

研究所

证券分析师：余春生 S0350513090001  
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn

调味品业务增长速度较快，房地产业务弹性有望增强

## ——中炬高新（600872）调研报告

## 投资要点：

**1、调味品行业空间巨大，未来有望维持较快增长** 2015年，公司调味品业务增长较快，全年实现营收26.07亿元，同比增长12.37%。受美味鲜提价影响，2015年公司调味品毛利率为35.59%，同比增长了0.67 pct。我们认为，未来公司调味品业务有望继续维持较快增长，为公司业绩提供保障。主要原因有以下几点：（1）酱油行业增速较快，市场空间巨大。2004-2014年，调味品、发酵制品营业额翻了5.9倍，CAGR为19.42%，其中酱油又是调味品子品类中增长最快的品类之一。我国酱油行业市场集中度依然偏低，行业龙头海天的市场份额仅约15%，行业CR5约30%，而在日本，酱油龙头龟甲万一家的市场占有率就高达30%。未来，公司调味品业务有望在行业增长以及市场集中度提高双重背景下维持较快发展。（2）公司与海天相比差距较大，未来有望加速追赶。公司酱油品牌“美味鲜”在行业内排名第二。但与行业龙头海天比较，无论是规模还是盈利能力都相差很大。公司本次民营化改革，未来发展速度和运营效率都有望获得提升，期间费用率有望逐渐降低。同时本次定增募集资金不超过45亿元，主要用于产能扩建、市场推广和渠道建设，均是围绕主业发展进行投资。从市场结构来看，目前中炬高新的市场主要集中在南部和东部区域，在中西部和北部地区占比不高，随着募投项目投建，中炬高新未来全国化扩张有望提速。

**2、“深中通道”建设刺激中山房价，公司地产业绩弹性有望增强** 以深中通道、中开高速、深茂铁路等重大基础设施的建设为契机，中山房地产市场从2015年下半年呈现繁荣景象。“深中通道”建成后中山到深圳的车程将由1个多小时缩短至30分钟，受“深中通道”政策刺激，自2015年下半年以来，中山市房价和成交量都有上涨趋势，同时深圳房价大幅上涨也有望进一步提升中山房价优势。公司目前拥有未开发用地1720亩，主要集中在城轨中山站片区，未来估值有望获得提升。公司存量房销售方面也有望加速，目前公司存量房面积约有3.5万平方米，预计2016年5、6月份开盘。根据房天下数据，楼盘价格约在13000元/平方米，如若2016年能销售1/3，则预计当年能带来收入1.52亿元，按行业平均约15%的净利率计算，则约能增厚公司净利润2275万元。

**3、公司变更民营机制，经营效率有望步入新的台阶** 2015年9月，公司公告《非公开发行股票预案》，拟向富骏投资、崇光投资、润田投资、远津投资发行不超过300,802,139股，发行底价为14.96元/股，募集资金总额不超过45亿元，锁定期为36个月。发行对象系前海人寿关联方，若本次增发成功施行，则前海人寿及其关联方合计持股比例为42.01%，公司实际控制人变为姚振华，公司机制也从国有企业转变为民营企业。我们认为，随着公司机制变更为民营企业，公司对员工的激励层面有望更为市场化，公司的业绩动力也有望更为强烈，经营效率有望提升。目前前海人寿已派驻新的董事和常务副总入驻，待增发证监会通过后，有望加快机制变革的推进。

**4、盈利预测与投资建议** 我们预测2016/17/18年EPS（不考虑增发因素）分别为0.39/0.47/0.61元，对应2016/17/18年PE为32.65/27.11/21.05倍，维持公司“增持”评级。

**5、风险提示** 增发项目实施不确定，市场拓展不达预期

表 1、中炬高新盈利预测简表

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入 (百万元)	2759	3344	3866	4585
增长率 (%)	4%	21%	16%	19%
净利润 (百万元)	247.3	312	375	483
增长率 (%)	-14%	26%	20%	29%
摊薄每股收益 (元)	0.31	0.39	0.47	0.61
ROE (%)	8.84%	10.46%	11.73%	13.89%

资料来源: WIND、国海证券研究所

## 目 录

1、调味品行业空间巨大，未来有望维持较快增长.....	1
2、“深中通道”建设刺激中山房价，公司地产业绩弹性有望增强.....	5
3、公司变更民营机制，经营效率有望步入新的台阶.....	6
4、维持公司“增持”评级。.....	6
5、风险提示.....	7

