

差异化营销打造竞争优势

中炬高新（600872）调研报告

推荐（首次）

风险评级：一般风险

2014年4月14日

投资要点：

- ◆ **调味品：消费升级推动传统产业焕发新活力。**调味品虽然是比较传统的行业，但在海天等龙头企业的引领下，近年消费升级趋势也比较明显，主要体现在产品不断创新，品牌消费不断加强，产品结构高端化等，形成利润增速高于收入增速，收入增速高于销量增速的良好局面。
- ◆ **公司未来的增长点：精耕酱油，适时扩大新品类。**一方面，现有酱油产品集中度提升和结构升级。目前，酱油市场CR5仍不到30%，地方品牌占比八成，行业集中度的提升是必然趋势。

另一方面，随着阳西基地的逐步投产，公司将充分利用粤西的资源优势和原有的渠道优势，扩展新品类，打造大食品。
- ◆ **突出营销能力是持续发展的内在动力。**美味鲜在强者如林的广东市场持续稳步增长，一方面是营销团队精心打造的差异化竞争优势（产品、品牌、渠道等），另一方面，公司对市场实施分级管理，对渠道精耕细作，经销商管控能力也较强。
- ◆ **盈利预测及投资建议。**预计2014-2016年归属母公司净利润增速分别为33%、33%和31%，每股收益分别为0.36元、0.47元和0.62元（其中美味鲜贡献约0.34元、0.45元和0.6元）。

给予美味鲜1倍PEG，则一年目标价11.2元；地产业务折合每股价格约2元。综合来看，中炬高新一年内合理价值区间约13-14元，给予“推荐”评级。

风险因素：1) 房地产及其它业务存在不确定性，造成业绩波动；

- ◆ 2) 新产品推广失败。

公司主要财务指标预测表

	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	2,318	2,825	3,375	4,128
同比%	32.1%	21.9%	19.5%	22.3%
归属母公司净利润(百万元)	213	283	376	491
同比%	69.3%	33.1%	32.9%	30.5%
毛利率%	31.3%	31.5%	32.3%	33.1%
ROE%	9.2%	11.1%	13.3%	15.5%
每股收益(元)	0.27	0.36	0.47	0.62
每股净资产(元)	2.68	2.93	3.26	3.69
市盈率(倍)	37.35	28.06	21.12	16.19
市净率(倍)	3.73	3.41	3.06	2.71

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

黄黎明

SAC 执业证书编号：

S0340208070036

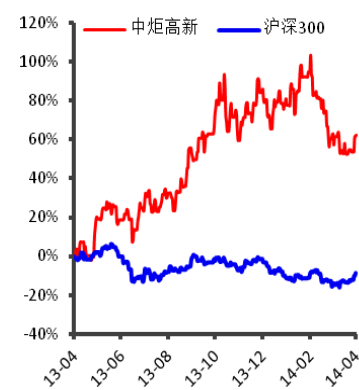
电话：0755-23616029

邮箱：hlm@dgzq.com.cn

主要数据 2014年4月11日

收盘价(元)	9.980
总市值(亿元)	79.504
总股本(百万股)	796.64
流通股本(百万股)	12.820
ROE(TTM)	9.980
12月最高价(元)	12.820
12月最低价(元)	6.000

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

1. 调味品：消费升级推动传统产业焕发新活力

近十多年，随着居民消费水平提高，对食品饮料不仅是温饱需求，正快速向口味、健康需求等更高层次升级，消费升级明显，特别是乳制品、蛋白饮料、功能饮料等。而比较传统的调味品行业，在海天、李锦记等龙头企业的引领下，也表现不俗，主要体现在产品不断创新，市场不断细分，品牌消费不断加强，产品结构高端化等，利润增速高于收入增速，收入增速高于销量增速。

2013年，我国调味品收入规模达到2349亿元，其中酱醋行业达到809亿元，利润90亿元，酱油行业销量达到758万吨，2003-2013年，三者CAGR分别达到24%、40%和16%。

