

高世梁

执业证书编号：s0730515030003

021-50588666-8036

liuran@ccnew.com

公司经营风格或面临改变

——中炬高新 (600872) 调研点评

证券研究报告-公司点评

增持（首次）

发布日期：2015年10月14日

报告关键要素:

中炬高新 (600872) 调研情况：前海人寿对公司的整体规划尚不明朗，但是加大管理层激励和加大公司费用投入是题中之义。此次定增预计明年二季度可获批。公司已经开始布局全国市场，经销商渠道增长较快。公司加大酱油业务投入，未来五年酱油业务较快增长，2020年预计收入达到80亿元，与海天规模相当。

事件:

- 前海人寿于9月23日至9月29日期间在二级市场上增持中炬高新 (600872)，二级市场持有比例从15.11%升至20.11%，加上计划中的定增比例，前海人寿 (及其一致行动人) 共计将持有公司股权42.01%。近期我们对中炬高新 (600872) 进行调研，调研重点围绕实际控制人变更后未来公司战略的调整展开。

点评:

- 公司上半年收入增长良好，业绩持平原因是费用增加。20151H公司调味品业务实现收入12.58亿元，同比增长10%；同期，公司净利润同比持平，主要原因：阳西生产基地较高的折旧费、较高的员工薪酬和市场促销费 (消费环境恶化导致了促销费用加大)。

- **前海人寿的收购动机主要出于资本逐利性，以及公司作为食品类收购标的的适当性。**前海人寿保费业务迅猛发展，拥有庞大的可投资金，固定收益市场不能满足资本逐利的要求，驱动前海人寿在证券二级市场广泛投资。我们考察了前海人寿的举牌公司，举牌标的有着股权分散、行业地位较高等蓝筹公司的特点。我们认为，前海人寿此次在二级市场上对公司举牌，也可为定增股价护航。此次定增，前海人寿与中山市政府直接洽谈，定增资金用于中山市建设。前海人寿的定位是财务投资，未来将会致力于市值管理，将公司市值做大，但是经过此次调研，我们认为前海人寿的入驻将会为公司的经营风格带来正面的改变。
- **前海人寿对公司的规划整体尚不明朗，但是加大管理层激励和加大公司费用投入是题中之义。**前海人寿与中山市政府承诺过绑定管理层利益，维持经营稳定性。但是，截至目前前海人寿与公司尚无正面接触，仅是聘请食品业专家做过相关评估。目前管理层激励的情况是：公司业绩达标后的净利润的5%对管理团队进行奖励，对完成目标的营销人员给予单人奖励；美味鲜团队较为独立，人员奖励实行纯粹市场化运作，公司总部高官一陈是身份参与美味鲜团队，获得应有奖励。调味品行业属于竞争性行业，如不能市场化运营，则很难在市场中生存。前海入驻公司后，将会在管理层利益绑定方面有较大的动作，未来管理层激励将会更加市场化，更加迎合竞争需要。实际控制人变更后，股权激励无须地方政府审批，管理层激励的推进速度和力度会快于以往。

实际控制人变更后，公司经营的费用投入将会加大。实际控制人变更后，公司将会加大在经营方面的费用投入。此前，公司经营风格稳健，要求费用增长不得超过收入增长，而这种经营风格将会得到改变。

实际控制人变更后，公司的管理层考核标准将会改变。此前，公司以净利润为导向做管理层考核，未来公司则有可能以收入为导向，目的是做大收入规模，这就意味着，公司费用也有可能大幅增加，

净利润下降，收入增速大于净利润增速。

此次定增预计明年二季度可获批。此次定增目前尚需省国资委出批文，再经股东大会，然后预计11月下旬报证监会，2016年二季度预计可最终获批。由于定增计划在中山市政府层面已经获准，省国资层面阻力应较小。

