

## 中炬高新 (600872. SH)

### 错位竞争优势持续凸显，高成长的国企改革 革优选标的

**评级: 买入**      前次: 买入  
**目标价 (元): 16.48**  
 分析师: 胡彦超      分析师: 黄文婧  
 S0740512070001      S0740514050002  
 021-20315176      021-20315138  
 huyc@r.qlzq.com.cn      huangwj@r.qlzq.com.c  
 2015 年 1 月 12 日

#### 基本状况

总股本(百万股)	796.64
流通股本(百万股)	796.64
市价(元)	11.79
市值(百万元)	9392.39
流通市值(百万元)	9392.39

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	1745.34	2318.19	2696.09	3190.84	3923.73
营业收入增速	1.09%	32.14%	16.30%	18.35%	22.97%
净利润增长率	-3.65%	69.31%	31.93%	30.79%	30.97%
摊薄每股收益 (元)	0.16	0.27	0.35	0.46	0.60
前次预测每股收益 (元)	0.16	0.27	0.35	0.46	0.60
市场预测每股收益 (元)					
偏差率 (本次-市场/市 市盈率 (倍)	29.15	42.56	29.14	22.28	17.01
PEG	—	0.61	0.91	0.72	0.55
每股净资产 (元)	2.45	2.68	2.95	3.32	3.82
每股现金流量 (元)	0.30	0.17	0.58	0.40	0.59
净资产收益率	6.45%	9.98%	11.95%	13.89%	15.79%
市净率	1.88	4.25	3.48	3.09	2.69
总股本 (百万元)	796.64	796.64	796.64	796.64	796.64

备注: 市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

- 目前中炬高新主营收入和净利润 90%都来自调味品业务，已经是一家纯粹的大众调味品公司。其主打产品“厨邦”酱油的销量和市场份额已位列行业第二位，仅次于海天，十年成长为中国酱油行业的佼佼者。**
- 酱油作为调味品中收入规模最大的子品类，同时也是增长最快的品类之一，并从增量扩张步入消费升级阶段。2000-2010 年酱醋行业收入复合增速 20.7%，远高于味精等其他调味品，增长主要来自增量消费和相应的产能扩张拉动。2010 年后行业收入增速持续超过产量增速，以鲜味酱油替代老抽为代表的消费升级逐步显现，2014 年“无添加”酱油到爆发零界点，同时也是酱油行业新一轮消费升级周期的起点。**
- 消费升级给酱油行业留出了持续增长空间，市场份额将加速向品牌企业集中。中小企业由于资金、品牌的实力相差太远，难以分羹高端市场，龙头企业将不断强化其在产品和品牌方面的优势，市场份额将逐渐向品牌企业集中。另外，随着优秀调味品企业尤其是酱油企业迎来上市潮，资本市场对调味品行业再认识。未来 2-3 年内调味品上市企业数有望达到 10 家以上，成为仅次于白酒和乳制品的第三大食品板块。调味品龙头企业通过借力资本市场，将更加挤压中小企业生存空间。**
- 短期来看，随着鲜味酱油的继续渗透以及国内主流厂商共同主导的价格带上移趋势，预计 3-5 年后酱油主流零售均价从 5-7 元/500ml 整体迁移到 8 元以上。按照行业整体价格中枢从 6 元增长为 9 元、产量 5%-7%的复合增速，酱油行业未来五年仍将保持 15%的收入复合增长。**
- 中炬高新调味品业务（美味鲜）通过产品、品牌和渠道全方位的差异化布局形成了独特的竞争优势，即使在海天、李锦记的一些传统强势区域也逐渐取得了领先的市场份额。具体表现在（1）产品差异定位：中高端/高性价比策略，避开与海天、李锦记正面竞争；（2）品牌营销辨识度：打造“绿格子食品王国”**

，绿色安全品牌形象深入人心；(3) 流通、商超渠道为重：主要面对家庭消费，首先受益于消费升级。同时，公司在管理层面上也积极变革，2013 年上马“厨邦智造”项目助推公司全面精细化管理，2014 年迈出市场化激励第一步，都是公司提升长期竞争力的表现。

- **短期成长性：区域拓展配合产能扩张打开新一轮增长空间。**作为细分行业第二位，美味鲜销售收入不到老大海天的 1/4，是食品饮料各子行业中前两名差距最大的。按照传统经验，行业第二名应该至少可以达到行业第一名的一半，更为重要的是调味品的行业景气度仍然很高，留给美味鲜的市场开拓空间依然很大。
- **美味鲜异地扩张空间巨大，划分五级市场定点突破。**目前美味鲜 75% 的销售收入来自东南沿海地区，其中相对成熟的南部市场更是高达 50%，北部和中西部异地扩张空间巨大。公司把全国市场划分为五级，根据每级市场特点制定相应的销售和营销策略，并实行不同的考核目标和政策。其中一、二、三级相对成熟市场主要采取渠道下沉的策略，预计未来 3 年仍能保持 15% 左右的稳定增长。对于四、五级市场也即异地扩张的重点公司会加大投入，2010 年开始重点开发的东北、华北市场，这几年增速平均达到 30% 以上，预计公司在北部和中西部市场可以长期保持 20% 以上的收入增速，成为公司未来的主要增长极。
- **阳西基地新增产能 47 万吨，破除公司增长瓶颈。**公司销售主要集中在东南沿海区域，除了前期销售资源的集中投入外，产能瓶颈是最重要的制约因素，配合全国布局和渠道扩张的需要，公司在 2012 年启动了阳西基地的建设。阳西基地分四期进行建设，2018 年四期将全部建设完成，2020 年完全达产，届时公司将形成 85 万吨调味品产能，2020 年前公司的主要收入增长将来自区域扩张配合下阳西基地产能的逐步释放。
- **中长期成长性：多品类放量，不断打造新增长点。**味好美、亨氏等国际调味品巨头的经验表明，在多品类经营阶段公司的业绩弹性增大、市值表现最佳。品类扩张是不断打造新增长点、突破收入和利润瓶颈的有效方式，也是消费品企业长久发展的关键。
- **公司已处于多品类经营阶段的初期。**除了主打产品酱油外，公司目前已拥有鸡粉、蚝油、下饭酱、拌面酱、食醋等产品系列，其中鸡粉销售收入超过 2 个亿，占比达 15%，成为公司另一大单品，我们认为公司已处于多品类经营的初期。但和海天相比，仍有较大差距，海天的调味酱和蚝油收入都已超过 11 亿元，且占比均达到 13% 以上。我们预计蚝油有望成为公司下一个放量品类。公司将从酱油龙头逐步走向综合调味品龙头，未来还将借助阳西当地丰富资源向食品领域延伸，最终打造成“绿格子食品王国”。
- **超预期看点：国企改革助推经营效率提升，加速业绩释放。**2015 年国企改革将由早前地方尝试改革，进入到国资全局改革推进阶段。而广东省国企改革方案要求 2017 年底 70% 的企业完成混合所有制改革，竞争领域企业 100% 完成。公司盈利水平与海天、李锦记（净利率均已达到 20%，相差 8-10 个点）等民营同行相比有较大差距。除了规模的限制外，公司的经营效率也有很大的改善空间，我们认为此轮国企改革有望成为助推器，提供超预期机会。若公司完成混改，不仅可以带动毛利率和净利率有的稳步提升，逐步缩小与海天、李锦记的差距，还有望加速公司区域扩张和品类扩张的步伐。另外，可以不再受国企激励的诸多限制，实施股权激励，增强管理层释放业绩的动力。
- **预计 2014-2016 年中炬高新实现营业收入 26.96/31.91/39.24 亿元，同比增长 16.30%/18.35%/22.97%；实现归属于母公司净利润 2.81/3.67/4.81 亿元，同比增长 31.93%/30.79%/30.97%，对应 2014-2016 年 EPS 分别为 0.35/0.46/0.60 元。**
- **目标价 16.48 元，维持“买入”评级。**公司是具有高成长性的调味品龙头公司，区域拓展配合产能扩张打开公司新一轮增长空间，并已处于多品类经营初期。不过身为国企，公司业绩释放的动力上可能会趋于保守，但公司未来潜力空间巨大，且国企改革有望提供超预期机会，所以我们还是选择在这个时点上继续推荐。建议中炬高新 12 个月的合理目标价格为 16.48 元，较目前股价有 40% 的提升空间，维持“买入”评级。
- **风险提示：食品安全问题、阳西基地建设和投产无法按原计划进行、市场拓展不及预期、原材料价格大幅上涨以及国企改革启动前公司业绩释放的动力有可能相对不足。**

## 内容目录

中炬高新：从园区开发到中国酱油行业佼佼者 .....	- 6 -
调味品行业：酱油引领消费升级，市场集中度加速提升 .....	- 7 -
酱油从增量扩张步入消费升级，“无添加”酱油到爆发零界点 .....	- 7 -
调味品行业集中度将加速提升，酱醋孕育调味品平台型巨头 .....	- 13 -
公司错位竞争优势持续凸显，管理、激励渐入佳境 .....	- 16 -
产品差异定位：中高端/高性价比策略，避开与海天、李锦记正面竞争 .....	- 16 -
品牌营销辨识度高：打造“绿格子食品王国”，绿色安全品牌形象深入人心 .....	- 17 -
流通、商超渠道为重：主要面对家庭消费，首先受益于消费升级 .....	- 18 -
“厨邦智造”助推全面精细化管理，2014年迈出市场化激励第一步 .....	- 20 -
短期成长性：区域拓展配合产能扩张打开新一轮增长空间 .....	- 20 -
美味鲜异地扩张空间巨大，划分五级市场定点突破 .....	- 21 -
阳西基地新增产能 47 万吨，破除公司增长瓶颈 .....	- 23 -
中长期成长性：多品类放量，不断打造新增长点 .....	- 24 -
国际调味品巨头经验：多品类经营阶段业绩弹性增大、市值表现最佳 .....	- 24 -
美味鲜已处于多品类经营的初期 .....	- 25 -
超预期看点：国企改革助推经营效率提升，加速业绩释放 .....	- 27 -
盈利预测、估值分析与投资建议 .....	- 28 -
盈利预测假设 .....	- 28 -
盈利预测结果 .....	- 28 -
相对估值结果：16.14-18.44 元 .....	- 29 -
DCF/APV 法绝对估值结果：16.48 元 .....	- 29 -
投资建议：目标价 16.48 元，维持“买入”评级 .....	- 30 -
风险提示 .....	- 30 -
附表 1：销售分项预测 .....	- 31 -
附表 2：财务数据预测 .....	- 33 -

## 图表目录

图表 1：中炬高新股权结构及各主要子公司、参股公司情况 .....	- 6 -
图表 2：2013 年公司调味品收入占比 87.07% .....	- 6 -
图表 3：2013 年公司调味品利润占比 86.72% .....	- 6 -
图表 4：公司目前房地产开发项目——汇景东方一期、汇景东方二期 .....	- 7 -
图表 5：公司土地储备情况（截至到 2013 年 6 月 30 日） .....	- 7 -
图表 6：调味品行业 2000-2014H1 复合增速 17.5% .....	- 8 -
图表 7：2013 年调味品行业产值达 2350 亿元 .....	- 8 -
图表 8：酱醋是调味品中增长最快的品类 .....	- 8 -
图表 9：整个调味品中酱醋品类占比 34.42% .....	- 8 -

