

2016年10月14日

公司研究

评级：增持（维持）

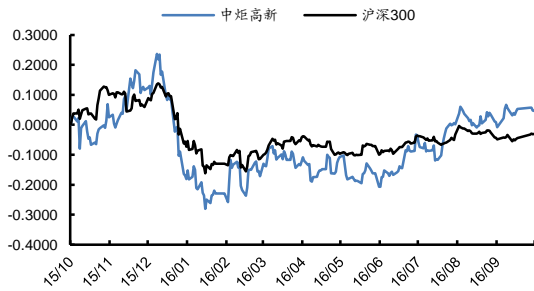
研究所

证券分析师：余春生 S0350513090001
021-68591576 1318853005@qq.com
联系人：管嘉琪 S0350116070031

期待机制变革后公司业绩再度实现高增长

——中炬高新（600872）调研简报

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
中炬高新	3.7	8.4	1.2
沪深300	2.0	0.8	-3.0

市场数据

2016/10/14

当前价格（元）	14.98
52周价格区间（元）	10.03 - 19.15
总市值（百万）	11933.63
流通市值（百万）	11933.63
总股本（万股）	79663.72
流通股（万股）	79663.72
日均成交额（百万）	239.07
近一月换手（%）	11.84

相关报告

《中炬高新（600872）2016年中报点评：原材料降价提升毛利率，房地产弹性大幅增强》——2016-08-11

《中炬高新（600872）跟踪报告：调味品业务增长速度较快，房地产业务弹性有望增强（增持）*食品饮料行业*余春生》——2016-05-11

《中炬高新（600872）2015年三季度报点评*三季度业绩略超预期，民营机制有望加快发展（增持）*食品饮料行业*余春生》——2015-10-28

《中炬高新（600872）非公开增发事件点评：公司机制从国有向民营转变，未来业绩动力有望增进（买入）*食品饮料*余春生》——2015-09-08

投资要点：

■ **受宏观经济低迷影响，调味品行业增长趋缓** 我国调味品行业过去很长一段时间都保持着较高的增长速度，从2001年到2011年，年复合增长率高达25%以上。近几年，由于受宏观经济低迷影响，以及政府限制三公消费政策影响，行业增速回落到10%~15%左右，2015年甚至回落到个位数。龙头公司海天和美味鲜的增长也为此有所减缓。

■ **相比较于海天，公司仍有很多可改善的竞争要素** 从吨价来看，厨邦（占公司酱油收入90%以上）远高于竞品，甚至高出海天20%以上。但公司盈利能力与海天相比，无论是毛利率还是净利率、净资产收益率都偏低。分析其主要原因是：原料成本偏高、生产效率偏低、规模效应偏低和国有机制约束。未来，我们认为，随着公司增发资金到位，公司生产自动化实施和市场规模扩大，尤其是变革民营机制后，上述问题都有望得到改善，公司盈利能力有望大幅提升。

■ **公司调味品后继业绩增长主要源于市场开拓和品类丰富** 美味鲜虽然行业规模排名第二，但在诸如华北、东北、西南、西北地区品牌力尚没有到第二，仍处于品牌推广阶段。未来，在上述地区，如果公司的品牌力和销售规模能上升到第二，仅次于海天，则公司的业绩有望带来一个质的飞越，重拾高速增长的轨道。在品类上看，公司调味品业务目前主要从事酱油、鸡精鸡粉、调味酱、食用油、罐头、料酒、纯米醋等生产和销售。我们认为，食用油和酱类产品的发展空间相对较大。2015年，我国食用植物油6734万吨，行业规模很大。我们认为，公司凭借现有的较为广泛的销售渠道和较强的品牌知名度，食用油销售预计也会有一席之地。而酱类产品也是调味品中相对较大的一个品类，行业中除了老干妈之外，尚没有强势品牌，公司酱类产品仍有发展机会。

■ **原料价格下跌，利好调味品盈利能力** 公司产品中酱油和酱类的主要原料是大豆（或豆粕）、小麦和味精，鸡精鸡粉中40%多是味精，而味精的原料是玉米，食用油原料主要是大豆、玉米和花生等。近几年，由于宏观经济不景气，大宗商品价格持续走低，尤其是玉米由于我国临时收储政策，玉米库存很大，未来2-3年都有望持续走低。而上述原料价格的走低，有利于公司降低生产成本，提升盈利能力。

