

中炬高新 (600872)

调味品放量增长无忧，上调14年EPS预测增速至30%

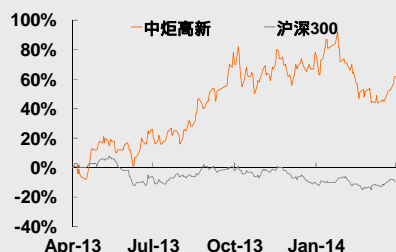
推荐 (维持)

现价：10.19元

主要数据

行业	平安食品饮料
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)	82.85
流通A股市值(亿元)	82.85
每股净资产(元)	2.68
资产负债率(%)	35.5

行情走势图



证券分析师

文献 投资咨询资格编号
1060209040123
0755-22627143
wenxian@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 一般从业资格编号
S1060113090015
0755-22627694
zhangyuguang467@pingan.com.cn

王俏怡 一般从业资格编号
S1060113110013
0755-22 626689
wangqiaoyi597@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

■ **渠道分层次推进，产品开始多元化扩张，调味品 14、15 年收入增速可达 20%。**公司渠道依成熟度不同分五级市场，分别制定销售政策、产品组合与考核目标，以实现空白地区的逐步覆盖与非空白地区的深度挖掘。随着市场通路逐渐成熟，公司开始发力新品，借现有渠道以实现销售放量。13 年已推纯出酿酱油，下饭酱、抖面酱等新品，未来计划培育更有竞争力的品种，一是纯酿醋、油等纯酿系列调味品，二是水产罐头等厨房佐餐食品。在行业快速发展（增速在 15%左右）集中度较低（CR5 为 23%）的环境下，主流企业正面竞争并不激烈，我们更关注公司是否能够以快于竞争对手的速度抢占市场，实现市占率的加速提升。

■ **激励方案提供销售动力，阳西产能释放支持销量增长。**公司激励方案落地，绩效奖金为净利 5%，受益员工占比近 6%，员工积极性进一步提高，为后续销售增长提供动力；同时阳西基地一期 3Q14 可投产，预计新增产能 2-3 万吨，产能释放为销量增长提供保证。

■ **受益于产品结构升级与生产效率提高，盈利能力持续提升。**高端产品纯酿酱油广告已拍好，达到一定铺货率即可投放重点推广，14 年新品厨邦纯酿系列、佐餐酱毛利率估计均可达到 40%，结构升级持续进行；同时阳西基地将复制“厨邦智造”模式，采取精益化生产进一步提高效率，预计 14 年调味品毛利率可增长 1.98 个 pct，3Q14 由于阳西基地投产设备调试，毛利率可能出现阶段性下滑。

■ **政策原因致 14 年房地产不确定较高，15 年后可能回暖。**受制于中山市政府对岐江新城进行规划，公司地产业务不确定因素较多，暂时也未定销售政策。“汇景东方”二期 14 年开盘，预计当年难有大量结算收入。往 15 年后看，随着深中大桥的开工以及周边配套建设逐渐完善，地产业务将有可能逐步回暖。

■ **盈利预测与估值：**预计公司 14-16 年实现每股收益 0.35、0.49 和 0.65 元，同比分别增 30%、42%和 32%，最新收盘价对应 PE 为 29、21 和 16 倍；看好公司未来调味品业务的成长性，维持“推荐”投资评级。公司新品销售超预期增长及地产收入提前确认可能成为未来股价提升的催化剂。

■ **风险提示：**食品安全问题及原材料价格上涨。

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1,754	2,318	2,720	3,361	4,052
YoY(%)	1.1	32.1	17.3	23.6	20.6
净利润(百万元)	126	213	276	391	517
YoY(%)	-3.7	69.3	29.5	41.7	32.4
毛利率(%)	28.5	31.3	32.0	32.9	33.7
净利率(%)	7.0	9.5	10.5	12.0	13.2
ROE(%)	6.7	10.4	12.1	15.0	16.9
EPS(摊薄/元)	0.16	0.27	0.35	0.49	0.65
P/E(倍)	64.6	38.1	29.0	20.5	15.5
P/B(倍)	4.2	3.8	3.3	2.9	2.4

