

食品加工

中炬高新调研纪要

主要观点

1. 行业增速放缓拖累业绩增长。今年宏观经济低迷，行业增速放缓。公司2015年前三季度调味品业务收入同比增长11%，净利润同比基本持平。单看第三季度调味品业务收入增长13%左右，净利润同比增长15%。公司14年年报预计15年营业收入达到29.25亿，归母净利润2.2亿，加权ROE达到9%，预计今年完成收入指标比较困难，其他两个指标问题不大。美味鲜收入有望实现27亿以上，相比计划28亿有所下降。

2. 生抽产品增长快，餐饮渠道弹性大。公司主要产品是生抽酱油，与北方酱油相比更加天然健康，目前生抽的增速更快，生抽替代老抽是行业发展主要趋势。海天的餐饮渠道占比60%，公司目前只有18%，空间还非常大，未来餐饮渠道的拓展为公司业绩提供非常大的弹性，公司通过组织特级厨师交流会、与西贝等餐饮企业合作的形式加强在餐饮渠道的影响力。

3. 前海入主后体制约束不复存在。前海举牌后持有股份20.1%，9月公司公布了定增预案，募资45亿元，非公开发行后前海人寿和关联方合计持有发行后股份42.01%。定增后调味品业务仍然是公司主营业务，公司测算5年后调味品收入达到70-80亿元，达到目前海天的收入水平。前海人寿承诺收购后管理层保持相对稳定，进行股权激励计划，员工与公司利益绑定。

投资建议

公司作为国内酱油行业龙头之一，产品工艺优势明显，定增后资金实力有效加强，华北地区的市场拓展与餐饮渠道的发力为公司后期业绩提供足够的弹性。预计公司15-16年归母净利润分别为2.4亿元、3.4亿元，对应16年33倍PE，首次覆盖给予推荐评级。

风险提示

产品研发未达预期。

证券分析师：王莺
 执业编号：S0100510120001
 Tel: 021-31758467
 Email: wangying@hcyjs.com
 研究助理：曹岩
 Tel: 010-66500984
 Email: caoyan@hcyjs.com

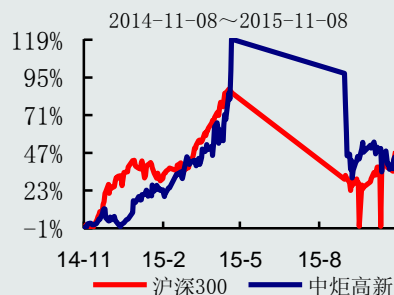
投资评级

投资评级：推荐
 评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	79664
流通A股/B股(万股)	79664/0
资产负债率(%)	
每股净资产(元)	
市盈率(倍)	
市净率(倍)	
12个月内最高/最低价	21.73/9.5

市场表现对比图(近12个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

附：访谈纪要

1.定增项目中孵化器的盈利

盈利不会太突出，但是从公司 93 年成立时就是公司的主业之一，而且符合国家鼓励中小企业发展的政策，通过这个项目有机会形成几方面共赢的局面。

2.前海对房地产业务有什么想法

前海的大股东宝能主业就是房地产业务，他们自己收土地成本会更低，所以他们进来还是看好调味品这块业务。房地产业务可以加强品牌，利用现有资源更好地开发，现在的土地按现价值 20 多亿。

3.利润率的提升空间

与海天比有差距，规模、效率、体制上的因素都有影响。前海入主后体制上的制约消除了，与海天的差距也会缩小。前海也擅长资本运作，未来不排除收购一些相关的企业迅速提高业务的规模。

4.定增的进度

实际控制人变更后定增就不需要政府批准，直接开股东会就可以，不然还是要报政府审批，时间就会久一点。

5.酱油的工艺的差异有多大

工艺的核心在于高分子有机物如蛋白质、糖类、脂类分解成低分子氨基酸。老抽工艺沿用了前苏联的工艺，北方靠日光晒速度很慢，需要用火烧提高蛋白质分解，生产周期短，只有 1 个月。生抽是通过自然发酵完成蛋白质分解，人为因素少，产品天然健康，口感更好。日式酱油与广东酱油工艺类似，由于纬度较高，需要人为控制温度，将温度保持在较高水平，实现菌种有效分解，原料更多用小麦，产品口感偏淡，适合日本料理的使用。六月鲜工艺是日式的，但是后期调配更加符合国人的口味。晾晒工艺需要大面积的土地，海天在三明有 2000 亩土地，我们这里 300 多亩，阳西有 1000 多亩。