图1：酱醋营业收入（亿元）

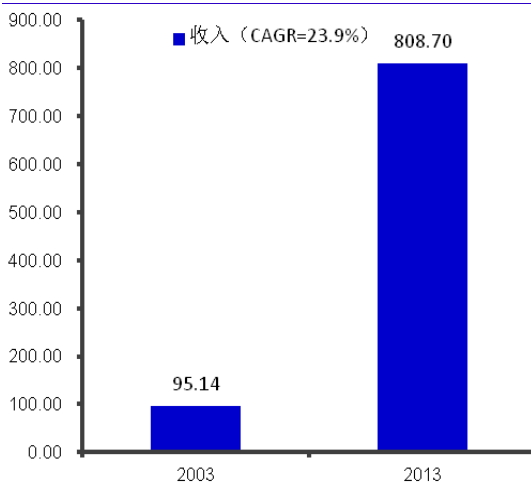
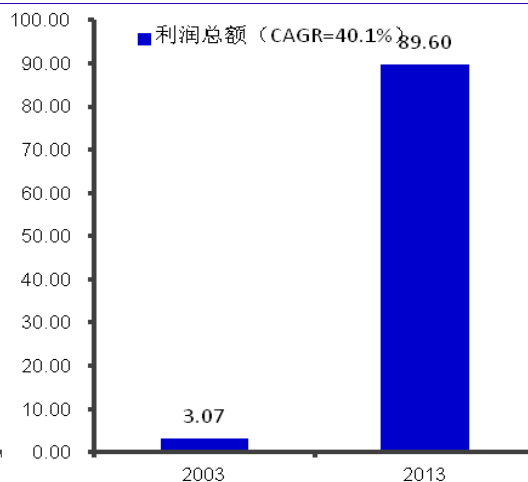


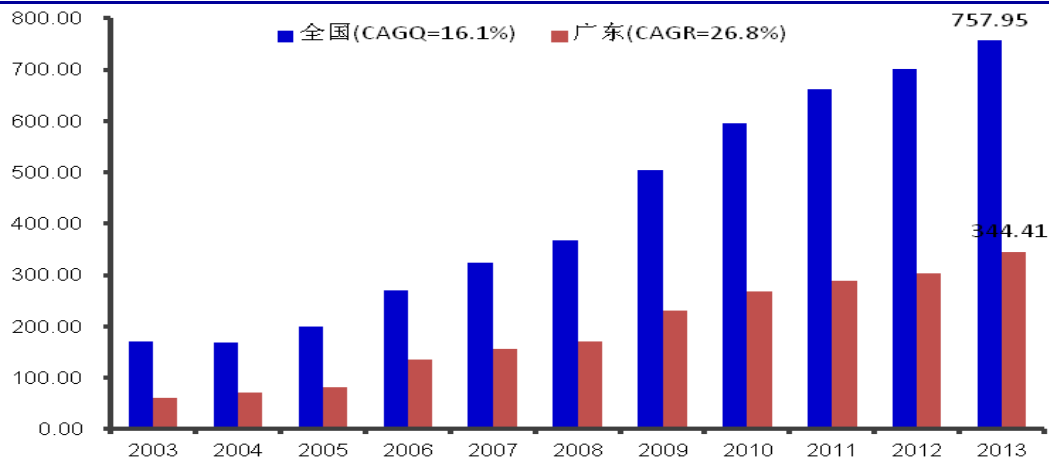
图2：酱醋利润总额（亿元）



资料来源：Wind 资讯

处于改革开放前沿的广东，由于优秀的龙头企业比较集中，酱油产量这10年复合增长率高达27%，2013年在全国的比重已经提升至45%。

图3：酱油全国和广东产量（万吨）



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

2. 未来增长点：精耕酱油，适时扩大新品类

中炬高新 2013 年收入超过 23 亿元，其中美味鲜公司贡献近 20 亿元。美味鲜目前以酱油、鸡粉为主，前两年涉足花生油、玉米油，2013 年含税收入 7000 万。旗下的酱油品牌主要有“美味鲜”和“厨邦”，其中“厨邦”定位定位中高端，收入占比 90%；美味鲜主要针对农村、餐饮等低端市场，收入占比 10%。