正文目录

一、公司战略：渠道扩张+多产品推进，看好此阶段成长	4
1.1 五级区域分层次推进，积极拓展餐饮渠道	4
1.2 品牌定位清晰，新品持续推进	5
二、激励方案提供销售动力，产能释放支持销量增长	6
三、产品结构升级与精益管理提高盈利能力	6
四、14 年房地产业务将放缓	7
五、盈利预测与估值	7
六、风险提示	7

图表目录

图表 1	中炬高新“三步走”规划	4
图表 2	中炬高新区域市场分级拓展	5
图表 3	中炬高新调味品近四年复合增速为 24%	5
图表 4	13 年中炬高新调味品业务占比 85.4%	5
图表 5	阳西基地一期 6 万吨产能 14 年下半年可投产	6
图表 6	中炬高新调味品毛利率水平逐年提升	7
图表 7	中炬高新 13 年净利率大幅增长	7
图表 8	汇景东方二期 14 年开盘，预计当年不会确认大量收入	7

看好中炬高新未来成长性，原因在于：公司当前战略是通过渠道分层次拓展来实现空白地区的逐步覆盖与非空白地区的深度挖掘，同时借助成熟渠道实现多产品扩张。两个因素促进该战略推进：一是激励方案落地，员工积极性提高，营收增长有明显动力；二是阳西基地产能释放为销量增长提供保证。此外，随着产品结构持续升级与“厨邦”制造精益化生产，毛利率也将稳步提升。在行业快速发展（增速在 15%左右）、集中度较低（CR5 为 23%）的环境下，主流企业正面竞争并不激烈，我们更关注公司是否能够以快于竞争对手的速度抢占市场，实现市占率的加速提升。

一、公司战略：渠道扩张+多产品推进，看好此阶段成长

公司正处于“三步走”规划第二阶段，即利用阳西基地完成低成本扩张抢占市场，战略是通过渠道分层次拓展来实现空白地区的逐步覆盖与非空白地区的深度挖掘，同时借助成熟渠道实现多产品扩张。我们看好公司此阶段的成长性。原因在于经过第一阶段的发展与积累，公司已在东南沿海地区打开通路，接下来以成熟地区推广方法来逐步完成非成熟地区覆盖，逐级突破，可以实现费用增长低收入增长；同时以此成熟渠道实现产品多元化扩张，以酱油带动其他品类，很容易实现销售放量增长。

图表1 中炬高新“三步走”规划

步骤	措施	目标
第一步	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
第二步	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	完成低成本扩张抢占市场
第三步	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，向大食品领域延伸，发展水产品、农产品等厨房佐餐食品	打造多元化食品企业

资料来源：平安证券研究所、公司公告

1.1 五级区域分层次推进，积极拓展餐饮渠道

中炬高新渠道区域依市场成熟度不同，分五级市场，每级市场都有制定相应的销售措施，建立各自区域的产品组合。各区域销售政策力度不一样，考核目标也不同，分不同层次来开展工作，利于销售推进。一级市场覆盖至乡村一级，二级市场覆盖至县级，三级市场覆盖至地级，四、五级覆盖至省会城市。目前一级市场已完成深度开发，公司主要精力是把二、三级区域经营好，渠道进一步下沉，不断进行渗透。成熟地区如一、二级市场 13 年增速在 20%以上，非成熟地区如东北市场增速较快，13 年在 40%左右。14 年一级市场随着饱和度逐渐增加，增速可能略有放缓；二三级市场仍会快速增长，预计全年增速在 20%以上。

图表2 中炬高新区域市场分级拓展

渠道区域	范围	覆盖深度
一级市场	广东省、浙江省、海南省等	乡镇级
二级市场	广西省、福建省、江西省	县级
三级市场	东北地区	市级
四级市场	华北地区	省会城市、地市级
五级市场	西北地区	省会城市

