

2017年07月23日

公司研究

评级：买入（维持）

研究所

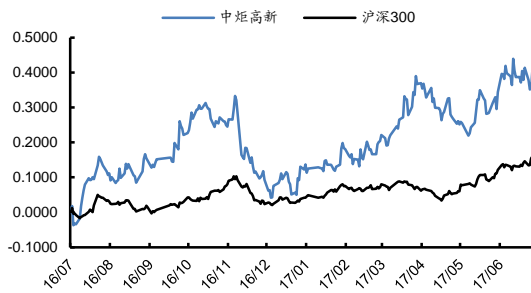
证券分析师：  
021-68591576

余春生 S0350513090001  
yucs@ghzq.com.cn

## 龙头受益消费升级，盈利能力仍可提升

### ——中炬高新（600872）深度报告

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
中炬高新	8.9	3.2	41.2
沪深300	2.9	7.6	15.6

#### 市场数据

2017-07-21

当前价格（元）	18.32
52周价格区间（元）	12.42 - 18.85
总市值（百万）	14594.39
流通市值（百万）	14594.39
总股本（万股）	79663.72
流通股（万股）	79663.72
日均成交额（百万）	130.40
近一月换手（%）	19.02

#### 相关报告

《中炬高新（600872）业绩预告点评：业绩符合预期，毛利率仍可提升》——2017-07-17

《中炬高新（600872）2016年年报点评：一季度收入超预期增长，地产位于粤港澳大湾区》——2017-04-24

《中炬高新（600872）调研简报：调味品业务稳健增长，再融资新规出台释放定增风险》——2017-02-22

《中炬高新（600872）调研简报：调味品业务维持较快增长，险资监管趋严不改长期逻辑》——2016-12-13

#### 投资要点：

- **龙头享受行业红利。**随着生活水平上升，消费者对美味的要求不断提高，开始关注营养、健康等功能，酱油消费升级趋势明显，伴随消费逐步高端化、品牌化，集中度提升是大势所趋，中炬高新作为仅次于海天的调味品公司，长期来看受益于消费升级和集中度提升。
- **卡位主流价格带，稳健增长可期。**随着居民收入提升，酱油消费价格敏感度降低，酱油消费的主流价格带正从过去的5-7元上升到目前8-10元，中炬高新产品的价格中枢位于8-10元，符合当前酱油消费的主流价格带，公司卡位此价格带，稳健增长可期。
- **盈利能力仍可提升。**公司产品定位高于海天，理论上毛利率可以高于海天，海天的毛利率高达45%，随着公司产品结构持续升级、规模优势逐步显现以及生产效率的提升，公司未来毛利率依旧有较大的提升空间，同时管理费用率还可以压缩，净利率仍可提升。
- **调味品业务估值低。**目前公司市值146亿，扣除土地价值后对应调味品市值110亿元，预计公司2017-2018年调味品业务净利润4.78亿、6.05亿，调味品业务PE估值仅23X、18X，低于行业可比公司。
- **投资建议：**基于审慎性考虑，不考虑非公开发行对公司业绩和股本的影响，预计公司2017-2019年EPS分别为0.60元、0.76元、0.91元，对应PE分别为30X、24X、20X，公司受益消费升级和集中度提升，卡位主流价格带，稳健增长可期，盈利能力仍可提升，调味品PE估值便宜，维持“买入”评级。
- **风险提示：**公司非公开发行不确定性；新品不达预期

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	3157.99	3736.72	4373.30	5057.00
增长率（%）	14.48%	18.33%	17.04%	15.63%
净利润（百万元）	362.37	478.61	604.76	728.45
增长率（%）	46.55%	32.08%	26.36%	20.45%
摊薄每股收益（元）	0.45	0.60	0.76	0.91
ROE（%）	12.31%	14.59%	16.25%	17.05%

资料来源：公司数据，国海证券研究所

## 内容目录

1、公司概况	4
1.1、发展历程	4
1.2、营收构成	5
1.3、股权结构	6
2、龙头享受行业红利	6
2.1、充分受益消费升级	6
2.2、集中度提升是趋势	7
2.3、功能细分拉动需求	8
3、卡位主流价格带，稳健增长可期	9
3.1、酱油消费正稳步升级	9
3.2、主流价格带逐步上移	10
3.3、精准卡位主流价格带	11
4、打造综合调味品平台	12
4.1、产品多元协同发展	12
4.2、产能扩张满足需求	12
4.3、渠道布局逐步完善	13
5、盈利能力仍可提升	14
5.1、毛利率提升空间大	14
5.2、费用率有下降空间	15
5.3、奖金激励提升效率	15
6、调味品业务估值低	16
7、盈利预测与投资建议	17
8、风险提示	17