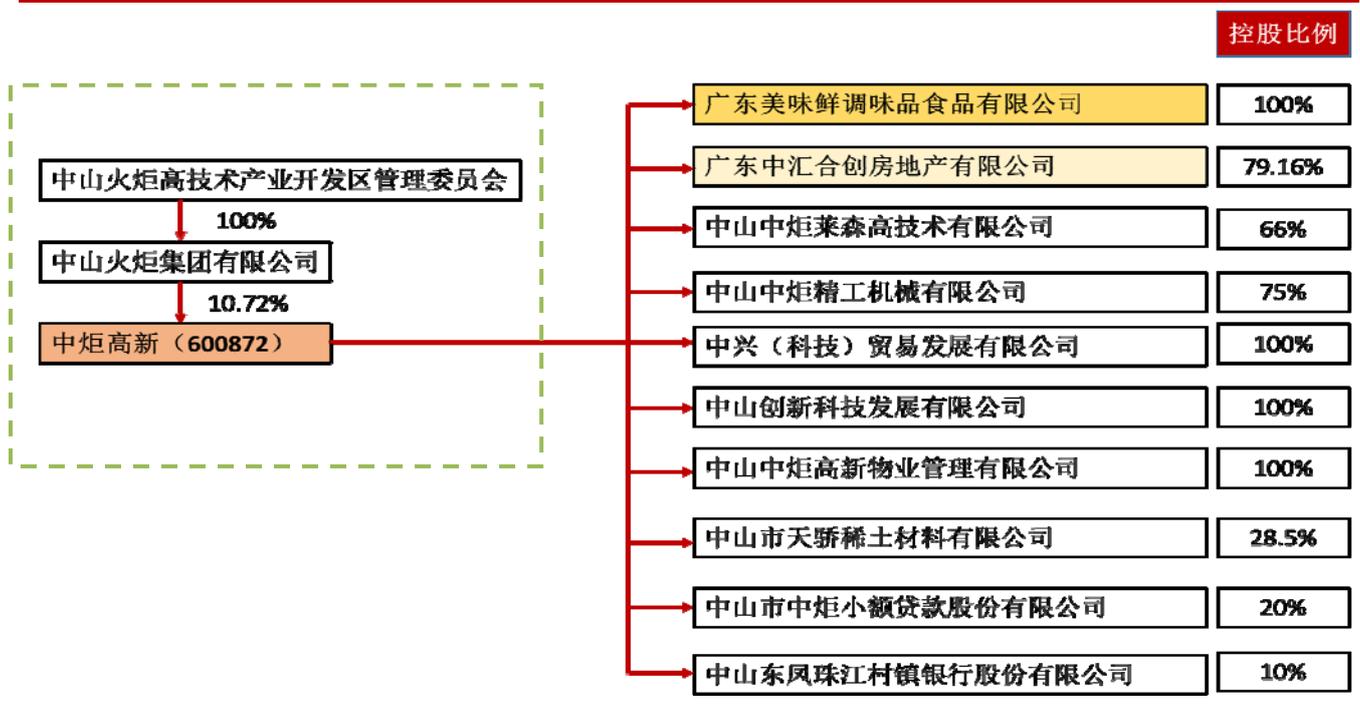
图表 10: 2010 年后酱油行业产量增速放缓 .....	- 9 -
图表 11: 2010 年后酱醋行业收入增速持续超过产量增速 .....	- 9 -
图表 12: 2008 年后乳制品行业收入增速持续超过产量增速 .....	- 9 -
图表 13: 鲜味酱油 (生抽) 相对老抽用途更广、更加健康 .....	- 10 -
图表 14: 2017 年生抽占比从目前 50% 提升至 70% .....	- 10 -
图表 15: 广东拥有一众优选的酱油企业 .....	- 10 -
图表 16: 电商平台酱油销量排名——鲜味酱油领先 .....	- 11 -
图表 17: 各品牌无添加酱油推出时间与单价 .....	- 11 -
图表 18: 未来 3-5 年酱油零售终端主流价格带将从 5-7 元/500ml 元迁移到 8-10 元/500ml .....	- 13 -
图表 19: 预计酱油行业未来五年仍将保持 15% 左右的增长 .....	- 13 -
图表 20: 我国酱油行业 CR6 不足 30% .....	- 14 -
图表 21: 行业龙头的增速将不断超越行业整体增速 .....	- 14 -
图表 22: 中国调味品行业集中度很低 (CR5) .....	- 14 -
图表 23: 从大体量酱醋进入其他品类更为容易 .....	- 14 -
图表 24: 已经上市和准备上市的调味品企业 .....	- 15 -
图表 25: 产能扩张视角——整个酱油行业新一轮产能扩张已经展开, 龙头企业借力资本市场挤压小 企业 .....	- 15 -
图表 26: 酱醋行业各企业产能扩张表 .....	- 16 -
图表 27: “厨邦”以中高端、高性价比取胜 .....	- 16 -
图表 28: 酱油行业销售超过或接近 10 亿元的超级大单品 .....	- 17 -
图表 29: 绿格子被用来创作很多品牌接触点、上口达意的宣传语、接地气的代言人 .....	- 18 -
图表 30: 厨邦酱油“绿格子”包装辨识度高 .....	- 18 -
图表 31: 中炬、海天、李锦记、加加渠道模式对比 .....	- 19 -
图表 32: 未来 5 年商超和餐饮渠道占比提升至 50% .....	- 19 -
图表 33: 公司拓展餐饮渠道的低端品牌“美味鲜” .....	- 19 -
图表 34: “One best”新概念: 8 个“1”推进厨邦智造 .....	- 20 -
图表 35: 酱油行业前两名海天与美味鲜的收入差距在食品饮料各子行业中是最大的 (亿元) .....	- 21 -
图表 36: 美味鲜 2014 年 H1 各地区销售占比 .....	- 21 -
图表 37: 海天 2014 年 H1 各地区销售占比 .....	- 21 -
图表 38: 公司五级市场划分 .....	- 22 -
图表 39: 一级市场广东销售收入及增速 .....	- 22 -
图表 40: 二级市场浙江、海南销售收入及增速 .....	- 22 -
图表 41: 三级市场福建、广西销售收入及增速 .....	- 23 -
图表 42: 从人均营收看福建、广西有较大下沉空间 .....	- 23 -
图表 43: 美味鲜中西、北部地区销售收入增速 .....	- 23 -

图表 44: 海天 2014 年 H1 中西、北部地区高增长 .....	- 23 -
图表 45: 公司阳西基地产能扩张计划 (万吨) .....	- 24 -
图表 46: 产能投放对净利率影响粗略测算——未来 3-5 年美味鲜净利率有望提升至 15%以上 .....	- 24 -
图表 47: 味好美多品类拓展阶段利润、市值增长最为迅速 .....	- 25 -
图表 48: 公司除酱油以外的其他主要产品 .....	- 26 -
图表 49: 2013 年中炬调味品业务各品类占比 .....	- 26 -
图表 50: 2013 年海天各品类占比 .....	- 26 -
图表 51: 公司调味品业务三步走战略规划 .....	- 26 -
图表 52: 海天毛利率比美味鲜高 8 个百分点 (%) .....	- 27 -
图表 53: 美味鲜净利率有很大的提升空间 (%) .....	- 27 -
图表 54: 本轮国企改革进程时间轴——2015 年将由地方尝试改革进入到国资全局改革推进阶段 .....	- 27 -
图表 55: 海天 2014 年股权激励方案业绩要求 (亿元) .....	- 28 -
图表 56: 中炬高新三项期间费用及相关税费假设 .....	- 28 -
图表 57: 可比公司估值表 .....	- 29 -
图表 58: 绝对估值核心假设 .....	- 29 -
图表 59: DCF/WACC 估值结果 16.48 元 .....	- 29 -
图表 60: 中炬高新销售收入分项详细预测——酱油 .....	- 31 -
图表 61: 中炬高新销售收入分项详细预测——鸡粉、鸡精 .....	- 31 -
图表 62: 中炬高新销售收入分项详细预测——酱料、耗油、醋汁等其他调味品 .....	- 32 -
图表 63: 中炬高新销售收入分项详细预测——调味品合计 .....	- 32 -
图表 64: 中炬高新销售收入分项详细预测——房地产及园区物业 .....	- 32 -
图表 65: 中炬高新销售收入分项详细预测——汽车配件、电池等其他 .....	- 32 -
图表 66: 中炬高新销售预测表 .....	- 33 -
图表 67: 中炬高新财务预测三张表 .....	- 34 -

## 中炬高新：从园区开发到中国酱油行业佼佼者

- 中炬高新是一家多元化发展的高新技术企业集团，依托中山火炬高技术产业开发区，进行园区开发建设及产业投资，最多时投资了近 40 家高新技术企业。随着对新能源等业务的剥离，公司逐渐聚焦到调味品和房地产两大业务板块。

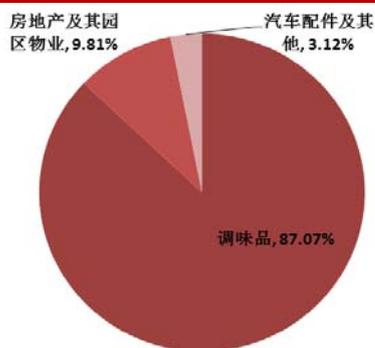
图表 1：中炬高新股权结构及各主要子公司、参股公司情况



来源：公司公告、齐鲁证券研究所

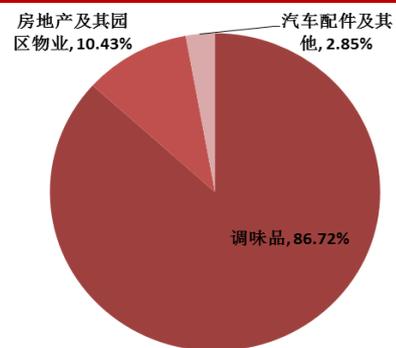
- 目前中炬高新主营收入和净利润近 90% 都来自调味品业务，可以说已经是一家纯粹的大众调味品公司。2000 年美味鲜并入公司后发展迅速，其主打产品“厨邦”酱油的销量已位列行业第二位，仅次于行业老大海天味业，成为中国酱油行业的佼佼者。

图表 2：2013 年公司调味品收入占比 87.07%



来源：公司年报、齐鲁证券研究所

图表 3：2013 年公司调味品利润占比 86.72%



来源：公司年报、齐鲁证券研究所

- 对于房地产业务，公司不会再追加投资，逐渐完成对剩余 1600 亩土地

的开发。公司不会再大规模拿地，而是完成对剩余 1600 亩商住用地的开发，赚取土地升值利润（地价相比购买时已翻了 4、5 倍），以及消化完现有楼盘（汇景东方一期别墅、汇景东方二期小高层，其中二期由于歧江新城纳入重新规划，预计 2016 年启动销售）。公司将根据房地产市场热度调节开发进度，我们预计公司将用未来 10 年左右的时间逐步滚动开发。

- 另外，由于历史原因，公司目前还有部分厂区出租和园区土地开发出售业务，但这两项业务相比普通的房地产开发，完全没有政策风险。

**图表 4：公司目前房地产开发项目——汇景东方一期、汇景东方二期**

期数	建筑面积	房屋类型	开工竣工	进度	预计销售	预计总收入	开始确认收入时间
汇景东方一期	6万平方米	233套联排住房	2010-2013	正常销售	1.1-1.2万/平	6-7亿元	2013年（1.68亿）
汇景东方二期	9万平方米	10栋22层小高楼	2012-	2栋结构性封顶	0.5-0.6万/平	4.5-5.4亿元	预计2016年

来源：公司年报、公司调研、齐鲁证券研究所

**图表 5：公司土地储备情况（截至到 2013 年 6 月 30 日）**

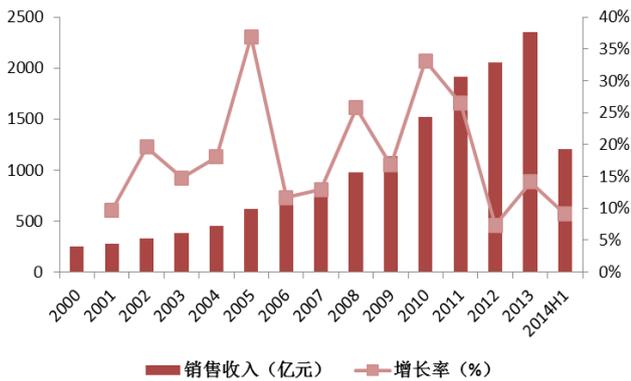
宗地名称	土地性质	土地储备面积	待开发土地面积
中山火炬开发区濠头村	房地产待开发土地	1,760亩	1,150
中山火炬开发区工业园区	园区工业储备用地	200亩	200亩

来源：、2013 年度第一期短期融资券、齐鲁证券研究所

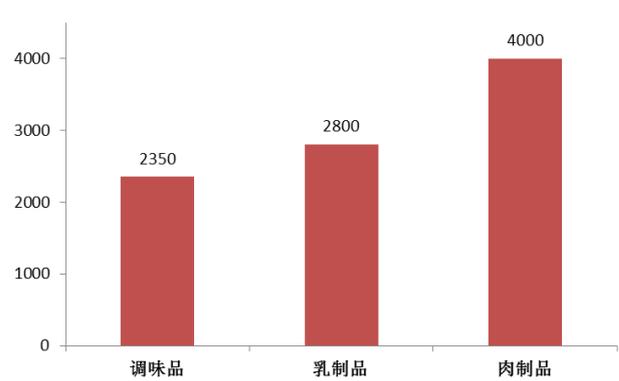
## 调味品行业：酱油引领消费升级，市场集中度加速提升

酱油从增量扩张步入消费升级，“无添加”酱油到爆发零界点

- 自 2000 年以来我国调味品行业进入高速发展期，2000-2014H1 复合增长 17.5%。2013 年调味品行业产值近 2350 亿元，是典型的“小产品，大市场”，同期肉制品行业产值为 4000 亿，乳制品行业产值为 2800 亿元。

**图表 6: 调味品行业 2000-2014H1 复合增速 17.5%**


来源: WIND、齐鲁证券研究所

**图表 7: 2013 年调味品行业产值达 2350 亿元**


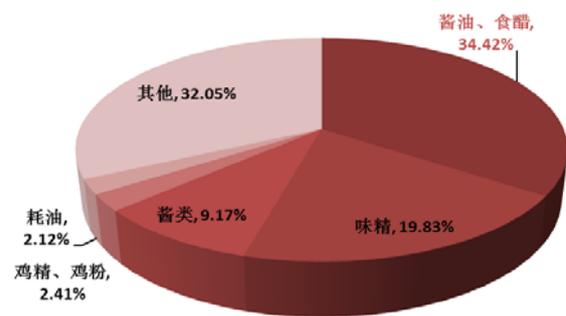
来源: WIND、齐鲁证券研究所

- 酱油作为调味品中收入规模最大的子品类 (占比近四分之一), 同时也是增长最快的品类之一。2000-2010 年酱醋行业收入复合增速高达 20.7%, 远高于味精等其他调味品。酱醋这一阶段的增长主要是靠增量消费和相应的产能扩张拉动, 产量年均增长达 15%。

**图表 8: 酱醋是调味品中增长最快的品类**

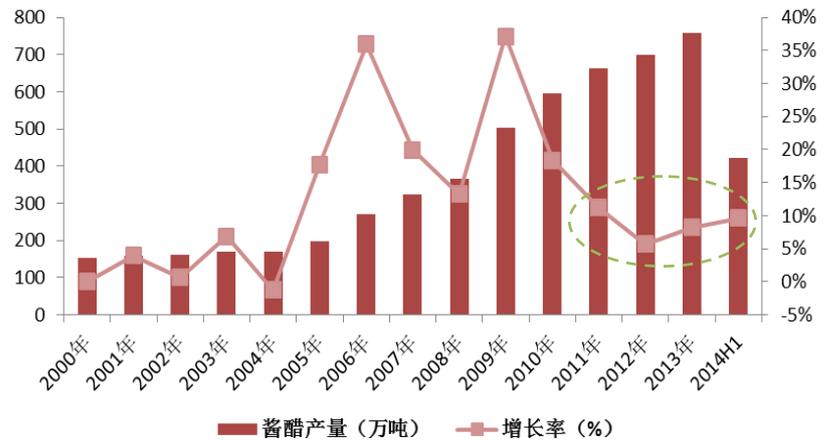
品类	2000-2010 年 CAGR	2010-2013 年 CAGR
酱醋	20.7%	20.8%
味精	17.2%	4.1%
其他	16.7%	18.5%