美味鲜未来的增长点主要来自两方面。

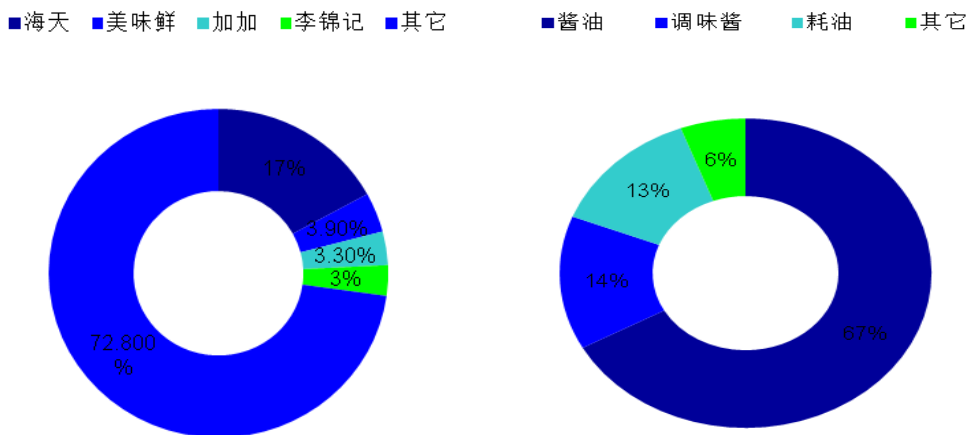
2.1. 现有酱油产品：集中提升和结构升级

目前，酱油市场 CR5 仍不到 30%，全国性品牌和地方性品牌比例仍是二八现象，酱油市场比较成熟的日本 CR5 约 60%，全国和地方品牌比例刚好是八二现象。随着消费者对品质和品牌的重视，行业集中度的提升是必然趋势，海天、美味鲜（市占率仅 4%）等龙头仍将获得远高于行业的增速。

从行业总量看，酱油产销量增速已经放缓至个位数，但是消费升级带来的产品结构的升级才刚开始，加上提价，预计行业收入仍可获得 10-15% 的增速，而龙头企业规模和技术提升带来盈利能力的提升，使利润增速更高。

图 4：酱油市场比例

图 5：海天收入结构



资料来源：东莞证券研究所

除了提升厨邦品牌的占比外，2013 年 9 月底，公司推出纯酿酱油，已经开始铺市。定位在乎养生的高端消费者，定价较高（市场调研显示，15-16 元的产品比较畅销，超过 20 元的动销会很差），主要在高端超市铺市、或交给有较强超市运作能力的经销商铺市，纯酿酱油目前发货情况良好。

2.2. 产能稳步释放，适时扩大新品类

美味鲜实行三步走战略：

1、**中山基地产能达产**。中山四期扩产在 13 年下半年竣工投产，主要贡献将体现在 14 年，调味品总产能达到 50 万吨；

2、**阳西基地逐步投产**。阳西基地分三期建设，首期 6 万吨预计今年下半年也可陆续投产，根据市场需求未来逐步扩产。

3、**利用资源优势，拓展其它食品。**一方面，公司将以普通酱油作为先锋，打通做透渠道，进而高端酱油与高端酱料跟进，以最大化渠道价值；另一方面，粤西物产丰富，可以开发原产地特产，例如鲮鱼罐头等，也用阳西基地开发高端陈酿醋。2013年9月底，公司不仅推出高端纯酿系列酱油，也推出了四款佐餐酱（厨邦鱼仔下饭酱、厨邦虾米下饭酱、厨邦香菇拌面酱和厨邦牛肉拌面酱）和芝麻油等新品类。

以海天为例，除酱油外，公司利用强大的产品创新能力和渠道能力，推出的酱料和耗油也做到过10亿的品类，逐步形成平台型公司，通过品类拓展持续发展。

3. 突出营销能力是持续快速发展的内在动力

3.1. 差异化营销打造独特优势

广东酱油生产占全国半壁江山，前四强酱油企业海天、美味鲜、加加和李锦记，就有三家在珠三角，特别是面对毗邻强大的海天，公司仍能取得持续高增长（13年广东省内收入预计仍约20%增长），主要得益于美味鲜优秀团队和差异化营销措施。

产品及品牌——打造“厨邦+美味鲜”双品牌，厨邦定位家庭消费的中高端（海天主要是大众餐饮市场），以鲜味酱油为诉求点，产品主要是氨基酸态氮含量在1.3克/100ML（高于同价位竞争对手）的产品。

