.0%	20.0%
销售成本 (百万元)	35.06	42.95	38.10	65.87	77.07	90.11
毛利 (百万元)	6.19	6.78	10.34	16.47	21.74	28.46
毛利率	15.0%	13.6%	21.3%	20.0%	22.0%	24.0%
电池销售						
销售收入 (百万元)	14.82	6.46	0.50	1.75	0.00	0.00
YoY	#DIV/0!	-56.4%	-92.3%	250.0%	0.0%	0.0%
销售成本 (百万元)	14.41	5.62	0.50	1.76	0.00	0.00
毛利 (百万元)	0.41	0.84	0.00	-0.01	0.00	0.00
毛利率	2.8%	13.0%	-0.5%	-0.5%	0.0%	0.0%
主营业务收入	1262	1567	1745	2309	2869	3569
其他业务收入	15.42	168.34	9.66	0.00	0.00	0.00
业务总收入	1278	1735	1754	2309	2869	3569
YoY	#DIV/0!	35.8%	1.1%	31.6%	24.3%	24.4%
主营业务成本	892.18	1127.62	1244.87	1639	2004	2459
其他业务成本	13.65	123.36	9.49	0	0	1
业务总成本	906	1251	1254	1639	2004	2460
毛利率	29.1%	27.9%	28.5%	29.0%	30.2%	31.1%

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

2、预测结论

预计 2013-2015 年收入分别为 23.1 亿元、28.7 亿元、35.7 亿元, 同比增长 31.6%、24.3% 和 24.4%, 归属母公司的净利润分别为 2 亿元、2.9 亿元、3.86 亿元, 同比增长 61.5%、44% 和 32.1%; 对应 EPS 分别为 0.255 元、0.367 元和 0.485 元。

3、相对估值及投资建议

考虑到公司调味品和房地产业务且差异较大, 我们分开考虑公司估值情况:

- ◆ **房地产及其他服务业: 房地产子公司业务:** 预计 2013 年至 2015 年收入分别为 1.7 亿、2 亿和 2.5 亿, 按 20% 左右的净利率计算, 预计净利润为 0.34 亿、0.4 亿和 0.5 亿; **母公司业务 (房地产及其他服务业为主):** 预计母公司业务 13-15 年亏损分别为 0.33 亿、0.33 亿和 0.33 亿, 综合考虑 2013 和 2014 年公司房地产及服务业务贡献利润较少, 暂不考虑其估值贡献情况;
- ◆ **调味品业务:** 预计 2013 年至 2015 年收入分别为 20.2 亿、25.2 亿和 31.5 亿, 考虑到其他业务贡献利润加总后较少, 预计归母净利润分别为 2 亿元、2.9 亿元、3.86 亿元, 同比增长 61.5%、44% 和 32.1%; 对应 EPS 分别为 0.255 元、0.367 元和 0.485 元。参照可比公司估值情况, 若给予 2014 年 30XPE, 未来 12 个月内调味品业务对对应股价 11 元, 较目前股价, 有 20% 的涨幅空间, 给予“买入”评级。

图 22: 可比上市公司估值一览表 (以 2013-9-12 为参考基准日)

公司名称	收盘价	12EPS	13EPS	14EPS	13YOY	14YOY	13PE	14PE
恒顺醋业	28.9	-0.29	0.47	0.79	-261%	69%	61	36
三全食品	20.1	0.35	0.45	0.61	30%	35%	44	33
双塔食品	12.9	0.22	0.27	0.35	25%	30%	48	37
涪陵榨菜	33.3	0.82	1.02	1.25	25%	22%	33	27
洽洽食品	19.1	0.84	0.84	1.00	0%	19%	23	19
海欣食品	13.9	0.47	0.54	0.71	16%	31%	26	20
加加食品	16.2	0.76	0.87	1.13	14%	29%	19	14

注: 盈利预测来源于 wind 上的一致盈利预测中值。

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 23: 三张财务报表分析摘要

财务报表预测 (单位: 百万元)									
利润表	2012	2013E	2014E	2015E	资产负债表	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,754	2,309	2,869	3,569	货币资金	355	400	500	600
YOY	1%	32%	24%	24%	应收和预付款项	132	183	217	258
营业成本	1,254	1,639	2,004	2,460	存货	1246	1347	1372	1482
毛利	500	670	865	1109	其他流动资产	302	1	1	1
% 营业收入	28%	29%	30%	31%	长期股权投资	93	93	93	93
营业税金及附加	18	24	30	38	投资性房地产	520	520	520	520
% 营业收入	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	固定资产和在建工程	727	1327	1927	2527
销售费用	160	208	252	314	无形资产和开发支出	90	93	96	98
% 营业收入	9.1%	9.0%	8.8%	8.8%	其他非流动资产	0	1	1	1
管理费用	175	212	258	321	资产总计	3575	3899	4557	5277
% 营业收入	10.0%	9.2%	9.0%	9.0%	短期借款	10	509	736	907
财务费用	41	9	32	43	应付和预收款项	705	841	980	1142
% 营业收入	2.3%	0.4%	1.1%	1.2%	长期借款	75	75	75	75
资产减值损失	8	0	1	0	其他负债	465	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	1306	1425	1791	2124
投资收益	20	10	25	25	股本	797	797	797	797
营业利润	118	226	317	419	资本公积	285	285	285	285
% 营业收入	6.7%	9.8%	11.1%	11.7%	留存收益	867	1071	1363	1749
营业外收支	28	15	30	40	归属母公司股东权益	1948	2152	2445	2831
利润总额	145	241	347	459	少数股东权益	242	242	242	242
% 营业收入	8.3%	10.4%	12.1%	12.9%	股东权益合计	2190	2394	2686	3073
所得税费用	23	38	55	72	负债和股东权益合计	3495	3819	4477	5197
净利润	122	203	292	386					
归属于母公司所有者的净利润	126	203	292	386	财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
少数股东损益	-3	0	0	0	毛利率	28%	29%	30%	31%
					三费/销售收入	21%	19%	19%	19%
					EBIT/销售收入	8%	10%	11%	12%
					EBITDA/销售收入	15%	13%	15%	16%
					销售净利率	7%	9%	10%	11%
					ROE	6%	9%	12%	14%
					ROA	4%	5%	7%	7%
					ROIC	5%	6%	8%	9%
					销售收入增长率	1%	32%	24%	24%
					EBIT 增长率	-7%	53%	44%	34%
					EBITDA 增长率	20%	19%	42%	33%
					净利润增长率	0%	66%	44%	32%
					总资产增长率	11%	9%	17%	16%
					股东权益增长率	85%	-46%	262%	13%
					经营现金净流增长率	85%	-46%	262%	13%
					流动比率	1.7	1.4	1.2	1.1
					速动比率	0.7	0.4	0.4	0.4
					应收账款周转天数	21.6	10.0	9.0	8.0

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

作者简介:

苏青青: 宏源证券研究所食品饮料行业首席分析师, 上海交通大学材料学硕士, 曾任职于国金证券, 2010年新财富团队成员, 2011年加盟宏源证券研究所, 2012年获新财富最佳分析师第四名, 水晶球公募类第五、非公募第三名。

主要研究覆盖公司: 汤臣倍健、酒鬼酒、五粮液、古越龙山、山西汾酒、青青稞酒、贵州茅台、伊利股份等。

机构销售团队

机构销售团队					
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
机构	上海保险/私募	周迪	0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com
		赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	北京保险/私募	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
		王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
		朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com
银行/信托					

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。