《中炬高新(600872)2014 年年报点评*厨邦品牌优势突出,未来成长空间大(买入)*食品饮料行业*余春生》——2015-04-01

- **“深中通道”建成有望带来公司地产业务增值** 深中通道建成后,中山到深圳无需绕行虎门大桥,两地核心区域地理距离只有约 30 公里(原 100 公里),两地车程从原来的约 2 个小时缩短到 20 分钟左右。深中通道的建设,中山市在整个珠三角地区的角色将重新定位,有望带来产业的转型升级、优秀人才的流入以及房地产业的蓬勃发展,公司地产业务也有望得以较大幅度增值。目前,公司可开发商住地 660 亩,随着商住地陆续开发,公司地产业务业绩贡献也得以增加。
- **“孵化园”土地即将开拍,定增进程有望加速** 2015 年 9 月 8 日公司董事会公布了非公开发行股票预案,拟发行 3.01 亿股股票,注资公司 45 亿元,投入到美味鲜食品产能、渠道建设及品牌推广,以及园区创业孵化器等项目。9 月 18 日中山市国土资源局发布了关于转让“中山市火炬开发区珊洲村”国有土地使用权的信息,挂牌截止时间是 10 月 26 日。公司定增募投项目中“科技产业孵化园建设项目”用地即将开拍,公司定增进程有望加速。公司增发资金到位后,有望在生产设备改造、营销推广、员工激励等方面都做出重大变革。
- **盈利预测和投资评级:维持“增持”评级** 我们预测 2016/17/18 年 EPS(不考虑增发因素)分别为 0.42/0.53/0.66 元,对应 2016/17/18 年 PE 为 35.35/28.33/22.66 倍,维持公司“增持”评级
- **风险提示:** 1) 公司增发进展不达预期; 2) 调味品市场开拓不达预期; 3) 地产业务开拓不达预期;

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	2759	3129	3603	4163
增长率(%)	4%	13%	15%	16%
净利润(百万元)	247.3	338	421	527
增长率(%)	-14%	37%	25%	25%
摊薄每股收益(元)	0.31	0.42	0.53	0.66
ROE(%)	8.84%	11.27%	13.00%	14.84%

资料来源:公司数据、国海证券研究所

合规声明

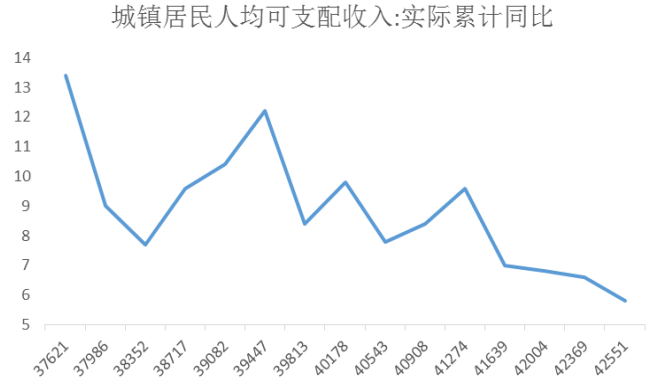
国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

1、受宏观经济低迷影响，调味品行业增长趋缓

我国调味品行业过去很长一段时间都保持着较高的增长速度，销售收入从2001年277亿元增长到2011年的1918亿元，年复合增长率高达25%以上。近几年，由于受宏观经济低迷影响，以及政府限制三公消费政策影响，行业增速回落到10%~15%左右，2015年甚至回落到个位数。

图 1：我国 GDP 增长情况

图 2：我国人均可支配收入增长情况



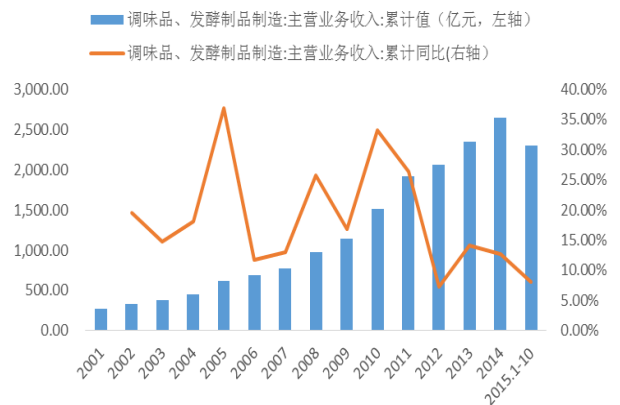
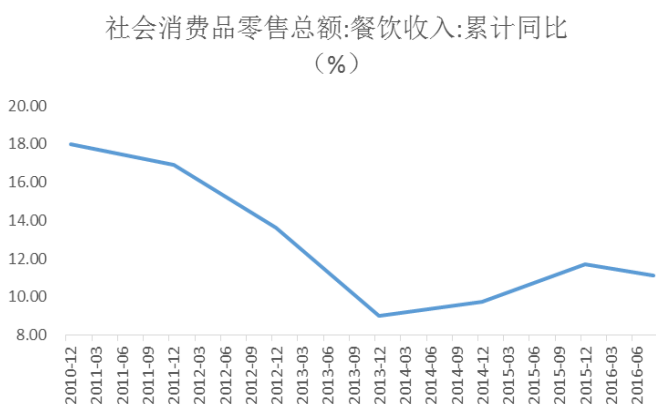
资料来源：wind，国海证券研究所

资料来源：wind，国海证券研究所

我国调味品约有 60%应用在餐饮领域。因此，政府三公消费的限制，对餐饮行业，尤其是高端餐饮的影响很大，使调味品消费的数量和产品结构上都大受影响，从而进一步影响调味品行业整体的增长和盈利能力。