来源: WIND、齐鲁证券研究所

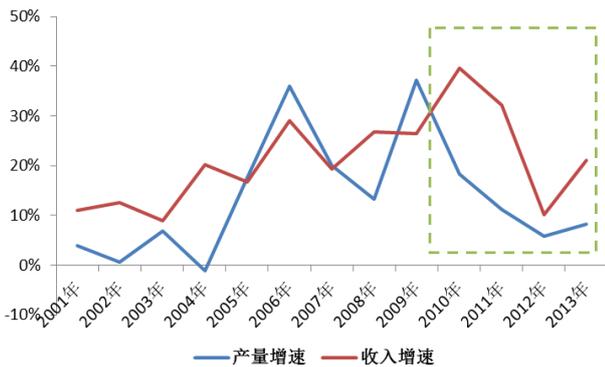
**图表 9: 整个调味品中酱醋品类占比 34.42%**


来源: 中国调味品协会、齐鲁证券研究所 (注: 酱醋一起统计, 其中酱油占 70%左右)

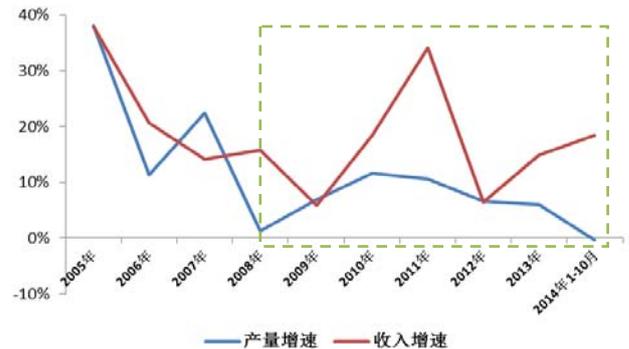
- 2010 年后酱油行业产量增速放缓, 收入增速持续超过产量增速, 消费升级逐步显现。2010-2013 年酱醋产量年均增长 8.3%, 而收入年均增长高达 20.8%, 除了通胀提价的影响外 (年均 3%左右), 更主要的是以鲜味酱油替代老抽为代表的酱油消费升级。
- 就如同 2011 年后的乳制品行业——2011 年至今, 我国乳制品行业进入平稳增长期, 销量增长平稳, 但高端产品推进、新产品开发力度加大。行业从 2008 年之前量的高成长期, 进入消费升级主导阶段, 产品均价上升。再加上政策对小型企业清理淘汰, 大中型乳企毛利率缓慢提升, 并继续保持收入的高增长。

**图表 10: 2010 年后酱油行业产量增速放缓**


来源：中国调味品协会、齐鲁证券研究所

**图表 11: 2010 年后酱醋行业收入增速持续超过产量增速**


来源：WIND、齐鲁证券研究所

**图表 12: 2008 年后乳制品行业收入增速持续超过产量增速**


来源：WIND、齐鲁证券研究所

- 随着粤菜的全国推广以及广东酱油企业的强势渗透，以生抽为基础的广式鲜味酱油逐渐替代北方的老抽，而鲜味酱油的价格带和毛利率相对更高。北方以及湖南、四川等地原先以老抽为主，目前逐渐被以生抽为基础的广式酱油所替代，主要原因在于：（1）广东的地理条件利于酱油生产，其酱油产量占全国的 50% 以上，并产生了海天、厨邦、李锦记、东古、味事达、致美斋、珠江桥等优秀酱油企业，其中海天、厨邦、李锦记、东古等在全国范围内进行着强势渗透；（2）鲜味酱油氨基酸含量比较高、不含焦糖，营养和口感更好、更健康，且生抽可以用于炒菜、凉拌、滴蘸，使用范围较以烹调上色为主的老抽也更广，随着粤菜的全国推广，北方已经逐步认可并接受广式鲜味酱油。
- 一个真实的案例：广东东古一品鲜酱油单品在东北地区的销售收入高达 5 个亿。海天、厨邦等广东酱油厂商在北方市场的收入增速也都在 25% 以上，而以湖南、四川、河南为主要市场的加加，其生抽占比从 2011 年的不到 40% 增长到目前的 50% 以上，且老抽产品销售几乎没有增长。另外，通过天猫、京东、1 号店等电商平台的销量分析也可以发现，卖

的最好的都是相对高端的鲜味酱油和生抽产品。

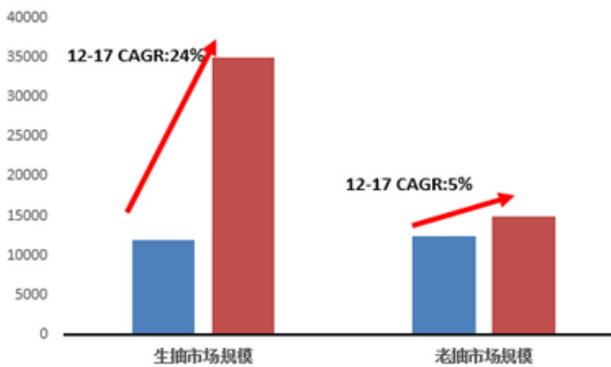
- 但由于老抽满足了一定的差异化消费需求（如北方红烧菜系的上色需要），目前来说不会被完全替代，如海天的草菇老抽就是销售收入过 10 个亿的超级大单品，但长期来看生抽的消费占比会不断提升，预计 2017 年生抽消费占比从目前的 50% 左右提升至 70%。

**图表 13: 鲜味酱油（生抽）相对老抽用途更广、更加健康**

	功能	烹调食用范围	感官特点	主要消费区域	消费占比	价格/毛利率
<b>鲜味酱油（生抽）</b>	增鲜提味	烹饪中提鲜、点蘸、凉拌、腌制	浅红褐色，有光泽、澄清、透明，有浓郁酱香及醇香	广东、东南沿海等南方地区、港澳台、日韩等	50%	高于老抽
<b>老抽</b>	上色惹味	烹饪中上色、主要红烧	深红褐色，有光泽、浓稠挂杯，有浓郁酱香及焦糖色	北方地区、湖南、四川等	50%	低于生抽

来源：中商网、齐鲁证券研究所

**图表 14: 2017 年生抽占比从目前 50% 提升至 70%**

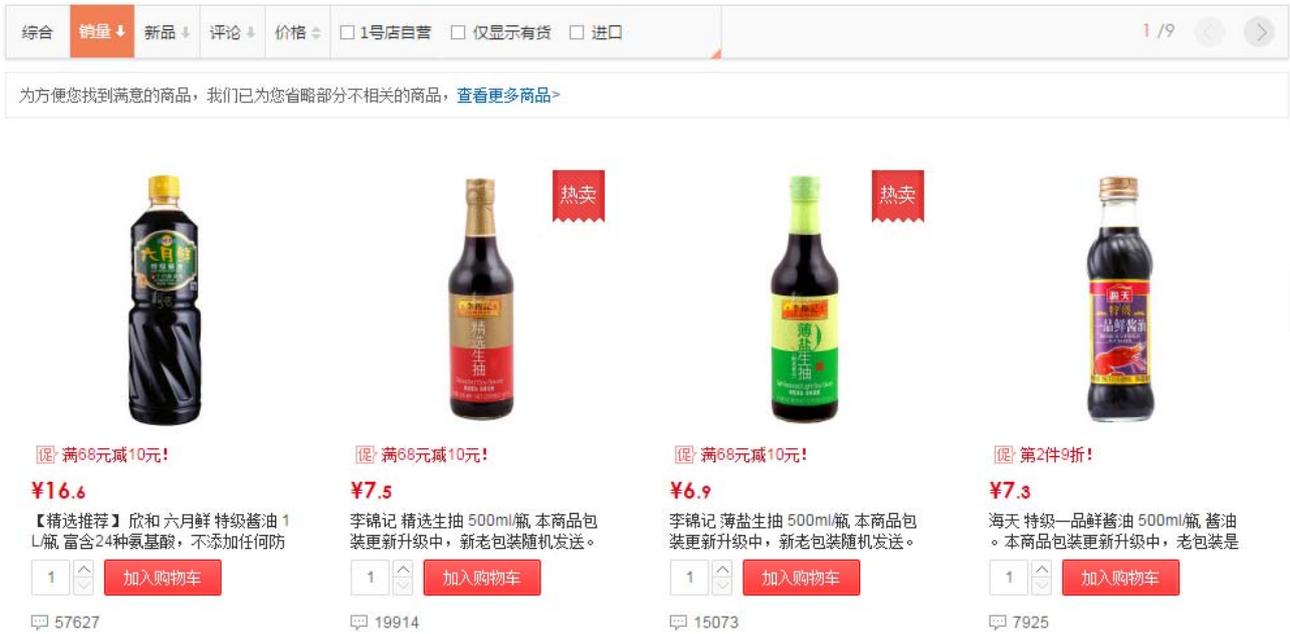


来源：中国产业信息网、齐鲁证券研究所

**图表 15: 广东拥有一众优选的酱油企业**



来源：公司官网、齐鲁证券研究所

**图表 16: 电商平台酱油销量排名——鲜味酱油领先**


来源：1号店、齐鲁证券研究所

- **2014 年“无添加”酱油到爆发零界点，同时也是酱油行业新一轮消费升级周期的起点。**在经历塑化剂、勾兑山西醋、苏丹红、速生鸡、转基因食品等一系列食品安全问题后，消费者对食品安全日益重视。在选择美味的同时，希望产品更少添加、更天然、更符合传统之道。
- **从 2013 年下半年开始海天、厨邦、加加等相继推出高端、“无添加酱油”产品。**而一直致力于高端化、健康化酱油的欣和，早在 2011 年就推出无添加系列，是国内酱油零售市场中无添加、纯酿造产品主要推进者，也是最大受益者（16.9-26.8 元是其无添加酱油产品主流零售价格带，即使以 16.9 元计算，其单价也是普通酱油产品的 1 倍），收入接近 20 亿元。

**图表 17: 各品牌无添加酱油推出时间与单价**

公司	推出时间	单价 (500ml)	产品
欣和	2011 年	16.9-26.8 元	

厨邦	2013 年 11 月	17.5 元	
海天	2013 年 10 月	18-20 元	
加加	2014 年 5 月	13.5 元	

来源：互联网、公司调研、齐鲁证券研究所

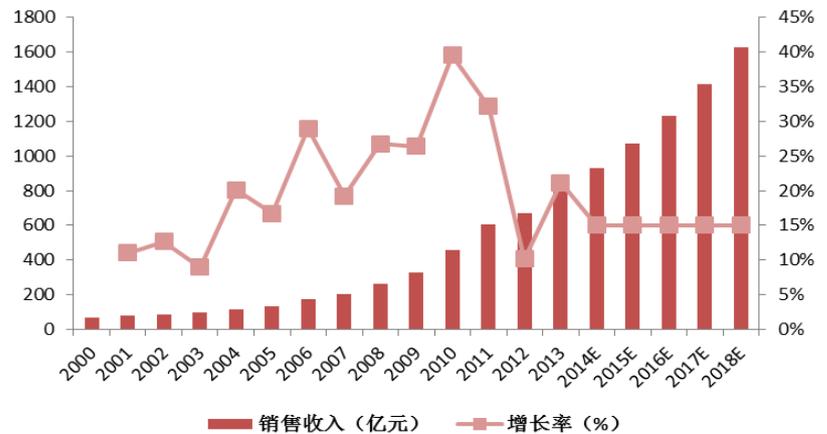
- 我们认为新一轮以“健康”为诉求的消费升级将持续进行，从当前的普通酱油到鲜味酱油再到“无添加”酱油的发展路径。而海天、中炬、加加等巨头的齐发力，也将共同做大无添加酱油市场。无添加酱油将是下一个爆发的品类，从而带动产品升级，加速整个酱油行业价格中枢的长期向上。
- 短期来看，随着鲜味酱油的继续渗透以及国内主流厂商共同主导的价格带上移趋势，预计未来 3-5 年后酱油主流零售均价将从 5-7 元/500ml 整体迁移到 8 元以上。按照未来五年酱油产量 5%-7% 的复合增长，行业整体价格中枢从目前的 6 元增长为 9 元，年均增长 8.5%，酱油行业未来五年收入仍将保持 15% 左右的增长。

图表 18: 未来 3-5 年酱油零售终端主流价格带将从 5-7 元/500ml 元迁移到 8-10 元/500ml



来源：齐鲁证券研究所

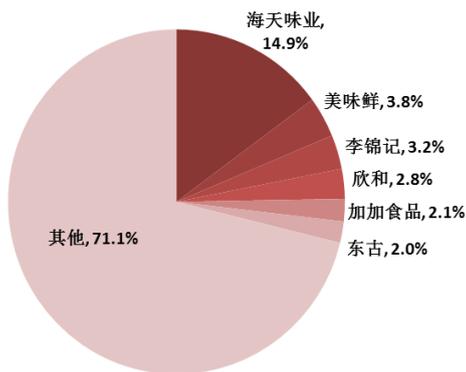
图表 19: 预计酱油行业未来五年仍将保持 15%左右的增长



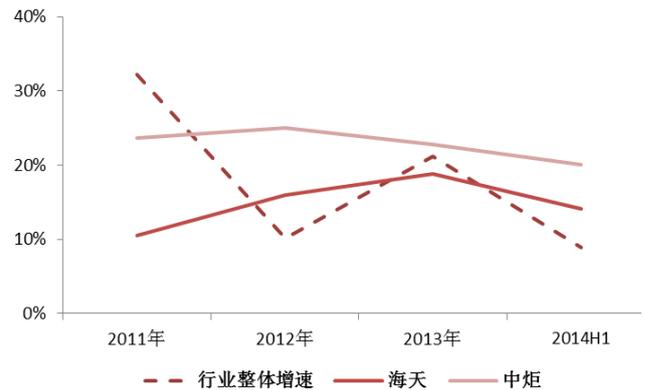
来源：齐鲁证券研究所

### 调味品行业集中度将加速提升，酱醋孕育调味品平台型巨头

- 消费升级、产品高端化趋势为酱油行业留出了持续增长空间，但并非所有企业都能从中受益。中小企业由于资金、品牌的实力相差太远，难以分羹高端市场，龙头企业将不断强化其在产品和品牌方面的优势，市场份额将逐渐向品牌企业集中，行业龙头公司的增速将不断超越行业整体增速。