## 1、调味品行业空间巨大，未来有望维持较快增长

广东美味鲜调味食品有限公司是中炬高新全资子公司，专业生产调味品，是我国调味品行业的主要品牌企业之一。公司注册资本 2 亿元，年生产能力可达 50 万吨系列调味品。生产经营的产品涵盖九大类别：酱油、鸡粉（精）、食用油、蚝油、调味酱、腐乳、食醋、味精、调味汁，共 100 多个品种，300 多个规格，生产规模及市场占有率位居全国第二。

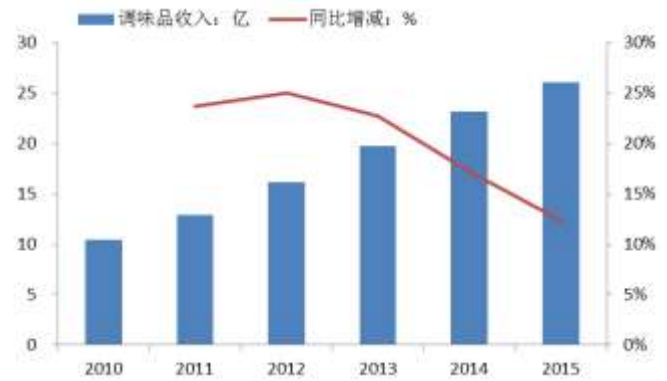
2015 年，公司调味品业务实现营收 26.07 亿元，同比增长 12.37%，营收占比也由 2014 年的 87.81% 提升至 94.50%。其中下半年实现收入 13.76 亿元，同比增长 14.49%，高于上半年。原因在于公司在主销区的渠道调整逐渐显现成效，促进了公司调味品销售额增长。受美味鲜提价影响，2015 年公司调味品毛利率为 35.59%，同比增长了 0.67 pct。

图 1、近几年中炬高新营收中各业务占比



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 2、中炬高新调味品业务收入增长



资料来源：公司官网、国海证券研究所

图 3、中炬高新调味品产品简介



资料来源：公司官网、国海证券研究所

我们认为，未来公司调味品业务有望继续维持较快增长，为公司业绩提供保障。主要原因有以下几点：

**(1) 酱油行业有望继续维持二位数高增长，市场增长空间巨大**

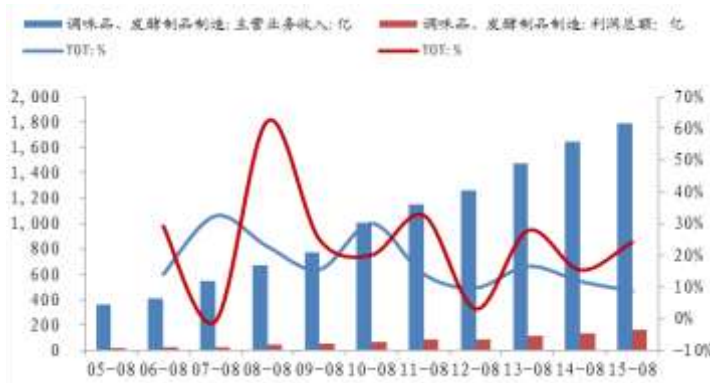
2004-2014 年，调味品、发酵制品行业营业额翻了 5.9 倍，CAGR 为 19.42%，即使在 2015 年食品饮料子行业增速普遍下滑到个位数的情况下，调味品依旧保持 2 位数的增速。其中酱油在调味品子品类中，增长速度也是最快的品类之一。

从人均酱油消费水平和平均价格来看，目前我国酱油人均消费水平约为 3L/年，仅为港澳台地区的 1/2 和日本的 1/3，主要酱油品牌的平均吨价更是和日本相差甚远。说明我国酱油行业还远未触及行业天花板，未来增长空间巨大。

从市场集中度来看，目前我国酱油行业市场集中度依然偏低。我国现有大约 2000 多家酱油企业，大部分都是区域性小品牌。酱油龙头海天的市场份额仅约 15%，行业 CR5 约 30%，而在日本，酱油龙头龟甲万一家的市场占有率就高达 30%。