图 3：我国餐饮行业增长情况

图 4：我国调味及发酵制品行业增长情况

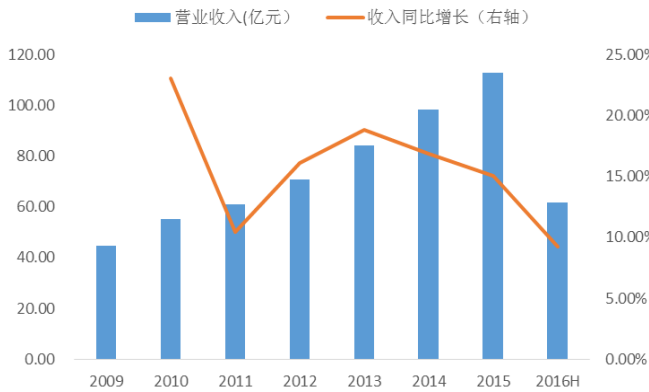


资料来源：wind，国海证券研究所

资料来源：wind，国海证券研究所

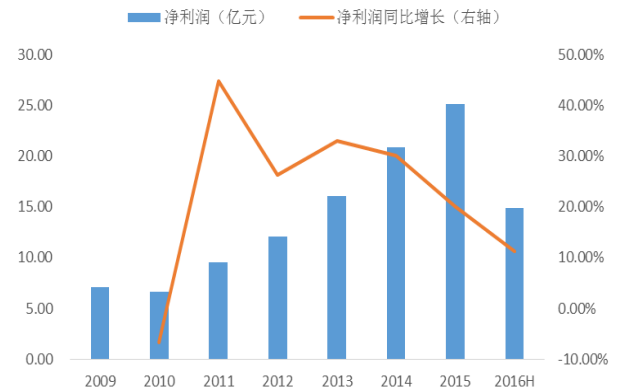
从公司个体来看，即使处于行业龙头地位的海天和美味鲜近几年的增长也有所减缓。如海天味业在 2014 年之前收入和利润都保持较好的增长，但 2015 年之后增速开始趋缓。美味鲜在 2013 年之前收入和利润都保持较高增长，但在 2014 年后增速开始趋缓。

图 5: 海天味业历年来收入增长情况



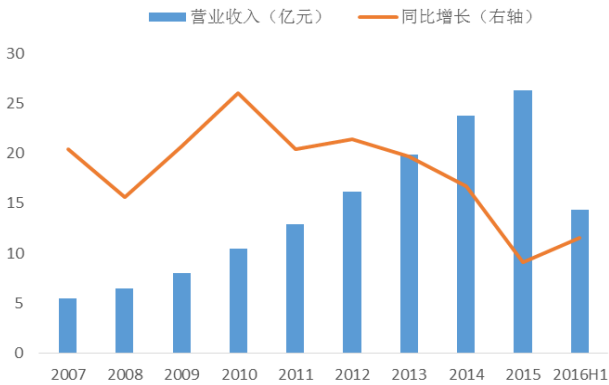
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 6: 海天味业历年来净利润增长情况



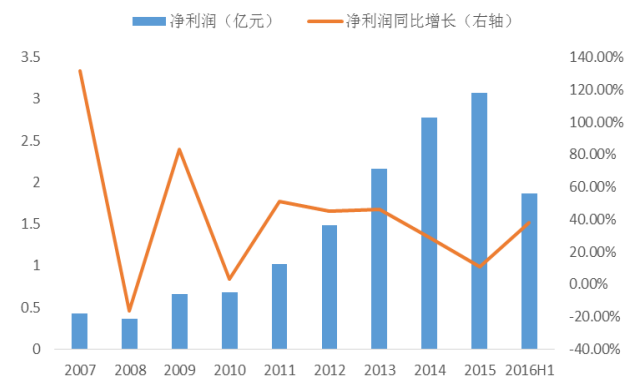
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 7: 中炬高新调味品业务历年来收入增长情况



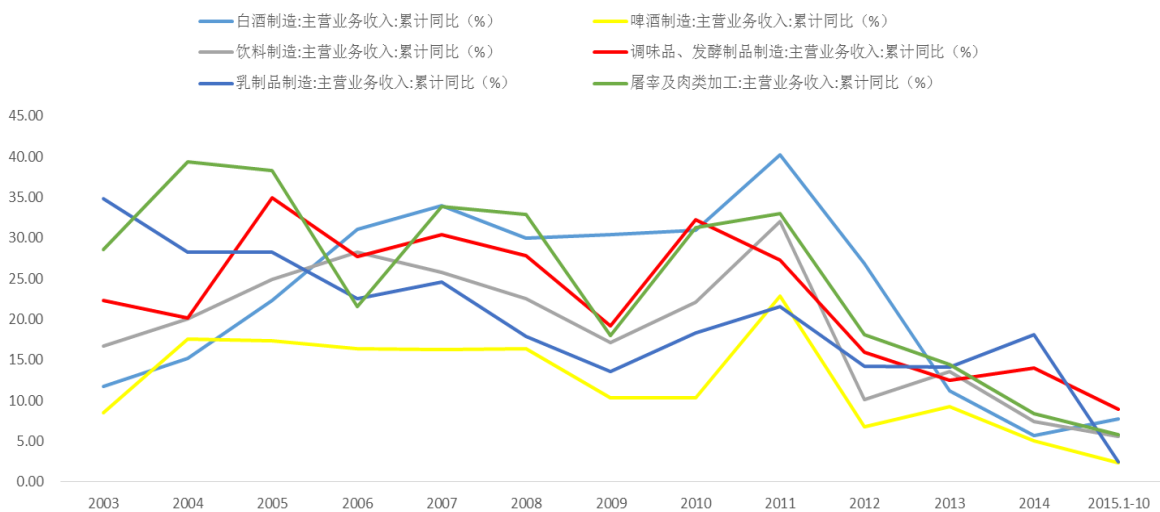
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 8: 中炬高新调味品业务历年来净利润增长情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 9: 食品饮料行业各子行业增速情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