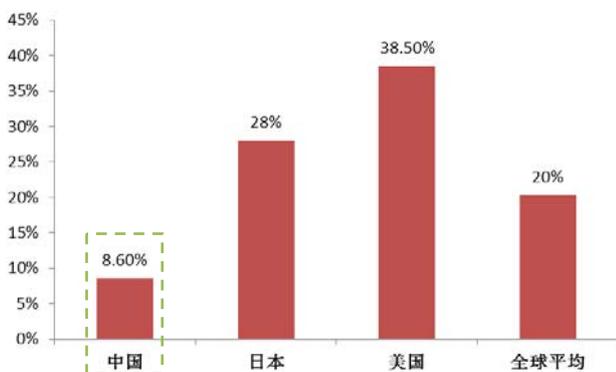
**图表 20: 我国酱油行业 CR6 不足 30%**


来源: Euromonitor、中国调味品协会、齐鲁证券研究所

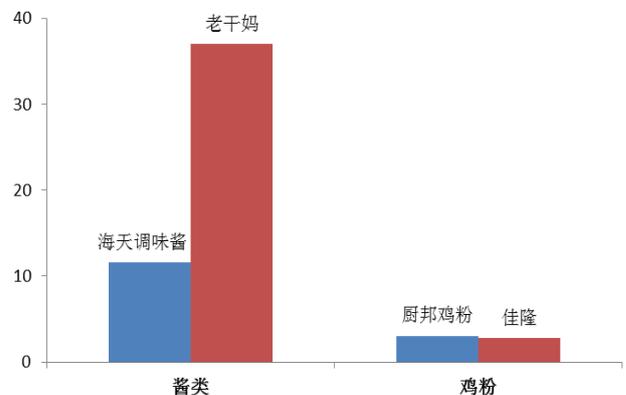
**图表 21: 行业龙头的增速将不断超越行业整体增速**


来源: WIND、齐鲁证券研究所

- 我们认为酱油龙头企业的快速发展不仅是对酱油行业，而是会加速整个调味品行业的集中。对比亨氏、味好美，从美国消费量最大的调味品类番茄酱、香辛料起家，发展成为产品超过 10000 种的调味品/食品平台型巨头。作为中国消费量最大的调味品类——酱醋，有望从此中孕育中国的亨氏和味好美。酱醋龙头可以不断推出差异化新产品、进行品类扩张，且从大体量酱醋进入其他壁垒较低、相对同质化的品类也更为容易，充分利用渠道共享和品牌延伸，海天的黄豆酱、拌饭酱（收入已达 12 亿元，酱类龙头老干妈 37 亿元），厨邦的鸡粉（收入超 3 亿元，单从收入看已经超过国内龙头佳隆）已是很好的证明。

**图表 22: 中国调味品行业集中度很低 (CR5)**


来源: Euromonitor、齐鲁证券研究所

**图表 23: 从大体量酱醋进入其他品类更为容易**


来源: 公司年报、齐鲁证券研究所

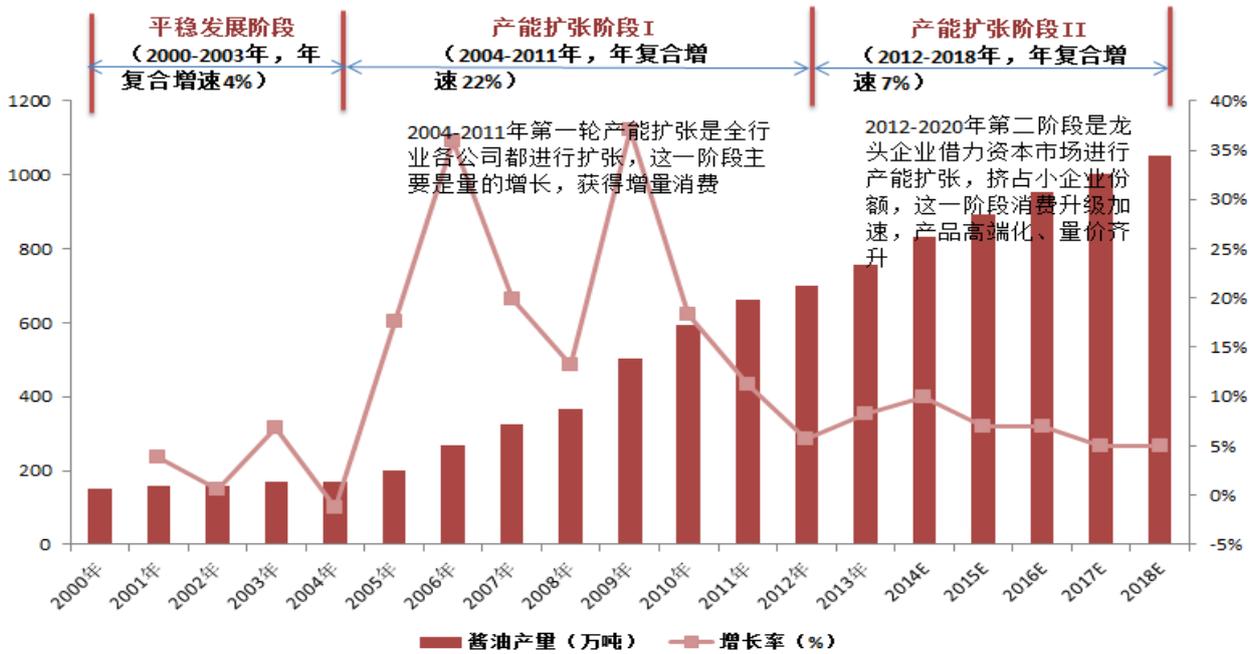
- 另外，随着优秀调味品企业尤其是酱油企业迎来一波上市潮，资本市场对调味品行业再认识——2012 年加加上市成为中国酱油第一股，2014 年龙头海天的上市更是对整个行业的催化剂；而随着珠江桥、四川天味、安记食品、千禾味业等的排队上市，未来 2-3 年内调味品上市企业数有望达到 10 家以上、成为仅次于白酒和乳制品的第三大食品板块。调味品龙头企业通过借力资本市场，进行新一轮产能扩张，利用强势渠道、发挥规模效应和低成本优势，将更加挤压中小企业生存空间。

**图表 24: 已经上市和准备上市的调味品企业**

已经上市		准备上市	
公司	主营产品	公司	主营产品
中炬高新	酱油	珠江桥	酱油
加加食品	酱油、植物油	四川天味	火锅底料、川菜调料
海天味业	酱油、蚝油、调味酱	安记食品	调味骨汤、香辛料
恒顺醋业	食醋	千禾味业	酱油、食醋
佳隆股份	鸡粉、鸡精		
莲花味精	味精		
涪陵榨菜	榨菜		

来源: 公司公告、招股书、齐鲁证券研究所

**图表 25: 产能扩张视角——整个酱油行业新一轮产能扩张已经展开, 龙头企业借力资本市场挤压小企业**



来源: 中国调味品协会、齐鲁证券研究所

**图表 26: 酱醋行业各企业产能扩张表**

公司	建设开始时间	建设分期及完成时间	募投产量及品类
中炬高新	2012年	2014-2020年分四期完成	100万吨酱油、蚝油、鸡粉等
海天味业	2010年	分三期、2015年建成	150万吨酱油、调味酱、蚝油等
加加食品	2012年	2013年建成、产能释放期两年	20万吨高端酱油
李锦记	2013年	—	30万吨酱油
欣和	2012年	2014年建成	50万吨酱油
恒顺醋业	2014年	2016年建成	10万吨高端醋
东古	2014年	2014年底开始建设	—
雀巢美极	2013年	分三期、2015年建成	5万吨美极鲜味汁

来源：公司公告、齐鲁证券研究所

## 公司错位竞争优势持续凸显，管理、激励渐入佳境

- 美味鲜前身是百年老字号石岐酱料厂，2000年改制并入上市公司。作为行业追赶者，其从一开始就明确了差异化的竞争路线，从产品、品牌和渠道全方位寻求错位优势，避开与海天、李锦记的正面竞争。美味鲜也持续享受着这种差异化所带来的市场红利，从广东一众优秀的酱油企业中杀出重围，成为市场份额仅次于海天的龙头公司。

### 产品差异定位：中高端/高性价比策略，避开与海天、李锦记正面竞争

- 美味鲜 2001 年推出“厨邦”高鲜度酱油，以产品升级避开低水平的价格战，通过突出“生抽+高氨基酸+传统工艺”高鲜度特征，充分享受鲜味酱油结构化升级的红利，且相比同等产品价格较低、性价比突出，成功打造“厨邦”酱油与海天、李锦记主力产品的差异化竞争格局，树立了自身的品牌形象和口味壁垒。

**图表 27: “厨邦”以中高端、高性价比取胜**

酱油类别	品牌/产品	氨基酸态氮含量	售价(元/500ml)
生抽	厨邦酱油特级鲜味生抽	≥1.30g/100ml	9.00
	海天鲜味生抽	≥0.50g/100ml	6.00
	加加金标生抽	≥1.00g/100ml	7.12
	李锦记精选生抽	≥0.80g/100ml	9.00
	欣和六月鲜特级生抽	≥1.20g/100ml	12.50
老抽	厨邦草菇老抽	≥0.55g/100ml	8.54
	海天草菇老抽	≥0.50g/100ml	6.90
	加加草菇老抽	≥0.70g/100ml	6.47
	李锦记精选老抽	≥0.50g/100ml	9.75
	欣和六月鲜老抽	≥0.90g/100ml	14.06

来源：天猫、齐鲁证券研究所

- 目前厨邦特级高鲜度酱油年销售额已经接近 7 亿元，成为公司的最大单品，厨邦品牌的中高端定位获得消费者认可。我们始终认为打造出成功的大单品是决定酱油企业发展高度和广度的关键，海天的金标生抽、草菇老抽以及李锦记蒸鱼豉油是酱油行业 3 个年销售过 10 亿元的超级品种，单品的成功是助推它们不断发展壮大的重要原因，加加为突破目前酱油发展瓶颈的“大单品战略”也是很好的例证。

**图表 28：酱油行业销售超过或接近 10 亿元的超级大单品**



来源：公司官网、齐鲁证券研究所

### 品牌营销辨识度高：打造“绿格子食品王国”，绿色安全品牌形象深入人心

- 与海天相比，“厨邦”的品牌力可能还有一定差距，但其通过差异化的营销手段树立了自己鲜明的品牌形象。
- 2010 年公司与中国领先的品牌战略公司华与华合作，推出以“厨邦酱油天然鲜，晒足 180 天”为价值诉求的广告语以及醒目的绿格子包装设计，把“厨邦”酱油天然酿造、健康安全品牌形象映入消费者心智，人人都能意会其天然和健康的含义，且李立群的代言形象也相当接地气。
- 除了产品包装一律采用绿格子外，绿格子图案还用来创作了很多品牌接触点，使得公司产品相对海天、李锦记、加加等的品牌辨识度更高，在商超具有较为明显的陈列优势，包装使用过程的体验可以长期地提升公司的品牌价值。

图表 29: 绿格子被用来创作很多品牌接触点、上口达意的宣传语、接地气的代言人



来源: 公司官网、齐鲁证券研究所

图表 30: 厨邦酱油“绿格子”包装辨识度高



来源: 超市调研、齐鲁证券研究所

流通、商超渠道为重: 主要面对家庭消费, 首先受益于消费升级

- 相比海天在批发渠道(满足餐饮企业、二级批发商等大采购量需求)、李

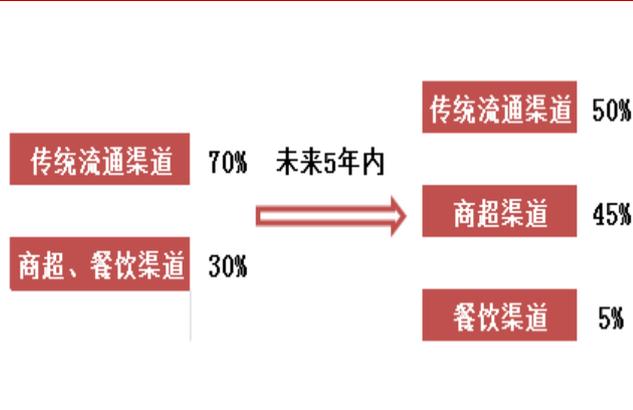
锦记在高端餐饮的强势地位，厨邦 70%的渠道占比在传统流通领域，商超和餐饮渠道比例为 30%（其中商超占大头，餐饮占比较小），主要面对家庭消费。这个局面一方面和公司的发展历史有关，另一方面也符合公司产品的中高端定位，同时我们认为家庭渠道将最先受益于调味品的消费升级，相比餐饮渠道，消费升级带动的单价提升也将更为明显。

- 但公司不会放弃餐饮渠道，毕竟餐饮采购占我国调味品消费的比重近 40%，将通过低端子品牌“美味鲜”进行有计划地拓展。商超渠道是公司下一步拓展的重点，计划 5 年之内把商超和餐饮渠道占比提升到 50%（其中商超 45%，餐饮 5%）。

**图表 31：中炬、海天、李锦记、加加渠道模式对比**

	海天味业	中炬高新	李锦记	加加食品
<b>渠道模式</b>	采用不直接向终端销售的模式。拥有2100多家经销商、12000多家分销商。地级、县级经销商开发率分别为90%、50%。	公司拥有一级经销商730家，主营区覆盖到县级以下。经销模式收入占比90%以上，广东本地大超市采用直供模式	在上海、广州、北京和成都设立销售部，对经销商要求高，不随意发展	12底共1201个一级经销商，覆盖全国80%的县，直营比例低。以传统渠道为主，正在拓展餐饮、KA等渠道
<b>终端网点模式</b>	拥有50万家直控终端，覆盖全国90%的地级市，50%县，部分深入乡镇；出口100多个国家和地区	70%在小店、农贸市场等传统流通领域，商超、餐饮占比30%。未来比例发展到约1：1	从高端餐饮渠道扩展到商超	初期主要集中在二三线城市的农贸市场、小店、商超，目前通过KA等事业部运作陆续进入一线城市商超
<b>定位</b>	全国化布局，逐步布局县级城市	主攻沿海生抽用量大的地区和一、二线城市，用差异化产品打开市场	主攻南部沿海地区和一线城市	定位二、三线城市以及县级市场
<b>重点区域</b>	重点区域包括华北、华东、华南，销售网络覆盖全国。	广东、浙江、广西、福建、海南	华南地区以及一线城市	湖南、河南、江西、湖北、安徽