## 图表目录

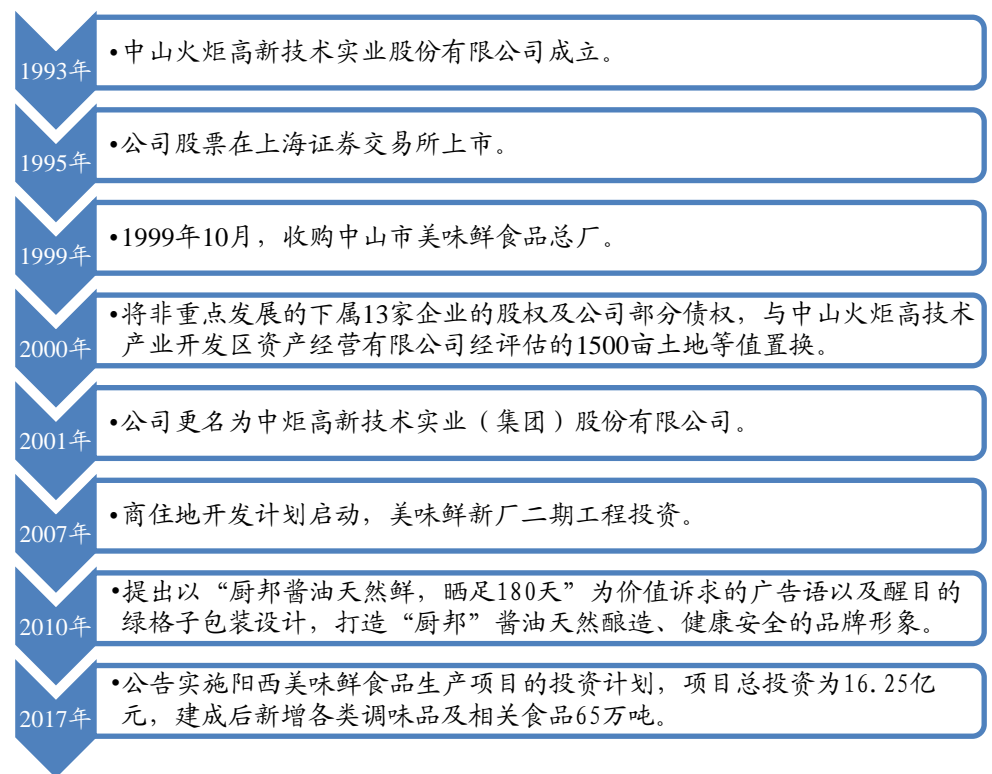
图 1: 公司发展历程 .....	4
图 2: 中炬高新 2016 年分业务收入 (亿元) .....	5
图 3: 中炬高新 2016 年分地区收入 (亿元) .....	5
图 4: 公司营业收入 (百万元) 规模 .....	5
图 5: 公司净利润 (百万元) 规模 .....	5
图 6: 公司股权结构 .....	6
图 7: 调味品公司纷纷推出高端酱油产品 .....	7
图 8: 中国调味品行业集中度低 .....	8
图 9: 酱油行业 CR6 不足 30% .....	8
图 10: 海天推出的酱油细分产品 .....	8
图 11: 酱油行业收入 .....	9
图 12: 酱油行业产量增速放缓 .....	9
图 13: 酱油消费升级路径 .....	10
图 14: 老干妈营业收入 (亿元) 持续增长 .....	10
图 15: 酱油目前消费主流价格带 8-10 元 .....	11
图 16: 厨邦酱油官方旗舰店销量最好产品都在 10 元左右 .....	11
图 17: 公司除酱油外的其他品类 .....	12
图 18: 主要调味品公司毛利率比较 .....	14
图 19: 中炬高新酱油吨价 (元/吨) 高于同行 .....	14
图 20: 中炬高新净利率低于海天味业 .....	15
图 21: 中炬高新管理费用率高于同行 .....	15
图 22: “深中通道” 建设规划图 .....	16
表 1: 2017 年阳西基地新建产能情况 .....	13
表 2: 公司五级市场划分 .....	13
表 3: 公司 2016 年奖金发放情况 .....	16
表 4: 公司土地储备 .....	17
表 5: 中炬高新盈利预测表 (暂未考虑非公开发行对公司业绩和股本的影响) .....	18

## 1、公司概况

### 1.1、发展历程

1993年1月，中山火炬高新技术实业股份有限公司成立。1995年1月，公司股票在上海证券交易所挂牌上市，是全国国家级开发区的首家上市公司。1999年10月，收购中山市美味鲜食品总厂，中山市美味鲜食品总厂是中山市市属企业，主要生产经营酱料及调味品，兼营非酒精饮料，1998年各类产品产量已超过5万吨，是我国酱油和调味品的主要生产基地。2000年12月，将非重点发展的下属参股13家企业的股权及公司部分债权计4.65亿元，与中山火炬高技术产业开发区资产经营有限公司经评估的1500亩土地等值置换。2001年2月，公司更名为中炬高新技术实业股份有限公司。2007年4月，商住地开发计划启动。2007年10月，美味鲜新厂二期工程投资。经过二十多年的发展，公司业务涵盖调味品、房地产开发、工业园区开发管理及汽车配件等领域，2016年收入达到31.58亿元，调味品成为公司业务支柱。公司积极打造综合调味品平台，不断进行产品和产能扩张，2017年4月，公司公告实施阳西美味鲜食品生产项目的投资计划，项目总投资为16.25亿元，建成后新增各类调味品及相关食品65万吨（30万吨食用油、20万吨耗油、10万吨料酒、5万吨醋），达产后公司将充分利用现有渠道资源共享实现多品类协同发展。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司网站，公司公告，国海证券研究所

## 1.2、营收构成

目前公司业务涵盖调味品、房地产开发、工业园区开发管理及汽车配件等领域，2016 年实现营业收入 31.58 亿元，其中调味品业务实现收入 28.95 亿元，占总收入的比例为 91.67%，是公司主要收入来源。调味品整体生产能力超过 40 万吨，其中酱油的销售额占业务总收入的 70%，鸡精鸡粉占比 10-15%，其他调味品占比 10-15%。近年，公司陆续推出了食用油、罐头、料酒、米醋等系列新产品，拟从调味食品向健康食品方向逐步发展。从收入区域分布上看，广东、广西、浙江、海南、福建是公司的主销区，东南沿海地区销售收入占公司总收入的比例超过 75%，全国 360 个地级市，公司经销商覆盖三分之二，未来三年经销商要全覆盖，逐步实现全国化。