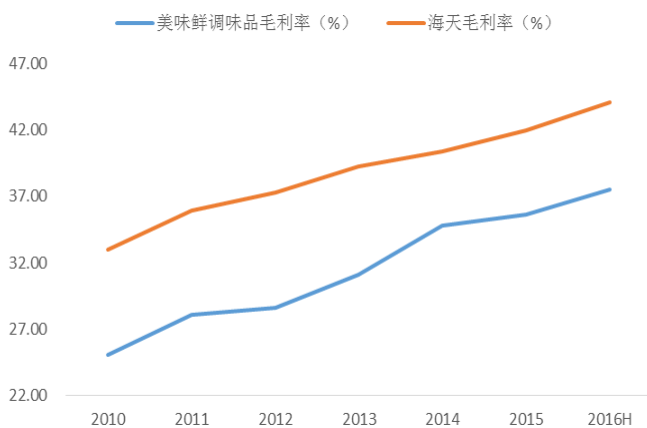
虽然调味品行业近几年来增速趋缓，但与食品饮料行业的其他子行业，如白酒、啤酒、软饮料、乳品、肉制品相比，增速还是略胜一筹。其主要原因是一方面随着居民对生活品质的要求提高，饮食上更讲究品味，调味品使用的品类和品质都有较大幅度提高；另一方面，由于调味品作为佐餐料，而非主食，在使用量上较少，相对而言价格敏感度不高。

基于上述的分析，在行业整体增长趋缓的背景下，企业要维持较高的增长主要依靠自身管理和营销效率的提升，通过挤兑竞品的市场份额来扩大自身的市场份额。由此，我们认为，目前的中炬高新正面临机制变革和效率提升的潜在契机，值得重点关注。

2、相比较于海天，公司仍有很多可改善的竞争要素

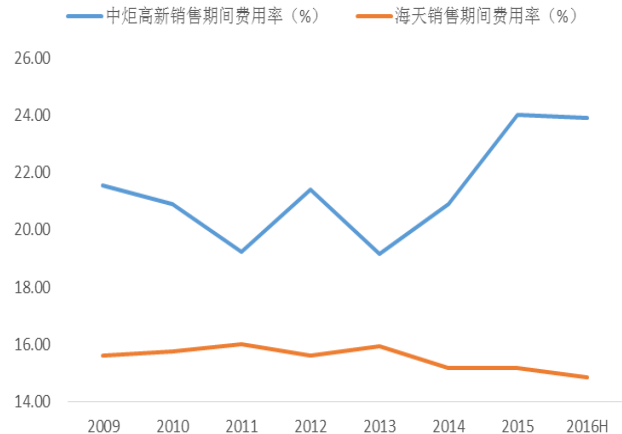
公司下属的美味鲜调味品，旗下主要有“厨邦”和“美味鲜”两个品牌，其中“厨邦”定位中高端，收入占比 90%以上。从吨价来看，厨邦产品的定价远高于竞品，与海天相比，也约高出 20%以上。但公司盈利能力与海天相比，无论是毛利率还是净利率、净资产收益率都偏低。

图 10: 美味鲜与海天调味品毛利率比较



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 11: 美味鲜与海天期间费用率比较

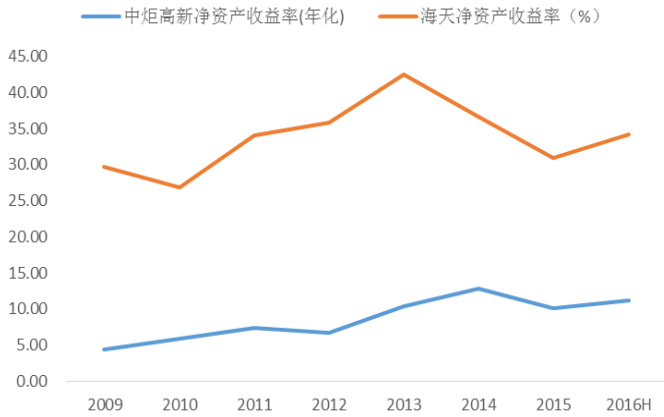


资料来源: wind, 国海证券研究所

分析上述现象，我们认为主要存在以下原因：一是美味鲜公司原料成本偏高。美味鲜中的“厨邦”品牌（占酱油收入比 90%以上），因为产品定位中高端，原料选择上多为国内有机大豆，采购的成本就偏高；二是生产效率偏低。海天的生产设备相对更早更多的采用了工业自动化控制，生产效率更高。而美味鲜早期的中山生产基地工业自动化建设偏低，后期建设的阳西生产基地才更注重工业自动化控制，生产效率有望得以提高；三是规模效应偏低。以 2015 年销售数据来看，海天的销售额已达 113 亿元，而中炬高新调味品业务销售额才 26 亿，约是海天的 23%。由此带来的采购规模效应、生产规模效应、物流规模效应、销售规模效应和广告推广效应都要远远低于海天；四是国有机制约束。海天是民营机制，众多管理层都有股权，同时还实行股权激励机制，这使公司管理层在市场开拓上更具“狼性”，员工在业绩努力上也更具能动性。而中炬高新此前作为国有企业，机制

