

中炬高新

业绩超预期，重申“买入”

2013年业绩预增70%，超市市场及我们的预期

公司公告 13 年净利润同比增长 70%左右，对应四季度同比增长 110%以上，超市市场及我们的预期。我们预计调味品 2013 年收入为 20.5 亿元，同比增长 27%，净利润同比增长 50%左右，净利率接近 11%。

调味品净利率提升是超预期的主要原因

我们预计调味品四季度收入和净利润增长 30%和 100%以上，净利率 12%左右，主要原因是：1) 成本占比较高的原材料如大豆、糖等价格有所回落；2) 厨邦高端产品占比继续提高；3) 财务费用下降。

坚定看好厨邦酱油优质产品力带来的区域扩张和渠道渗透

厨邦酱油是高盐稀态工艺发酵最充分，品质最好的代表，公司以生抽、中高端产品为主的产品结构有望更受益于结构升级和生抽普及的行业趋势，并享受快于行业的成长。我们看好公司在产品力、渠道改善、产能释放的驱动下，通过渠道渗透和区域扩张实现收入高增长，产品结构升级和规模效应有力驱动利润率的提升。

估值：目标价 14.6 元

我们看好调味品业务的高增长和海天上市带来的板块效应。我们把调味品 13-15 年 EPS 从 0.25/0.36/0.46 元上调至 0.27/0.38/0.49 元。我们对调味品和房地产分部估值，给予调味品 14 年 30 倍 P/E（在行业平均估值的基础上给予一定溢价），得到调味品估值 11.4 元；我们用 NAV 法得出房地产每股净资产 3.2 元，总体我们得出目标价 14.6 元。我们预计公司 13-15 年 EPS 为 0.26/0.37/0.48 元，目标价对应公司 14 年 P/E 为 39 倍。

Equities

中国	
食品加工	
12个月评级	买入
	保持不变
12个月目标价	Rmb14.60
	之前: Rmb14.00
股价	Rmb11.38
路透代码: 600872.SS 彭博代码 600872 CH	
交易数据和主要指标	
52周股价波动范围	Rmb11.89-5.10
市值	Rmb9.07 十亿/US\$1.50 十亿
已发行股本	797 百万 (ORDA)
流通股比例	83%
日均成交量(千股)	9,849
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb107.3
普通股股东权益 (12/13E)	Rmb2.12 十亿
市净率 (12/13E)	4.3x
净债务 / EBITDA	NM
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	
	从 到 % 市场预测
12/13E	0.24 0.26 9.87 0.25
12/14E	0.35 0.37 6.70 0.34
12/15E	0.45 0.48 6.49 0.44

何淼

分析师

S1460513080001

miao.he@ubssecurities.com

+86-105-832 8478

王鹏

分析师

S1460511040005

dennis.wang@ubssecurities.com

+86-213-866 8837

赵琳

分析师

S1460511020005

lin.zhao@ubssecurities.com

+86-105-832 8186

重要数据 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	1,278	1,735	1,754	2,259	2,755	3,360	3,987	4,658
息税前利润(UBS)	117	157	147	253	367	468	602	761
净利润(UBS)	98	130	126	208	295	384	502	642
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.12	0.16	0.16	0.26	0.37	0.48	0.63	0.81
每股股息 (Rmb)	0.00	0.00	0.05	0.08	0.11	0.14	0.19	0.24
净债务 / (现金)	(268)	68	223	305	483	729	1,016	1,462
盈利能力和估值	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
息税前利润率(%)	9.2	9.1	8.4	11.2	13.3	13.9	15.1	16.3
ROIC (EBIT) (%)	5.9	8.3	8.0	13.2	18.4	22.8	28.2	34.3
EV/EBITDA(core)x	45.5	25.6	18.3	27.7	19.8	15.7	12.4	9.7
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	69.7	40.5	29.8	43.5	30.8	23.6	18.1	14.1
权益 FCF (UBS) 收益率 %	1.6	(0.4)	(0.6)	1.6	3.0	4.0	4.7	6.8
净股息收益率(%)	0.0	0.0	1.1	0.7	1.0	1.3	1.7	2.1

资料来源：公司公告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据 2014 年 01 月 24 日 22 时 40 分的股价(Rmb11.38)得出；