图 2：中炬高新 2016 年分业务收入（亿元）

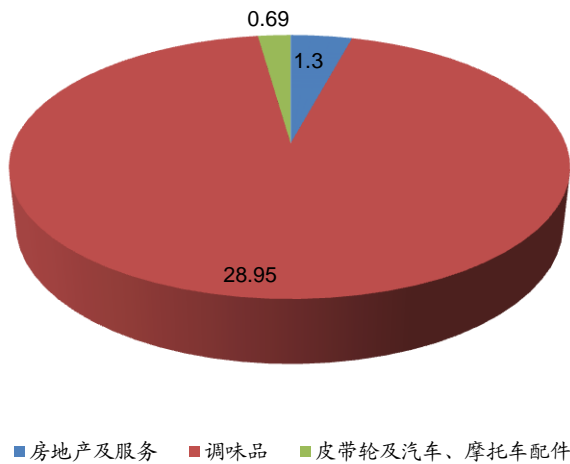
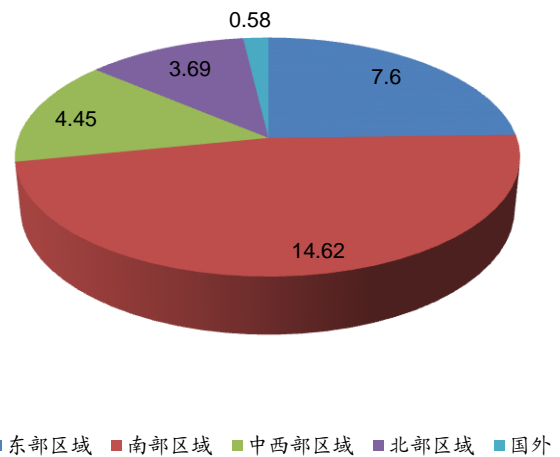


图 3：中炬高新 2016 年分地区收入（亿元）



资料来源：wind，国海证券研究所

资料来源：wind，国海证券研究所

图 4：公司营业收入（百万元）规模

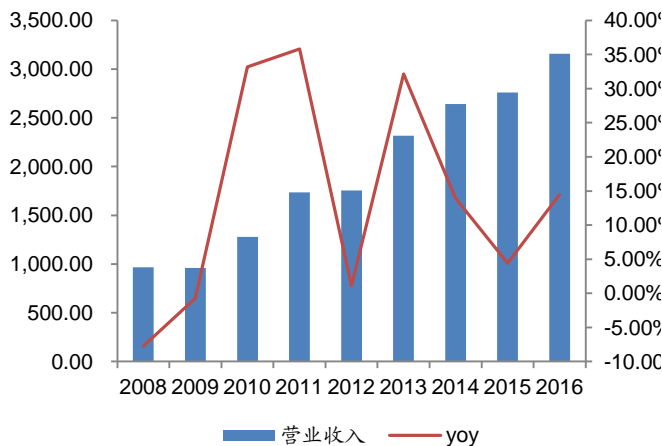
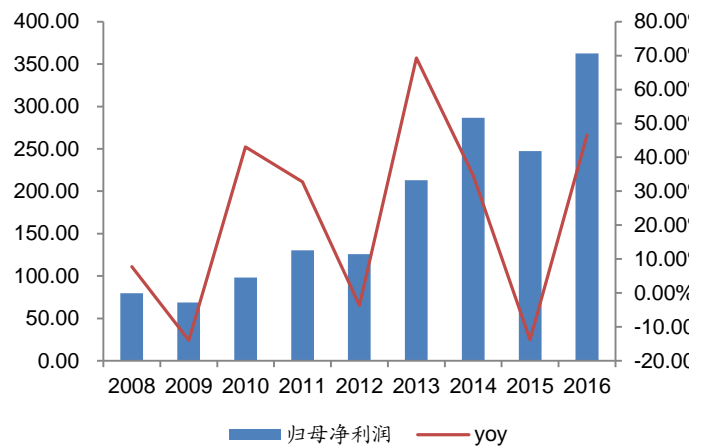