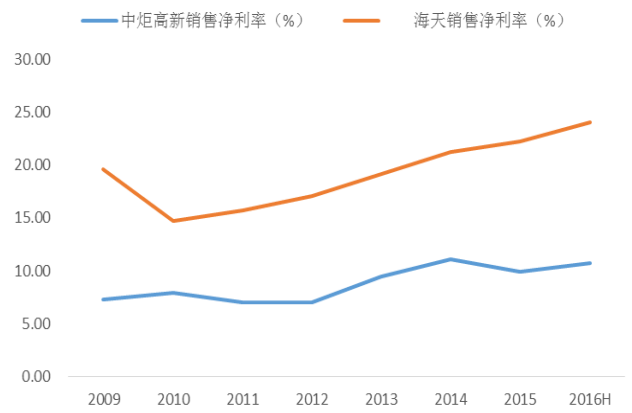
上更为保守，对业绩的追求更为稳健，员工的薪酬激励也相对不具竞争力，从而影响公司效率提升。

图 12: 美味鲜与海天净资产收益率比较



资料来源: wind, 国海证券研究所

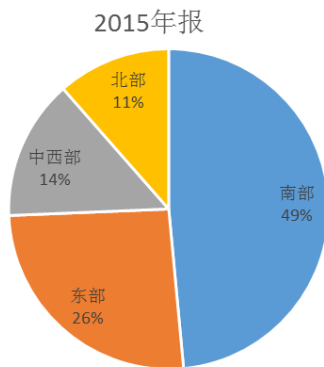
图 13: 美味鲜与海天净利率比较



资料来源: wind, 国海证券研究所

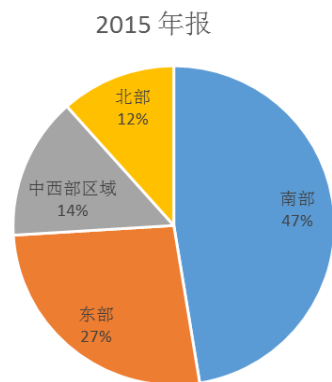
3、调味品后继业绩增长主要源于市场开拓和品类丰富

图 14: 美味鲜分区域收入占比



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 15: 美味鲜分区域毛利润占比



资料来源: wind, 国海证券研究所

根据海天味业2016年中期报告，海天目前已经建立了3000多家经销商，网络覆盖了320多个地级市、1500多个县份，是全国意义上的全国性品牌。而美味鲜公司虽然规模上行业排名第二，但目前的市场仍主要集中在华南（2015年收入占比约50%）和华东（2015年收入占比约25%）地区，在内陆省份市场，仍然有部分地级市市场处于空白待开发状态。此外，公司目前仅仅是在东南沿海区域市场实现90%以上的县级市场的开发，但是其他区域市场均未能对该层级市场作系统开发和管理。因此，美味鲜目前还不能称为完全意义上的全国性品牌，也只能称为区域性强势品牌。

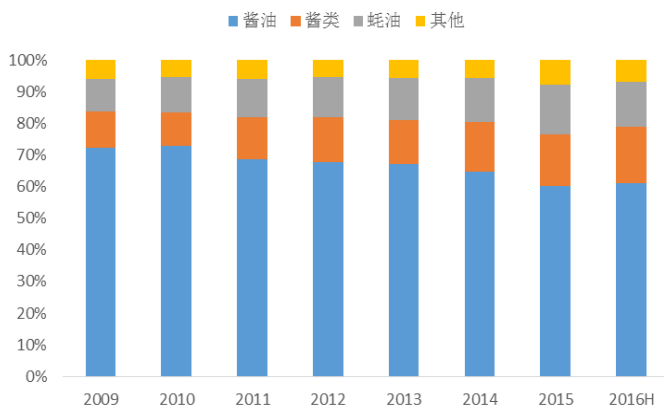
虽然近几年，公司在加快华中、华北、西北、东北地区的市场开拓，但由于这些地区除了海天之外，还有东古、六月鲜（山东欣和公司）等区域强势品牌，在这些地区他们先入为主，美味鲜的品牌认知度还次于他们，而要追赶并超越上述区域强势品牌，公司仍需要较长的时间和相当的市场开拓成本。根据快消品发展的规律，如果产品品牌力上升到区域前二，则消费者重复购买率有望大幅上升。由此，我们认为在北方和中西部等非成熟市场地区，如果公司的品牌力和销售规模能上升到仅次于海天，大幅超越其他区域强势品牌，则公司的业绩有望带来一个质的飞越，有望重拾高速增长的轨道。

从销售渠道来看，调味品60%应用在餐饮渠道。而公司产品销售80%左右用于家庭消费，用在餐饮渠道的不到20%。餐饮渠道的销售，更多的在于厨师的选购，在采购上具有一定的稳定性和壁垒性。