投资主题

中炬高新

投资理由

我们认为中炬高新收入驱动因素是产品力、渠道改善推动的渠道渗透和区域扩张。1) 产品力: 中炬高新是高盐稀态工艺发酵最充分, 品质最好的代表, 公司以生抽、中高端产品为主的产品结构有望更受益于结构升级和生抽普及的行业趋势, 并享受快于行业的增长。2) 渠道改善: 公司销售网络逐渐成熟, 对经销商掌控力提高, 渠道利润率高, 经销商动力充足, 单个经销商销售额快速增长。公司差异化的渠道策略主攻家庭消费, 避开与海天在餐饮的正面竞争。

我们相信中炬高新有能力在产品力、渠道改善、产能释放的驱动下, 通过渠道渗透和区域扩张实现收入高速增长, 产品结构升级和规模效应带来利润率提升, 加上地产业务利润贡献, 我们预计公司 2013/14/15 年 EPS 为 0.26/0.37/0.48 元 (一致预期 0.27/0.37/0.49 元), 给予“买入”评级。我们采用分部估值法得到目标价 15.0 元, 对应公司 14PE41 倍。

乐观情景

如果调味品新品推广和区域扩张超预期, 2013-15E 调味品收入增速达到 31%/ 31%/29%; 产品结构升级超预期, 调味品利润率上升, 2013-15E 分别为 11.0%/12.4%/13.4%, 得到 2013-15E 年调味品 EPS 为 0.29/0.43/0.59, 通过分部估值法, 我们预计每股估值 17.4 元。

悲观情景

如果调味品新品推广和区域扩张低于预期, 2013-15 调味品收入增速降低为 20%/ 20%/19%; 产能释放之后销售增速不达预期而折旧成本增加, 导致调味品利润率降低, 2013-15E 年分别为 9.4%/10.6%/11.2%, 得到 2013-15E 年调味品 EPS 为 0.23/0.31/0.39, 通过分部估值法, 我们预计每股估值为 10.3 元。

近期催化剂

我们认为对股价向上的催化剂有: 1) 新产品厨邦纯酿系列推广和销售情况超预期; 2) 主力产品厨邦鲜味酱油收入增速超预期; 3) 海天上市有望提高调味品市场关注度和投资者热情。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb14.60

公司简介

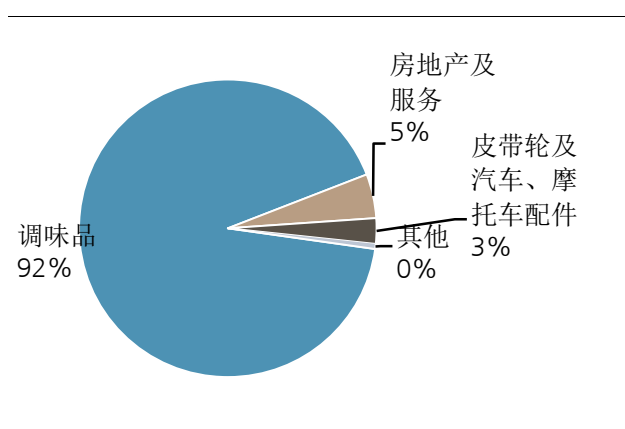
中炬高新主营业务为调味品和房地产, 分别占 2012 年公司收入的 92%和 5%。公司旗下全资子公司美味鲜主营酱油、鸡粉、酱类等调味品, 酱油销售额约占 5%的市场份额, 排名行业第二。公司业务主要分布于广东、浙江、广西、海南和福建, 未来将向华北、华东拓展。美味鲜 2012 年宣布投资约 15 亿建设阳西基地, 新建调味品产能 47 万吨, 于 14-20 年陆续投产, 布局未来调味品增长。

行业展望

我们预计在产品结构升级、生抽普及的行业趋势下, 酱油行业未来 5 年的收入年复合增速将达到 16%左右, 其中吨价上涨 CAGR 为 10%, 销量提升 CAGR 为 6%, 行业空间在 2017 年将达到 520 亿, 在 2012 年的基础上翻一倍。同时, 我们相信行业景气度将持续上升, 产品结构升级提升毛利率水平, 毛利率提高和规模优势继续拉动净利率的提升, 整个行业的盈利能力有望持续提高。