在包装上，也用绿格子区别竞争对手。

渠道及市场——与品牌定位呼应，公司渠道七成是流通渠道（农贸、商超等），不足一成是餐饮渠道，而海天七成是餐饮渠道，正好错开海天的正面竞争。

图 6：厨邦绿格子包装



图 7：厨邦广告



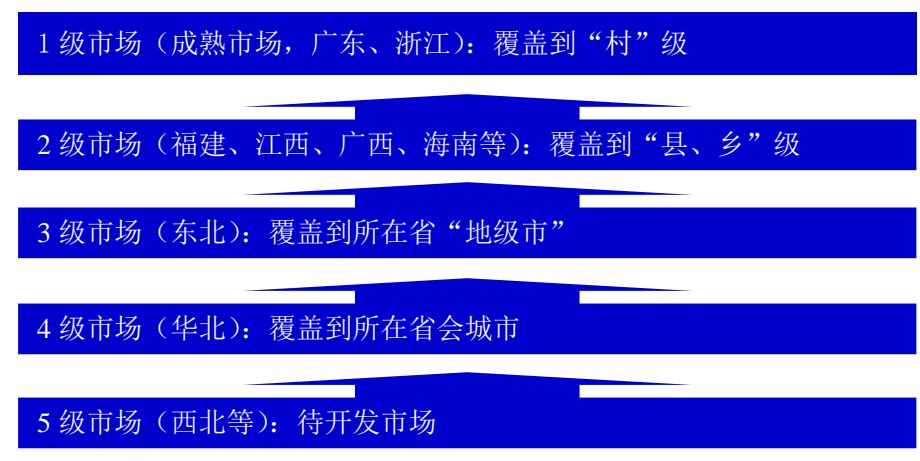
资料来源：东莞证券研究所

3.2. 精耕渠道，做透市场

公司按照市场的成熟度，将市场分为5级，每一市场建立产品模型，对渠道精细化运作。后一级市场根据成熟情况，逐步升级，相应下沉程度也逐步加深。

目前公司的成熟市场主要是广东、浙江，其中大本营广东市场贡献收入占比超过40%，从这个角度看，未来公司调味品可拓展的市场空间还很广阔。

图 8：市场按成熟度分为五级



资料来源：东莞证券研究所

对于餐饮渠道，是公司短板，未来的拓展，第一，需要开发合适的产品，第二，不断摸索建立餐饮销售队伍，并通过冠名、广告以及厨艺宣讲等措施稳步拓展。

对于商超渠道，公司认为，未来不会增加直营商超比重，由经销商去做商超渠道更有优势。一方面，可以占用经销商的资金等资源，另一方面，经销商经销商品多，与商超谈判议价能力更强。

在经销商管理方面，设办事处，管理该区域的经销商，制订规矩，监督窜货等扰乱市场行为，如果发现窜货，第一次是罚款，第二次取消促销，第三取消发货。一级经销商一般辐射 120 公里，下面设分销商，通过层级分销，做好分销体系，不断渗透市场。

4. 盈利预测及投资建议

4.1. 盈利预测假设

——调味品：盈利能力还有较大长期提升空间

A 股中经营以酱油为主的调味品业务公司主要有海天、中炬高新（美味鲜）和加加食品（食用油收入占比较多，使毛利率较低）。比较三者的毛利率和净利率，作为酱油业务规模仅次于海天的美味鲜，毛利率和净利率虽近几年稳步提升，但目前仍要远低于海天约 8-9 个百分点。（加加调味品业务毛利率实际也近 35%）。

差距的原因主要来自三方面：一是规模效应，海天销售规模是美味鲜 4 倍；二是制造水平，海天自动化程度更高；三是工艺、生产管理上的差距。海天作为行业标杆，公司需要学习的地方还有很多，这也说明公司提升的空间还很大。例如，新的阳西基地生产自动化水平将明显提高。

公司对 14 年的预算中，合并报表收入 26 亿元，净利润 2.5 亿元（+17.4%），其中美味鲜 23.1 亿元，净利润 2.5 亿元（+15.74%），考虑到以往的预算风格和考核要求，该目标应该还是比较保守的。我们预计美味鲜未来收入增速在 20-25%，净利润增速 30%左右，毛利率稳步提升。