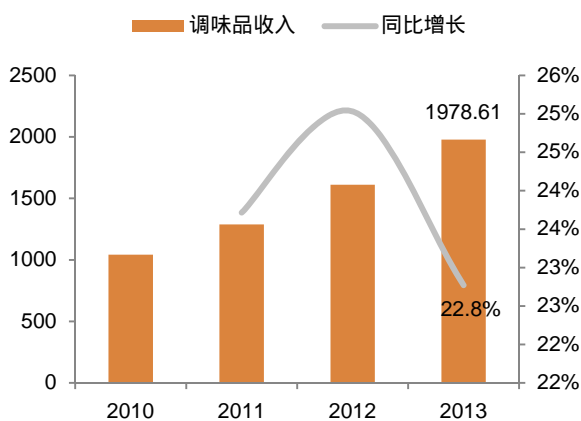
资料来源：平安证券研究所、公司公告

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，估算占比约 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。未来公司将会加大餐饮渠道投入力度，已开发适合于餐饮的大包装产品，商超与餐饮渠道占比将会提升，以现代渠道加强对终端的控制力。

1.2 品牌定位清晰，新品持续推进

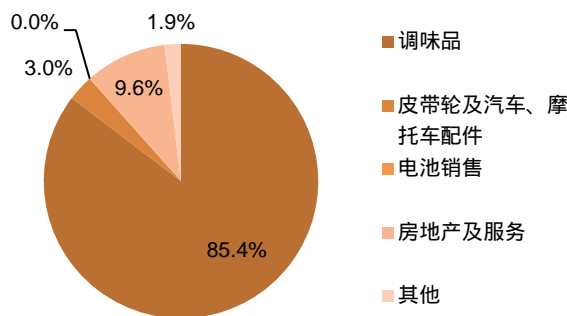
中炬高新定位清晰，双品牌战略持续走中高端路线。中炬高新调味品业务收入占比 90%左右，近四年 CAGR 为 24%，其中酱油占调味品 70%，是公司主要收入来源。公司双品牌战略：厨邦走中高端路线，约占调味品收入 90%以上，旗下包括酱油、鸡精鸡粉、酱料等多个产品，酱油以生抽为主，突出“高鲜味”特征，走差异化路线；美味鲜作为补充定位于中低端，旗下只有酱油产品，占调味品收入近 10%。双品牌定位清晰，利于公司有针对性地进行产品推广。

图表3 中炬高新调味品近四年复合增速为24%



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表4 13年中炬高新调味品业务占比85.4%



资料来源：平安证券研究所、公开资料

新品持续推进，开始多元化扩张。公司酱油、鸡精鸡粉做为调味品两大品类，已达到规模化发展，未来计划培育更有竞争力的新品。13年推出厨邦纯酿酱油，350ml 零售价 13.8 元，主打中高端路线，广告已经做好，待铺货达到一定规模即可重点推广；佐餐酱类已推出鱼仔下饭酱、虾米下饭酱、香菇拌面酱、牛肉拌面酱等四款新品。后续规划两类产品，一是纯酿醋、油等纯酿系列调味品，二是利用阳西水产资源推出水产罐头等厨房佐餐食品。我们认为公司此时采取产品多元化扩张优势在于：

- (1) 新产品销售模式与销售渠道与现有产品重叠,不会大规模增加销售费用。(2) 厨房佐餐食品是大品类,目前市场尚无绝对龙头,属于行业蓝海区域,公司此时发力,利于抢占子行业的龙头地位。(3) 阳西水产品资源丰富,公司未来将利用该优势做出更多地产品。

二、激励方案提供销售动力,产能释放支持销量增长

激励方案落地,员工积极性进一步提高。由于实际控制人中山火炬高技术产业持有 10.7%的股权,持股比例较少,国企改革很难落实到公司激励层面,因此中炬高新在利润增长的情况下提高待遇来提升员工对企业的归属感。公司推出绩效考核管理制度,完善公司的激励机制。我们认为该方案的推出利于公司经营,原因在于:(1) 受众群体广,激励范围包括公司中高层领导及核心骨干,受益人数在 210 人左右,占员工总人数近 6%;(2) 指标体系健全,考核指标包括营业收入、净利润、净资产收益率,利于公司全面发展;(3) 奖惩分明,只有当加权经营指标完成率超过 100%时才有超额奖励,完成率低于 80%则对于高层管理人员罚薪,正负向共同激励管理层。

