

研究所

证券分析师：余春生 S0350513090001
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn

调味品产业有望保持较高增长

——中炬高新调研简报

事件：

中炬高新（600872）调研：我们近期前往中炬高新调研，就公司经营情况、发展规划等多方面要素，与公司领导进行了交流。现形成调研简报如下：

投资要点：

1、酱油行业集中度低，品类主要向生抽方向发展

国内调味品中酱油约有 600-700 亿市场，厨邦（含美味鲜）约 20 个亿，只占很小一部分。酱油行业目前集中度很低，未来基于食品安全的考虑，以及国家对环保、卫生等方面的要求提高，区域性小品牌被全国性大品牌取代是势所必然，公司预测未来 10 年都是酱油行业集中度持续提高的过程。

酱油行业整体增速约 10%，而促动行业增长的因素主要有两个方面：一是结构升级下拉动价格间接上涨。随着居民收入的提高，消费升级下居民选择更好的更高端的产品是长期趋势；二是人均食用量有增长。伴随现代快节奏生活方式，居民外出就餐次数增多，餐饮业发展快速，酱油人均食用量也在增长。参照日本人均每年消费量 4 点多公斤，而目前中国人均只有 3 点多公斤，则我国未来人均增量现象仍然存在。

从品类上来看，北方市场以老抽为主，广东等南方市场以生抽为主。目前生抽和老抽在整体市场份额上约各占一半的比例。相对而言，生抽更具营养价值，味道更鲜美，生抽的营养价值目前也逐步被北方消费者所认识。因此，长远来看，生抽取代老抽是趋势。

2、酱油品质高低主要看氨基酸含量，厨邦档次上略高于海天

厨邦与海天比较，主要在机制上有所区别，此外在产品等级上也略有不同。海天改制比较早，员工动力上也比较足。由于海天收入基数高，从未来增速来看，预计海天有望每年保持 15% 的增长，而厨邦有望每年保持 20% 以上的增长。产品品质上，海天以大陆货为多，厨邦定位要高于海天。产品品质等级主要以氨基酸含量来区分，海天一般 0.8-1.0g/100ml，厨邦一般 1.0-1.3g/100ml。氨基酸高到一定程度反而有反作用，所以也不是越高越好。氨基酸是大豆分解出来的营养物质，氨基酸越高，成本也会高出很多，零售价格也就相应要高。

美味鲜公司下属高档厨邦和中低档美味鲜两个品牌，其中厨邦占绝大部分，约占 90% 以上。美味鲜主要销往东北和四川。

3、产品本身提价比较难，未来主要受益于结构升级

公司产品本身提价还是比较困难，平时提价主要看通胀，成本推动型为主。未来盈利能力提高主要是受益产品结构升级，高端占比会越来越来高。

公司毛利率从 2012 年的约 29% 提高到 2013 年的约 31%，随着规模扩大和结构升级，毛利率在持续提高。美味鲜公司除了主要生产酱油外，还生产鸡精鸡粉、醋等产品，主要为厨房配套，但用量不大。结构上，酱油比重约 70%，鸡粉约 10%，醋约 15%，还有部分食用油配套。

4、目前市场主要集中在东南沿海，东北华北在开发中增速较快

公司酱油产品市场主要集中在东南沿海一带，其中华南占比较华东还大一点，北方这几年在慢慢扩张。2013 年，东北、华北，保持着 30-40% 的收入增长。从收入占比来看，广东约 40%，广东、福建、浙江、广西沿海约 80% 以上。

从渠道来看，公司策略一般是一个地方一个经销商，一般以一个地级市为单位。在广东，渠道已下沉到乡镇，在福建、浙江某些地区也下沉到乡镇。在华南，市场比较成熟的地方，如中山则有 10 几个经销商。从渠道拓展先后来看，海天先做餐饮后做商超，厨邦以商超为主。从渠道拓展的费用上看，无论是进商超还是做餐饮都需要相应的费用，商超有进场费，餐饮有总厨公关费，因此毛利率上餐饮和商超差别不大。

5、房地产业务按正常规划发展

2013 年房地产有 1.6 亿的收入，净利润 2000 多万。未来的形势，步伐还是比较慢一点。公司房地产业务原来没什么产品开发出来，只开发了一个别墅。目前第二期的产品才刚刚开始，预计要在 2015 年才提供营收贡献。

6、2014 年下半年，阳西一期逐渐达产

美味鲜中山工厂四期已建成投产，现有产能 30 万吨。2013 年阳西生产基地全面启动，一期工程进展理想，预计可在 2014 年下半年逐渐投产，达产后新增产能 6 万吨。如果阳西三期产能都达产的话，则预计产能可增加 45 万吨，但全部达产，预计要到 2018 年后了。随着产能的上升，我们预计未来 3-5 年，公司实现收入 20%，利润 30% 的增长是大概率事件。