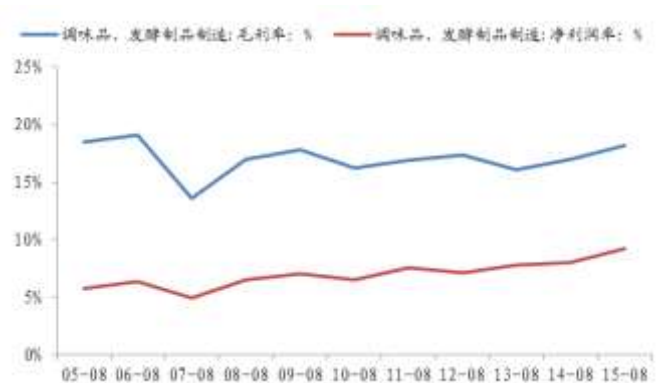
随着居民消费水平提升和消费观念的转变，调味品行业有望在行业销量增长以及市场集中度提高双重引擎下维持较快增长，公司作为行业领先企业有望优先受益。

图 4、酱油、食醋行业营业收入增长



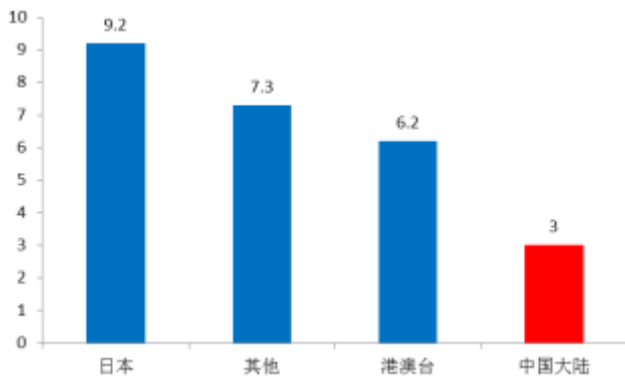
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 5、调味品行业盈利能力变化情况



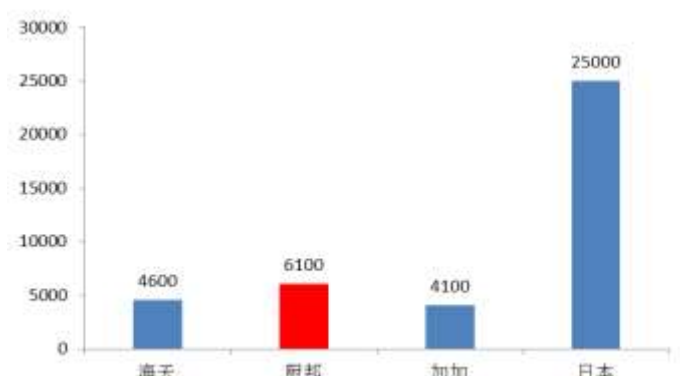
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 6、各地人均酱油消费量：L/人/年



资料来源：国海证券研究所

图 7、国内酱油品牌和日本酱油价格比较

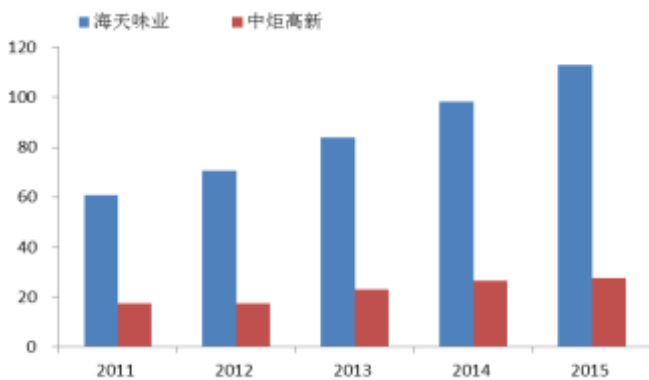


资料来源：WIND、国海证券研究所

(2) 公司与海天相比差距较大，未来有望加速追赶

公司酱油品牌在行业内排名第二，但与行业龙头海天比较，无论是业绩规模还是盈利能力都相差很大。2015年，海天味业营业收入为112.94亿元，中炬高新为27.59亿元；海天味业净利率为22.22%，中炬高新为9.93%。我们预计，未来中炬高新有望逐渐发力，与海天的差距有望逐渐缩小。