6.行业生抽替代老抽的趋势

老抽主要功能是调色，生抽调味为主，通过添加一些焦糖也可以有调色功能，现在比例在 1:1，以后生抽增长会更快。酱油的重要组成成分是氨基酸态氮，反映酱油的营养价值，每百毫升超过 0.8 克才能叫做特级酱油，不到 0.4 克只能叫酱汁，0.4-0.6 叫二级酱油，0.6-0.8 叫一级酱油，大型企业通过消费者知识普及，生抽会逐步取代老抽。大型企业基本在广东，基本做生抽，北方很多品牌都看不到了，可以看到生抽的增速更快。

7.产品的差异

我们和海天都是生抽为主，我们主要用大豆，海天豆粕用的多一些，高分子含量少一些，产品以中端为主，高端占比不到 30%。美味鲜做低端，厨邦做高端，收入占比 90% 以上。我们酱油的出厂价接近 6000 元/吨，海天的出厂价不到 5000。

8.酱油的收入

14 年调味品收入 23.7 亿，酱油占比 73% 左右，调味品产量 30 万吨，酱油占 70%。

9.成本的占比

原材料 60%，大豆占 20% 多，还有盐、糖、面粉、味精等，包装占 30%。

10.海天的份额

14年海天酱油63个亿，大概120万吨，行业900万吨，销量占比13%。

11.餐饮渠道

海天的餐饮渠道占比60%，中炬占比18%。餐饮渠道对品牌还是有一定的粘性的，海天餐饮占比很高，弹性已经非常小了。在广东我们餐饮比海天差一点，流通渠道不比海天差。大众餐饮采购大罐装5升、10升的很多，我们这块产品较少。餐饮前期要投入一些费用，包括我们组织的一些顶级厨师交流会的费用，后面稳定了费用就是由经销商来投入，传统领域的利润要更高一些。

12.区域的占比

南部40%、东部30%、北部、中西部10%多。我们现在是两条腿走路，主营区东南沿海稳固加强，华北东北大力发展。

13.经销商情况

经销商所有渠道都会做，我们的一级经销商有600-700个，一般是提前三天打款的政策。经销商净利润率在5%-10%左右，比海天要高。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	1993	2002	2010	2231
现金	270	327	338	542
应收账款	53	49	52	51
其它应收款	26	34	43	35
预付账款	221	177	208	202
存货	1261	1238	1236	1245
其他	161	176	133	157
非流动资产	2066	2239	2388	2518
长期投资	52	65	56	58
固定资产	1176	1382	1568	1739
无形资产	114	129	140	151
其他	724	664	624	570
资产总计	4059	4241	4397	4749
流动负债	832	1215	1029	979
短期借款	100	230	118	103
应付账款	351	313	317	327
其他	381	672	594	549
非流动负债	614	274	336	404
长期借款	109	97	104	99
其他	506	177	232	305
负债合计	1446	1489	1365	1383
少数股东权益	258	261	267	272
股本	797	797	797	797
资本公积金	279	279	279	279
留存收益	1262	1415	1690	2018
归属母公司股东权益	2338	2491	2766	3094
负债和股东权益	4059	4241	4397	4749

现金流量表

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	335	654	409	541
净利润	293	240	339	401
折旧摊销	86	125	155	185
财务费用	33	11	11	6
投资损失	-10	-14	-12	-12
营运资金变动	28	299	-89	-41
其它	-95	-7	6	3
投资活动现金流	-377	-317	-273	-303
资本支出	-475	-240	-294	-304
长期投资	66	-43	8	9
其他	33	-33	13	-7
筹资活动现金流	-44	-281	-125	-34
短期借款	-64	130	-112	-15
长期借款	-11	-12	7	-5
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	32	-399	-20	-14
现金净增加额	-85	56	11	204