收入按产品分布 (%)

图片 1: 2012 年分业务收入占比



来源: 公司公告

各类产品毛利润

图片 2: 各类产品毛利润

(百万元)	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
调味品	261	362	461	581	737	910
房地产	103	70	28	55	58	78
汽车配件	9	7	10	8	8	8
电池销售	1	1	0	0	0	0
其他	-1	45	0	0	0	0
总计	372	484	500	644	803	996

来源: 公司公告; 瑞银证券估算

投资主题

我们给予中炬高新“买入”评级，目标价 14.6 元。我们对调味品和房地产分部估值，预计调味品 13-15 年 EPS 为 0.27/0.38/0.49 元，给予调味品 14 年 30 倍 P/E（在行业平均估值的基础上给予一定溢价），得到调味品估值 11.4 元；我们用 NAV 法得出房地产每股净资产 3.2 元，总体我们得出目标价 14.6 元。我们预计公司 13-15 年 EPS 为 0.26/0.37/0.48 元，目标价对应公司 14 年 P/E 为 39 倍。

中炬高新主营业务为调味品和房地产，2012 年收入占比分别为 92%和 5%。公司旗下全资子公司美味鲜在酱油行业市占率 5%，排名行业第二。我们相信中炬高新调味品业务有能力在产品力、渠道改善、产能释放的驱动下，通过渠道渗透和区域扩张实现收入高增长，收入有望从 2012 年的 16 亿元提高到 2017 年的 44 亿元，年复合增速 22%，市占率有望从 2012 的 5%提升至 2017 年的 7%。产品结构升级、规模效应提高盈利能力，加上房地产业务利润贡献，我们预计归属于母公司净利润将从 2012 年的 1.3 亿元提升至 2015 年的 3.8 亿元，年均复合增速 45%。我们预计公司 2013/14/15 年 EPS 分别为 0.26/0.37/0.48 元，同比增长 66%/41%/30%。

■ 产品力强，生抽和中高端产品有望享受快于行业的增长

中炬高新使用广式酱油传统工艺，发酵时间 6 个月，是高盐稀态工艺发酵最充分，品质最好的代表。公司生抽、中高端产品为主的产品结构有望更受益于结构升级和生抽普及的行业趋势，并享受快于行业的增长。公司主力产品特级鲜味酱油的放量对收入增长贡献最大。我们认为处于单品驱动阶段的美味鲜产品优势明显，行业阶段和自身竞争优势相匹配，更有可能在行业竞争中胜出。

■ 渠道效率提高，渠道策略差异化

中炬高新销售网络稳定（经销商 700 多家），对经销商掌控力不断提高（优质经销商主动加盟，现款现货为主），渠道利润率高，经销商动力充足，单个经销商销售额快速增长，渠道效率不断提高。公司差异化的渠道策略主攻家庭消费，避开与海天在餐饮的正面竞争，在家庭消费领域建立了品牌优势；我们认为公司较强的以流通市场（农贸市场）为主的渠道运作经验更有优势实现渠道扩张和渗透。

■ 立足广东，积极发展成熟市场，大力开发新兴市场

酱油行业区域集中度低，区域扩张、渠道渗透是抢占市场份额的有效手段，我们相信公司在产品力、渠道改善、阳西基地产能释放的驱动下，有能力立足广东大本营，渠道渗透 4 个成熟市场，并大力扩张多个新兴区域，市占率有望从 2012 的 5%提升至 2017 年的 7%。

风险

我们认为公司面临的主要风险包括：1) 原材料价格波动的风险；2) 规模扩张带来管理风险；3) 新产品推广销售不及预期的风险。

估值和推导我们目标价的基础

我们看好调味品业务的高增长和海天上市带来的板块效应。我们把调味品 13-15 年 EPS 从 0.25/0.36/0.46 元上调至 0.27/0.38/0.49 元。我们对调味品和房地产分部估值，给予调味品 14 年 30 倍 P/E（在行业平均估值的基础上给予一定溢价），得到调味品估值 11.4 元；我们用 NAV 法得出房地产每股净资产 3.2 元，总体我们得出目标价 14.6 元。我们预计公司 13-15 年 EPS 为 0.26/0.37/0.48 元，目标价对应公司 14 年 P/E 为 39 倍。