图 8、海天味业和中炬高新营业收入对比



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 9、海天味业和中炬净利率对比

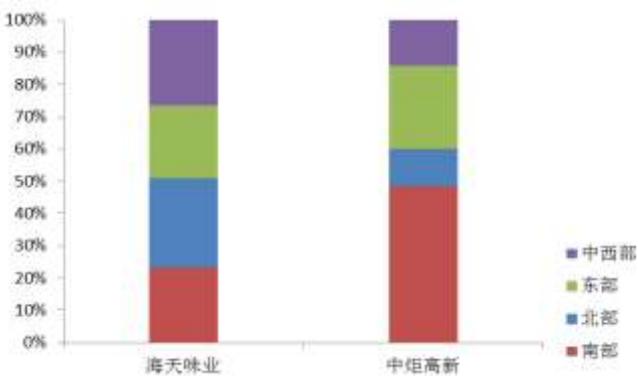


资料来源：WIND、国海证券研究所

从市场结构来看，海天已经基本完成全国化布局，各区域收入在总营收中的占比较为均匀。而目前中炬高新的市场主要集中在南部和东部区域，在中西部和北部地区占比不高。近几年，公司中西部地区的增速一直较快，随着募投项目投建，中炬高新未来全国化扩张有望提速。

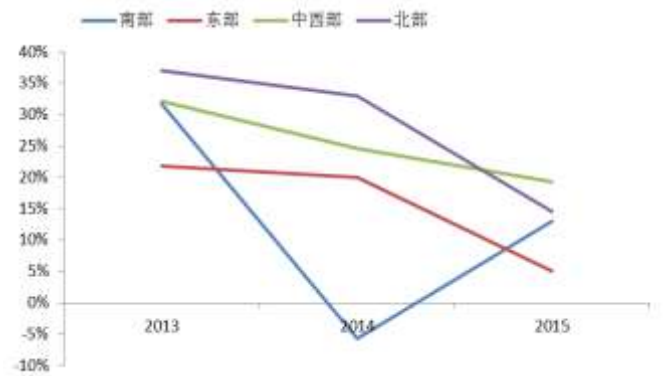
公司本次定增募集资金不超过45亿元，主要用于产能扩建、市场推广和渠道建设，均是围绕主业发展进行投资，产能瓶颈消除后公司销量增长供给端的束缚消除，未来单位生产成本有望随着规模效应逐渐降低。同时公司增发若成功施行，公司机制将由国有企业转变为民营企业，未来业绩动力和运营效率都有望大幅提高，期间费用率有望逐渐降低。

图 10、海天味业和中炬高新 2015 年区域营收结构对比



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 11、近几年中炬高新各地区收入增长情况



资料来源：WIND、国海证券研究所



表 2、中炬高新近几年调味品生产、销售情况

		2014 年	2015 年	同比增长
酱油	生产量 (万吨)	28.53	30.82	8.02%
	销售量 (万吨)	28.56	30.59	7.10%
	库存量 (万吨)	0.60	0.64	7.61%
鸡精鸡粉	生产量 (万吨)	1.84	2.03	10.08%
	销售量 (万吨)	1.78	1.96	9.69%
	库存量 (万吨)	0.07	0.09	23.35%

资料来源: WIND、国海证券研究所

表 3、中炬高新定增募投项目

序号	项目名称	预计总投资额 (百万元)	募集资金拟投入额 (百万元)	项目概况
1	阳西基地后续建设项目	1219.25	1219.25	项目实施后, 公司将新增 18.37 万吨酱油、0.52 万吨罐头、5.59 万吨蚝油、1 万吨醋汁、1.83 万吨食用油、1,71 万吨调味酱的产能。
	调味品业务渠道建设及品牌推广项目	1076.49	995.86	一方面, 公司拟在四年内新增 150 个办事处; 另一方面, 公司拟在四年内通过传统媒体和新媒体的广告投放, 进一步提高公司的品牌知名度和美誉度。
	研发中心扩建项目	221.74	221.74	本项目拟建立酿造中试车间、煮制中试车间、罐头项目、发酵制品项目、酶解项目、质量安全检测共 6 个实验室。
	南派酱油生产智能化及自动化改造项目	107.9	107.9	本项目通过包装生产线技术改造自动化, 不仅能够实现自动调节各部件运转, 降低人力成本的投入, 还将提高出货的良品率, 提高产品出货速度, 提高公司的竞争力。
	电商推广及自主线上平台建设项目	628.32	628.32	本项目主要分为借助第三方电商平台、自主搭建食品类垂直电商平台及线下体验店。
2	食用油扩建项目	359.44	359.44	本项目将引进国内外先进的生产线配备吹瓶机、旋转称重灌装机、自动下箱机、自动码垛机等设备, 生产 900mL、1.8L、5L 三种包装规格的花生油、玉米油与调和油等食用油产品。
3	信息化系统升级项目	87.34	87.34	本项目拟建设企业信息化管理系统, 系统包含仓储物流物联网与大数据, 可实现对公司财务、成本、采购、生产、库存、销售、质量等管理升级再造。
4	科技产业孵化园建设项目	2000	880.16	项目通过为新成立的科技型中小企业提供物理空间和基础设施, 以及提供一系列的包括技术、财务、HR、市场等资源支持, 并择优为初创企业提供部分启动资金, 可以降低创业者的创业风险和创业成本、提高企业成功率、促进科技成果转化。
合计	—	5700.48	4500	