- **公司经销商渠道收入增速较快。**公司酱油产品分为两个品牌：厨帮和美味鲜，厨帮定位高端，美味鲜定位中高端；厨帮收入规模和占比较大，美味鲜收入规模小但增长快。目前，美味鲜利用厨帮的渠道进行市场导入，厨帮渠道中有600多个经销商，以东南沿海为主要营销区域，目前正在东北和华北扩张，扩张区域的渠道收入每年保持30%至40%的增长。渠道采用招商-打钱-铺货-产生销售的流程，规模培育期两年至三年。经销商均偏中等规模，易于控制，公司对经销商有同品类下排他的要求。此次公司产品终端价上调后，渠道利润率可达到10%，经销商利益最大化有利于渠道拓展。公司的餐饮渠道也是由经销商去开发，餐饮渠道费用高，该费用由经销商承担，但是出厂价与其它渠道保持一致，公司在渠道拓展时给予配合，比如公司计划与厨师协会联合，通过厨师的推动和建议，替换现有酱料，扩大餐饮渠道销售。
- **公司市场目前仍以华南为主：**公司在华南的市占率与海天相当，大约20%以上，收入增速达到15%。但是，华南以外市场，公司发展较海天缓慢。公司正在进行全国市场布局，渠道下沉至县级市场，从三线城市开始布局，采用“农村包围城市”的策略。大力发展经销商，每家经销商合理范围60公里，公司办事处增加至270个，增加营销人员。虽然定增资金尚未到位，但是渠道拓展工作已经展开，资金到位后会加大力度。由于渠道拓展，第三季度销售收入增速好于上半年，达到15%的概率较大。
- **酱油仍为主业，未来收入占比将达调味品业务收入的70%。**公司目前有两处酱油生产基地：阳西和中山，产品线可以满足所有品类的生产。此次45亿元定增资金中36亿元将投向酱油主业，扩产以酱

油为主。未来五年，酱油主业收入规模达70至80亿元，接近海天规模，较2014年翻两番，酱油收入占比达调味品业务收入的70%。酱油品类渠道共享，产品互补，同时自主开发和收购新品类。

酱油提价较为缓慢，公司仅在2011年小幅提升出厂价，公司主业毛利率提升主要依靠产品升级和结构化提升。

其它业务：房地产业务将会持续存在，包括工业和商业地产，年收入3000至4000万元，净利润为负，处于亏损。汽配业务年收入7000至8000万元，年净利润400至500万元。

- **酱油行业发展趋势：**1、目前调味品行业集中度偏低，正处于逐步集中的过程，此次前海人寿控制公司将会对行业产生冲击，长期看有利于行业集中度的提升。2、南派酱油的营养和技艺水平高于北方老抽，因而生抽取代老抽是健康趋势。3、酱油行业受互联网冲击小，因为酱油产品具备使用即时性的特点，同时如果考虑到物流和二次包装成本的话，网购酱油的成本将会大大增加，超出其本身的使用价值。4、酱油行业的抗周期性、受关注小，因此行业的取代和升级在默默中进行。5、第三代复合型调味品取代第二代酱油是新的消费趋势。6、新品类涌现，如海鲜罐头、拌饭酱等。7、促销不再是长期竞争手段，渠道渗透和空中广告将会是行业竞品间主要的竞争手段。8、大众餐饮势头较好，有利于酱油行业发展，并可缓冲高端餐饮消费的冲击。目前，华南地区的大排档使用的都是公司酱油。

酱油中的氨基酸含量决定了产品的档次，公司产品定位高端，营养成分符合酱油行业的发展趋势。

海天酱油主打中档，氨基酸含量0.7-1G/毫升，价格6-8元/瓶；公司酱油主打中高档，氨基酸含量1-1.3G/毫升，价格8-10元/瓶，与李锦记档次相当。

- **关于估值**

对于快消品行业，我们倾向于使用市销率指标。比较快消品中的高增长上市公司，洋河市销率5.84

倍，海天8.61倍，辉山乳业7.96倍，公司4.59倍，鉴于公司未来五年的高增长性，我们保守的给予公司5倍市销率，2016年对应的市值182.3亿元，对应股价22.87元。

