中国平安 PING AN 平安证券公司

专业25年 专业 让生活更简单

平安食品

中炬高新 (600872)

2013 年 12 月 19 日

调味品成长路径清晰，地产业务可能放缓

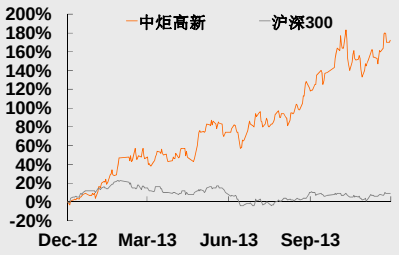
推荐（维持）

现价：10.61 元

主要数据

行业	平安食品
公司网址	www.jonjee.com
大股东/持股	中山火炬集团有限公司 /10.72%
实际控制人/持股	中山火炬高技术产业开发区管理委员会 /10.72%
总股本(百万股)	797
流通 A 股(百万股)	797
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值（亿元）	88.03
流通 A 股市值(亿元)	88.03
每股净资产(元)	2.58
资产负债率(%)	37.7

行情走势图



证券分析师

文献 投资咨询资格编号 S1060511010014
0755-22627143
wenxian001@pingan.com.cn

汤玮亮 投资咨询资格编号 S1060512040001
0755-22624571
TANGWEILIANG978@pingan.com.cn

研究助理

张宇光 一般证券从业资格编号 S1060113090015
0755-22627143
zhangyuguang467@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ **成长路径清晰，未来打造多元化调味品企业。**长期来看，公司有意把美味鲜经营成为集调味品、厨房佐餐食品为一体的多元化企业。公司规划“三步走”战略：（1）利用中山基地完成调味品产能扩张，利用“厨邦”与“美味鲜”酱油形成品牌组合打开市场。（2）利用阳西基地复制中山模式，以酱油为主、其他调味品为辅，继续扩大产能，抢占市场。（3）通过现有的品牌、网络、渠道等，利用阳西资源，进行产品多元化战略，发展水产品、农产品等厨房佐餐食品。目前公司已完成第一阶段，阳西基地一期 6 万吨调味品产能将于 2014 年达产。

■ **酱油持续走中高端路线，毛利率继续提升。**公司酱油占调味品比重 70%，主打特级酱油，以高鲜度为特征，人为制造差异化，原因在于：（1）中高端酱油符合调味品结构升级趋势；（2）有意避免与海天在中低端价位产生竞争。公司未来坚持走中高端路线，一方面重点发展鲜味酱油市场，巩固优势阵地；另一方面继续产品升级，新品“纯酿”以天然化（不含味精、防腐剂、添加剂等）为卖点，350ml 零售价 17-19 元，定位超高端，但估计短期难以放量。持续进行的中高端路线将带来毛利率持续提升，预计 13 年调味品毛利率将提升 1.2 个 pct 至 30%。

■ **核心区域渠道下沉稳扎稳打，非核心区域以点突破强势扩张。**广东省为传统优势区域，收入占比 40%以上，其中珠三角市场已做深做透，粤东及粤西渠道仍将进一步下沉，13 年广东收入应可增长 20%。核心地区其他四省（广西、海南、福建、浙江）收入占比 40%，未来渠道也将下沉到县级。非核心区域公司采取优先突破重点地区，在华北、东北地区进行扩张。预计 13 年非核心区域收入增速可达 40%，其中东北地区收入在 1 亿以上，增长较快。非核心地区未来可能成为公司收入增长的爆发点。

■ **预计 14 年地产业务可能放缓。**判断来自于：（1）“汇景东方”一期项目已售卖近 1/2，目前地产周边配套设置不完善，房价不高，公司销售意愿并不十分强烈。（2）二期 14 年开盘，当年收入不会确认，因此 14 年不会有大量房地产结算收入。往 15 年后看，随着深中大桥的开工，深圳与中山路程的缩短将拉动中山地区的房价，同时汇景东方周边配套建设逐渐完善，公司房地产业务将可能回暖。

■ **维持“推荐”评级。**预计公司 13-15 年实现每股收益 0.24、0.32 和 0.42 元，同比分别增 51%、32%和 34%，最新收盘价对应的 PE 分别为 45、34 和 25 倍；分部来看，2013 年调味品贡献 EPS 为 0.23 元；地产为 0.02 元。未来，公司调味品成长路径清晰，维持“推荐”评级。