来源：公司公告、公司调研、齐鲁证券研究所

**图表 32：未来 5 年商超和餐饮渠道占比提升至 50%**


来源：公司调研、齐鲁证券研究所

**图表 33：公司拓展餐饮渠道的低端品牌“美味鲜”**


来源：公司官网、齐鲁证券研究所

- 总之，公司通过产品、品牌和渠道全方位的差异化布局形成了独特的竞争优势，我们看到美味鲜即使在海天、李锦记的一些传统强势区域也逐

渐取得了领先的市场份额。根据我们 2012 年对华南某大区的调研情况看，该大区厨邦的销售收入从 2007 年的 1700 万元（含税）快速增长至 2012 年 8600 万元（含税），目前在该区域市占率仅次于海天，超越李锦记。2013 年厨邦在海天传统强势区域海南市场份额位居第一名，销售额超过海天。

### “厨邦智造”助推全面精细化管理，2014 年迈出市场化激励第一步

- 除了经营层面，这两年公司在管理层面上也积极变革，2013 年上马“厨邦智造”项目助推公司全面精细化管理，2014 年迈出市场化激励第一步，都是公司提升长期竞争力的表现。
- 2013 年 7 月公司启动了以精益生产为内核的“厨邦智造”（CIPS）项目，公司管理层对此项目高度重视，邀请日本专家来公司进行多次指导，学习丰田的精益生产方式。项目自 7 月启动以来改善效果明显，节省了很多不必要的成本浪费。
- 2014 年初公司通过了《董监高等核心管理人员薪酬与绩效考核管理制度》，公司高管及核心管理人员在完成年度经营指标后可按年度净利润的 5% 计提绩效年薪奖金。截至到 2013 年末，可纳入进行绩效考核的核心管理人员约 210 人，占公司及下属企业人员总数的 5.5%。我们认为此举是公司在国有控股下逐步探索完善市场化激励制度的开始，将充分激发员工积极性和公司经营活力。

**图表 34: "One best"新概念: 8 个"1"推进厨邦智造**

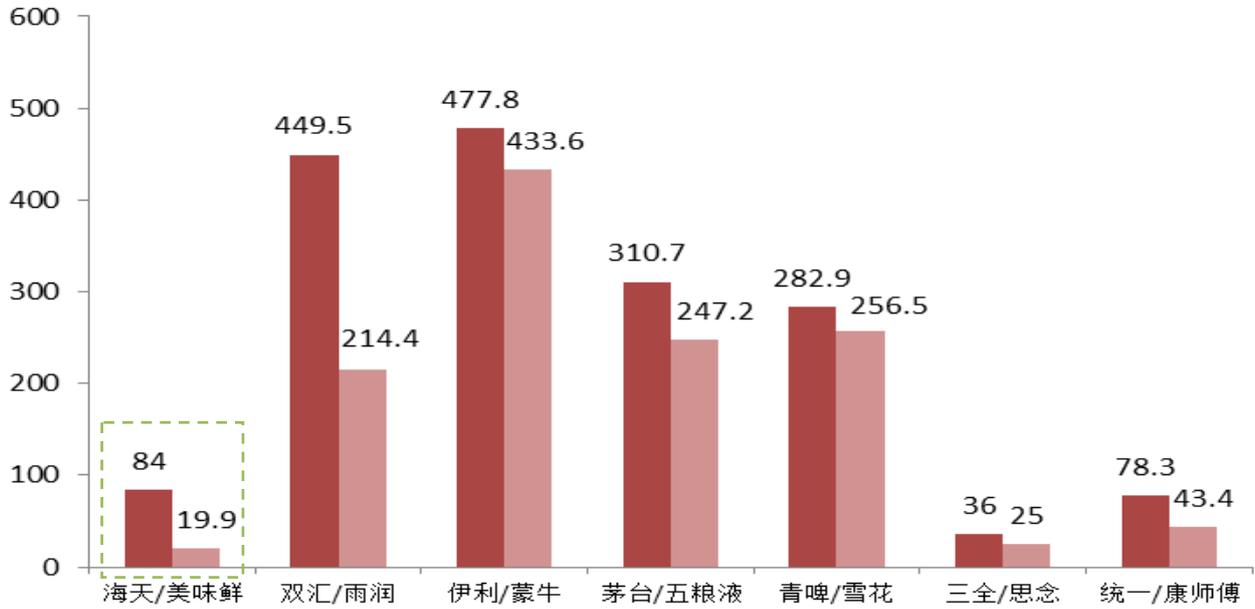
<b>1 个位置(One Location):</b>	物品定点放在一个地方保管
<b>1 个工作日(One Day):</b>	当天问题，当天解决一日结
<b>1 个文件(One File):</b>	一种文件只保留一份
<b>1 小时会议(One Hour):</b>	会议在一个小时内结束
<b>1 张纸(One Paper):</b>	一张 A3/A4 纸汇报
<b>1 分钟电话(One Minute):</b>	电话内容在一分钟内讲清楚
<b>1 个原稿(One Original):</b>	只保留原件
<b>1 件工具(One Tool):</b>	文具、工具等尽量保留一个

来源：公司官网、齐鲁证券研究所

### 短期成长性：区域拓展配合产能扩张打开新一轮增长空间

- 作为细分行业第二位，美味鲜销售收入不到老大海天的 1/4，是食品饮料各子行业前两名中差距最大的。按照传统经验，行业第二名收入应该至少可以达到行业第一名的一半，更为主要的是调味品的行业景气度仍然很高，留给美味鲜的市场开拓空间依然很大。

图表 35: 酱油行业前两名海天与美味鲜的收入差距在食品饮料各子行业中是最大的(亿元)

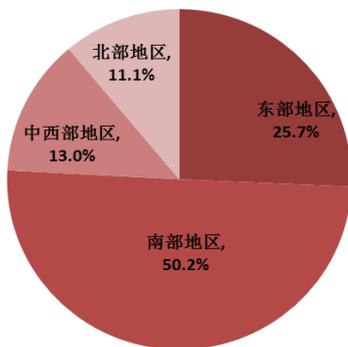


来源: 公司年报、齐鲁证券研究所(注: 采用 2013 年收入, 统一/康师傅为方便面业务)

### 美味鲜异地扩张空间巨大, 划分五级市场定点突破

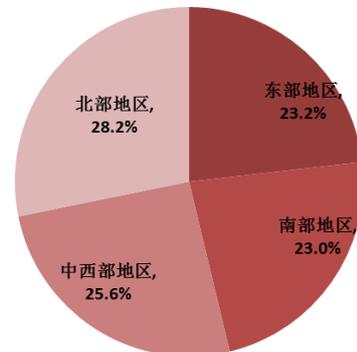
- 目前美味鲜 75% 的销售收入来自东南沿海地区, 其中较为成熟的南部市场占比更是高达 50%, 相比海天仍然是一个具有很高区域属性的企业, 北部和中西部市场扩张空间大。
- 我们认为美味鲜在北部和中西部地区更容易复制其在海南、福建等市场拓展的成功。一是当地没有特别强势的酱油企业, 有些地区甚至连海天都没有明显的优势, 竞争不激烈、容易突破; 二是市场空间很大, 随着北方消费者对广东酱油的逐渐认可, 大家都可以分得市场份额。

图表 36: 美味鲜 2014 年 H1 各地区销售占比



来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图表 37: 海天 2014 年 H1 各地区销售占比



来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

- 公司根据市场成熟度不同把全国市场划分为五级: 广东为一级市场, 浙

江、海南为二级市场，福建、广西为三级市场，东北华北江西为四级市场，其他地区为五级市场。每级市场根据自身特点制定相应的销售和营销策略，建立各自的产品组合，并实行不同的考核目标和政策。

**图表 38: 公司五级市场划分**

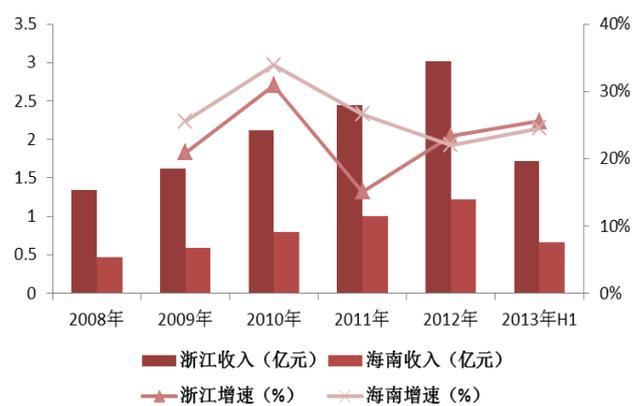
市场划分	区域	渠道覆盖深度
一级	广东	乡镇级
二级	浙江、海南	乡镇级
三级	福建、广西	县级
四级	东北、华北、江西	地市级、东北部分地区县级
五级	其他地区（主要是中西部）	省会级

来源：公司调研、齐鲁证券研究所

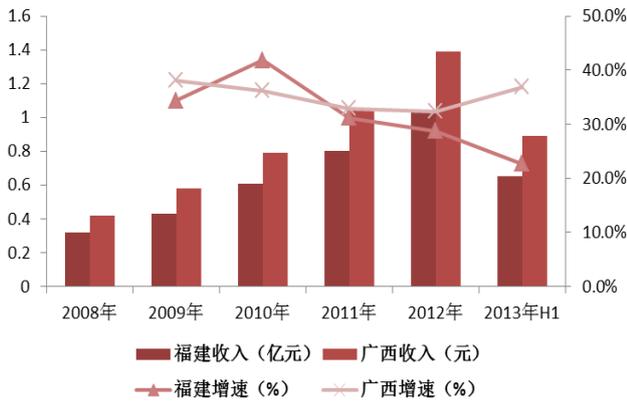
- 其中一、二、三级市场收入基数较大、成熟度较高，未来主要采取渠道下沉的策略——二级市场下沉到乡镇级，三级市场下沉到县级。尤其是三级市场福建、广西，从人均营收来看仍有较大的下沉空间。我们预计通过渠道的进一步下沉，未来 3 年公司在东南部成熟市场仍能保持 15%左右的稳定增长。
- 对于四、五级市场，公司的渠道覆盖要分别做到地市级和省会级。美味鲜 2010 年开始重点开发东北、华北市场，这几年增长速度很快，平均增速达到 30%以上。尤其是东北市场，公司通过差异化的营销策略快速缩小了与东古的差距，未来将成为三级市场。我们预计公司在北部和中西部市场可以长期保持 20%以上的收入增速，成为公司未来的主要增长极。

**图表 39: 一级市场广东销售收入及增速**

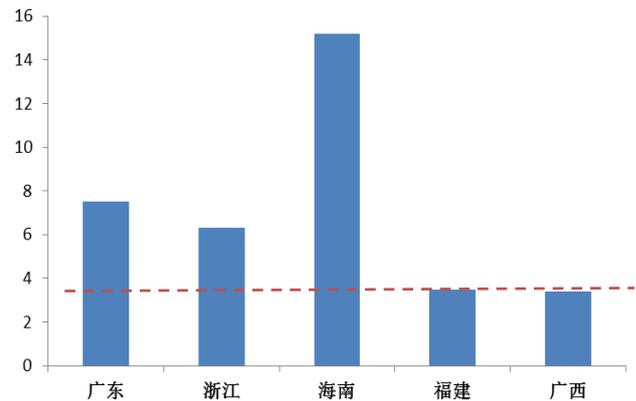

来源：公司年报、齐鲁证券研究所

**图表 40: 二级市场浙江、海南销售收入及增速**


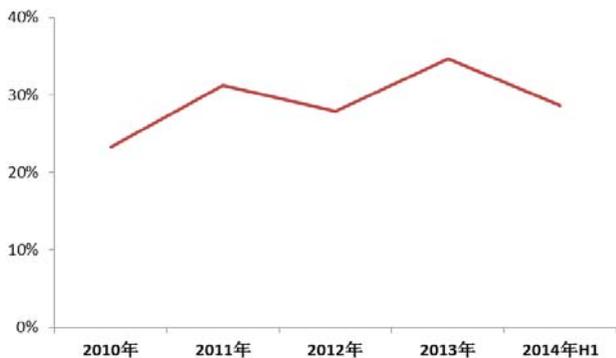
来源：公司年报、齐鲁证券研究所

**图表 41: 三级市场福建、广西销售收入及增速**


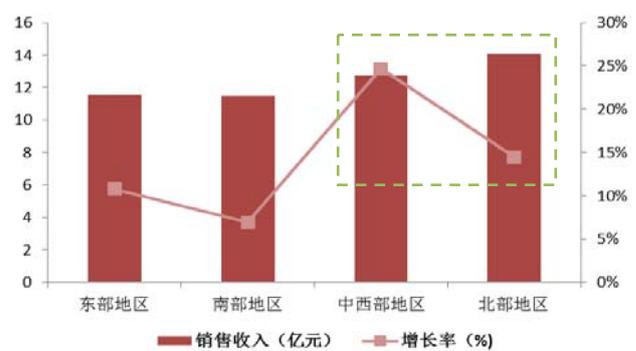
来源: 公司年报、齐鲁证券研究所

**图表 42: 从人均营收看福建、广西有较大下沉空间**


来源: 公司年报、齐鲁证券研究所测算 (人均收入=销售收入/地区人口)