瑞银预期对比市场一致预期

我们对公司 2013/14/15 年 EPS 预测相对市场一致预期相差-3%/0%/-2%，我们低于市场预期的原因主要是对其他业务亏损预测比市场大，我们对调味品业务维持乐观判断。

图片 3: 瑞银预测对比市场一致预期

	2013E	2014E	2015E
市场一致预期 EPS (元)	0.27	0.37	0.49
瑞银预测 EPS (元)	0.26	0.37	0.48
瑞银对比市场预期	-3%	-0%	-2%

来源:wind, 瑞银证券估算

敏感性分析

我们认为酱油收入增速和酱油毛利率是调味品业务 EPS 的关键驱动因素，因此我们对此进行敏感性分析。具体结果如下。

图片 4: 2014 年调味品业务 EPS 敏感性分析 (元)

		酱油 2014 年销量增速				
		10%	13%	16%	19%	22%
酱油 2014 年毛利率	29%	0.32	0.33	0.33	0.34	0.35
	30%	0.34	0.35	0.36	0.37	0.37
	31%	0.37	0.37	0.38	0.39	0.40
	32%	0.39	0.40	0.41	0.42	0.43
	33%	0.41	0.42	0.43	0.44	0.45

来源:瑞银证券估算

中炬高新 (600872.SS)

损益表(Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	1,278	1,735	1,754	2,259	28.8	2,755	22.0	3,360	3,987	4,658
毛利	372	484	500	671	34.3	838	24.8	1,039	1,252	1,483
息税折旧摊销前利润(UBS)	159	212	205	323	57.7	446	38.7	550	673	825
折旧和摊销	(41)	(55)	(58)	(70)	21.0	(79)	13.2	(82)	(71)	(64)
息税前利润(UBS)	117	157	147	253	72.1	367	45.0	468	602	761
联营及投资收益	14	12	20	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	12	7	19	23	19.1	22	-4.6	21	20	20
净利息	(23)	(26)	(41)	(26)	36.8	(35)	-35.7	(29)	(22)	(16)
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	121	150	145	250	72.1	354	41.4	461	600	765
税项	(20)	(28)	(23)	(38)	-63.8	(53)	-41.4	(69)	(90)	(115)
税后利润	101	122	122	213	73.6	301	41.4	391	510	650
优先股股息及少数股权	(3)	8	3	(4)	-	(6)	-41.4	(8)	(8)	(8)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润 (本地 GAAP)	98	130	126	208	65.7	295	41.4	384	502	642
净利润 (UBS)	98	130	126	208	65.7	295	41.4	384	502	642
税率(%)	16.6	18.3	15.8	15.0	-4.8	15.0	0.0	15.0	15.0	15.0
每股(Rmb)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
每股收益(UBS 稀释后)	0.12	0.16	0.16	0.26	65.7	0.37	41.4	0.48	0.63	0.81
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.12	0.16	0.16	0.26	65.7	0.37	41.4	0.48	0.63	0.81
EPS (UBS, 基本)	0.12	0.16	0.16	0.26	65.7	0.37	41.4	0.48	0.63	0.81
每股股息净值(Rmb)	0.00	0.00	0.05	0.08	56.9	0.11	41.4	0.14	0.19	0.24
每股账面价值	2.13	2.29	2.45	2.66	8.8	2.95	11.0	3.32	3.81	4.42
平均股数(稀释后)	796.64	796.64	796.64	796.64	0.0	796.64	0.0	796.64	796.64	796.64
资产负债表(Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
现金和现金等价物	274	442	358	680	90.0	758	11.6	1,004	1,241	1,637
其他流动资产	1,208	1,389	1,681	1,761	4.7	1,921	9.1	2,115	2,354	2,596
流动资产总额	1,482	1,831	2,039	2,440	19.7	2,679	9.8	3,119	3,595	4,233
有形固定资产净值	404	525	588	677	15.1	837	23.6	964	1,093	1,198
无形固定资产净值	77	64	91	81	-11.5	72	-11.1	63	63	63
投资/其他资产	952	811	777	877	12.9	897	2.3	867	837	787
总资产	2,915	3,231	3,495	4,075	16.6	4,485	10.1	5,012	5,587	6,281
应付账款和其他短期负债	431	808	1,158	1,323	14.2	1,594	20.5	1,819	2,049	2,294
短期债务	277	231	60	300	400.00	150	-50.00	150	150	100
流动负债总额	708	1,038	1,218	1,623	33.3	1,744	7.5	1,969	2,199	2,394
长期债务	265	144	75	75	0.0	125	66.7	125	75	75
其它长期负债	9	1	13	13	-0.2	13	0.0	13	13	13
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	982	1,183	1,306	1,710	31.0	1,882	10.0	2,106	2,287	2,481
普通股股东权益	1,699	1,824	1,948	2,119	8.8	2,351	11.0	2,646	3,033	3,525
少数股东权益	234	224	242	246	1.8	252	2.4	260	267	275
负债和权益总计	2,915	3,231	3,495	4,075	16.6	4,485	10.1	5,012	5,587	6,281
现金流量表(Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
净利润(支付优先股股息前)	98	130	126	208	65.7	295	41.4	384	502	642
折旧和摊销	41	55	58	70	21.0	79	13.2	82	71	64
营运资本变动净值	74	(16)	52	82	58.0	106	28.7	24	(16)	(5)
其他营业性现金流	(61)	(42)	3	35	979.2	47	34.7	43	37	31
经营性现金流	153	128	239	396	65.5	526	33.0	533	594	733
有形资本支出	(46)	(146)	(260)	(248)	4.4	(250)	-0.6	(170)	(170)	(120)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	44	78	41	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(2)	(68)	(219)	(248)	-13.3	(250)	-0.6	(170)	(170)	(120)
已付股息	(11)	0	0	(40)	3983175	(62)	-56.9	(88)	(115)	(193)
股份发行/回购	0	0	20	0	9.7	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(22)	(27)	(40)	(25)	37.38	(35)	-38.63	(29)	(22)	26
债务及优先股变化	(62)	133	(89)	240	-	(100)	-	0	(50)	(50)
融资性现金流	(95)	106	(110)	175	-	(198)	-	(117)	(187)	(216)
现金流量中现金的增加/(减少)	55	166	(90)	322	-	79	-75.5	246	237	396
外汇/非现金项目	(17)	3	6	0	-	0	-	0	0	0