■ **风险提示：**食品安全事件引发公众对产品的担忧。

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1,735	1,754	2,244	2,744	3,174
YoY(%)	35.8	1.1	27.9	22.3	15.6
净利润(百万元)	130	126	190	251	336
YoY(%)	32.8	-3.7	51.1	32.3	33.6
毛利率(%)	27.9	28.5	29.8	30.6	31.8
净利率(%)	7.5	7.2	8.7	9.4	10.9
ROE(%)	7.2	6.5	9.3	11.1	13.1
EPS(摊薄/元)	0.16	0.16	0.24	0.32	0.42
P/E(倍)	67.5	70.0	44.5	33.6	25.2
P/B(倍)	4.8	4.5	4.0	3.5	3.1

正文目录

一、成长路径清晰，未来打造多元化调味品企业 4
二、酱油持续走中高端路线，毛利率继续提升 4
三、核心区域渠道下沉稳扎稳打，非核心区域以点突破强势扩张 5
四、商超渠道助力高端产品推广 6
五、预计 14 年地产业务放缓 6
六、盈利预测与评级 7
七、风险提示 8

图表目录

图表 1　阳西基地 14 年可新增调味品产能约 6 万吨 4
图表 2　12 年中炬高新调味品业务占比 87% 5
图表 3　中高端品牌厨邦占比达 90%....5
图表 4　中炬高新核心五省收入占比在 80%以上 6
图表 5　13 年广东收入增速有望达 20%....6
图表 6　公司地产项目 13 年预计确认收入 1.6 亿元 7
图表 7　中炬高新盈利预测关键假设 7
图表 8　中炬高新主要业务 EPS 估算　单位：元....8

一、成长路径清晰，未来打造多元化调味品企业

公司已确定未来主营调味品，产品多元化的发展战略。长期来看，公司有意把美味鲜经营成为集调味品、厨房佐餐为一体的产品多元化企业。公司规划“三步走”战略：（1）利用中山基地完成调味品产能扩张，利用“厨邦”与“美味鲜”酱油形成品牌组合打开市场。（2）利用阳西基地复制中山模式，以酱油为主、其他调味品为辅，继续扩大产能，抢占市场。（3）通过现有的品牌、网络、渠道等，利用阳西资源，进行多元化战略，发展水产品、农产品等厨房佐餐食品。

产能释放支持销售增长。产能一直是过去公司收入增长的约束条件。04 年通过了中山基地产能扩张计划，自 06 年以来分四期进行产能扩张。预计 14 年中山基地产能达到饱和，可实现调味品产能 35 万吨，其中酱油产能 25 万吨左右。阳西基地是公司未来新增产能主要来源，共分七年建设，全部达产可新增调味品产能 47 万吨。其中一期工程将在 14 年达产，可新增 6 万吨产能。产能释放为销售扩张提供了保障。

图表1 阳西基地14年可新增调味品产能约6万吨

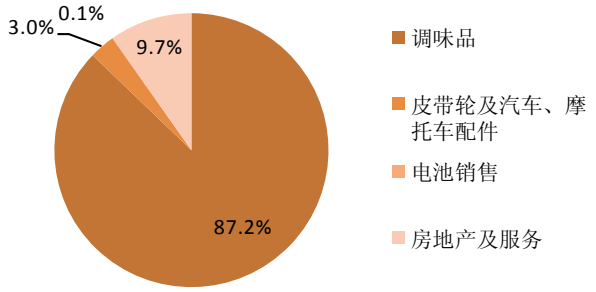
产量（万吨）	酱油	鸡精/鸡粉	调味酱	蚝油类	醋汁类	食用油类	合计
2014	5.1	0.31	0.17	0.27	0.11	0.18	6.14
2016	13.46	1.08	0.58	1.15	0.38	0.65	17.3
2018	22.97	1.98	1.09	2.76	0.73	1.16	30.69
2020	33.37	3.16	1.71	5.59	1.22	1.83	46.88