因此，对美味鲜公司而言，虽然存在着大量空白市场（或是非成熟市场），以及餐饮渠道的可开拓空间。但由于已有竞品的存在，要实现从量变到质变需要一个过程。

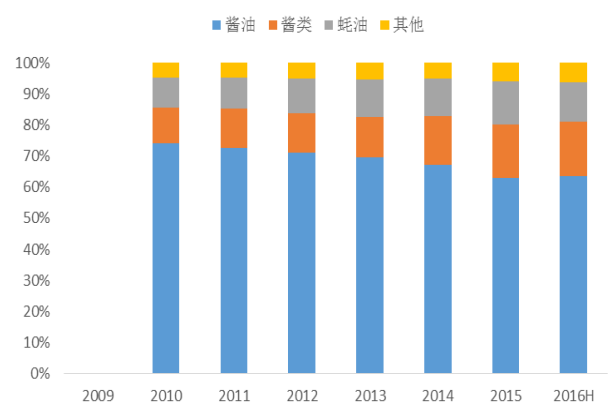
从品类上来看，公司调味品业务目前主要从事酱油、鸡精鸡粉、调味酱、食用油、罐头、料酒、纯米醋等生产和销售，现阶段整体生产达到约40万吨。其中酱油的销售额占业务总收入的70%以上，鸡精鸡粉占比10%以上，其他调味品占比10-15%。从调味品多品类发展来看，海天做的相对比较成功，海天蚝油的销售规模已达行业第一的水平，销售收入从2009年的4.57亿元增长到2015年的17.77亿元，6年增长了3.89倍，年复合增长率25.40%。此外，海天的调味酱发展的也不错，销售收入从2009年的5.15亿元增长到2015年的18.13亿元，年复合增长率23.34%。

图 16: 海天味业分品类收入占比



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 17: 海天味业分品类毛利占比



资料来源: wind, 国海证券研究所

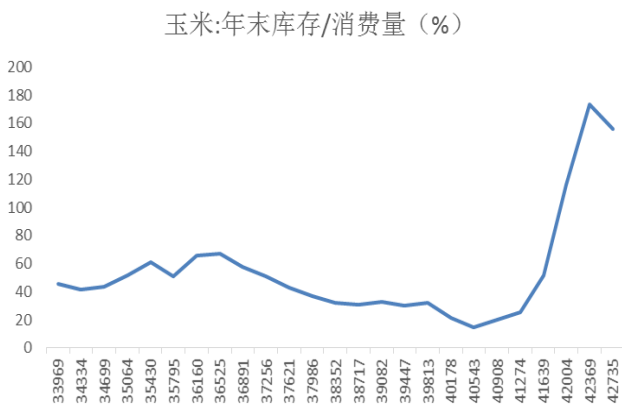
对美味鲜公司而言，多品类发展中的食用油和酱类产品可值得期待。根据国家统计局数据，2015年，我国食用植物油6734万吨，行业规模空间很大。我们认为，公司凭借现有的较为广泛的销售渠道和较强的品牌知名度，在食用油销售上应该会有一席之地。2016年上半年，公司食用油销售约1个多亿，待阳西生产基地建成后，在产能上有望达到13-14个亿的规模。

在调味品中，酱类产品也是比较大的一个细分品类。但目前，除了老干妈年销售收入约 40 多亿元外，市场上尚缺乏强势品牌。因此，对海天和美味鲜公司而言，都存在较大的发展机遇。

4、原料价格下跌，利好调味品盈利能力

公司产品中酱油和酱类的主要原料是大豆（或豆粕）、小麦和味精；鸡精鸡粉中 40%多是味精；食用油的原料主要是大豆、玉米和花生等。近几年，由于宏观经济不景气，大宗商品价格持续走低。而原料价格的走低，有利于公司降低生产成本，提升盈利能力。

图 18: 玉米库存消费比



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 19: 玉米现货价格



资料来源: wind, 国海证券研究所

根据国家统计局数据，目前玉米年末库存/消费比为 155.82，这意味着即使目前的库存一年都消费不完。9 月底，新玉米上市后，玉米价格面临再次大幅下跌。而味精的成本中玉米占比约 60%，因此，玉米价格的下跌对味精成本影响很大。公司产品中酱油中的味精含量约 5%-10%，鸡精鸡粉中味精的含量约 40%。因此，玉米价格的下跌对公司盈利影响较大。