资料来源: WIND、国海证券研究所

## 2、“深中通道”建设刺激中山房价，公司地产业绩弹性有望增强

我国城市间房地产市场的分化明显，一线及部分二线重点城市住房需求旺盛，房价上涨较快，而三、四线城市市场需求仍表现乏力，在较高的库存压力下，房价多呈下跌态势。然而，以深中通道、中开高速、深茂铁路等重大基础设施的建设为契机，中山房地产市场从 2015 年下半年呈现繁荣景象。“深中通道”于 2015 年底开工，旨在连接深圳和中山，建成后中山到深圳的车程将由 1 个多小时缩短至 30 分钟。过去中山市房价在珠江三角洲区域一直是价值洼地，受“深中通道”政策刺激，自 2015 年下半年以来，中山市房价和成交量都有上涨趋势，同时深圳房价大幅上涨也有望进一步提升中山房价优势。

公司目前拥有未开发用地 1720 亩，主要集中在城轨中山站片区，未来估值有望获得提升。公司存量房销售方面也有望加速，目前公司存量房面积约有 3.5 万平方米，预计 2016 年 5、6 月份开盘。根据房天下数据，楼盘价格约在 13000 元/平方米，如若 2016 年能销售 1/3，则预计当年能带来收入 1.52 亿元，按行业平均约 15%的净利率计算，则约能增厚公司净利润 2275 万元。

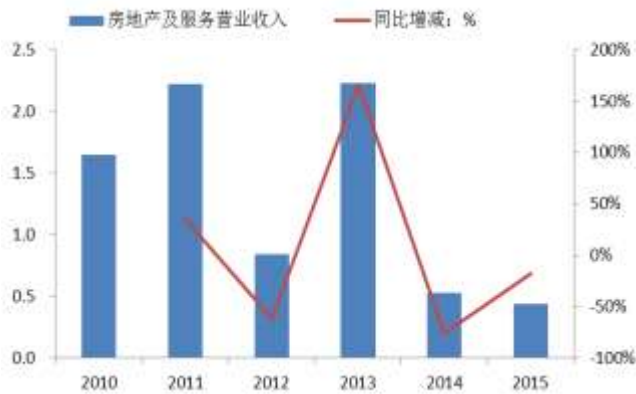
表 4、公司房地产业务盈利预测

	2016E	2017E	2018E	
商品房 销售	销售量（万平方米）	1.17	1.17	1.17
	均价（元/平方米）	13000	13000	13000
	销售额（万元）	15166.67	15166.67	15166.67
	净利率（%）	15%	15%	15%
	净利润（万元）	2275	2275	2275
物业管 理	销售额（万元）	4164.05	4164.05	4164.05
	净利率（%）	3%	3%	3%
	净利润（万元）	124.92	124.92	124.92
合计销售额（万元）	19330.72	19330.72	19330.72	
合计净利润（%）	2399.92	2399.92	2399.92	

资料来源：国海证券研究所



图 12、公司房地产及服务业务收入变化情况



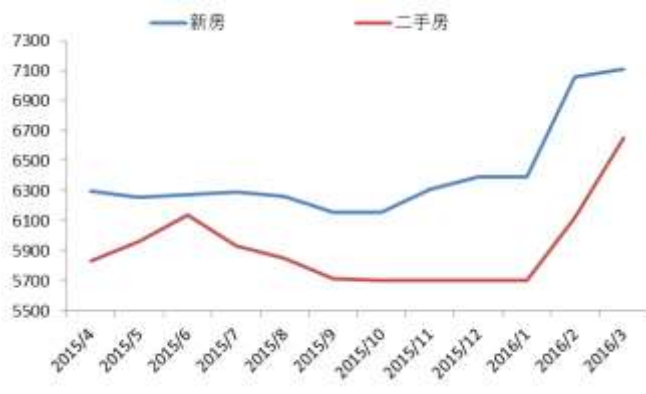
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 13、“深中通道”示意图