资料来源：平安证券研究所、公司公告

二、酱油持续走中高端路线，毛利率继续提升

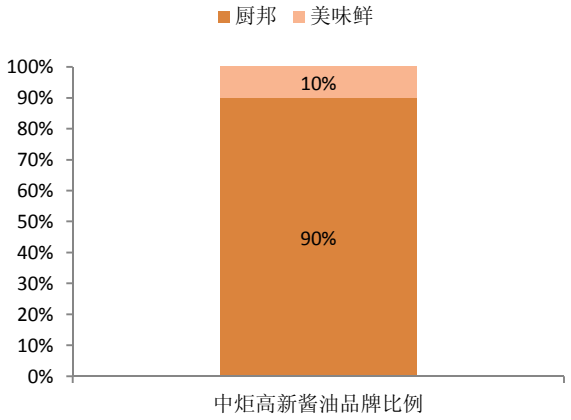
中炬高新定位清晰，双品牌战略持续走中高端路线。中炬高新调味品业务收入占比 90%左右，其中酱油占调味品 70%，是公司主要收入来源。公司双品牌战略：厨邦酱油走高端品牌路线，主推商超渠道，大概占酱油收入的 90%，毛利率近 30%；美味鲜定位于中低端，主推餐饮渠道，占酱油收入 10%，毛利率 25%。公司以生抽为主，突出“高鲜味”特征，走差异化路线。原因在于：（1）中高端酱油符合调味品结构升级趋势；（2）避开海天优势产品，与海天形成错位竞争。

图表2　12年中炬高新调味品业务占比87%



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表3　中高端品牌厨邦占比达90%



资料来源：平安证券研究所、Wind

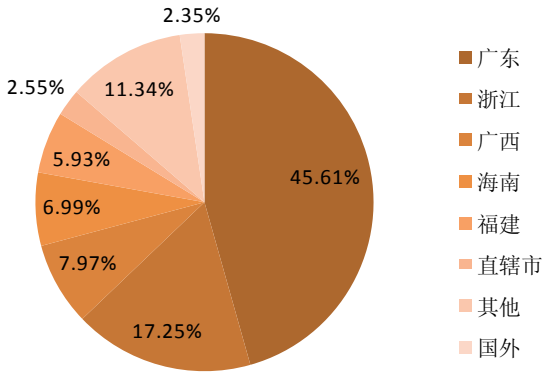
在酱油高端化成为发展趋势、生抽消费占比提升有望带动行业消费升级的背景下，90%为生抽产品的中炬高新将会受益于消费升级。公司未来坚持走中高端路线，一方面重点发展鲜味酱油市场，巩固优势阵地；另一方面继续产品升级，新品“纯酿”以天然化（不含味精、防腐剂、添加剂等）为卖点，350ml 零售价 17-19 元，定位超高端，但估计短期难以放量。持续进行的中高端路线将带来毛利率提升，预计 13 年调味品毛利率将提升 1.2 个 pct 至 30%。

三、核心区域渠道下沉稳扎稳打，非核心区域以点突破强势扩张

公司在核心区域深耕细作，保证竞争优势。中炬高新仍是主销东南沿海的区域性企业，广东、浙江、海南、广西和福建五个省市销售收入占公司收入84%，其中广东省为传统优势区域，收入占比40%以上。目前珠三角市场已做深做透，粤东及粤西渠道仍将进一步下沉，13年广东地区收入增长20%无忧。其他四省收入占比达40%，未来渠道也将下沉县级，做透三四线城市，在优势范围内做到深耕细作。

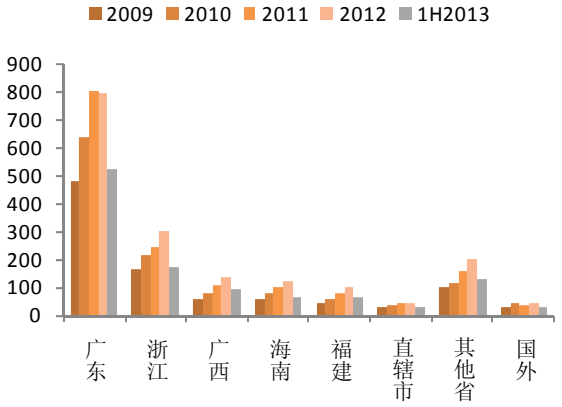
非核心区域公司采取优先突破重点地区的策略，在华北、东北地区进行扩张。考虑到海天在北方地区优势不明显，且该区域内龙头企业少，公司的拓展短期内不会有太大问题。预计13年非核心区域收入增速可达40%，其中东北地区收入在1亿以上，增长较快。非核心地区未来可能成为公司收入增长的爆发点。