图 5：公司净利润（百万元）规模



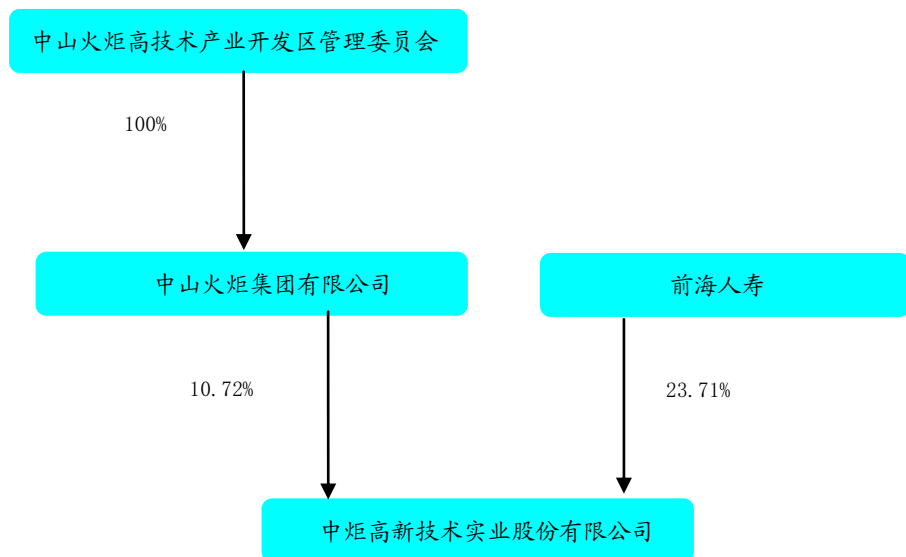
资料来源：wind，国海证券研究所

资料来源：wind，国海证券研究所

### 1.3、股权结构

公司前身为中山高新技术产业开发总公司，1992年12月经广东省人民政府、广东省企业股份制联审小组粤股审第5号文批准，由中山高新技术产业开发总公司、中国工商银行信托投资公司、中国人民建设银行信托投资公司、中国工商银行广东省信托投资公司、中国工商银行北京市信托投资公司、中山市建设实业公司、中山市信联房地产投资公司、中山市设备租赁公司等八家单位共同发起设立中山火炬高新技术实业股份有限公司。在前海人寿举牌公司之前，中炬高新股权相对分散，第一大股东中山火炬集团有限公司持股10.72%，中山市国资委为公司实际控制人。2015年4月，前海人寿保险通过二级市场买入方式举牌中炬高新，公司股票从5月起停牌，进入重大资产重组程序，8月经股东提议，公司终止重大资产重组，转而筹划非公开发行，公司非公开发行目前仍在审批之中，从目前监管环境来看，非公开发行能否等到批准存在较大不确定性，目前前海人寿持有公司23.71%股权，为公司第一大股东。

图 6：公司股权结构



资料来源：公司公告，国海证券研究所

## 2、龙头享受行业红利

### 2.1、充分受益消费升级

随着经济的快速发展，2008年我国人均GDP突破3000美元，从经济上已经具备了从吃“饱”向吃“好”升级的条件，人们对于饮食的要求不断提高，同时开始关注调味品的营养、保健功能，调味品消费逐步高端化、品牌化，消费升级趋势明显，海天味业高端产品占比逐步提升，加加食品持续推进大单品战略，重点推广“面条鲜”、“原酿造”等高毛利新单品，千禾味业主打中高端。

酱油作为最主要的传统调味品之一，将充分受益于消费升级，一方面，消费者对菜肴口味提出了更高的要求，统计结果显示，公众对调味品关注度最高的五个属性依次是味道、价格、质量、品牌和营养，可见价格并非首要因素，更不是唯一因素，《中国调味品》统计，2010 年高端酱油占比为 12.91%，2016 年提升至 14%左右，高端酱油的渗透率不断提升。另一方面基于对食品安全、营养、保健需求的不断提高，高端无添加酱油日益受到消费者的青睐，且成长速度高于酱油行业整体增速。2013 年海天、厨邦、加加食品等相继推出健康“无添加酱油”产品，同时粮油巨头鲁花、益海嘉里也都纷纷进入高端酱油领域。

图 7：调味品公司纷纷推出高端酱油产品

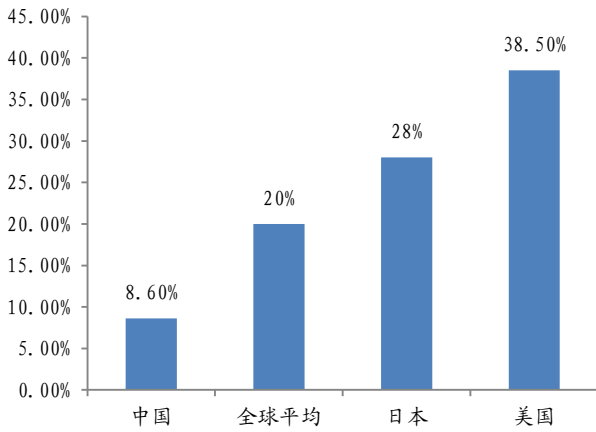


资料来源：海天、中炬高新、千禾等公司官网，国海证券研究所

## 2.2、集中度提升是趋势

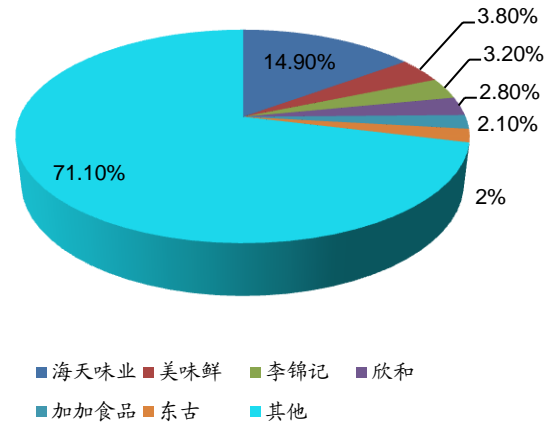
从调味品行业整体来看，日本、美国调味品行业 CR5 分别高达 28%、38.5%，我国 CR5 不足 9%，低于 20%的全球平均水平，行业集中度非常低，未来提升空间大。从酱油行业来看，日本酱油行业 CR5 高达 60%，第一名龟甲万更是达到 30%以上，我国酱油 CR5 不到 27%，龙头海天目前市场份额只有 15%，还有很大的提升空间。长期来看，随着调味品行业发展，行业集中度提升是趋势。在消费升级的大背景下，品牌和质量是消费者购买调味品时重要的考虑因素，促使行业竞争从低层次的价格竞争转向品牌竞争，使市场向更具品牌优势及产品创新能力的企业集中；同时，随着食品安全和健康越来越受到重视，调味品相关的国家标准和行业标准会越来越严格，没有资金、技术、创新实力的小企业会被逐步淘汰。在集中度提升的大趋势下，行业内具有规模、品牌、渠道优势的龙头企业将占有更多的市场份额。