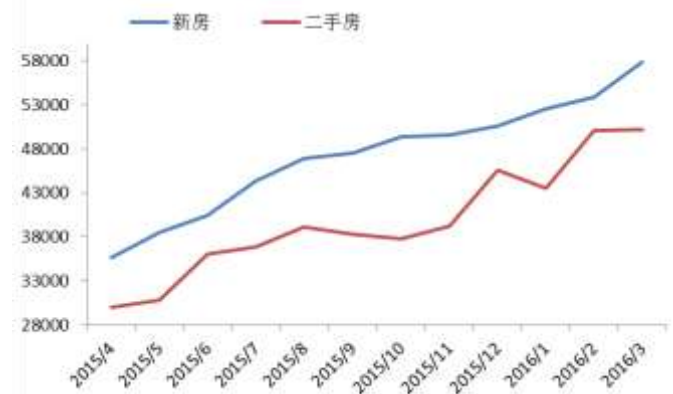
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 14、中山市房价增长情况



资料来源：网页数据、国海证券研究所

图 15、深圳市房价增长情况



资料来源：网页数据、国海证券研究所

### 3、公司变更民营机制，经营效率有望步入新的台阶

公司原第一大股东为中山火炬集团公司，持股 10.72%，为国有控股。2015 年 9 月，公司公告《非公开发行股票预案》，拟向富骏投资、崇光投资、润田投资、远津投资发行不超过 300,802,139 股，发行底价为 14.96 元/股，募集资金总额不超过 45 亿元，锁定期为 36 个月。发行对象系前海人寿关联方，若本次增发成功施行，则前海人寿及其关联方合计持股比例为 42.01%，公司实际控制人变为姚振华，公司机制也从国有企业转变为民营企业。我们认为，随着公司机制变更为民营企业，公司对员工的激励层面有望更为市场化，公司的业绩动力也有望更为强烈，经营效率有望提升。

目前前海人寿已派驻新的董事和常务副总入驻，待增发证监会通过后，有望加快机制变革的推进。

### 4、维持公司“增持”评级。

我们预测 2016/17/18 年 EPS（不考虑增发因素）分别为 0.39/0.47/0.61 元，对

应 2016/17/18 年 PE 为 32.65/27.11/21.05 倍，维持公司“增持”评级。

## 5、风险提示

增发项目实施不确定，市场拓展不达预期

表 5、中炬高新各分项收入和利润预测

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	
调味品	收入（百万）	1978.61	2319.86	2606.95	2992.78	3507.54	4240.61
	同比增长（%）	22.77%	17.25%	12.37%	14.80%	17.20%	20.90%
	净利率（%）	-	-	-	10.20%	10.70%	11.70%
	净利润（百万）	-	-	-	305.26	375.31	496.15
房地产及服务	收入（百万）	223.19	53.17	43.80	193.31	193.31	193.31
	同比增长（%）	165.31%	-76.18%	-17.62%	341.35%	0.00%	0.00%
	净利率（%）	-	-	-	12.42%	12.42%	12.42%
	净利润（百万）	-	-	-	24.00	24.00	24.00
其他业务	收入（百万）	116.39	268.87	107.84	157.86	165.06	151.45
	同比增长（%）	98.62%	131.01%	-59.89%	46.38%	4.56%	-8.24%
	净利率（%）	-	-	-	10.19%	10.19%	10.19%
	净利润（百万）	-	-	-	16.09	16.82	15.43
合计	收入（百万）	2318.19	2641.90	2758.59	3343.95	3865.90	4585.38
	同比增长（%）	32.14%	13.96%	4.42%	21.22%	15.61%	18.61%
	净利润（百万）	220.35	292.63	274.06	345.35	416.13	535.59
	同比增长（%）	32.80%	-6.34%	27.01%	26.01%	20.49%	28.71%

资料来源：WIND、国海证券研究所

表 6、中炬高新盈利预测简表（不考虑增发因素）

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	2759	3344	3866	4585
增长率（%）	4%	21%	16%	19%
净利润（百万元）	247.3	312	375	483
增长率（%）	-14%	26%	20%	29%
摊薄每股收益（元）	0.31	0.39	0.47	0.61
ROE（%）	8.84%	10.46%	11.73%	13.89%

资料来源：WIND、国海证券研究所

表 7、中炬高新盈利预测（不考虑增发因素）

证券代码:	600872.SH				股票价格:	12.77	投资评级:	增持		日期:	2016/5/12	
<b>财务指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>			
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>							
ROE	8.84%	10.46%	11.73%	13.89%	EPS	0.31	0.39	0.47	0.61			
毛利率	35%	35%	36%	36%	BVPS	3.16	3.34	3.56	3.85			
期间费率	25%	23%	22%	22%	<b>估值</b>							
销售净利率	9%	9%	10%	11%	P/E	41.14	32.65	27.11	21.05			
<b>成长能力</b>					P/B	4.05	3.82	3.58	3.31			
收入增长率	4%	21%	16%	19%	P/S	3.69	3.04	2.63	2.22			
利润增长率	-14%	26%	20%	29%								
<b>营运能力</b>					<b>利润表（百万元）</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>			
总资产周转率	0.61	0.71	0.77	0.85	营业收入	2759	3344	3866	4585			
应收账款周转率	35.27	35.27	35.27	35.27	营业成本	1791	2170	2494	2916			
存货周转率	1.38	1.59	1.59	1.59	营业税金及附加	29	36	41	49			
<b>偿债能力</b>					销售费用	270	329	380	449			
资产负债率	38%	37%	36%	36%	管理费用	331	403	473	582			
流动比	3.22	3.27	3.37	3.46	财务费用	61	(9)	(29)	(60)			
速动比	1.40	1.46	1.46	1.44	其他费用/(-收入)	26	0	0	0			
<b>资产负债表（百万元）</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	营业利润	301	415	507	648			
现金及现金等价物	355	312	281	224	营业外净收支	38	12	8	15			
应收款项	78	95	110	130	利润总额	339	427	515	663			
存货净额	1322	1390	1597	1869	所得税费用	65	82	99	127			
其他流动资产	587	712	823	976	净利润	274	345	416	536			
<b>流动资产合计</b>	<b>2342</b>	<b>2509</b>	<b>2811</b>	<b>3198</b>	少数股东损益	27	34	41	52			
固定资产	1276	1248	1253	1248	归属于母公司净利润	247	312	375	483			
在建工程	228	308	298	298	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>			
无形资产及其他	107	107	97	86	经营活动现金流	394	270	191	188			
长期股权投资	53	53	53	53	净利润	274	345	416	536			
<b>资产总计</b>	<b>4523</b>	<b>4743</b>	<b>5029</b>	<b>5401</b>	少数股东权益	27	34	41	52			
短期借款	20	20	20	20	折旧摊销	115	138	136	135			
应付款项	315	332	382	447	公允价值变动	(0)	0	0	0			
预收帐款	96	117	135	160	营运资金变动	(22)	(248)	(401)	(535)			
其他流动负债	297	297	297	297	<b>投资活动现金流</b>	<b>(485)</b>	<b>(52)</b>	<b>5</b>	<b>5</b>			
<b>流动负债合计</b>	<b>728</b>	<b>766</b>	<b>834</b>	<b>924</b>	资本支出	(137)	(52)	5	5			
长期借款及应付债券	981	981	981	981	长期投资	(1)	0	0	0			
其他长期负债	15	15	15	15	其他	(347)	0	0	0			
<b>长期负债合计</b>	<b>996</b>	<b>996</b>	<b>996</b>	<b>996</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>48</b>	<b>(164)</b>	<b>(197)</b>	<b>(254)</b>			
<b>负债合计</b>	<b>1725</b>	<b>1763</b>	<b>1830</b>	<b>1920</b>	债务融资	297	0	0	0			
股本	797	797	797	797	权益融资	0	0	0	0			
股东权益	2799	2980	3199	3480	其它	(249)	(164)	(197)	(254)			
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4523</b>	<b>4743</b>	<b>5029</b>	<b>5401</b>	现金净增加额	(43)	53	(1)	(60)			

资料来源：国海证券研究所

## 【分析师承诺】

余春生，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

## 【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。