

中炬高新 (600872.SH)

设立调味品营销、后勤公司

大幅提升效率和净利润率

评级: **买入** 前次: **买入**

目标价(元): **13.2**

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

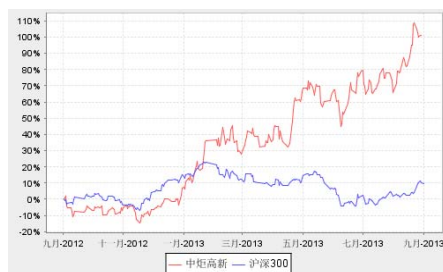
weixk@r.qlzq.com.cn

2013年9月16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)	9.21
市值(百万元)	7337.03
流通市值(百万元)	7337.03

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	0.43
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本-场/市)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	59	59	39.33	28.60	21.95
PEG	1.46	-	0.79	0.85	0.65
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: 中炬高新公告因经营发展需要, 全资调味品子公司美味鲜拟设立营销公司和后勤服务公司。具体如下: 美味鲜公司分别投资 1,000 万元, 全资设立“广东美味鲜营销有限公司”和“广东美味鲜企业后勤服务有限公司”; 广东厨邦食品有限公司投资 1,000 万元, 全资设立“广东厨邦企业后勤服务有限公司”。

点评

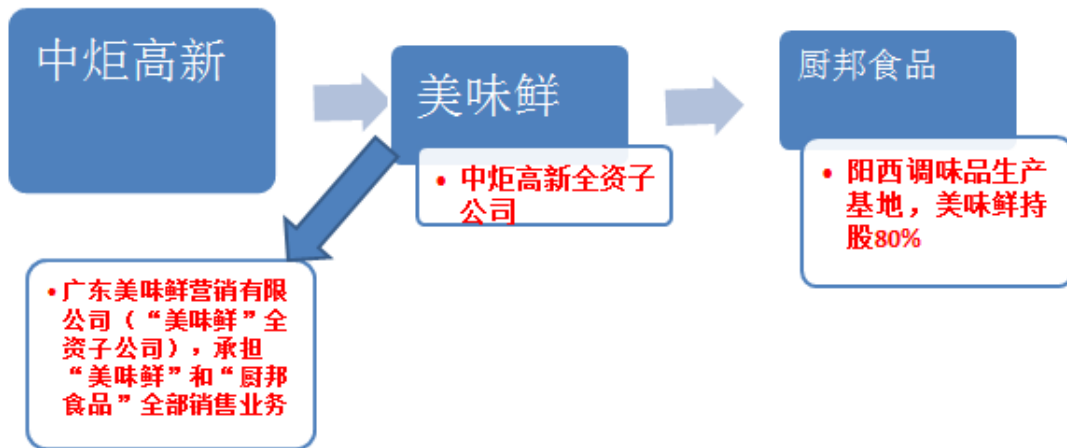
- 营销公司将承担公司整体调味品销售, 即美味鲜(中山本部调味品业务)和厨邦公司(阳西调味品基地)全部销售业务。两家后勤服务公司将分别在物流, 仓储等方面服务中山调味品生产基地和阳西调味品生产基地。
- 由于美味鲜公司是高新技术企业, 享受高新技术企业优惠政策, 其设立专业的营销公司和后勤公司, 有助于美味鲜公司提升管理水平, 提高企业效益, 降低各项税费成本, 用足优惠政策等, 我们认为此举将有力的提高公司未来的净利润率水平, 模拟测算显示, 此举将直接提升阳西基地(厨邦公司)净利润率 1.2 个百分点, 在阳西基地完全达产后, 将提升整个美味鲜净利润率 0.8 个百分点。而且阳西基地(即厨邦食品, 非高新技术企业, 上市公司持股比例 80%) 明年投产后, 公司同时拥有 2 个生产基地和实体, 专业的营销公司有利于整合公司资源, 提升销售效率。在这里需要强调的是阳西基地在某种程度上相当于再造 3 个现有美味鲜的规模。
- 新设公司分别由美味鲜公司和厨邦公司投资, 且厨邦公司是美味鲜公司的控股子公司, 新设公司由美味鲜公司直接或间接持有 100% 或 80% 的股权, 纳入美味鲜公司的合并报表范围。同时营销公司的设立也



提升了公司精益化、规范化的管理水平。

- 我们草根调研显示，7、8两个月公司调味品业务销售收入延续上半年高速增长的趋势，除五大重点区域（广东、广西、海南、福建、浙江）外，华北、东北、江西等部分区域依然保持超高速增长。渠道定点突破策略不断在各地开花结果。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。
- 我们预计公司未来将不断推出新的重点产品，近期将围绕高端酱油做进一步的深挖。目前市场上海天金标生抽，海天草菇老抽，李锦记蒸鱼豉油是酱油行业3个年销售过10亿的品种，厨邦特级高鲜度酱油年销售已经超过5亿，我们认为这将是酱油行业第四个销售超10亿的品种。未来公司将充分利用广东特别是阳西的优势资源围绕调味品主业发展，我们预计未来阳西基地建成后，公司将在调味、佐餐食品上持续发力。
- 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。目前正在从品牌上，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，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。
- 考虑到公司阳西基地尚未建成，我们暂不考虑营销公司设立对公司盈利的影响。预计公司未来3年EPS分别为0.24/0.33/0.43元，我们积极推荐，并重申“买入”评级，上调6个月目标价至13.2元。

图表 1：中炬高新调味品业务架构



来源：齐鲁证券研究所，公司公告

图表 2: 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 3: 中炬高新研究推荐成果展示, 自我们推荐以来涨幅 132%

报告名称	日期	备注
中炬高新: 品牌、渠道双轮驱动调味品收入超预期	2013/8/20	强调公司调味品全国化已经取得重大突破, 建议积极买入
中报前瞻: 关注超预期的乳制品和调味品	2013/7/4	对中炬高新中报盈利预测增长 40%, 再次强力推荐
调味品行业: 暴跌带来介入调味品龙头的良机	2013/6/26	及时提示暴跌带来的介入机会
中炬高新: 调味品业务全国化布局成效初显	2013/5/22	
中炬高新: 出售基金公司股权, 全心全意聚焦调味品	2013/5/14	
一季度收入增长 29% 略超市场预期	2013/4/26	
调味品行业二季度策略: 把握行业品牌化、高端化带来的趋势性机会	2013/4/9	二季度重点指出中炬高新最受益于调味品, 特别是酱油消费高端化、品牌化的趋势
糖酒会见闻录: 厨房没有小品类, 白酒步入冰河期	2013/4/1	
中炬高新: 调味品业务精彩刚刚开始	2013/3/12	对中炬高新首次进行草根调研
中炬高新: 调味品业务快速增长符合预期	2013/2/27	
中炬高新: 调味品业务量价齐升推动公司快速成长	2013/1/31	重点深度报告, 首次指出公司鲜味酱油优势, 渠道定点突破模式
调味品行业 2013 年年度投资策略报告-开启传统调味品的黄金十年	2012/12/6	首次推荐中炬高新, 股价 4.06 元

来源: 齐鲁证券研究所

图表 4: 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
酱油	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%				
鸡粉	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%				
酱类	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%				
其他调味品	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%
毛利率								
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%
主营业务成本(百万元)	514.59	590.75	780.75	927.36	1150.22	1387.04	1721.20	2188.85
酱油	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%
鸡粉	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%
酱类	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%
其他调味品	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。