图 8：中国调味品行业集中度低



资料来源：Euromonitor，国海证券研究所

图 9：酱油行业 CR6 不足 30%



资料来源：Euromonitor，国海证券研究所

### 2.3、功能细分拉动需求

随着人们对生活品质的追求，消费者对调味品需求也更加多样化，过去消费者基本上是一瓶酱油打天下，随着酱油功能越来越细分（红烧酱油、海鲜酱油、凉拌酱油等），促使消费者购买多瓶酱油来满足烹饪需求，带来酱油购买量上升。当前市场已有面条鲜、凉拌酱油、红烧酱油、蒸鱼豉油、海鲜酱油等细分功能酱油，其中加加凭借面条鲜、李锦记凭借蒸鱼豉油，均获得快速增长。据统计，上海家庭户均拥有两瓶酱油的占比达到 90%，广州、福州、武汉、杭州等地的占比也超过了 50%，是助推酱油等成熟品种人均消费量增长的重要因素。参照日本经验，未来国内酱油还将出现更多功能细分，产品升级仍将持续。

图 10：海天推出的酱油细分产品



资料来源：海天味业官网，国海证券研究所



### 3、卡位主流价格带，稳健增长可期

#### 3.1、酱油消费正稳步升级

酱油是我国传统调味品,也是我国调味品收入规模最大的子品类,具有“小品类、大市场”的特点。2014年我国调味品销售收入达到2649亿元,其中酱醋收入为903亿元,占调味品收入规模达到34%。酱油行业2000年开始处于产量的快速增长期,价格增长较低,基本与通胀水平一致,十年的时间涨幅不到50%,产量增长5倍。产量的增长一方面规模企业占比提升,另一方面由于外出就餐、功能细分化导致人均摄入量增加。价格的上涨主要是成本推动,原材料成本大豆、白砂糖、包材等涨幅较大。目前看,价格仍然保持稳定的3-5%增速,产量增速已经放缓,2014年酱油产量回升,2015年增速再次放缓,产量高增长基本结束,未来逐步向高端化、细分化、品牌化过渡。

图 11: 酱油行业收入

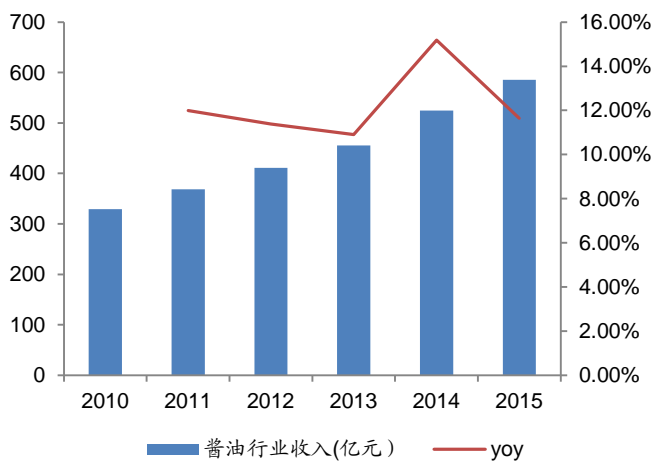
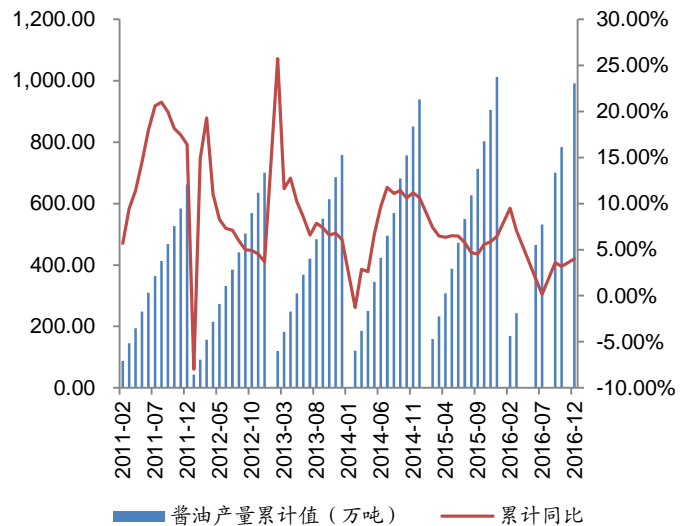