图 20: 玉米期货价格



资料来源: wind, 国海证券研究所

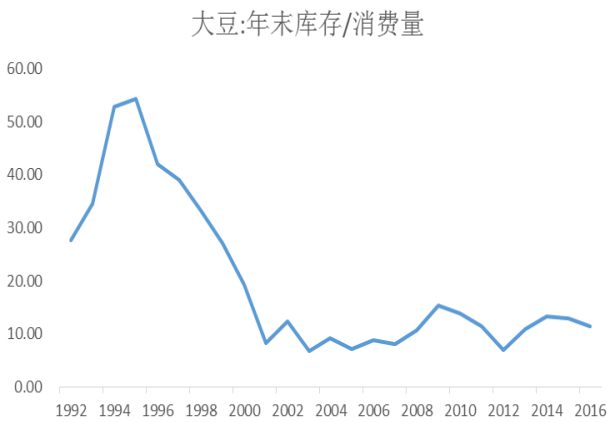
图 21: 味精价格走势



资料来源: wind, 国海证券研究所

从其他原材料来看，大豆的库存消费比略微偏低，但由于美国等主产地旺盛，价格有望维持均衡。小麦的库存消费比仍然偏高，价格有望缓慢下跌。

图 22: 大豆库存消费比



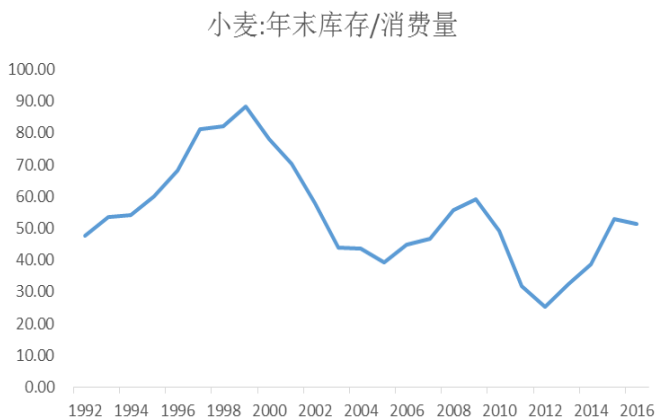
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 23: 大豆现货价格



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 24: 小麦库存消费比



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 25: 小麦现货价格



资料来源: wind, 国海证券研究所

5、“深中通道”建成有望带来公司地产业务增值

2015年12月21日，国家发改委批复，同意建设深圳至中山跨江通道。深中通道建成后，中山到深圳无需绕行虎门大桥，两地核心区域地理距离只有约30公里（原100公里），两地车程从原来的约2个小时缩短到20分钟左右。深中通道的建设，中山市在整个珠三角地区的角色将重新定位，有望带来产业的转型升级、优秀人才的流入以及房地产业的蓬勃发展。根据搜房网房价数据，2016年1月，中山地区的住宅平均价格为6200元/平方米，而深圳地区的住宅均价则为44823元/平方米，一江相望，两地房价相差7倍以上。我们认为，深中通道建成以后对中山地区的房价有一定的促进作用，公司地产业务也有望实现一定的增值。

公司在城轨中山站北侧拥有商住地 1,906 亩（其中中汇合创名下 1,353 亩，中炬高新名下 553 亩），可开发商住地 1,666 亩（中汇合创已开发 240 亩）。其中中汇合创拥有的土地全部落在《中山站片区规划》范围内，确定用于商住开发用地约 900 亩，配套用地约 453 亩。扣除已开发的 240 亩，剩余可开发的商住地为 660 亩。中炬高新名下的商住地有 468 亩落在《中山站片区规划》范围内（85 亩不在规划范围内），全部是商住配套用地。由此计算，公司在《中山站片区规划》范围内实际合计可开发的商住地为 660 亩。随着商住地陆续开发，公司地产业务业绩贡献也得以增加。

6、“孵化园”土地即将开拍，定增进程有望加速

表 1、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。
	调味品业务扩产升级			
	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

2015 年 9 月 8 日公司董事会公布了非公开发行股票预案,前海人寿一致行动人拟以 14.96 元的价格,认购公司发行的 3.01 亿股股票,注资公司 45 亿元,投

入到美味鲜食品产能、渠道建设及品牌推广，以及园区创业孵化器等项目。截止目前，前海人寿通过二级市场购买公司股份已达 19852.09 万股。参与本次增发并通过后，则合计持有公司股份 49932.30 股，占本次增发通过后总股本 109743.93 股的 45.49%，实际控制人变更为姚振华。公司从增发方案公告后到目前为止已有 1 年有余，但皆因为土地拍卖未确定而未报批。

9 月 18 日中山市国土资源局发布了关于转让“中山市火炬开发区珊瑚村”国有土地使用权的信息，挂牌截止时间是 10 月 26 日。公司定增募投项目中“科技产业孵化园建设项目”用地即将开拍，公司定增进程有望加速。

增发方案通过后，我们认为有望给公司带来积极的影响。首先，资金到位后，公司有更多的资金用于市场开拓和渠道建设上，使公司营销上上升一个新台阶。此外，增发项目中用于南派酱油生产智能化及自动化改造得以实施，可大大提高生产效率。根据公司的增发报告说明，用于南派酱油生产智能化及自动化改造项目的实施，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。如现有单条包装生产线需要 284 人作业。本项目实施后，预计单条包装生产线将减少 191 人，只需要 93 人即可完成原来的流程作业。其次，增发资金到位后，公司将彻底由国有机制转型为民营机制，整体运营效率上有望大幅提升，在员工激励上也有望更具竞争力，公司业绩实现有望更为激进。

7、盈利预测与评级

我们预测 2016/17/18 年 EPS（不考虑增发因素）分别为 0.42/0.53/0.66 元，对应 2016/17/18 年 PE 为 35.35/28.33/22.66 倍，维持公司“增持”评级。

8、风险提示

- 1) 公司增发进展不达预期;
- 2) 调味品市场开拓不达预期;
- 3) 地产业务开拓不达预期;

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	2759	3129	3603	4163
增长率(%)	4%	13%	15%	16%
净利润（百万元）	247.3	338	421	527
增长率(%)	-14%	37%	25%	25%
摊薄每股收益（元）	0.31	0.42	0.53	0.66
ROE(%)	8.84%	11.27%	13.00%	14.84%