7、盈利预测与投资建议

我们认为，中炬高新下的厨邦酱油具有良好的品牌知名度和美誉度，未来还有很大的市场开拓空间，而酱油产品作为必需品，行业发展空间大。预测 2014/15/16 年 EPS 分别为 0.33 元/0.44 元/0.57 元，对于当前股价 PE 分别为 28.95/21.75/16.74，首次给予“增持”评级。

8、风险提示

食品安全事故；市场开拓不如预期。

1、中炬高新盈利预测

证券代码:		600872.sh		股票价格:		9.52		投资评级:		增持		日期:		2014/4/2	
财务指标	2013	2014E	2015E	2016E	每股指标与估值	2013	2014E	2015E	2016E						
盈利能力					每股指标										
ROE	9%	9%	10%	11%	EPS	0.27	0.33	0.44	0.57						
毛利率	31%	31%	32%	32%	BVPS	2.68	3.23	3.97	4.92						
期间费率	21%	20%	19%	19%	估值										
销售净利率	9%	9%	10%	11%	P/E	35.63	28.95	21.75	16.74						
成长能力					P/B	3.56	2.95	2.40	1.93						
收入增长率	32%	21%	23%	22%	P/S	3.27	2.70	2.20	1.80						
利润增长率	69%	23%	33%	30%											
营运能力					利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E						
总资产周转率	0.63	0.66	0.69	0.71	营业收入	2318	2805	3450	4209						
应收账款周转率	18.69	18.69	18.69	18.69	营业成本	1593	1935	2363	2862						
存货周转率	1.32	1.32	1.32	1.32	营业税金及附加	38	46	56	68						
偿债能力					销售费用	185	210	253	305						
资产负债率	35%	33%	31%	29%	管理费用	225	268	327	397						
流动比	1.67	1.88	2.20	2.57	财务费用	34	19	17	13						
速动比	0.65	0.71	0.90	1.14	其他费用/(-收入)	11	2	2	2						
资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E	营业利润	254	329	436	564						
现金及现金等价物	355	419	656	1023	营业外净收支	8	(6)	(6)	(6)						
应收款项	124	150	185	225	利润总额	262	323	430	558						
存货净额	1208	1502	1834	2222	所得税费用	42	52	69	89						
其他流动资产	287	347	426	519	净利润	220	271	361	469						
流动资产合计	1974	2416	3098	3986	少数股东损益	8	9	12	16						
固定资产	670	703	762	806	归属于母公司净利润	213	262	349	453						
在建工程	319	399	389	389	现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E						
无形资产及其他	106	106	95	85	经营活动现金流	135	(127)	(114)	(93)						
长期股权投资	114	114	114	114	净利润	220	271	361	469						
资产总计	3696	4251	4973	5894	少数股东权益	8	9	12	16						
短期借款	164	164	164	164	折旧摊销	69	78	81	86						
应付款项	346	431	526	637	公允价值变动	(0)	0	0	0						
预收帐款	96	117	143	175	营运资金变动	(162)	(485)	(568)	(664)						
其他流动负债	573	573	573	573	投资活动现金流	(136)	(113)	(50)	(44)						
流动负债合计	1180	1284	1406	1549	资本支出	(262)	(113)	(50)	(44)						
长期借款及应付债券	120	120	120	120	长期投资	(21)	0	0	0						
其他长期负债	12	12	12	12	其他	147	0	0	0						
长期负债合计	132	132	132	132	筹资活动现金流	65	179	238	310						
负债合计	1311	1416	1538	1681	债务融资	199	0	0	0						
股本	797	797	797	797	权益融资	0	0	0	0						
股东权益	2385	2835	3435	4213	其它	(133)	179	238	310						
负债和股东权益总计	3696	4251	4973	5894	现金净增加额	64	(61)	75	173						

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

余春生，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街 168 号腾达大厦 1509 室

姓名	固话	手机	邮箱
白丹	010-88576898-803	18801090832	baid@ghzq.com.cn
顾科嘉	010-88576833-810	13466400185	gukj@ghzq.com.cn

上海区：上海市浦东新区世纪大道 787 号 4 楼

姓名	固话	手机	邮箱
陈蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
胡超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
梁柳欣	021-20281099	13524364843	lianglx@ghzq.com.cn
刘云志	021-68591565	13918449204	liuyz01@ghzq.com.cn
颜彦	0771-5539092	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦 3 楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
马鑫	0755-83702072	18899776696	max01@ghzq.com.cn
周振宁	0755-82835810	15220268966	zhouzn@ghzq.com.cn
李慧	0755-83704850	13823570518	lih03@ghzq.com.cn
张玉霞	0755-83707413	18520881700	zhangyx02@ghzq.com.cn
李芬	0755-83700919	13570866113	lif@ghzq.com.cn