图 12: 酱油行业产量增速放缓

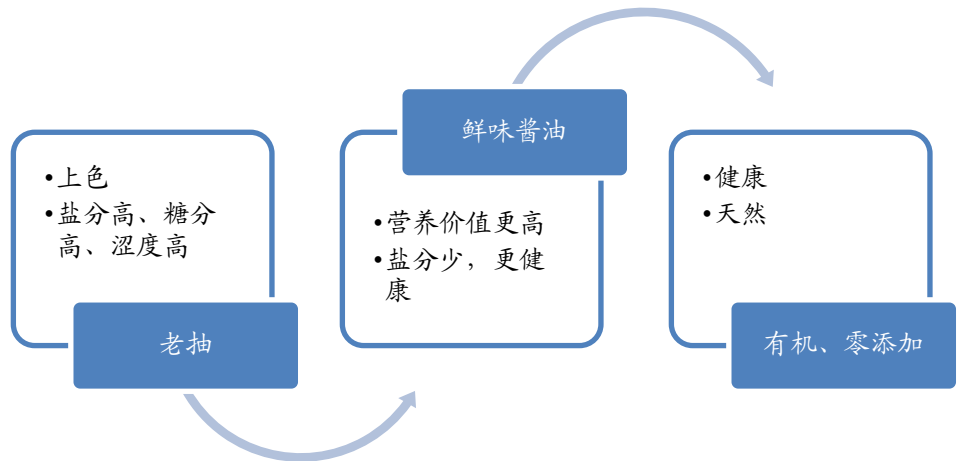


资料来源: Euromonitor, 国海证券研究所

资料来源: wind, 国海证券研究所

我们认为,酱油消费已经从过去的量增时代步入升级时代,酱油消费从老抽向生抽转变,由普通酱油向健康无添加酱油升级。从营养角度看,老抽盐分高、糖分高、湿度高、浓度高,生抽营养价值更高,随着粤菜的全国推广以及广东酱油企业的强势渗透,以生抽为基础的广式鲜味酱油逐渐替代北方的老抽。同时,在经历塑化剂、勾兑山西醋、苏丹红、转基因食品等一系列食品安全问题后,消费者对食品安全日益重视,在选择美味的同时,希望产品更天然更健康,新一轮以“健康”为诉求的消费升级将持续进行,近几年各大公司纷纷推出有机、零添加酱油,比如强调原汁概念的欣和“遵循自然原酿酱油”、加加的“原酿造”,以及强调纯天然酿造及有机原料的欣和“禾然有机酱油”。

图 13: 酱油消费升级路径

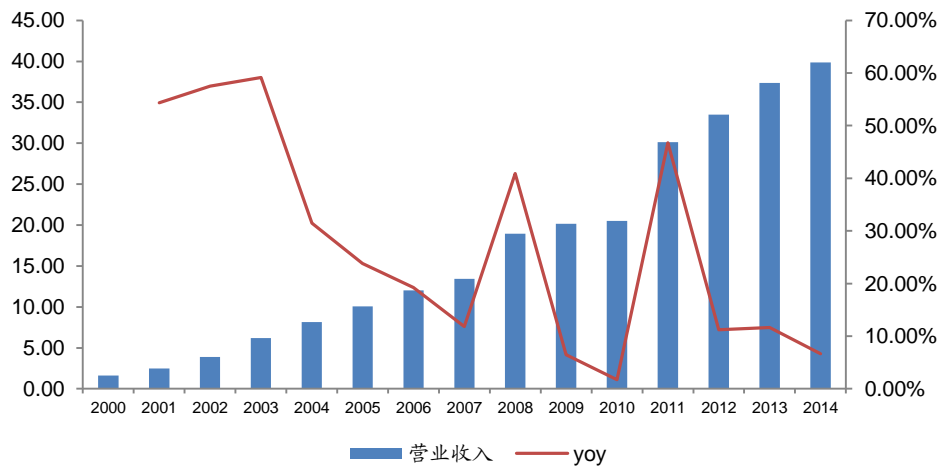


资料来源: 国海证券研究所

### 3.2、主流价格带逐步上移

产品升级其实就是价格带延伸, 每个品类在每个时期一定有主流价格带, 处于这个价格带的产品, 就是主流产品。比如瓶装水行业, 1 元/瓶曾经长期是主流价格带, 现在主流价格带上升到了 3 元/瓶。占领了一个价格带, 就等于占据了一个时代, 一个价格带在相当长时间内是稳定的, 而且主流价格带的销量是最大的。主流价格带是社会需求的“最大公约数”, 是诞生超级大单品的价格带。以老干妈的主打产品风味豆豉和鸡油辣椒为例, 其主要规格为 210g 和 280g, 其中 210g 规格锁定 8 元左右价位, 280g 占据 9 元左右价位, 其他主要产品根据规格不同, 大多也集中在 7-10 元的主流消费区间, 老干妈卡住了此价位带, 同时产品品质好, 性价比高, 销售收入稳步增长, 2016 年销售收入超过 45 亿。

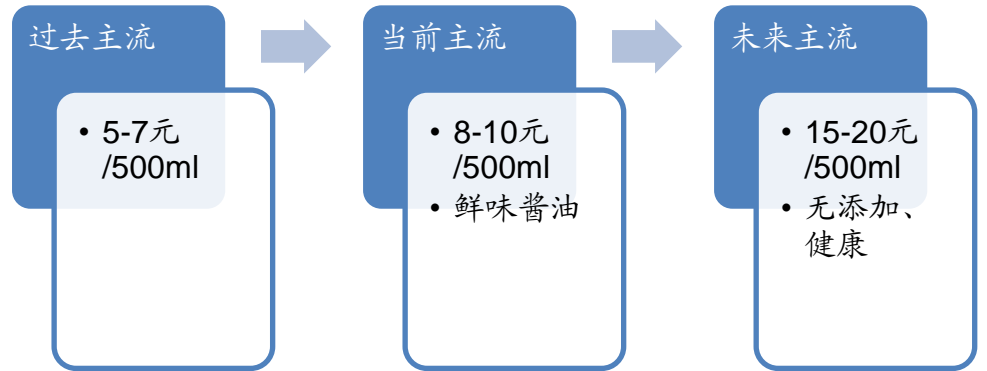
图 14: 老干妈营业收入 (亿元) 持续增长



资料来源: 中国产业信息网, 国海证券研究所

随着鲜味酱油的继续渗透以及国内主流厂商共同主导的价格带上移趋势，酱油消费的主流价格带正从过去的 5-7 元上升到目前 8-10 元，此价格带产品以特级、一级高鲜酱油为主，包括海天特级金标、海鲜酱油、味极鲜，厨邦酱油、东古一品鲜、李锦记精选生抽等。随着人均收入提升，消费者对酱油价格不敏感，很容易由 5-7 元过渡至 8 元以上价格带。

图 15: 酱油目前消费主流价格带 8-10 元



资料来源：国海证券研究所

### 3.3、精准卡位主流价格带

中炬高新酱油销售额占营业收入的 70%，是公司主要收入来源。中炬高新拥有厨邦和美味鲜两大品牌，其中厨邦作为公司主打品牌，目前厨邦品牌占公司销售额的比例达到 90%。公司始终坚持差异化的竞争路线，2001 年推出“厨邦”高鲜度酱油，产品定位中高端，避免了与低端产品的价格竞争，产品性价比突出。公司产品的价格中枢位于 8-10 元，符合当前酱油消费的主流价格带，从厨邦天猫官方旗舰店的数据来看，销量最好的产品都处于 8-10 元价格带。

图 16: 厨邦酱油官方旗舰店销量最好产品都在 10 元左右



资料来源：厨邦天猫旗舰店，国海证券研究所

## 4、打造综合调味品平台

### 4.1、产品多元协同发展

公司调味品以酱油、鸡粉、鸡精、蚝油、食醋、调味酱等为主，拥有厨邦、美味鲜两大品牌，其中厨邦是公司主打品牌，目前厨邦品牌占公司销售额的比例达到90%。公司2001年推出“厨邦”高鲜度酱油，产品定位中高端，避免了与低端产品的价格竞争，而相比同品质的其他品牌产品，公司产品价格又更具有优势，性价比突出。

公司品类不断扩充，打造综合调味品龙头。由于鸡粉、蚝油、下饭酱、拌面酱等产品都属于调味品，和酱油渠道可以共享，可以充分利用已建立起的渠道和品牌优势推出其他产品，快速做大收入，并享受前期费用投入带来的红利。中炬高新除了主力产品酱油外，目前已拥有蚝油、鸡精、鸡粉、醋类、酱类、南腐乳类、味精类、汁类产品系列，2017年4月，公司公告实施阳西美味鲜食品生产项目的投资计划，建成后新增各类调味品及相关食品65万吨（30万吨食用油、20万吨蚝油、10万吨料酒、5万吨醋），达产后公司将充分利用现有渠道资源共享实现多品类协同发展。

图 17：公司除酱油外的其他品类



资料来源：公司官网，国海证券研究所

### 4.2、产能扩张满足需求

中炬高新积极扩大产能，不断开拓调味品的业务市场，于2005年在火炬开发区建设年产50万吨生产基地，并于2010年全面竣工。由于公司品牌效应的作用越来越明显，市场销售份额不断增长，销量逐年提升，产品在各地市场的销售将供不应求，公司现有生产能力已经达到饱和状态。公司果断决策，2012年开始建设阳西生产基地进行扩产，阳西生产基地面积1012亩，建设期为2012年8月至2018年7月，分三期进行建设，2014年6月，公司一期项目正式建成投

产，二期今年投产，三期还未完工。2017年4月，公司继续扩产，公告拟通过下属全资孙公司阳西美味鲜食品有限公司实施新的投资计划，项目总投资为16.25亿元，达产后，将新增各类调味品及相关食品65万吨的生产能力。项目达产后将实现年销售收入48.45亿元，年利润总额4.6亿元，净利润3.4亿元。目前，美味鲜公司已形成了中山生产基地与阳西生产基地遥相呼应的产业布局。

表 1: 2017 年阳西基地新建产能情况

产品	产能	单位
食用油	30	万吨/年
耗油	20	万吨/年
醋	10	万吨/年
料酒	5	万吨/年
总计	65	万吨/年

资料来源：公司公告，国海证券研究所

### 4.3、渠道布局逐步完善

广东、广西、浙江、海南、福建是公司的主销区，东南沿海地区销售收入占公司总收入的比例超过75%。公司根据市场成熟度不同把全国市场划分为五级：广东为一级市场，浙江、海南为二级市场，福建、广西为三级市场，东北华北江西为四级市场，其他地区为五级市场，每级市场根据自身特点制定相应的销售和营销策略，建立各自的产品组合，并实行不同的考核目标和政策。一、二、三级市场收入基数较大、成熟度较高，未来主要采取渠道下沉的策略，一、二级市场下沉到乡镇级，三级市场下沉到县级。对于四、五级市场，公司的渠道覆盖要分别做到地市级和省会级。全国360个地级市，公司经销商覆盖三分之二，未来三年经销商要全覆盖。2016年底，一级经销商有718个，未来3年要实现1000个经销商。