图 9：毛利率比较

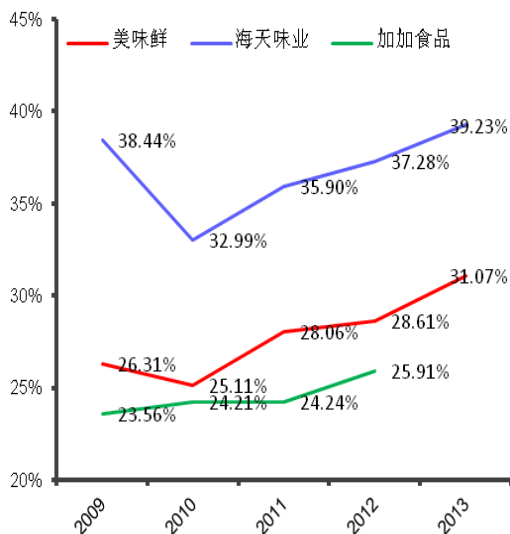
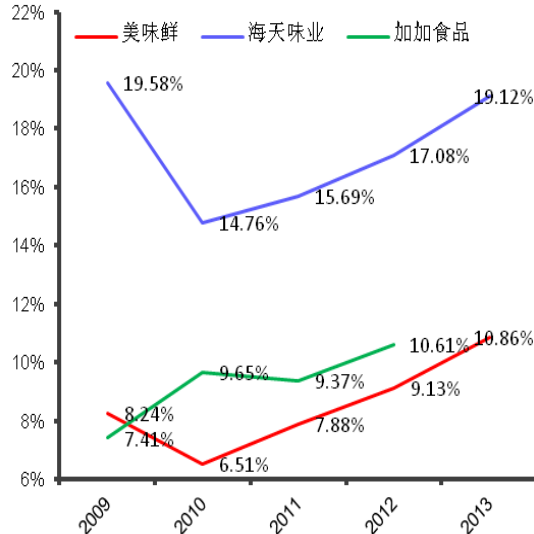


图 10：净利率比较



资料来源：东莞证券研究所；注：仅用美味鲜的毛利率，加加和海天是合并报表指标

——房地产及其它

其它业务中主要包括房地产开发（中汇合创，持股 79%）及物业管理、出租等。

公司有约 1600 亩商住用地和 400 亩工业用地，2013 年房地产业资产总额 21.54 亿元，负债 3.11 亿元，股东权益 18.14 亿元，房地产业务如果 1 倍的 PB 计算也有 18 亿元的市值，折合每股 2.26 元。

13 年中汇合创销售 1.68 亿元，利润 2776 万元，期末房地产预收款基本确认完毕，今年房地产销售将减少，不过，今年总部将有物业及土地转让，预计转让收入 1.14 亿元。

预计母公司今年仍有 2000 万元的亏损，基本抵消除美味鲜以外的业务盈利。

表 1：公司利润预测表

产品分类	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
调味品					
销售收入（百万）	1618.00	1989.00	2472.81	3064.63	3806.67
YOY (%)	25.02%	22.93%	24.32%	23.93%	24.21%
销售成本（百万）	25.18	29.88	35.29	41.47	48.80
YOY (%)	19.11%	18.67%	18.10%	17.53%	17.66%
调味品毛利率 (%)	28.61%	31.07%	31.50%	32.38%	33.22%
房地产及服务					
销售收入（百万）	84.12	223.19	250.00	200.00	200.00
YOY (%)	-62.09%	165.32%	12.01%	-20.00%	0.00%
销售成本（百万）	55.75	149.14	167.50	134.00	134.00
毛利率 (%)	33.73%	33.18%	33.00%	33.00%	33.00%
其它					
销售收入（百万）	48.93	71.56	60.00	60.00	60.00
YOY (%)	-12.90%	46.25%	-16.15%	0.00%	0.00%
销售成本（百万）	38.60	51.16	45.00	45.00	45.00
毛利率 (%)	21.11%	28.51%	25.00%	25.00%	25.00%
合计					

销售收入合计（百万）	1751.05	2283.75	2782.81	3324.63	4066.67
YOY (%)	11.37%	30.42%	21.85%	19.47%	22.32%
销售成本合计（百万）	1249.44	1571.22	1906.34	2251.35	2721.23
YOY (%)	10.44%	25.75%	21.33%	18.10%	20.87%
综合毛利率 (%)	28.65%	31.20%	31.50%	32.28%	33.08%