**图表 43: 美味鲜中西、北部地区销售收入增速**


来源: 公司年报、齐鲁证券研究所

**图表 44: 海天 2014 年 H1 中西、北部地区高增长**


来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

### 阳西基地新增产能 47 万吨，破除公司增长瓶颈

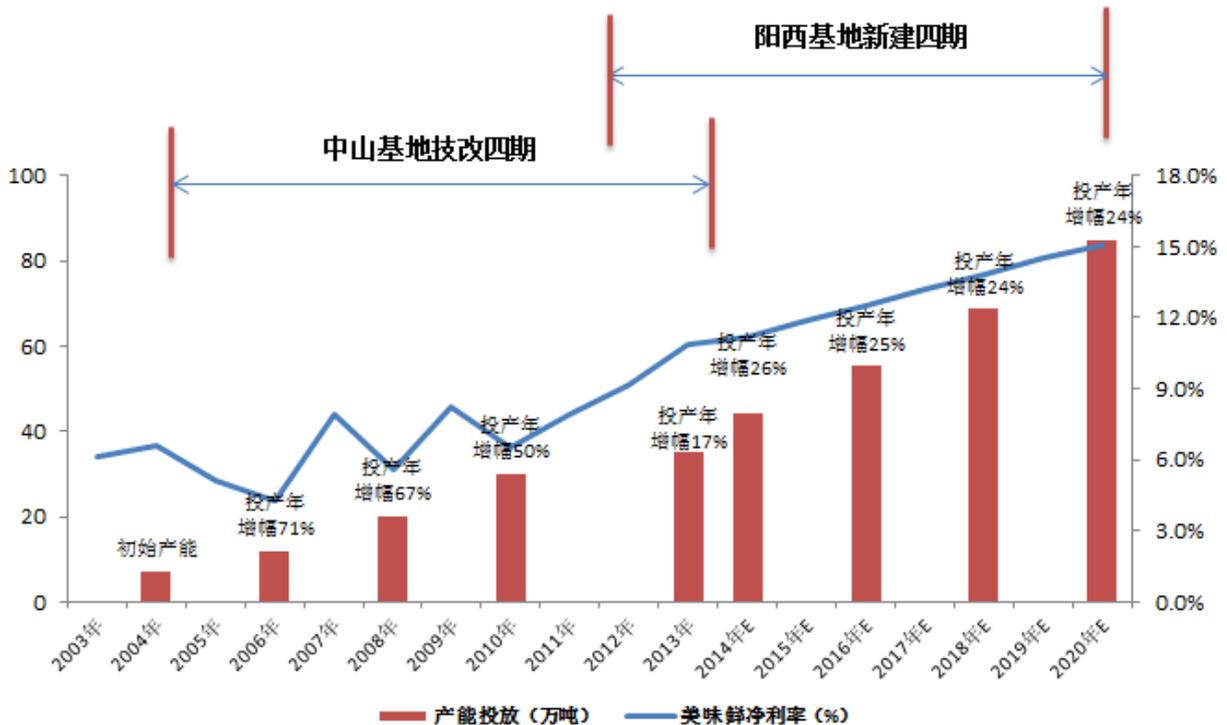
- 公司目前销售主要集中在东南沿海区域，除了前期销售资源的集中投入外，产能瓶颈是最重要的制约因素，配合全国化布局和渠道扩张的需要，公司在 2012 年启动了阳西基地的建设。
- 阳西基地分四期进行建设，2018 年四期将全部建设完成，2020 年完全达产，届时公司将形成 85 万吨调味品产能，其中酱油 60 万吨。而且阳西食品资源丰富，如水产、阳江豆豉等。公司未来将依托阳西丰富的资源，积极拓展新品类，同时不排除收购地方调味品和食品品牌。
- 阳西一期 2014 年下半年开始投产，新增调味品产能 6 万吨，今年能产出约 3 万吨，预计新增销售收入超过 2 亿元。2020 年前公司的主要收入增长将来自在区域扩张配合下阳西基地产能的逐步释放。

**图表 45: 公司阳西基地产能扩张计划 (万吨)**

	时间	酱油	鸡粉	调味酱	耗油类	醋汁类	食用油类	合计	增量	其中酱油产能增幅
原产能 (中山基地)										
	2013	24.49	1.21	1.87	0.72	1.32	0.29	29.9	—	
新增产能 (阳西基地)										
一期	2014	5.10	0.31	0.17	0.27	0.11	0.18	6.14	6.14	20.8%
二期	2016	13.46	1.08	0.58	1.15	0.38	0.65	17.30	11.16	28.3%
三期	2018	22.97	1.98	1.09	2.76	0.73	1.16	30.69	13.39	25.1%
四期	2020	33.37	3.16	1.71	5.59	1.22	1.83	46.88	16.19	21.9%

来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

- 另外, 通过对比之前中山基地技改扩产的投放周期发现, 规模效应带动美味鲜毛利率稳步提升, 净利率整体也呈提升趋势, 但产能投放年对净利率水平产生了明显的负面影响。主要原因在于前几年产能基数较低, 投放年使得产能出现较大增幅, 从而产能利用率一时下降很多。而阳西基地产能投放在目前已拥有较高产能下增幅相对较小, 对净利率的影响将较为平滑。通过粗略测算, 我们预计在原材料价格不出现大幅上涨的情况下, 未来 5 年美味鲜净利率有望稳步提升至 15% 以上

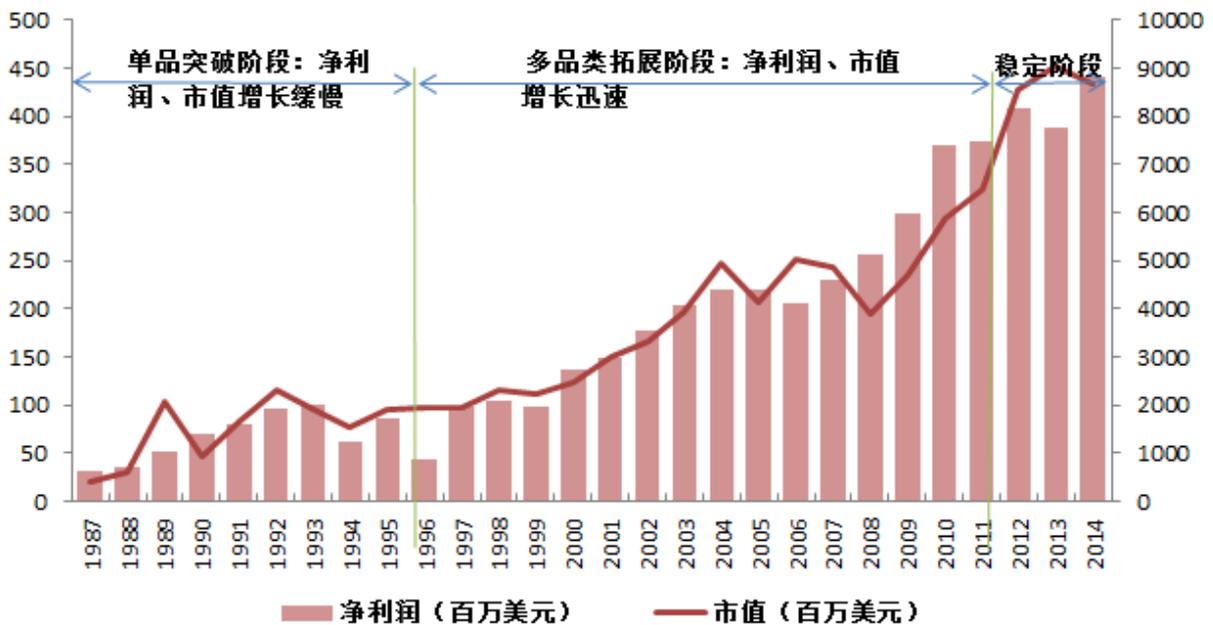
**图表 46: 产能投放对净利率影响粗略测算——未来 3-5 年美味鲜净利率有望提升至 15% 以上**


来源: 公司公告、齐鲁证券研究所 (注: 2008 年大豆价格飙涨对净利率水平也产生了较大影响)

### 中长期成长性: 多品类放量, 不断打造新增长点

国际调味品巨头经验: 多品类经营阶段业绩弹性增大、市值表现最佳

- 味好美、亨氏等国际调味品巨头的经验表明，在多品类经营阶段公司的业绩弹性增大、市值表现最佳——消费品渠道可以共享，利用前期品类建立起的渠道和品牌优势推出其他产品，快速做大收入，并享受前期增加费用带来的红利。全球化与品类扩张始终是国际食品巨头市值突破的两个要素，国外消费品公司到了一定阶段后，往往就开始通过并购突破发展瓶颈，带来收入和利润更具持续性的快速增长。
- 目前国内消费品企业还多是习惯于内生式发展，以自有力量来进行品类扩张。但我们认为不论以何种方式，品类扩张都是企业不断打造新增长点、突破收入和利润瓶颈的有效方式，也是消费品企业长久发展的关键。

**图表 47：味好美多品类拓展阶段利润、市值增长最为迅速**


来源：Bloomberg、齐鲁证券研究所

### 美味鲜已处于多品类经营的初期

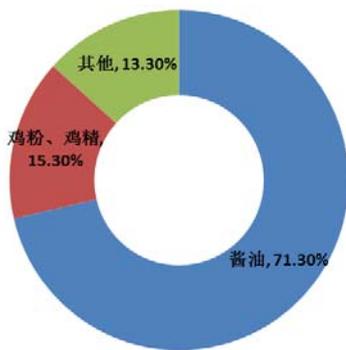
- 除了主力产品酱油外，中炬目前已拥有鸡粉、蚝油、下饭酱、拌面酱、食醋等产品系列，其中鸡粉销售收入超过 2 个亿，占比达 15%，成为公司另一大单品，我们认为公司已处于多品类经营的初期。但和海天相比，仍有较大差距，海天的调味酱和蚝油收入都已超过 11 亿元，且占比均达到 13% 以上。
- 随着粤菜的全国化推广及参照海天、李锦记的产品发展情况，我们预计蚝油最有望成为公司下一个放量品类。公司将从酱油龙头逐步走向综合调味品龙头，未来还将借助阳西当地丰富资源向食品领域延伸，利用渠道共享带动其他食品，最终打造成“绿格子食品王国”。

图表 48: 公司除酱油以外的其他主要产品



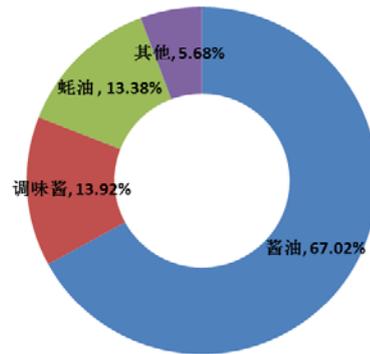
来源: 公司官网、齐鲁证券研究所

图表 49: 2013 年中炬调味品业务各品类占比



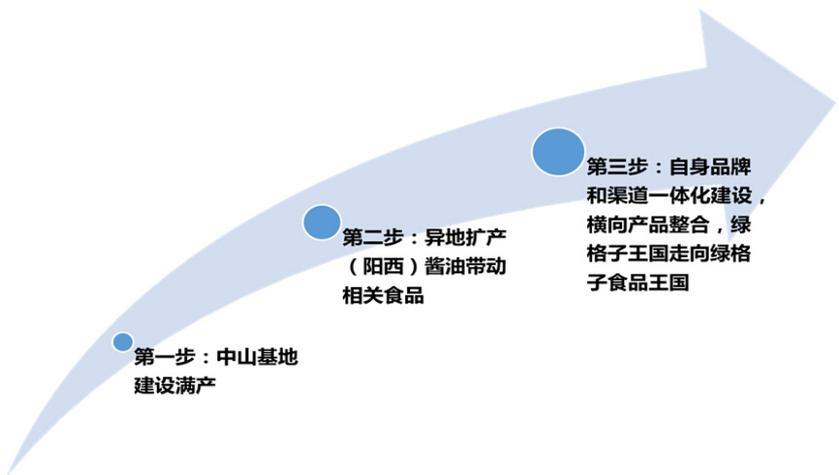
来源: 公司年报、齐鲁证券研究所

图表 50: 2013 年海天各品类占比



来源: 公司年报、齐鲁证券研究所

图表 51: 公司调味品业务三步走战略规划

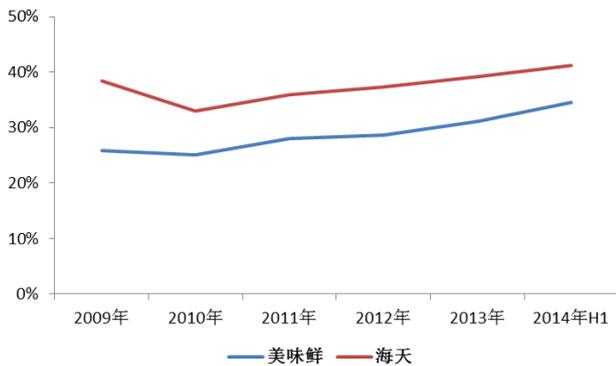


来源: 公司调研、齐鲁证券研究所

## 超预期看点：国企改革助推经营效率提升，加速业绩释放

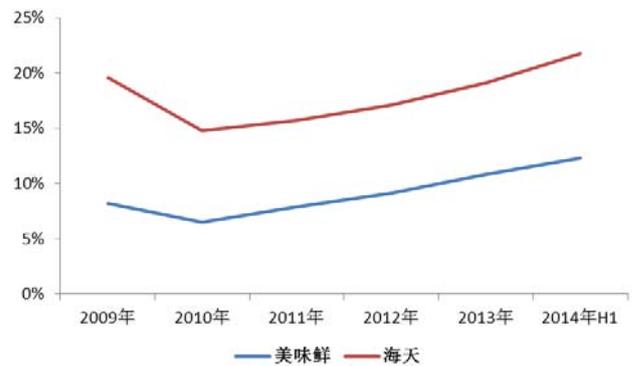
- 公司在经历收入增长，品牌力提升后已进入稳定的利润增长超过收入增长的阶段，但盈利水平与海天、李锦记（净利率均已达到 20%）等民营同行相比仍有较大差距。我们认为除了规模的限制外，公司的经营效率也有很大的改善空间，此轮国企改革有望成为助推器，提供超预期机会。

**图表 52：海天毛利率比美味鲜高 8 个百分点 (%)**



来源：公司年报、齐鲁证券研究所

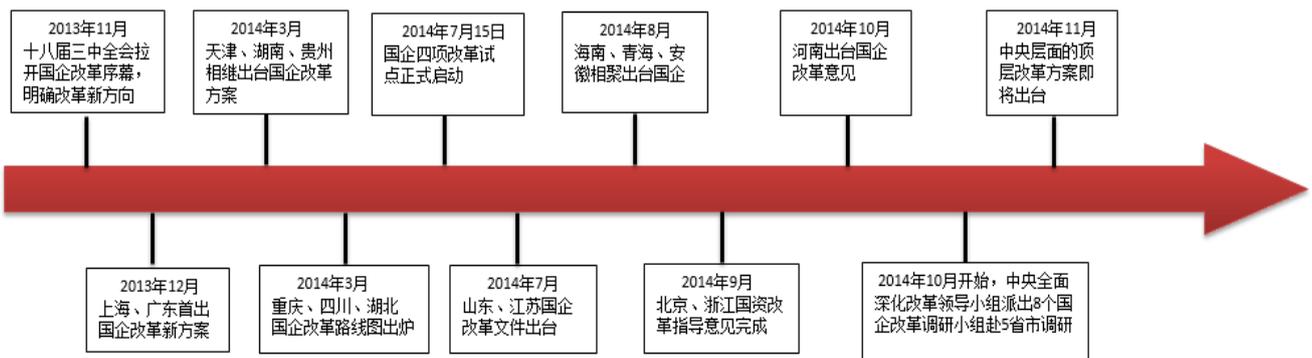
**图表 53：美味鲜净利率有很大的提升空间 (%)**



来源：公司年报、齐鲁证券研究所

- 2015 年国资改革将由早前地方尝试改革，进入到国资全局改革推进阶段。而广东省国企改革方案要求 2017 年底 70% 的企业完成混合所有制改革，竞争领域企业 100% 完成，并将采取“成熟一户推动一户”，全面推动国有企业与民间资本对接。

**图表 54：本轮国企改革进程时间轴——2015 年将由地方尝试改革进入到国资全局改革推进阶段**



来源：齐鲁证券研究所

- 对于竞争已经很充分食品饮料行业来说，改革可能不会像某些垄断行业那样来得激烈。但我们认为国企改革能给食品饮料国企带来的影响更为实质和直接——通过股权激励、管理层持股、引进战略投资者等手段：一是带来经营效率的提升，从而反映在利润端；二是使得公司更贴近市场、实施更灵活的营销策略以及能对消费者需求变化反应更为迅速，从而反映在收入上。
- 若公司完成“混改”，不仅可以带动毛利率和净利率有的稳步提升，逐步缩小与海天、李锦记的差距，还有望加速公司区域扩张和品类扩张的

步伐。另外，可以不再受国企激励的诸多限制，实施股权激励，增强管理层释放业绩的动力。

**图表 55: 海天 2014 年股权激励方案业绩要求 (亿元)**

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
收入	84.02	98.14	112.84	128.63	145.35
yoy		16.8%	15.0%	14.0%	13.0%
净利润	16.06	19.91	24.09	28.43	33.26
yoy		24.0%	21.0%	18.0%	17.0%

来源：公司公告、齐鲁证券研究所

- 目前公司改革时点尚不明确，但老白干的“混改”示范效应有望加速其他食品饮料国企的改革进程。目前公司进行混合所有制改革的具体时点尚不明确，静待政策成熟，不过我们认为随着老白干的混改完成，给其他食品饮料国企带来了很好的示范效应，有望加快改革的落实，尤其是中炬、恒顺这样处于好行业但受累于体制和历史问题的优秀调味品公司，一旦完成混改，将享受业绩与估值的双面提升。

## 盈利预测、估值分析与投资建议

### 盈利预测假设

- 调味品及其他业务的分项预测情况详见后文附表 1，三项期间费用率及相关税费假设见如下图表：

**图表 56: 中炬高新三项期间费用及相关税费假设**

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
单位：人民币百万元							
销售费用	113.53	144.30	159.86	185.46	248.04	274.41	325.67
占营业收入比重	8.88%	8.32%	9.11%	8.00%	9.20%	8.60%	8.30%
管理费用	130.84	163.45	174.61	225.36	266.91	303.13	353.14
占营业收入比重	10.24%	9.42%	9.95%	9.72%	9.90%	9.50%	9.00%
财务费用	22.83	25.98	40.93	33.83	22.88	18.90	26.93
占营业收入比重	1.79%	1.50%	2.33%	1.46%	0.85%	0.59%	0.69%
所得税费用	20.10	27.51	22.91	42.00	55.47	72.55	96.44
占利润总额比重	18.83%	18.35%	15.76%	16.01%	16.00%	16.00%	16.20%

来源：齐鲁证券研究所

### 盈利预测结果

- 预计 2014-2016 年中炬高新实现营业收入 26.96/31.91/39.24 亿元，同比增长 16.30%/18.35%/22.97%；实现归属于母公司净利润 2.81/3.67/4.81 亿元，同比增长 31.93%/30.79%/30.97%，对应 2014-2016 年 EPS 分别为 0.35/0.46/0.60 元。

**相对估值结果：16.14-18.44 元**

- 参考可比公司海天味业 24.62x、加加食品 23.69x、恒顺醋业 41.14x、涪陵榨菜 31.65x，考虑到公司调味品业务的高成长性及广东省国企改革预期的催化剂，我们认为中炬高新 2015 年的合理动态 PE 为 35x-40x，对应目标价 16.14-18.44 元。

**图表 57：可比公司估值表**

股票名称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS			PE		
			2013	2014E	2015E	2013	2014E	2015E
单位：RMB								
海天味业	40.71	612.11	1.07	1.36	1.65	—	29.86	24.62
加加食品	11.82	54.47	0.70	0.39	0.50	16.89	30.58	23.69
恒顺醋业	17.28	52.08	0.15	0.30	0.42	112.35	57.60	41.14
涪陵榨菜	28.80	58.03	0.91	0.78	0.91	31.65	36.92	31.65
对应2015年1月9日收盘价、未有评级的采用市场一致预期								

来源：WIND、齐鲁证券研究所

**DCF/APV 法绝对估值结果：16.48 元**

- 我们采用 DCF/APV 估值方法进行绝对估值，主要前提假设为：
- 无风险收益率 3.00%，风险溢价 6.55%，行业 beta 0.95，公司 beta 0.97
- 永续增长率假定为 3%
- 实际税率假定为 16.00%，并假定会一直持续。

**图表 58：绝对估值核心假设**

资产贴现率Ka		股票贴现率Ke	
行业Beta	0.95	股本总额	796.64
无风险利率Rf	3.00%	股价	10.27
风险溢价	6.55%	股本价值Ve	8,181.46
资产贴现率Ka	9.22%	债务总额Vd	360.69
		债务利率Kd	7.00%
加权平均资本成本WACC		实际税率Tc	16.00%
债务比率D/(E+D)	4.22%	股票Beta	0.97
权益比率E/(E+D)	95.78%		
WACC	9.21%	股票贴现率Ke	9.35%

来源：齐鲁证券研究所

- DCF/APV 的估值结果为 16.48 元

**图表 59：DCF/WACC 估值结果 16.48 元**

I、现金流量折现法 (APV)				会计年度截止日: 12/31											合计	
每股价值	16.48	TV增长率	3.0%	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	TV	合计	
隐含PE	46.74	Ka	9.22%	FCFF	137.65	-8.73	-81.53	471.52	602.90	739.17	871.71	1021.53	1189.02	1374.12	22745.55	23062.91
企业值 (公司评估总价值)	13,738.44	债务/债务价值/净债务	380.69	ITS	5.48	5.14	6.96	8.15	4.68	4.68	4.68	4.68	4.68	4.68	77.40	131.18
股票价值 (公司内在评估价值)	13,125.61	投资/非核心资产价值	965.94	PV(FCFF)	126.02	-7.32	-62.57	331.32	387.87	435.38	470.10	504.38	537.50	568.73	9414.03	12705.43
		少数股东权益	252.15	PV(ITS)	5.02	4.31	5.34	5.73	3.01	2.75	2.52	2.31	2.11	1.94	32.03	67.07

$$PV(FCFF) = \sum_{t=1}^{n=10} \frac{FCFF_t}{(1+K_a)^t} + \frac{FCFF_n \times (1+TV)}{(1+K_a)^n \times (K_a - TV)}$$

$$PV(ITS) = \sum_{t=1}^{n=10} \frac{ITS_t}{(1+K_a)^t} + \frac{ITS_n \times (1+TV)}{(1+K_a)^n \times (K_a - TV)}$$

来源：齐鲁证券研究所

**投资建议：目标价 16.48 元，维持“买入”评级**

- 调味品行业景气度高、竞争格局良好，是我们 2015 年最为看好的食品子行业。而消费升级、产品高端化趋势又为调味品行业留出了持续的增长空间。
- 区域拓展配合产能扩张开启公司新一轮增长，且公司已处于多品类经营初期，是具有高成长性的调味品龙头企业。不过身为国企，公司业绩释放的动力上可能会趋于保守，但公司未来潜力巨大，且国企改革有望提供超预期机会，所以我们还是选择在这个时点上继续推荐。
- **综合相对和绝对估值结果，我们建议中炬高新 12 个月的合理目标价格为 16.48 元，较目前股价有 40%的提升空间，维持“买入”评级。**

**风险提示**

- 食品安全问题；
- 阳西基地建设和投产无法按原计划进行；
- 市场拓展不及预期；
- 原材料价格（主要是大豆）大幅上涨；
- 国企改革启动前公司业绩释放的动力有可能相对不足。

**附表 1: 销售分项预测**
**图表 60: 中炬高新销售收入分项详细预测——酱油**

酱油 (主)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销量 (万吨)	9.46	10.86	13.79	16.19	19.15	22.29	26.24	30.69	35.64
销量yoy	-	14.8%	27.0%	17.4%	18.3%	16.4%	16.5%	17.0%	16.1%
产能 (万吨)	10.95	11.02	26.54	29.70	29.84	29.49	34.60	38.50	43.00
产量 (万吨)	9.7	11.00	14.12	16.06	19.34	22.52	26.5	31	36
产能利用率 (%)	88.6%	99.8%	53.2%	54.1%	64.8%	76.4%	76.6%	80.5%	83.7%
平均售价 (元/吨)	4619	5028	5352	5683	6012	6331	6584	6880	7224
价格yoy	-	8.8%	6.4%	6.2%	5.8%	5.3%	4.0%	4.5%	5.0%
销售收入 (百万元)	437	546	738	920	1151	1411	1727	2112	2575
收入yoy	-	24.9%	35.2%	24.7%	25.1%	22.6%	22.4%	22.2%	21.9%
单位成本 (元/吨)	3626	3609	3930	4098	4287	4356	4345	4403	4479
单位成本yoy	-	-0.5%	8.9%	4.3%	4.6%	1.6%	-0.2%	1.3%	1.7%
销售成本 (百万元)	343	392	542	663	821	971	1140	1351	1596
毛利率 (%)	21.5%	28.2%	26.6%	27.9%	28.7%	31.2%	34.0%	36.0%	38.0%
毛利率 (+/-)	-	6.7%	-1.7%	1.3%	0.8%	2.5%	2.8%	2.0%	2.0%
毛利 (百万元)	94	154	196	257	330	440	587	760	978
单位毛利 (元/吨)	994	1418	1421	1585	1725	1975	2239	2477	2745
占调味品业务收入比例	67.6%	68.3%	70.8%	71.4%	71.4%	71.3%	72.5%	71.9%	71.5%

来源: 齐鲁证券研究所

**图表 61: 中炬高新销售收入分项详细预测——鸡粉、鸡精**

鸡粉、鸡精	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销量 (万吨)	0.6	0.79	0.93	1.11	1.33	1.56	1.68	2.09	2.54
销量yoy	-	31.7%	17.7%	19.4%	19.8%	17.6%	7.6%	24.2%	21.4%
产能 (万吨)	0.80	0.85	2.42	2.34	2.34	2.34	2.65	2.85	3.35
产量 (万吨)	0.63	0.81	0.95	1.14	1.30	1.58	1.87	2.20	2.67
产能利用率 (%)	78.8%	95.3%	39.3%	48.7%	55.6%	67.5%	70.6%	77.2%	79.7%
平均售价 (元/吨)	17833	17595	18817	19009	19173	19403	19694	20108	20449
价格yoy	-	-1.3%	6.9%	1.0%	0.9%	1.2%	1.5%	2.1%	1.7%
销售收入 (百万元)	107	139	175	211	255	304	331	420	519
收入yoy	-	29.9%	25.9%	20.6%	20.9%	19.0%	9.2%	26.8%	23.4%
单位成本 (元/吨)	13334	12404	13656	13325	13114	13175	12900	13331	13538
单位成本yoy	-	-7.0%	10.1%	-2.4%	-1.6%	0.5%	-2.1%	3.3%	1.5%
销售成本 (百万元)	80	98	127	148	174	206	217	279	343
毛利率 (%)	25.2%	29.5%	27.4%	29.9%	31.6%	32.1%	34.5%	33.7%	33.8%
毛利率 (+/-)	-	4.3%	-2.1%	2.5%	1.7%	0.5%	2.4%	-0.8%	0.1%
毛利 (百万元)	27	41	48	63	81	97	114	142	175
单位毛利 (元/吨)	4499	5191	5162	5684	6059	6228	6794	6776	6912
占调味品业务收入比例	16.6%	17.4%	16.8%	16.4%	15.8%	15.3%	13.9%	14.3%	14.4%