产能释放支持销量增长。公司产能过去一直与销售匹配增长。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。13 年中山基地产能达到饱和,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 6 万吨将在 14 年投产,预计当年释放产能 2-3 万吨,为 14 年销量增长提供了保障。

图表5 阳西基地一期6万吨产能14年下半年可投产

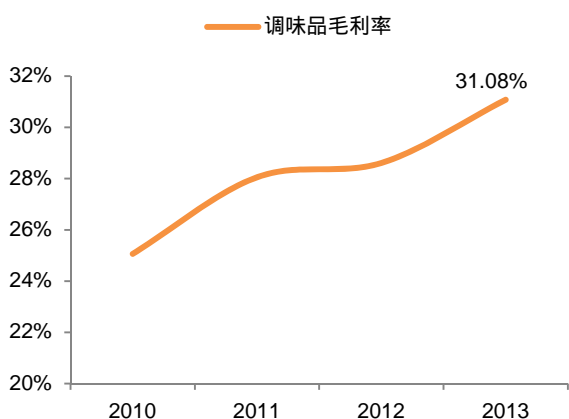
产量(万吨)	酱油	鸡精/鸡粉	调味酱	蚝油类	醋汁类	食用油类	合计
2014	5.1	0.31	0.17	0.27	0.11	0.18	6.14
2016	13.46	1.08	0.58	1.15	0.38	0.65	17.3
2018	22.97	1.98	1.09	2.76	0.73	1.16	30.69
2020	33.37	3.16	1.71	5.59	1.22	1.83	46.88

资料来源:平安证券研究所、公司公告

三、产品结构升级与精益管理提高盈利能力

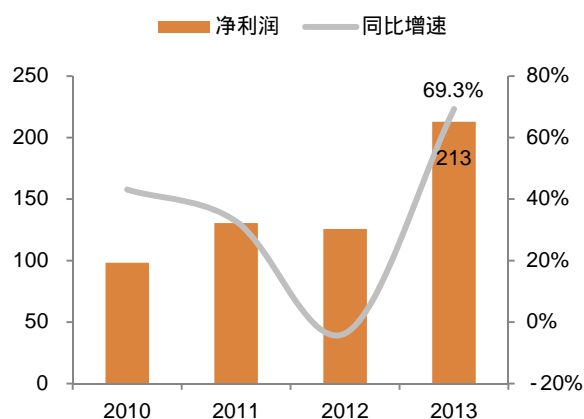
预计未来 3-5 年调味品毛利率持续提升。公司近年来毛利率逐年提高原因在于:(1) 产品结构持续提升,一方面厨邦品牌占比不断提高,另一方面高毛利新品持续推出;(2) 公司采取“厨邦智造”模式,对生产流程进行精益化管理,其核心理念是减少浪费,控制成本,提高效率。(3) 改造设备,提高工艺水平。往未来 3-5 年看,厨邦与美味鲜占比不会发生较大变化,其余驱动因素仍将继续发挥作用:一方面高毛利新品将陆续推出,厨邦纯酿系列、佐餐酱系列产品毛利率估计可达到 40%,结构升级持续进行;另一方面精益生产在中山基地已经运作成熟,阳西基地投产后将复制厨邦智造模式,加之设备不断升级,规模化生产很容易实现低成本运营。预计 14 年调味品毛利率可增长 1.98 个 pct,3Q14 由于阳西基地投产设备调试,产能利用率低,毛利率可能出现阶段性下滑。

图表6 中炬高新调味品毛利率水平逐年提升



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表7 中炬高新13年净利率增长69%



资料来源：平安证券研究所、公开资料

四、14年房地产业务将放缓

政策原因致14年房地产不确定较高，15年后可能回暖。公司地产情况较为复杂，14年受制于中山市政府对岐江新城进行规划，公司地产业务不确定因素较多，暂时也未定销售政策。“汇景东方”一期项目已售卖近2/3，目前地产周边配套设置不完善，房价不高；二期14年开盘，预计当年很难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8 汇景东方二期14年开盘，预计当年不会确认大量收入

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
“汇景东方花园”一期	6万平方米	1.1万/平	2010	2013	2011	4.45亿
“汇景东方花园”二期	9万平方米	0.6万/平	2012	2015	2014	3.6亿