利润表

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2642	2815	3300	3776
营业成本	1731	1973	2236	2539
营业税金及附加	45	41	53	60
营业费用	231	243	279	325
管理费用	288	287	339	395
财务费用	33	11	11	6
资产减值损失	1	5	3	4
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	10	14	12	12
营业利润	323	270	391	460
营业外收入	29	25	23	26
营业外支出	8	6	7	7
利润总额	344	289	408	479
所得税	51	45	63	73
净利润	293	244	344	406
少数股东损益	6	3	6	5
归属母公司净利润	287	240	339	401
EBITDA	438	425	573	670
EPS 摊薄 (元)	0.36	0.30	0.43	0.50

主要财务比率

	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	14.0%	6.6%	17.2%	14.4%
营业利润	27.0%	-16.5%	45.2%	17.6%
归属母公司净利润	34.7%	-16.2%	41.0%	18.3%
获利能力				
毛利率	34.5%	29.9%	32.2%	32.8%
净利率	11.1%	8.7%	10.4%	10.7%
ROE	11.5%	9.0%	11.7%	12.5%
ROIC	11.6%	8.8%	11.6%	12.3%
偿债能力				
资产负债率	35.6%	35.1%	31.0%	29.1%
净负债比率	15.18%	25.05%	19.58%	17.07%
流动比率	2.39	1.65	1.95	2.28
速动比率	0.88	0.63	0.75	1.01
营运能力				
总资产周转率	0.68	0.68	0.76	0.83
应收帐款周转率	49.57	55.28	65.37	73.22
应付帐款周转率	5.43	5.94	7.10	7.88
每股指标(元)				
每股收益	0.36	0.30	0.43	0.50
每股经营现金	0.42	0.82	0.51	0.68
每股净资产	2.94	3.13	3.47	3.88
估值比率				
P/E	37.44	44.69	31.70	26.80
P/B	4.59	4.31	3.88	3.47
EV/EBITDA	0.49	26.03	19.09	15.99

资料来源：公司报表、华创证券

分析师简介

王莺，CFA，英国布里斯托大学经济金融专业硕士。2005年2月加入元大京华证券（香港）上海代表处，2007年10月加入华泰柏瑞基金，先后负责金融、食品饮料和农业行业研究；2010年12月加入民生证券，2012年水晶球最佳分析师“农林牧渔行业”第五名；2015年6月加盟华创证券，农业、食品饮料行业首席分析师。

曹岩，对外经济贸易大学金融学硕士，曾供职于中粮集团财务部，2014年加入华创证券，农业、食品饮料行业助理分析师。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构 销售部	王韦华	销售副总监	010-66500827	wangweihua@hcyjs.com
	翁波	销售经理	010-66500810	wengbo@hcyjs.com
	王勇	销售经理	010-66500817	wangyong@hcyjs.com
	温雪姣	销售经理	010-66500852	wenxuejiao@hcyjs.com
	张弋	销售助理	010-66500809	zhangyi@hcyjs.com
	陈锐	销售助理	010-66500867	chenrui@hcyjs.com
广深机构 销售部	张娟	销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	郭佳	销售经理	0755-82871425	guojia@hcyjs.com
	张昱洁	销售助理	0755-83479862	zhangyujie@hcyjs.com
	汪丽燕	销售助理	0755-83715429	wangliyan@hcyjs.com
	林芷豌	销售助理	0775-82027731	linzhiwan@hcyjs.com
上海机构 销售部	简佳	高级销售经理	021-31118832	jianjia@hcyjs.com
	李茵茵	高级销售经理	021-31180590	liyinyin@hcyjs.com
	石露	高级销售经理	021-31218856	shilu@hcyjs.com
	杜婵媛	高级销售经理	021-31218856	duchanyuan@hcyjs.com
	沈晓瑜	销售经理	021-31217102	shenxiaoyu@hcyjs.com
	张佳妮	销售助理	021-31217101	zhangjiani@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
 - 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。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。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址:北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编:100033
传真:010-66500801

深圳分部

地址:深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融大厦 6 楼 A 单元
邮编:518038
传真:0755-82027731

上海分部

地址:上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编:200122
传真:021-50583558