资料来源：国海证券研究所

表 2: 公司分品项收入和利润预测

品类		项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E	备注
调味品业务	美味鲜本部	营业收入 (亿元)	21.60	17.90	18.44	18.99	19.56	
		同比增长		-17%	3%	3%	3%	
		净利率	12.15%	10.15%	11.50%	12%	12.50%	
		净利润 (亿元)	2.62	1.82	2.12	2.28	2.44	
		同比增长		-31%	17%	7%	7%	
	厨邦食品	营业收入 (亿元)	2.16	8.38	10.90	14.38	19.42	
		同比增长		288%	30%	32%	35%	
		净利率	7%	15%	15%	16%	17%	
		净利润	0.15	1.25	1.63	2.30	3.30	
		同比增长		761%	30%	41%	43%	
	合计	营业收入 (亿元)	23.76	26.28	29.33	33.37	38.97	
		同比增长		11%	12%	14%	17%	
		净利率	12%	12%	13%	14%	15%	
		净利润	2.77	3.07	3.75	4.58	5.75	
		同比增长		11%	22%	22%	25%	
房地产	营业收入 (亿元)	0.53	0.44	0.8	1.5	1.5		
	同比增长			83%	88%	0%		
	净利率	-1%	-14%	6%	10%	10%		
	净利润 (亿元)	-0.01	-0.06	0.048	0.15	0.15		
	同比增长				213%	0%		
其他业务	营业收入 (亿元)	2.13	0.87	1.16	1.16	1.16		
	同比增长				0%	0%		
	净利率	6%	-31%	-5%	-5%	-5%		
	净利润 (亿元)	0.13	-0.27	-0.06	-0.06	-0.06		
	同比增长				0	0		
总计	营业收入 (亿元)	26.42	27.59	31.29	36.03	41.63		
	同比增长		4%	13.42%	15.15%	15.55%		
	净利率	11%	10%	12%	13%	14%		
	净利润 (亿元)	2.90	2.74	3.74	4.67	5.84		
	同比增长		-5%	37%	25%	25%		
	归属母公司股东净利润			3.38	4.21	5.27	少数股东权益 9.8%	

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

表 3: 中炬高新盈利预测表 (暂不考虑本次发行股份摊薄因素)

600872.S										
证券代码:	H	股价: 14.98				投资评级:	增持		日期:	2016/10/14
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E	
盈利能力					每股指标					
ROE	8.84%	11.27%	13.00%	14.84%	EPS	0.31	0.42	0.53	0.66	
毛利率	35%	36%	36%	37%	BVPS	3.16	3.36	3.61	3.92	
期间费率	25%	23%	22%	22%	估值					
销售净利率	9%	11%	12%	13%	P/E	48.26	35.35	28.33	22.66	
成长能力					P/B	4.75	4.46	4.15	3.82	
收入增长率	4%	13%	15%	16%	P/S	4.33	3.81	3.31	2.87	
利润增长率	-14%	37%	25%	25%						
营运能力					利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	
总资产周转率	0.61	0.66	0.72	0.77	营业收入	2759	3129	3603	4163	
应收账款周转率	35.27	35.27	35.27	35.27	营业成本	1791	2012	2295	2623	
存货周转率	1.38	1.59	1.59	1.59	营业税金及附加	29	33	38	44	
偿债能力					销售费用	270	305	345	395	
资产负债率	38%	37%	36%	34%	管理费用	331	365	415	476	
流动比	3.22	3.39	3.54	3.71	财务费用	61	(9)	(29)	(60)	
速动比	1.40	1.64	1.69	1.76	其他费用 / (-收入)	26	0	0	0	
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	营业利润	301	422	539	685	
现金及现金等价物	355	449	474	521	营业外净收支	38	41	39	37	
应收款项	78	89	102	118	利润总额	339	463	578	722	
存货净额	1322	1289	1470	1681	所得税费用	65	89	111	139	
其他流动资产	587	666	767	886	净利润	274	374	467	584	
流动资产合计	2342	2492	2813	3206	少数股东损益	27	37	46	57	
固定资产	1276	1248	1253	1248	归属于母公司净利润	247	338	421	527	
在建工程	228	308	298	298	现金流量表 (百万元)					
无形资产及其他	107	107	97	86	经营活动现金流	394	486	292	360	
长期股权投资	53	53	53	53	净利润	274	374	467	584	
资产总计	4523	4726	5032	5408	少数股东权益	27	37	46	57	
短期借款	20	20	20	20	折旧摊销	115	138	136	135	
应付款项	315	308	352	402	公允价值变动	(0)	0	0	0	
预收帐款	96	109	126	145	营运资金变动	(22)	(63)	(356)	(415)	
其他流动负债	297	297	297	297	投资活动现金流	(485)	(52)	5	5	
流动负债合计	728	734	794	864	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	
长期负债合计	996	996	996	996	筹资活动现金流	185	(177)	(221)	(277)	
负债合计	1725	1731	1791	1861	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	2995	3241	3548	其它	(113)	(177)	(221)	(277)	
负债和股东权益总计	4523	4726	5032	5408	现金净增加额	94	256	75	89	

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，8年实业工作经验，7年证券从业经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业研究。

周玉华，中南大学交通运输工学学士，经济学硕士，曾在华创证券从事交通运输和餐饮旅游行业研究。5年证券行业从业经验，目前从事社会服务行业研究。

管嘉琪，研究助理，上海财经大学硕士，2016年进入国海证券研究所

【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】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见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。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【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。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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、展示或以其他任何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。