资料来源：平安证券研究所、公司公告

五、盈利预测与估值

我们认为中炬高新2014销售收入将有17.3%的增长，消费升级推动调味品结构提升，公司正处于产品多元化发展初始阶段，分层次拓展市场与发展现代流通渠道相结合，借助成熟渠道进行产品推广，同时阳西基地产能扩张，为调味品收入增长提供保证。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21.3%。我们预计14-16年公司收入分别增长17.3%、23.6%与20.6%。预计公司14-16年实现每股收益0.35、0.49和0.65元，同比分别增30%、42%和32%，最新收盘价对应的PE分别为29、21和16倍；看好公司未来调味品业务的成长，维持“推荐”投资评级。公司新品销售超预期增长及地产收入提前确认可能成为未来股价提升的催化剂。

六、风险提示

食品安全问及原料价格上涨。

损益表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,318	2,720	3,361	4,052
YoY	32.1%	17.3%	23.6%	20.6%
营业成本	1,593	1,850	2,256	2,686
毛利率	31.3%	32.0%	32.9%	33.7%
营业税金及附加	38	34	44	57
股权激励费用	0	0	0	0
销售费用	185	226	285	353
管理费用	225	251	280	311
财务费用	34	39	35	29
投资净收益	12	14	16	18
营业利润	254	333	477	635
加: 营业外收入	15	15	15	15
减: 营业外支出	7	7	7	7
利润总额	262	341	485	643
减: 所得税	42	56	80	107
净利润	220	285	405	536
减: 少数股东损益	8	10	14	19
归属母公司所有者净利	213	276	391	517
YoY	69.3%	29.5%	41.7%	32.4%
销售净利率	9.5%	10.5%	12.0%	13.2%
EPS (当年股本)	0.27	0.35	0.49	0.65
EPS (最新股本摊薄)	0.27	0.35	0.49	0.65

重要指标速览	2013A	2014E	2015E	2016E
估值				
PE	38.1	29.0	20.5	15.5
PEG	1.1	0.9	0.8	0.7
PB	3.8	3.3	2.9	2.4
PS	3.5	3.0	2.4	2.0
EV/EBITDA	23.3	17.0	12.8	10.8
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
经营回报率				
ROE	10.4%	12.1%	15.0%	16.9%
ROA	6.6%	7.5%	9.0%	10.0%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	35.5%	40.1%	38.3%	39.3%
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.8
运营效率				
存货周转率	1.3	1.3	1.3	1.3
流动资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.1
固定资产周转率	2.9	2.6	3.1	3.7

现金流量表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
净利润	220	285	405	536
折旧摊销	72	115	136	107
营运资金投资	-261	-59	-228	-175
经营活动现金净流量	-85	397	382	529
资本开支	-64	-217	-137	-163
投资活动现金净流量	-64	-217	-137	-163
债务融资	225	0	0	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	-269	191	-39	-35
当年现金净流量	42	141	210	338

资产负债表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	355	496	706	1,043
应收款项	55	64	79	95
预付款项	225	193	277	305
存货	1,208	1,620	1,843	2,273
其他流动资产	131	256	252	342
流动资产合计	1,974	2,628	3,157	4,059
长期股权投资	114	114	114	114
固定资产	988	1,087	1,096	1,119
无形资产	106	106	107	107
其他非流动资产	514	521	509	543
非流动资产合计	1,722	1,827	1,826	1,884
资产总计	3,696	4,455	4,984	5,942
短期借款	164	164	164	164
应付款项	346	462	527	649
预收款项	96	224	208	293
应付股利	1	1	1	1
其他流动负债	572	804	878	1,095
流动负债合计	1,180	1,654	1,778	2,201
长期借款	120	120	120	120
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	12	12	12	12
非流动负债合计	132	132	132	132
负债合计	1,311	1,786	1,910	2,332
归属母公司所有者权益	2,133	2,408	2,798	3,315
其中: 实收资本	797	797	797	797
少数股东权益	252	262	276	295
股东权益合计	2,385	2,670	3,074	3,610
负债及股东权益总计	3,696	4,455	4,984	5,942

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$ 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：

此报告旨在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 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号 荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融 大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平 安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	