资产负债表现金增加/(减少)	38	168	(85)	322	-	79	-75.5	246	237	396
----------------	----	-----	------	-----	---	----	-------	-----	-----	-----

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

中炬高新 (600872.SS)

估值(x)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	69.7	40.5	29.8	43.5	30.8	23.6	18.1	14.1
市盈率 (UBS, 稀释后)	69.7	40.5	29.8	43.5	30.8	23.6	18.1	14.1
股价/每股现金收益	49.1	28.5	20.4	32.6	24.2	19.5	15.8	12.8
权益 FCF (UBS) 收益率 %	1.6	(0.4)	(0.6)	1.6	3.0	4.0	4.7	6.8
净股息收益率(%)	0.0	0.0	1.1	0.7	1.0	1.3	1.7	2.1
市净率	4.0	2.9	1.9	4.3	3.9	3.4	3.0	2.6
企业价值/营业收入(核心)	5.6	3.1	2.1	4.0	3.2	2.6	2.1	1.7
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	45.5	25.6	18.3	27.7	19.8	15.7	12.4	9.7
企业价值/息税前利润(核心)	NM	NM	25.5	NM	24.1	18.4	13.9	10.5
企业价值/经营性自由现金流(核心)	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
企业价值/运营投入资本	3.6	2.9	2.0	4.7	4.4	4.2	3.9	3.6
企业价值 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
市值	6,854	5,290	3,748	9,066	9,066	9,066	9,066	9,066
净债务 (现金)	318	100	(145)	(264)	(394)	(606)	(873)	(1,239)
少数股东权益	234	224	242	246	252	260	267	275
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	7,406	5,614	3,844	9,048	8,923	8,719	8,460	8,102
- 非核心资产	(197)	(173)	(93)	(93)	(93)	(93)	(93)	(93)
核心企业价值	7,209	5,441	3,751	8,955	8,831	8,626	8,368	8,009
增长率(%)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	33.2	35.8	1.1	28.8	22.0	22.0	18.7	16.8
息税折旧摊销前利润(UBS)	59.0	33.9	-3.5	57.7	38.1	23.3	22.3	22.6
息税前利润(UBS)	85.4	34.1	-6.6	72.1	45.0	27.6	28.6	26.4
每股收益(UBS 稀释后)	30.1	32.8	-3.7	65.7	41.4	30.2	30.9	27.9
每股股息净值	-	-	NM	56.9	41.4	30.2	30.9	27.9
利润率与盈利能力(%)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
毛利率	29.1	27.9	28.5	29.7	30.4	30.9	31.4	31.8
息税折旧摊销前利润率	12.4	12.2	11.7	14.3	16.2	16.4	16.9	17.7
息税前利润率	9.2	9.1	8.4	11.2	13.3	13.9	15.1	16.3
净利 (UBS) 率	7.7	7.5	7.2	9.2	10.7	11.4	12.6	13.8
ROIC (EBIT)	5.9	8.3	8.0	13.2	18.4	22.8	28.2	34.3
税后投资资本回报率	4.9	6.7	6.7	11.2	15.6	19.4	23.9	29.2
净股东权益回报率(UBS)	5.9	7.4	6.7	10.2	13.2	15.4	17.7	19.6