来源: 齐鲁证券研究所

**图表 62: 中炬高新销售收入分项详细预测——酱料、耗油、醋汁等其他调味品**

酱料、耗油、醋汁等其他调味品	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销量(万吨)	2.95	3.14	3.26	3.84	4.43	5.21	5.92	7.25	8.69
销量yoy	-	6.4%	3.8%	17.8%	15.2%	17.7%	13.7%	22.4%	19.9%
产能(万吨)	3.30	3.30	12.71	13.20	13.20	13.20	13.93	14.50	15.96
产量(万吨)	3.03	3.14	3.27	3.86	4.47	5.26	6.23	7.32	8.78
产能利用率(%)	91.8%	95.2%	25.7%	29.2%	33.9%	39.8%	44.7%	50.5%	55.0%
平均售价(元/吨)	3458	3662	3957	4115	4652	5071	5497	5589	5825
销售收入(百万元)	102	115	129	158	206	264	325	405	506
收入yoy	-	12.7%	12.2%	22.5%	30.3%	28.3%	23.2%	24.5%	25.0%
单位成本(元/吨)	3147	3275	3432	3024	3517	3587	3644	3773	3908
单位成本yoy	-	4.1%	4.8%	-11.9%	16.3%	2.0%	1.6%	3.5%	3.6%
销售成本(百万元)	93	103	112	116	156	187	216	273	340
毛利率(%)	9.0%	10.6%	13.3%	26.5%	24.4%	29.3%	33.7%	32.5%	32.9%
毛利率(+/-)	-	1.6%	2.7%	13.2%	-2.1%	4.9%	4.4%	-1.2%	0.4%
毛利(百万元)	9	12	17	42	50	77	110	132	167
单位毛利(元/吨)	311	388	525	1091	1135	1484	1852	1817	1916
占调味品业务收入比例	15.8%	14.4%	12.4%	12.3%	12.8%	13.3%	13.6%	13.8%	14.1%

来源: 齐鲁证券研究所

**图表 63: 中炬高新销售收入分项详细预测——调味品合计**

调味品(主)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
产量(万吨)	13.36	14.95	17.45	19.83	23.94	29.92	34.6	40.52	47.45
销量(万吨)	13.01	14.79	17.09	19.87	22.85	28.41	33.84	40.03	46.87
销量yoy	-	13.7%	15.6%	16.3%	15.0%	24.3%	19.1%	18.3%	17.1%
销售收入(百万元)	646	800	1042	1289	1612	1979	2384	2937	3600
收入yoy	-	24.1%	30.0%	23.7%	25.0%	22.8%	20.5%	23.2%	22.6%
毛利率(%)	20.2%	25.9%	25.1%	28.1%	28.6%	31.1%	34.0%	35.2%	36.7%
毛利率(+/-)	-	5.8%	-0.8%	3.0%	0.6%	2.5%	2.9%	1.2%	1.5%
毛利(百万元)	130	207	261	362	461	615	811	1033	1320

来源: 齐鲁证券研究所

**图表 64: 中炬高新销售收入分项详细预测——房地产及园区物业**

房地产及园区物业	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(百万元)	123	81	165	222	84	223	70	150	200
收入yoy	-	-34.5%	103.4%	34.9%	-62.1%	165.3%	-68.6%	114.3%	33.3%
毛利率(%)	38.5%	44.4%	62.4%	31.6%	33.7%	33.2%	25.0%	25.0%	30.0%
毛利率(+/-)	-	5.9%	18.0%	-30.7%	2.1%	-0.6%	-8.2%	0.0%	5.0%
毛利(百万元)	47	36	103	70	28	74	18	38	60

来源: 齐鲁证券研究所

**图表 65: 中炬高新销售收入分项详细预测——汽车配件、电池等其他**

汽车配件、电池等其他	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(百万元)	190	69	55	56	49	71	72	74	74
收入yoy	-	-63.7%	-20.3%	1.8%	-12.5%	44.9%	1.4%	2.8%	0.0%
毛利率(%)	21.1%	24.0%	11.8%	13.6%	21.1%	28.5%	27.8%	28.3%	29.0%
毛利率(+/-)	-	2.9%	-12.3%	1.8%	7.6%	7.4%	-0.7%	0.5%	0.7%
毛利(百万元)	40	17	6	8	10	20	20	21	21

来源：齐鲁证券研究所（注：2011年后电池业务剥离）

**附表 2：财务数据预测**
**图表 66：中炬高新销售预测表**
**产品销售收入**

单位：人民币百万元

项 目	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>调味品</b>							
销售收入	1,042.00	1,289.00	1,612.00	1,979.00	2,384.09	2,936.84	3,599.73
增长率 (YOY)	—	23.70%	25.06%	22.77%	20.47%	23.18%	22.57%
毛利率	25.06%	28.05%	28.61%	31.08%	34.03%	35.19%	36.68%
销售成本	780.87	927.44	1,150.81	1,363.93	1,572.82	1,903.42	2,279.44
增长率 (YOY)	—	18.77%	24.08%	18.52%	15.32%	21.02%	19.75%
毛利	261.13	361.56	461.19	615.07	811.27	1,033.42	1,320.29
增长率 (YOY)	—	38.46%	27.55%	33.37%	31.90%	27.38%	27.76%
占总销售额比重	82.57%	82.26%	92.38%	87.07%	94.38%	92.91%	92.93%
占主营业务利润比重	70.48%	82.29%	92.26%	86.72%	95.58%	94.65%	94.19%
<b>房地产及园区物业</b>							
销售收入	165.00	222.00	84.00	223.00	70.00	150.00	200.00
增长率 (YOY)	—	34.55%	-62.16%	165.48%	-68.61%	114.29%	33.33%
毛利率	62.35%	31.64%	33.73%	33.18%	25.00%	25.00%	30.00%
销售成本	62.12	151.76	55.67	149.01	52.50	112.50	140.00
增长率 (YOY)	—	144.29%	-63.32%	167.68%	-64.77%	114.29%	24.44%
毛利	102.88	70.24	28.33	73.99	17.50	37.50	60.00
增长率 (YOY)	—	-31.72%	-59.66%	161.15%	-76.35%	114.29%	60.00%
占总销售额比重	13.07%	14.17%	4.81%	9.81%	2.77%	4.75%	5.16%
占主营业务利润比重	27.77%	15.99%	5.67%	10.43%	2.06%	3.43%	4.28%
<b>汽车配件、电池等其他</b>							
销售收入	55.00	56.00	49.00	71.00	72.00	74.00	74.00
增长率 (YOY)	—	1.82%	-12.50%	44.90%	1.41%	2.78%	0.00%
毛利率	11.76%	13.56%	21.11%	28.50%	27.80%	28.30%	29.00%
销售成本	48.53	48.41	38.66	50.77	51.98	53.06	52.54
增长率 (YOY)	—	-0.26%	-20.14%	31.32%	2.40%	2.07%	-0.98%
毛利	6.47	7.59	10.34	20.24	20.02	20.94	21.46
增长率 (YOY)	—	17.40%	36.22%	95.62%	-1.08%	4.63%	2.47%
占总销售额比重	4.36%	3.57%	2.81%	3.12%	2.85%	2.34%	1.91%
占主营业务利润比重	1.75%	1.73%	2.07%	2.85%	2.36%	1.92%	1.53%
<b>销售收入小计</b>	<b>1262.00</b>	<b>1567.00</b>	<b>1745.00</b>	<b>2273.00</b>	<b>2526.09</b>	<b>3160.84</b>	<b>3873.73</b>
<b>销售成本小计</b>	<b>891.53</b>	<b>1127.60</b>	<b>1245.13</b>	<b>1563.70</b>	<b>1677.30</b>	<b>2068.98</b>	<b>2471.98</b>
<b>毛利</b>	<b>370.47</b>	<b>439.40</b>	<b>499.87</b>	<b>709.30</b>	<b>848.79</b>	<b>1091.86</b>	<b>1401.75</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>29.36%</b>	<b>28.04%</b>	<b>28.65%</b>	<b>31.21%</b>	<b>33.60%</b>	<b>34.54%</b>	<b>36.19%</b>

来源：齐鲁证券研究所

图表 67: 中炬高新财务预测三张表

损益表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业总收入</b>	<b>1,735</b>	<b>1,754</b>	<b>2,318</b>	<b>2,696</b>	<b>3,191</b>	<b>3,924</b>
增长率	35.80%	1.1%	32.1%	16.3%	18.4%	23.0%
营业成本	-1,251	-1,254	-1,593	-1,804	-2,125	-2,598
%销售收入	72.1%	71.5%	68.7%	66.9%	66.6%	66.2%
毛利	484	500	725	892	1,066	1,326
%销售收入	27.9%	28.5%	31.3%	33.1%	33.4%	33.8%
营业税金及附加	-19	-18	-38	-40	-48	-55
%销售收入	1.1%	1.1%	1.6%	1.5%	1.5%	1.4%
营业费用	-144	-160	-185	-248	-274	-326
%销售收入	8.3%	9.1%	8.0%	9.2%	8.6%	8.3%
管理费用	-163	-175	-225	-267	-303	-353
%销售收入	9.4%	10.0%	9.7%	9.9%	9.5%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	157	147	277	337	440	592
%销售收入	9.1%	8.4%	11.9%	12.5%	13.8%	15.1%
财务费用	-26	-41	-34	-23	-19	-27
%销售收入	1.5%	2.3%	1.5%	0.8%	0.6%	0.7%
资产减值损失	-3	-8	-1	-2	2	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	12	20	12	15	15	15
%税前利润	8.0%	13.7%	4.6%	4.3%	3.3%	2.5%
营业利润	140	118	254	327	438	580
营业利润率	8.0%	6.7%	11.0%	12.1%	13.7%	14.8%
营业外收支	10	28	8	20	15	15
税前利润	150	145	262	347	453	595
利润率	8.6%	8.3%	11.3%	12.9%	14.2%	15.2%
所得税	-28	-23	-42	-55	-73	-96
所得税率	18.3%	15.8%	16.0%	16.0%	16.0%	16.2%
净利润	122	122	220	291	381	499
少数股东损益	-8	-3	8	10	14	18
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>130</b>	<b>126</b>	<b>213</b>	<b>281</b>	<b>367</b>	<b>481</b>
净利率	7.5%	7.2%	9.2%	10.4%	11.5%	12.3%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	122	122	220	291	381	499
少数股东损益	0	0	0	10	14	18
非现金支出	61	69	73	97	124	158
非经营收益	-37	20	21	0	2	13
营运资金变动	-16	30	-179	76	-185	-201
<b>经营活动现金净流</b>	<b>131</b>	<b>242</b>	<b>135</b>	<b>473</b>	<b>335</b>	<b>487</b>
资本开支	-10	260	386	302	300	520
投资	-85	-12	246	54	19	8
其他	7	52	3	15	15	15
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-68</b>	<b>-219</b>	<b>-136</b>	<b>-232</b>	<b>-266</b>	<b>-497</b>
股权募资	0	20	0	0	0	0
债权募资	133	-89	76	-145	115	253
其他	-27	-40	-74	-36	-97	-115
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>106</b>	<b>-110</b>	<b>2</b>	<b>-182</b>	<b>19</b>	<b>138</b>
<b>现金净流量</b>	<b>169</b>	<b>-87</b>	<b>1</b>	<b>60</b>	<b>88</b>	<b>128</b>

资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	442	355	355	404	479	589
应收账款	67	48	124	87	103	125
存货	1,081	1,246	1,208	1,410	1,660	2,030
其他流动资产	253	390	287	278	295	321
流动资产	1,843	2,039	1,974	2,179	2,538	3,064
%总资产	56.8%	58.3%	53.4%	53.5%	54.1%	54.8%
长期投资	664	613	608	554	535	527
固定资产	646	727	988	1,197	1,465	1,831
%总资产	19.9%	20.8%	26.7%	29.4%	31.2%	32.8%
无形资产	74	99	114	132	144	155
非流动资产	1,400	1,456	1,722	1,895	2,156	2,525
%总资产	43.2%	41.7%	46.6%	46.5%	45.9%	45.2%
<b>资产总计</b>	<b>3,242</b>	<b>3,495</b>	<b>3,696</b>	<b>4,074</b>	<b>4,694</b>	<b>5,589</b>
短期借款	231	60	241	129	215	447
应付账款	456	646	537	781	862	1,055
其他流动负债	362	512	401	454	477	508
流动负债	1,049	1,218	1,180	1,365	1,554	2,010
长期贷款	144	75	120	86	116	136
其他长期负债	1	13	12	12	12	12
<b>负债总计</b>	<b>1,194</b>	<b>1,306</b>	<b>1,311</b>	<b>1,463</b>	<b>1,682</b>	<b>2,158</b>
普通股股东权益	1,823	1,948	2,133	2,349	2,645	3,046
少数股东权益	225	242	252	263	276	294
<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,242</b>	<b>3,495</b>	<b>3,696</b>	<b>4,074</b>	<b>4,602</b>	<b>5,498</b>

比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>每股指标</b>						
每股收益 (元)	0.164	0.158	0.267	0.352	0.461	0.604
每股净资产 (元)	2.288	2.445	2.677	2.949	3.320	3.823
每股经营现金净流 (元)	0.164	0.304	0.170	0.581	0.404	0.589
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.081	0.081	0.090	0.100
<b>回报率</b>						
净资产收益率	7.16%	6.45%	9.98%	11.95%	13.89%	15.79%
总资产收益率	4.02%	3.60%	5.76%	6.89%	7.98%	8.75%
投入资本收益率	9.77%	9.15%	13.07%	15.17%	16.55%	17.70%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	35.80%	1.09%	32.14%	16.30%	18.35%	22.97%
EBIT增长率	34.14%	-6.62%	88.35%	21.71%	30.66%	34.55%
净利润增长率	55.47%	-3.65%	69.31%	31.93%	30.79%	30.97%
总资产增长率	18.11%	7.80%	5.75%	10.23%	15.21%	19.08%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	11.0	10.2	7.4	10.0	10.0	10.0
存货周转天数	298.1	338.6	281.1	285.0	285.0	285.0
应付账款周转天数	51.0	67.8	67.4	60.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	97.7	115.8	99.0	111.6	121.5	118.1
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-3.31%	-10.17%	0.12%	-7.34%	-5.16%	-0.23%
EBIT利息保障倍数	6.1	3.6	8.2	14.7	23.3	22.0
资产负债率	36.83%	37.35%	35.48%	35.90%	36.54%	39.25%

来源: 齐鲁证券研究所

#### 投资评级说明

**买入：**预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持：**预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6-12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持：**预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

#### 重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。