资料来源：东莞证券研究所

4.2. 估值及投资建议

预计 2014-2016 年收入增速分别约 22%、20%和 22%，归属母公司净利润增速分别为 33%、33%和 31%，每股收益分别为 0.36 元、0.47 元和 0.62 元（其中美味鲜贡献约 0.34 元、0.45 元和 0.6 元）。

给予 1 倍 PEG，即美味鲜对应动态的 33 倍 PE 水平，则一年目标价 11.2 元；地产业务按 1 倍 PB 计算，折合每股价格约 2 元。综合来看，中炬高新一年内合理价值水平约 13-14 元，给予“推荐”评级。

风险因素：1) 房地产及其它业务存在不确定性，造成业绩波动；2) 新产品推广失败。

表 2：公司利润预测表

利润表：					现金流量表：				
科目(百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E	科目(百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业总收入	2,318	2,825	3,375	4,128	净利润	220	287	381	497
营业成本	1,593	1,935	2,285	2,762	折旧与摊销	71	69	92	107
营业税金及附加	38	42	37	45	财务支出	33	33	29	27
销售费用	185	226	270	330	投资损失	-12	-12	-12	-12
管理费用	225	271	324	396	净营运资本变动	-175	169	26	-69
财务费用	34	31	27	24	经营性现金流	135	545	516	550
资产减值损失	1	0	0	0	资本支出	-3,106	-274	-180	-195
其他经营收益	12	12	12	12	其它投资	2,970	12	12	12
营业利润	254	331	444	582	投资性现金流	-136	-262	-168	-183
利润总额	262	341	454	592	股权融资	0	0	0	0
减 所得税	42	55	73	95	债券融资	586	-84	-40	-60
净利润	220	287	381	497	股利分配及其它	-74	-118	-142	-174
减 少数股东损益	8	3	5	6	筹资性现金流	512	-202	-182	-234
归母公司净利润	213	283	376	491	货币资金变动	511	81	166	133
资产负债表：					主要财务比率：				
科目(百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E	科目(百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	355	436	602	735	成长能力 (YOY)				
应收账款	54	71	84	103	营业收入	32.1%	21.9%	19.5%	22.3%
预付账款	225	155	160	193	营业利润	116%	30.3%	33.8%	31.2%
存货	1,208	1,258	1,325	1,492	归母公司净利润	69.3%	33.1%	32.9%	30.5%
其它	132	77	80	84	盈利能力				
流动资产合计	1,974	1,997	2,252	2,607	销售毛利率	31.3%	31.5%	32.3%	33.1%
长期股权投资	114	114	114	114	销售净利率	9.2%	10.0%	11.2%	11.9%

固定资产合计	670	883	1,026	1,113	ROE	9.2%	11.1%	13.3%	15.5%
长期待摊费用	6	5	3	2	ROIC	6.5%	10.4%	12.6%	15.2%
其它	932	915	862	864	偿债能力				
非流动资产合计	1,722	1,916	2,004	2,093	资产负债率	35.5%	33.9%	32.9%	31.8%
资产总计	3,696	3,913	4,256	4,699	流动比率	1.67	1.63	1.70	1.80
短期借款	164	100	80	50	速动比率	0.65	0.60	0.70	0.77
应付账款	287	358	423	511	营运能力（次）				
预收款项	96	141	135	124	资产周转率	0.65	0.74	0.83	0.92
其它	632	626	683	760	存货周转率	1.30	1.57	1.77	1.96
流动负债合计	1,180	1,225	1,321	1,444	应收账款周转率	49.09	45.41	43.55	44.02
长期借款	120	100	80	50	每股指标（元）				
其它	-32	32	20	30	每股收益	0.27	0.36	0.47	0.62
非流动负债合计	88	132	100	80	每股经营现金流	0.17	0.68	0.65	0.69
负债合计	1,311	1,325	1,401	1,494	每股净资产	2.68	2.93	3.26	3.69
实收资本	797	797	797	797	每股股利	0.00	0.11	0.14	0.18
资本公积	297	297	297	297	估值指标（倍）				
留存收益及其它	1,293	1,494	1,762	2,112	PE	37.35	28.06	21.12	16.19
所有者权益合计	2,386	2,588	2,856	3,206	PB	3.73	3.41	3.06	2.71
负债和权益总计	3,697	3,913	4,257	4,700	EV/EBITDA	23.41	19.43	14.80	11.62

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上

行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（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。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司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。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 2211943

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn