

刘冉

执业证书编号: S0730516010001

021-50588666-8036

liuran@ccnew.com

受益大众餐饮和消费升级,

公司酱油收入大幅增长

——中炬高新(600872)2016年半年报点评

证券研究报告-公司点评

增持(维持)

发布日期: 2016年8月17日

### 报告关键要素:

中炬高新(600872)上半年酱油收入大幅增长13.44%,毛利率提升1.94个百分点至37.53%,净利率向上突破至10.73%。公司市场扩张情况:中部、西部、北部市场是公司收入增长较快的区域,其次是华东市场;华南市场是公司的根据地,产品渗透充分,华南市场目前增长稳健。公司产能不断扩张,随着规模效益显现和费用率降低,未来公司在产量和盈利两个方面都将有提升。上半年,公司商品房出货顺利:预售商品房49套,合计金额约1.46亿元。

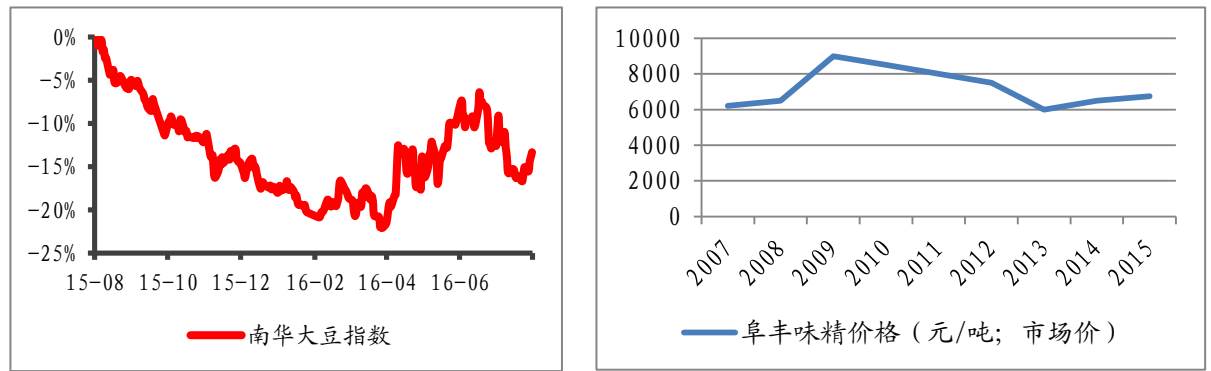
### 事件:

- 公司发布2016年半年度报告:公司上半年实现营业收入14.90亿元,同比增长12.86%;公司上半年实现归母净利润1.43亿元,同比增长38.55%,EPS为0.18元,ROE5.52%。

### 点评:

- 上半年,以“美味鲜”和“厨邦”为主打单品的调味品实现大幅增长。以酱油“美味鲜”和“厨邦”为主打的调味品是公司的主营业务,上半年总收占比达到96%。上半年,调味品实现收入14.30亿元,同比增长13.44%;实现净利润1.87亿元,同比增长38.01%;实现毛利率37.53%,较上年年末提升1.94个百分点;同期,调味品的期间费用率下降1个百分点。调味品的毛利率上升和费用率下降拉动公司上半年盈利水平明显提升:公司上半年综合毛利率达到36.85%,净利率向上突破至10.73%。
- 调味品毛利率的提升源于大豆和味精等主要原材料价格的下降。酱油的主要原材料大豆和味精,公司的供应链稳定,采购价格处于低位,公司在囤货的同时能够锁定较低价格,使得上半年酱油毛利率提升。此外,由于生产效率提高,公司当期的调味品制造费用率下降。主要原材料价格下降和生产效率提升共同促成上半年公司毛利率的提升。

图1: 大豆和味精价格处于相对低位



资料来源: 中原证券 WIND 阜丰集团年报

- 上半年, 公司的期间费用率仍高企, 远高于竞品公司。上半年, 公司的期间费用率达到23.90%, 较上年年末略降, 但是仍然处于较高水平。相比海天味业, 公司的当期费用率高出近8个百分点, 高费用主要体现在管理费用上。以行业龙头海天味业为参照, 公司的管理费用率11.25%, 较海天味业高出6.74个百分点; 公司的职工人数与海天味业相差无几, 但是销售规模仅有后者的1/3; 公司的当期净利率达到10.73%, 海天味业的净利率当期达到23.64%, 相差超过10个百分点。

我们认为, 公司的管理费用率高企主要由公司的体制惯性造成, 同时生产流程的自动化程度亟待提高, 从而解决人均产出的问题, 并降低管理费用率。与同业相比, 公司管理费用率下降空间可观, 费用率的下降将会增厚公司业绩。

图2: 公司期间费用率高企

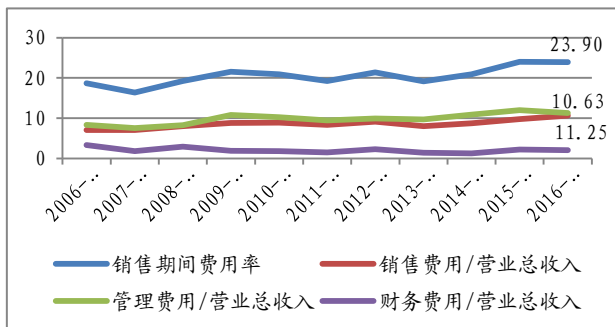
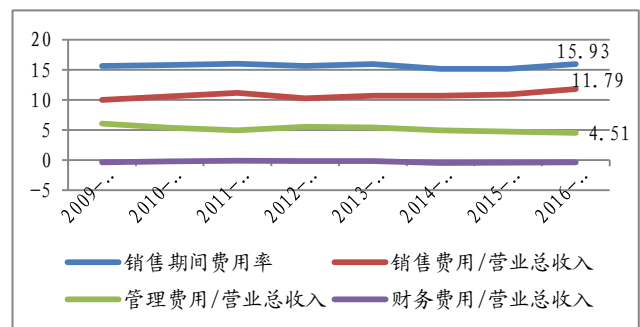
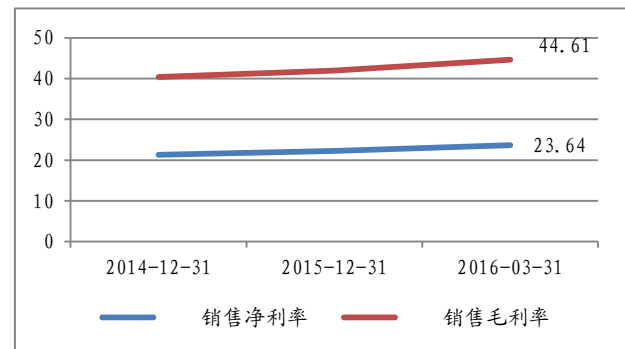


图3: 竞品公司海天味业的费用率



资料来源: 中原证券 WIND

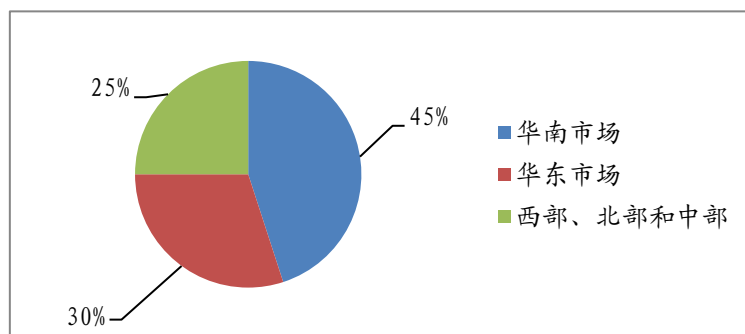
图4：海天味业的净利率超过20%



资料来源：中原证券 WIND

- **公司市场扩张情况：**中部、西部、北部市场是公司收入增长较快的区域，其次是华东市场；华南市场是公司的根据地，产品渗透充分，华南市场目前增长稳健。上半年，公司在华南的收入增幅大概在10%上下，东部在10%至15%区间，西部、北部和中部市场增速超过20%。就收入比重来看，华东和华南市场仍然是公司的传统市场，其收入占比达到70%至75%。

图4：公司的传统市场是华南和华东



资料来源：中原证券调研整理

- **公司产能不断扩张，随着规模效益显现和费用率降低，未来公司在产量和盈利两个方面都将有提升。**公司老的生产基地在广东中山，中山基地逐渐不能满足市场发展的要求。2013年，公司在广东阳西开发了1000亩地块，开始建设阳西基地。阳西基地的建设分为三期：第一期用于扩大酱油产能，于2014年已经完成；第二期用于拓展食用油、料酒、米醋等新品类，产能建设正在进行当中；未来的第三期，预计将会视市场的情况，全方位扩大产能。

以阳西基地为契机，公司的产能、产量和品类在未来五年均会有较大的提高：我们预估，对标阳西50万吨的调味品产能，到2020年公司的调味品产量规模基本可达到50亿元。

公司在阳西生产基地建造了料酒、米醋、食用油和鸡精生产线，通过扩大品类来扩大收入规模，同时充分利用现有销售渠道，丰富品牌形象。上半年，公司食用油收入过亿元，同比增长超过80%；米醋收入约3000万元，同比增长40%上下；料酒今年第一年生产，收入近1000万元；鸡精个数增长。

- **上半年，公司商品房出货顺利。**上半年，公司预售商品房49套，合计金额约1.46亿元，其中6100万元上半年已经确认收入，剩余金额因尚未签合同，可能会延展至下半年确认收入。公司的房地产业务盈利水平尚可，今年上半年的净利率达到12%至15%区间，与万科的净利率水平相当。2016年上半年，由于宽松的货币政策，房地产回暖。我们预计，公司2017年的房产销售势头能够延续。
- **公司在深中城轨中山站附近拥有1600亩地块，地理位置较好。由于政策原因，目前公司加快了该地块的开发，未来建成集商住、教育、娱乐和购物为一体的超大型小区“汇景东方”。**未来三年以内，公司拟开发“汇景东方”53万平方米；未来十年内，拟开发200万平方米，将整体加快开发节奏。中山市的房地产市场自2015年下半年开始启动，呈现出量价齐升的局面，有利于公司的房产销售。
- **公司非公开发行股票方案已获董事会审议通过，尚需广东省国资委和证监会批复。**方案最终获得相关批复的时间难以明确，最理想的情况是今年年底。股票非公开发行的对象是钜盛华投资旗下的全资孙公司，与目前的大股东前海人寿为一致行动人，非公发行后二者持股34.02%。非公发行每股作价15.07元（2015年利润分配之后实际作价为14.96元），拟募集资金不超过45亿元，并全部为现金。募集资金的最重要用途是公司阳西生产基地的建设、调味品品类和产能的扩大、以及对生产线自动化和智能化的提升。如果方案今年能够顺利过会，公司未来三至五年的发展将会较为明确。
- **2015年4月，前海人寿通过二级市场增持公司股份达到24.93%，成为公司最大股东。**近一年来，前海人寿对公司仅给予资源支持和战略指导，并没有参与到公司的日常经营中，公司仍保有较大的独立运营空间。公司从国企过渡为民企，未来体制更为灵活、企业家精神有望得以激发。此外，公司可能以此为契机，展开业内并购，通过跨区域并购完成自我发展。

- **酱油行业发展趋势：**

1、国内调味品行业产能分散、小企业众多、行业集中度低，有望逐步走向集中，调味品产能将集中于几家深耕渠道、全国布局、品类丰富的龙头企业。此次前海人寿通过在二级和一级市场购买股权来控制公司，长期看，通过产业资本的收购活动，促进了行业的健康发展，有利于行业集中度的提升。

2、调味品升级是消费趋势，即使在经济环境较差的年份，这种升级也并没有停滞。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。此外，酱油中的氨基酸含量决定了产品的档次，氨基酸含量越高，酱油档次越高。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。

3、第三代复合型调味品如拌饭酱、火锅底料、各种菜肴调料等，将是新的消费趋势，提供给行业未来较大的增长空间。如果说酱油和醋两大品类都形成了各自的龙头企业，但是，在复合调味品领域尚未出现领军企业，上市公司都有很大的机会。

4、调味品行业受电商和进口产品的冲击相对小，除了调味品有着即时性的特点，如果考虑到物流和二次包装成本的话，网购成本将会大大增加，超出其本身的使用价值。进口调味品不符合国人口味，无法成为主流。相对封闭性为调味品行业的发展提供了较好的外部环境。

5、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。大型调味品企业正在充分利用既有渠道：将更多品类放置于渠道、寻找大单品，以此获得新的增长点。

6、调味品的需求端主要是两方面，一方面是家庭，家庭用量比较稳定，增长点主要在产品升级；另一方面是餐饮，餐饮用料偏大宗和低端，因而增长取决于经济和餐饮业境况。我们考察到，目前大众餐饮势头较好，有利于调味品行业发展，可缓冲高端餐饮消费下滑带来的冲击。

图5：2015年1-10月酱油产量增长接近6%

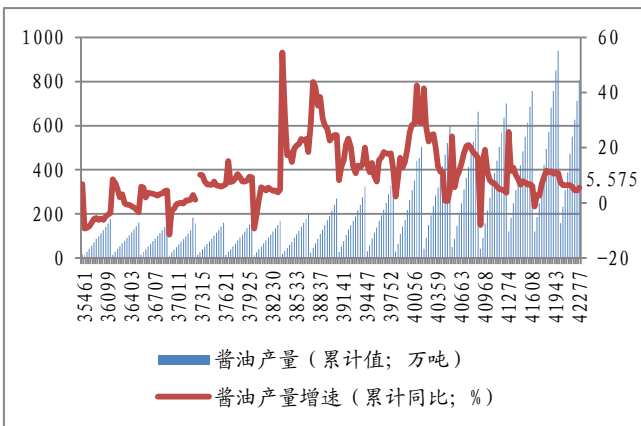
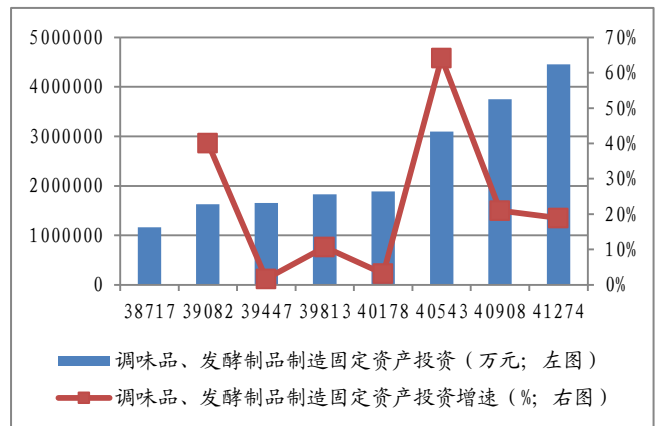