图表4 中炬高新核心五省收入占比在80%以上



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表5 13年广东收入增速在20%以上



资料来源：平安证券研究所、wind

四、商超渠道助力高端产品推广

从终端消费渠道看，公司仍以传统渠道（批发店、士多店等）为主，占比 70%，商超与餐饮渠道分占 25%与 5%。传统渠道占比高是因为核心地区仍延续了过去大流通时代调味品批发零售渠道；产品的中高端定位决定了商超渠道的重要地位，也是未来主力发展渠道；而餐饮渠道的弱势是公司前期的差异化发展战略选择所致。未来公司目标：商超+餐饮渠道将占到 50%，以现代渠道加强对终端的控制力。公司新区域的扩张将以商超渠道为主，一方面通过区域扩张与品类增长保证产品销量，另一方面通过结构升级与品牌溢价保证吨价的提升。量价齐升，保证公司未来收入增长。

五、预计 14 年地产业务放缓

13 年房地产结算收入约为 1.6 亿，净利 0.2 亿。公司地产业务由中炬高新控股 79%的中汇合创运营，目前已分两期开发“汇景东方”商品房项目。一期为联排别墅，预计 13 年可以确认收入 1.6 亿，净利 0.2 亿。二期为高层住宅，将于 14 年开盘。

预计 14 年公司地产业务增速将有所下降。判断来自于：（1）“汇景东方”一期项目已售卖近 1/2，目前地产周边配套设置不完善，房价不高，公司销售意愿并不十分强烈。（2）二期 14 年开盘，当年收入不会确认，因此 14 年不会有大量房地产结算收入。往 15 年后看，随着深中大桥的开工，深圳与中山路程的缩短将拉动中山地区的房价，同时汇景东方周边配套建设逐渐完善，公司房地产业务将可能回暖。

图表6　公司地产项目13年预计确认收入1.6亿元

项目名称	开发面积	均价	开工时间	竣工时间	开盘时间	总投资	13 年预计确认收入	预计总收入
“汇景东方花园”一期	6 万平米	1.1 万/平	2010	2013	2011	4.45 亿	1.6 亿	6.6 亿
“汇景东方花园”二期	9 万平米	0.6 万/平	2012	2015	2014	3.6 亿	未开盘	5.4 亿

资料来源：平安证券研究所、公司公告

六、盈利预测与评级

我们认为中炬高新 2014 销售收入将有 22%的增长，消费者对食品健康与风味的诉求推动调味品产品结构升级。公司大力发展商超渠道配合中高端产品推广，同时阳西基地产能扩张，为调味品收入增长提供保证。分区域看，核心地区渠道下沉，估计可以保持 15%-20%的增长。非核心地区定点突破，收入增速预计可达 40%。受益于产品结构升级与区域扩张，14 年调味品业务收入增速可达 30%。我们预计 13-15 年公司收入分别增长 27.9%、22.3%与 15.7%。

图表7　中炬高新盈利预测关键假设

	2012A	2013E	2014E	2015E
销售收入(万元)	1754	2,244	2,744	3,174
调味品	1612	1,998	2,601	2,971
房地产	84	170	61	112
汽车配件	48	67	73	81
电池	1	0	0	0
其它	10	10	10	10
增速	1.1%	27.9%	22.3%	15.7%
调味品	25.0%	23.9%	30.2%	14.2%
房地产	-62.1%	102.4%	-64.1%	83.6%
汽车配件	-2.6%	39.6%	9.0%	11.0%
电池	-100.0%			
其它	-94.3%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：平安证券研究所、公司公告

公司在非核心区域采取定点扩张策略，延续优势地区扩张模式，不会加大力度投入广告宣传费用，14 年销售费用稳中有降。预计 14 年可实现 EPS0.32 元，其中调味品 0.30 元，地产项目 0.01 元，其他业务 0.01 元。

图表8　中炬高新主要业务EPS估算　单位：元

	2012A	2013E	2014E	2015E
调味品	0.19	0.23	0.30	0.40
地产	0.00	0.02	0.01	0.01
汽配	0.00	0.00	0.00	0.00
电池	-0.02	0.00	0.00	0.00
其它	-0.02	-0.01	0.01	0.01

资料来源：平安证券研究所、公司公告

预计公司 13-15 年实现每股收益 0.24、0.32 和 0.42 元，同比分别增 51%、32%和 34%，最新收盘价对应的 PE 分别为 45、34 和 25 倍；看好公司未来调味品业务的成长，维持“推荐”投资评级。海天、珠江桥上市带来行业估值的提升可能成为潜在催化剂。