表1：食品饮料行业上市公司的估值比较

	流通市值 (亿元)	每股收益		市盈率		市销率 PS (TTM)
		15E	16E	15E	16E	
行业均值	103.72	0.7896	0.9980	24.86	19.65	2.97
行业中值	46.17	0.3756	0.5892	36.69	26.27	4.64
贵州茅台	2,488.40	13.3583	14.8398	14.83	13.35	7.36
伊利股份	972.13	0.8366	1.0038	19.32	16.10	1.73
五粮液	976.63	1.5803	1.7823	16.28	14.44	4.75
洋河股份	742.23	3.4093	3.9493	17.73	15.30	5.84
海天味业	89.51	0.9451	1.1355	35.15	29.26	8.61
双汇发展	342.59	1.2954	1.4036	14.55	13.43	1.38
青岛啤酒	233.55	1.3545	1.4614	24.78	22.96	1.61
新希望	328.21	1.3452	1.6828	14.12	11.28	0.59
海南橡胶	317.64	0.0381	0.0729	211.05	110.11	3.21
中粮屯河	201.18	0.1179	0.5848	128.96	26.01	2.89
中炬高新	120.69	0.3225	0.4397	44.44	32.54	4.59
行业中值	15.27	0.0000	0.0000	0.00	0.00	1.21
中国旺旺	697.82	0.0000	0.0000	0.00	0.00	2.94
康师傅控股	636.80	0.0000	0.0000	0.00	0.00	1.08
万洲国际	516.04	0.0000	0.0000	0.00	0.00	0.37
蒙牛乳业	482.04	0.0000	0.0000	0.00	0.00	0.93
青岛啤酒股份	195.08	0.0000	0.0000	0.00	0.00	1.49
辉山乳业	322.96	0.0000	0.0000	0.00	0.00	7.96
统一企业中国	262.21	0.0000	0.0000	0.00	0.00	1.14
博华太平洋	201.16	0.0000	0.0000	0.00	0.00	60.89
卜蜂国际	185.38	0.0000	0.0000	0.00	0.00	0.52
中国粮油控股	127.74	0.0000	0.0000	0.00	0.00	0.18

日期：2015/10/12

- **给予“增持”评级。**预计2015年、2016年公司EPS分别为0.36元、0.45元，按10月12日收盘价15.15元计算，对应市盈率分别为42.08倍、33.67倍，给予“增持”投资评级。
- **风险提示：**消费环境超预期恶化，导致公司收入大幅下降。

盈利预测

	2013年	2014年	2015E	2016E	2017E
营业收入(亿元)	23.18	26.42	30.38	36.46	43.75
增长率(%)	32.14	13.96	15	20	20
净利润(亿元)	2.20	2.93	2.93	3.65	4.38
增长率(%)	69.31	34.74	0	24.57	20
基本每股收益(元)	0.27	0.36	0.36	0.45	0.54
市盈率(倍)	54.3	40.3	42.08	33.67	28.06

2015.10.12日收盘价

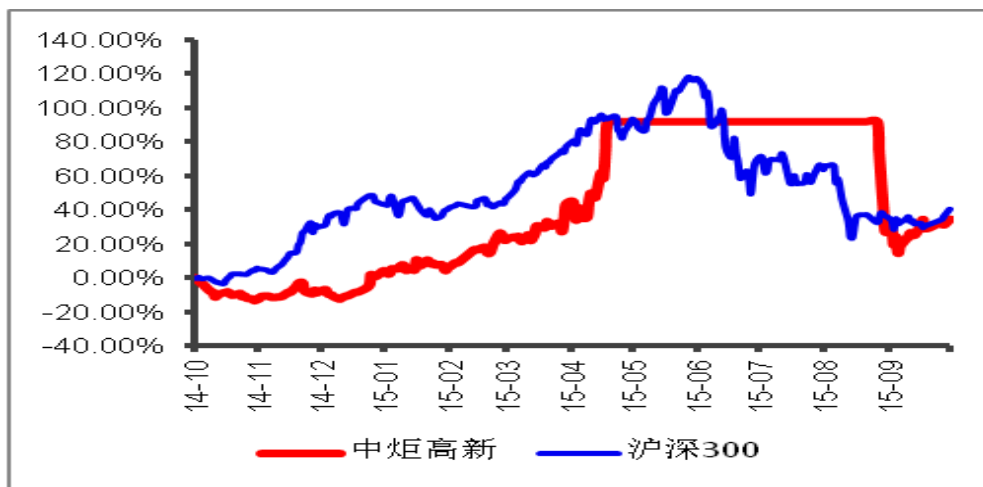
市场数据 (2015年10月12日)

收盘价(元)	15.15
一年内最高最低(元)	21.73/10.20
沪深300指数	3447.69
市净率(倍)	5.09
流通市值(亿元)	121亿

基础数据 (2015年6月30日)

每股净资产(元)	2.98
每股经营现金流(元)	0.18
毛利率(%)	35.23
净资产收益率(%)	4.35
资产负债率(%)	39.50
总股本/流通股(万股)	79700/79700
B股/H股(万股)	/

个股相对沪深300走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅 - 5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。