图6：2010-2012年调味发酵品固定资产投资高速增长



资料来源：中原证券 WIND

图7：中国人均调味品支出大幅增长

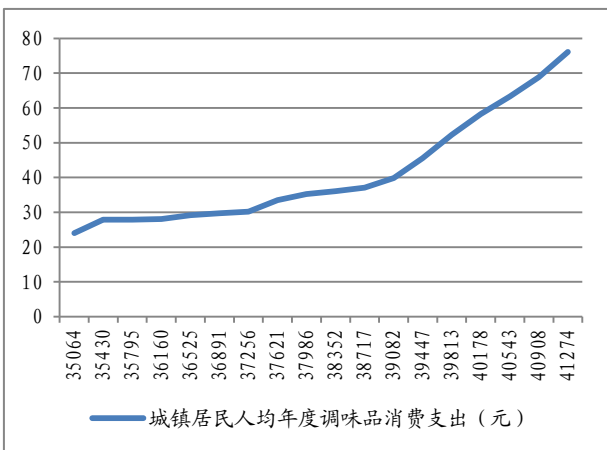
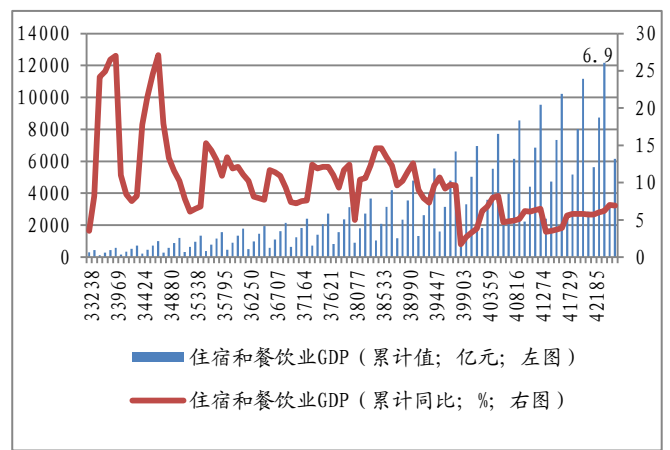


图8：2014年以来国内餐饮增速保持在5%以上



资料来源：中原证券 WIND

- **维持“增持”评级。**公司经营稳健、增长潜力大，增长点包括调味品的行业并购和品类扩张，房地产业务的加速开发，企业改制后费用的降低，等等，但是公司股价目前估值也较高，已经反映了部分增长预期，我们维持“增持”投资评级。预计公司2016、2017、2018年的EPS分别为0.35元、0.47元、0.59元，按8月16日收盘价15.17元计算，对应市盈率分别为43.97倍、32.03倍、25.72倍。
- **风险提示：**餐饮消费下滑；生产安全和食品安全隐患；非公开发行股份方案未能过会。

**利润表 (单位: 百万元)**

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	2473.03	2731.76	3144.55	3636.43	4175.05
<b>营业成本</b>	1642.39	1774.18	1980.87	2263.89	2565.00
营业税金及附加	45	29	38	58	71
销售费用	231	270	336	407	480
管理费用	288	331	353	356	372
财务费用	33	61	69	55	63
资产减值损失	1	3	3	3	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	10	29	22	18	15
<b>营业利润</b>	323	301	386	511	640
营业外收支	21	38	10	10	10
<b>利润总额</b>	344	339	396	521	650
所得税	51	65	71	94	130
<b>净利润</b>	293	274	325	427	520
少数股东损益	6	27	50	50	50
<b>归属母公司净利润</b>	287	247	275	377	470
<b>摊薄前 EPS</b>	0.36	0.31	0.35	0.47	0.59
<b>摊薄后 EPS</b>	0.36	0.31	0.35	0.34	0.34
<b>摊薄前 PE</b>	42.14	48.94	43.97	32.03	25.72
<b>摊薄后 PE</b>	42.14	48.94	43.97	44.12	45.15

2016.8.16日收盘价

资料来源: 中原证券



销售收入表 (百万元; %)

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>调味品</b>					
销售收入	2331.03	2627.69	2969.55	3381.43	3870.05
增长率	17.79%	12.73%	13.01%	13.87%	14.45%
毛利率	34.02%	35.56%	37.50%	38.21%	38.98%
毛利	793.12	934.54	1113.58	1292.04	1508.54
营业成本	1537.9	1693.16	1855.97	2089.39	2361.50
增长率	12.76%	10.10%	9.62%	12.58%	13.02%
<b>房地产和物业出租</b>					
销售收入	70	43.8	120	200	250
增长率	-68.61%	-37.43%	173.97%	66.67%	25.00%
毛利率	25%	6.43%	28%	32%	34%
毛利	17.5	2.82	33.60	64.00	85.00
营业成本	52.5	40.98	86.40	136.00	165.00
增长率	-64.77%	-21.94%	110.83%	57.41%	21.32%
<b>汽配</b>					
销售收入	72	60.27	55	55	55
增长率	1.41%	-16.29%	-17.04%	0	0
毛利率	27.80%	33.57%	30%	30%	30%
毛利	20.02	20.23	16.5	16.5	16.5
营业成本	51.98	40.04	38.50	38.50	38.50
增长率	2.40%	-22.98%	-3.85%	0	0
<b>销售收入总计</b>	<b>2473.03</b>	<b>2731.76</b>	<b>3144.55</b>	<b>3636.43</b>	<b>4175.05</b>
<b>销售成本总计</b>	<b>1642.39</b>	<b>1774.18</b>	<b>1980.87</b>	<b>2263.89</b>	<b>2565.00</b>
<b>毛利总计</b>	<b>830.64</b>	<b>957.58</b>	<b>1163.68</b>	<b>1372.54</b>	<b>1610.04</b>
<b>综合毛利率</b>	<b>33.59%</b>	<b>35.05%</b>	<b>37.01%</b>	<b>37.74%</b>	<b>38.56%</b>
<b>各项业务销售收入占比</b>					
调味品	94.26%	96.19%	94.43%	92.99%	92.69%
房地产和物业出租	2.83%	1.60%	3.82%	5.50%	5.99%
汽配	2.91%	2.21%	1.75%	1.51%	1.32%
<b>各项业务毛利占比</b>					
调味品	95.48%	97.59%	95.69%	94.13%	93.70%
房地产和物业出租	2.11%	0.29%	2.89%	4.66%	5.28%
汽配	2.41%	2.11%	1.42%	1.20%	1.02%

资料来源: 中原证券

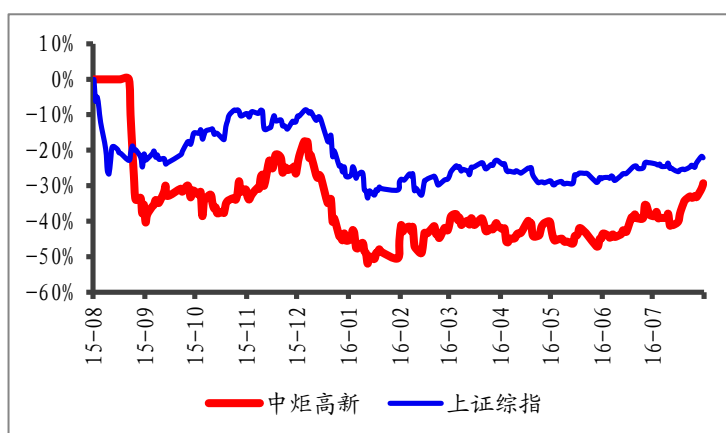
市场数据 (2016年8月16日)

收盘价(元)	15.17
一年内最高/最低(元)	15.44/11.26
沪深300指数	3378.25
市净率(倍)	4.69
流通市值(亿元)	121

基础数据 (2016年6月30日)

每股净资产(元)	3.23
每股经营现金流(元)	0.33
毛利率(%)	36.85%
净资产收益率(%)	5.54%
资产负债率(%)	38.76%
总股本/流通股(万股)	79664/79664
B股/日股(万股)	0

个股相对沪深300走势



资料来源: WIND



### 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。

### 免责声明

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、个人不得转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。