七、风险提示

食品安全事件引发公众对产品的担忧。

损益表（百万元，元/股）	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	**1,754**	**2,244**	**2,744**	**3,174**
YoY	1.1%	27.9%	22.3%	15.6%
营业成本	1,254	1,575	1,904	2,165
毛利率	**28.5%**	**29.8%**	**30.6%**	**31.8%**
营业税金及附加	18	22	29	33
股权激励费用	0	0	0	0
销售费用	160	179	205	221
管理费用	175	217	265	306
财务费用	41	23	25	24
投资净收益	20	23	26	30
营业利润	**118**	**243**	**334**	**446**
加：营业外收入	32	2	2	2
减：营业外支出	4	5	5	5
利润总额	**145**	**240**	**331**	**443**
减：所得税	23	45	73	98
净利润	**122**	**195**	**258**	**345**
减：少数股东损益	-3	5	7	9
归属母公司所有者净利	**126**	**190**	**251**	**336**
YoY	-3.7%	51.1%	32.3%	33.6%
销售净利率	7.0%	8.7%	9.4%	10.9%
EPS（当年股本）	**0.16**	**0.24**	**0.32**	**0.42**
EPS（最新股本摊薄）	**0.16**	**0.24**	**0.32**	**0.42**

重要指标速览	2012A	2013E	2014E	2015E
估值				
PE	70	44.5	33.6	25.2
PEG	1.7	1.9	1.1	0.6
PB	4.3	4.0	3.5	3.1
PS	4.8	3.8	3.1	2.7
EV/EBITDA	38.7	26.0	19.3	15.7
股息收益率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
经营回报率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE(%)	6.7	9.3	11.1	13.1
ROA(%)	3.6	5.8	7.1	8.1
资本结构及偿债能力(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
资产负债率(%)	37.4	36.3	39.8	39.0
速动比率	0.7	0.6	0.5	0.6
运营效率	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转率	1.1	1.2	1.2	1.1
流动资产周转率	0.9	1.1	1.1	1.1
固定资产周转率	3.2	3.5	3.6	3.8

现金流量表（百万元）	2012A	2013E	2014E	2015E
净利润	122	195	258	**345**
折旧摊销	61	64	85	**77**
营运资金投资	136	-220	-96	**-142**
经营活动现金净流量	**175**	**88**	**297**	**325**
资本开支	-65	-167	-212	**-106**
投资活动现金净流量	**-65**	**-167**	**-212**	**-106**
债务融资	-228	85	-25	**0**
股权融资	0	0	0	**0**
支付红利	0	0	0	**0**
融资活动现金净流量	**106**	**-269**	**61**	**-50**
当年现金净流量	**-158**	**-17**	**35**	**195**

资产负债表（百万元）	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	355	266	301	**496**
应收款项	41	64	71	**87**
预付款项	84	141	149	**182**
存货	1,246	1,463	1,830	**2,046**
其他流动资产	313	220	316	**337**
流动资产合计	**2,039**	**2,154**	**2,667**	**3,148**
长期股权投资	93	93	93	**93**
固定资产	588	687	824	**827**
无形资产	90	89	90	**90**
其他非流动资产	686	551	541	**566**
非流动资产合计	**1,456**	**1,420**	**1,547**	**1,576**
资产总计	**3,495**	**3,574**	**4,214**	**4,723**
短期借款	10	95	70	**70**
应付款项	353	352	481	**516**
预收款项	216	147	218	**260**
应付股利	2	-182	-182	**-182**
其他流动负债	636	690	897	**984**
流动负债合计	**1,218**	**1,103**	**1,484**	**1,649**
长期借款	75	75	75	**75**
应付债券	0	0	0	**0**
其他非流动负债	13	13	13	**13**
非流动负债合计	**88**	**87**	**87**	**87**
负债合计	**1,306**	**1,190**	**1,571**	**1,736**
归属母公司所有者权益	1,948	2,137	2,389	**2,724**
其中：实收资本	797	797	797	**797**
少数股东权益	242	247	254	**263**
股东权益合计	**2,190**	**2,384**	**2,642**	**2,987**
负债及股东权益总计	**3,495**	**3,574**	**4,214**	**4,723**

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
弱于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。

平安证券综合研究所
地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层
邮编：518048
电话：4008866338
传真：(0755) 8244 9257