资本结构与覆盖率	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
净债务/息税折旧摊销前利润	1.7	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净债务/总权益	13.8	(3.3)	(10.2)	(12.9)	(18.6)	(25.1)	(30.8)	(38.5)
净债务/(净债务 + 权益)	12.2	(3.4)	(11.3)	(14.8)	(22.8)	(33.5)	(44.5)	(62.6)
净债务/企业价值	3.7	(1.2)	(5.9)	(3.4)	(5.5)	(8.5)	(12.1)	(18.3)
资本支出 / 折旧 %	122.4	NM	NM	NM	NM	NM	NM	186.9
资本支出/营业收入(%)	3.6	8.4	14.8	11.0	9.1	5.1	4.3	2.6
息税前利润/净利息	5.1	6.1	3.6	9.8	10.4	16.2	26.9	48.2
股息保障倍数 (UBS)	-	NM	3.2	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
股息支付率 (UBS) %	-	0.0	31.7	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
分部门收入 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
其他	1,278	1,735	1,754	2,259	2,755	3,360	3,987	4,658
总计	1,278	1,735	1,754	2,259	2,755	3,360	3,987	4,658
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
其他	117	157	147	253	367	468	602	761
总计	117	157	147	253	367	468	602	761

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

预测回报率

预测股价涨幅	+28.3%
预测股息收益率	1.1%
预测股票回报率	+29.4%
市场回报率假设	9.4%
预测超额回报率	+20.0%

风险声明

我们认为公司面临的主要风险包括：1) 原材料价格波动的风险；2) 规模扩张带来管理风险；3) 新产品推广销售不及预期的风险。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

分析师声明：每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银 12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	44%	36%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	45%	35%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	23%
瑞银短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2013 年 12 月 31 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义 **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）：** 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例 英国和欧洲投资基金的评级和定义: **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中述及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：何淼；王鹏；赵琳。

涉及报告中提及的公司的披露

公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
中炬高新	600872.SS	买入	不适用	Rmb11.38	2014 年 01 月 24 日

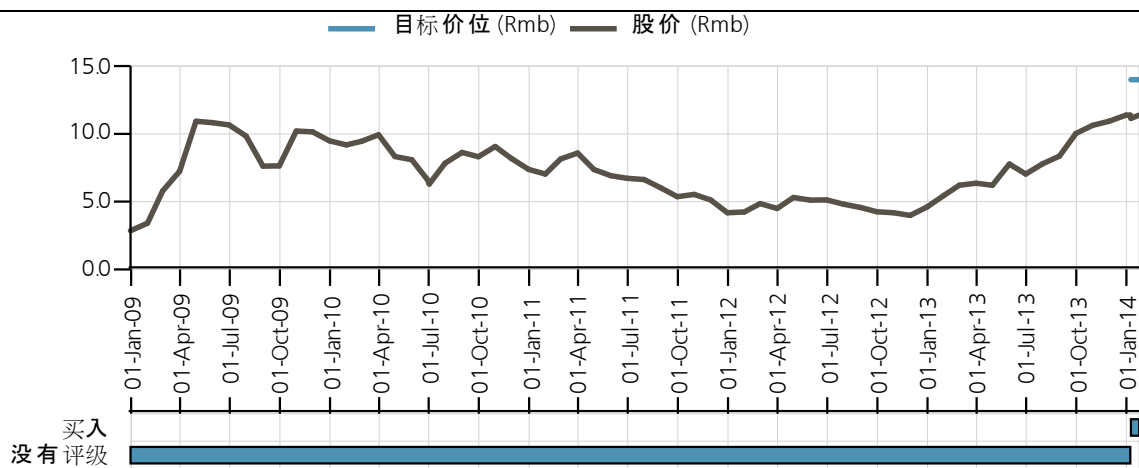
资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

特此鸣谢潘嘉怡(Erica-Poon.Werkun@ubs.com)对本报告的编制提供信息

除非特别指出,请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

中炬高新 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 1 月 24 日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关人员沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域,部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区: 除非在此特别申明,本文件由UBS Limited提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。**法国:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国审慎监管局(ACP)和金融市场管理局(AMF)监管。如果UBS Securities France S.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Securities France S.A.编制。

德国: 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Deutschland AG分发。UBS Deutschland AG受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities España SV, SA分发。UBS Securities España SV, SA受西班牙国家证券市场委员会(CNMMV)监管。**土耳其:** 由UBS Limited分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此,本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》(法律编号:6362)规定颁发的许可。因此,在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下,本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是,根据第32号法令第15(d)(ii)条之规定,对于土耳其共和国居民在海外买卖证券,则没有限制。**波兰:** 由UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce分发。**俄罗斯:** 由UBS Securities CJSC编制并分发。**瑞士:** 仅由UBS AG向机构投资者分发。**意大利:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Italia Sim S.p.A.分发。UBS Italia Sim S.p.A.受意大利银行和证券交易所监管委员会(CONSOB)监管。如果UBS Italia Sim S.p.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Italia Sim S.p.A.编制。

南非: 由JSE的授权用户及授权金融服务提供商UBS South Africa (Pty) Limited分发。**以色列:** 本文件由UBS Limited分发,UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd是由以色列证券监管局(ISA)监管的持牌投资推介商。UBS Limited及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格投资者”,任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯:** 本文件由瑞银集团(及其子公司、分支机构或关联机构)分发。瑞银集团是一家上市公司的股份有限公司,成立于瑞士,注册地址为Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获UBS Saudi Arabia(瑞银集团子公司)的批准,该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司,商业注册号1010257812,注册地址Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia获沙特资本市场管理局授权开展证券业务,并接受其监管,业务牌照号08113-37。**美国:** 由UBS Securities LLC或UBS AG的分支机构--UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者;或由UBS AG未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(“非美国关联机构”)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及及证券的交易必须通过UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.,而非通过非美国关联机构执行。**加拿大:** 由UBS Securities Canada Inc.或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc.是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。

香港: 由UBS Securities Asia Limited分发。**新加坡:** 由UBS Securities Pte. Ltd.(mca (p) 107/09/2013和Co. Reg. No.: 198500648C)或UBS AG新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜,请向UBS Securities Pte Ltd,一新加坡财务顾问法案(第110章)定义下之豁免财务顾问;或向UBS AG新加坡分行,一新加坡财务顾问法案(第110章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第19章)持照执业,并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第289章)定义下之认可及机构投资者。**日本:** 由UBS Securities Japan Co., Ltd.仅向机构投资者分发。当本文件由UBS Securities Japan Co., Ltd.编制,则UBS Securities Japan Co., Ltd.为本文件的作者,出版人及发布者。**澳大利亚:** 由UBS AG(澳大利亚金融服务执照号:231087)和/或UBS Securities Australia Ltd(澳大利亚金融服务执照号:231098)分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求,因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及2001年公司法所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品,零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。

新西兰: 由UBS New Zealand Ltd分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议,它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜:** 由UBS AG Dubai Branch分发,仅供专业客户使用,不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国:** 由UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行之关联机构校订或编制。

马来西亚: 本文件获准由UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x)于马来西亚分发。**印度:** Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437。

由UBS Limited编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的主体或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与UBS都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