公司渠道主要是餐饮和终端消费，餐饮占20%，终端消费80%。终端消费中农贸市场占50%，大卖场占30%。近年来，我国餐饮业持续保持稳定增长，公司餐饮渠道占比一直较小，仍有很大的提升空间。目前，公司正加大餐饮市场的开拓力度：（1）请专业人士参与厨邦厨师顶级俱乐部，主要是厨艺比赛等活动，比如5月23日在北京举办全国凉菜大赛，由于凉菜具有标准化生产、毛利率高、适合统一推广等优点，对公司提升餐饮渠道帮助较大。（2）聘请厨师顾问，通过顾问推广来带动餐饮发展。

表 2: 公司五级市场划分

市场划分	区域	渠道覆盖情况
一级市场	广东	乡镇级
二级市场	浙江、海南	乡镇级
三级市场	福建、广西	县级
四级市场	东北、华北、江西	地市级、东北部分地区县级
五级市场	其他地区	省会级

资料来源：公司公告，国海证券研究所

## 5、盈利能力仍可提升

### 5.1、毛利率提升空间大

中炬高新毛利率近几年呈上升趋势，2016 年毛利率达到 36.69%，仍低于千禾味业的 40.97%和海天味业的 43.95%。公司酱油吨价约 6300 元/吨，比海天高出 20%以上，比加加高出约 50%，但是毛利率比海天、千禾味业低。一方面和公司的收入体量有关系，另一方面和公司的生产效率有关系，公司阳西新建产能，固定资产折旧较多，但是产能并没有完全释放，拖累公司毛利率水平。

中炬高新的产品定位比海天味业要高，理论上毛利率可以高于海天，海天的毛利率可以达到 45%，公司 2017 年一季度毛利率才 39%，未来毛利率依旧有较大的提升空间。我们认为公司未来毛利率提升主要来自三个方面：（1）公司产品结构持续升级，不断推出高端产品，比如厨邦纯酿酱油，市场销售价格 17.5 元/500ml，产品毛利率较高，随着高端产品占比的不断增加，公司毛利率将进一步提升；（2）规模优势逐步显现，阳西基地全部建成后将新增 46.88 万吨产能，公司总产能将有 80 万吨，随着公司产能的不断提升，规模效应体现，将有利于毛利率上升；（3）生产效率的提升，阳西生产基地比中山生产基地更有效率，2015 年起效率提高，酱油灌装线效率比中山高 50%，未来随着阳西基地全面建成投产，公司生产效率将进一步提升。

图 18：主要调味品公司毛利率比较

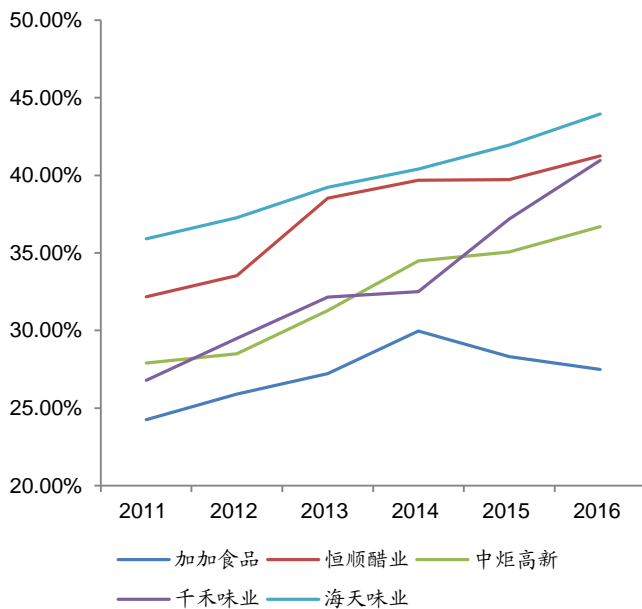
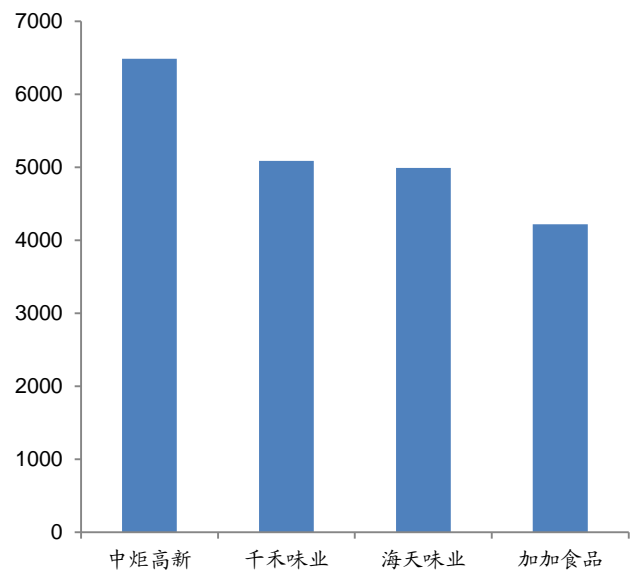


图 19：中炬高新酱油吨价（元/吨）高于同行



资料来源：wind，国海证券研究所

资料来源：公司公告，国海证券研究所

## 5.2、费用率有下降空间

公司 2016 年净利率 12.99%，比海天低 9.83 个百分点，一方面是公司毛利率低于海天，另一方面国企体制下管理费用率比海天高出 6 个多点，比其他竞争对手也高出 5 个百分点以上。预计 2017 年销售费用率将继续提升：一是公司赞助综艺节目“鲜厨当道”，以及其他宣传费用；二是要实现销售增长，市场拓展需要大量市场费用以及人员工资。管理费用相对偏高是公司的短板，主要和公司信息化程度低相关。2017 年启动信息化五年规划，包括供应链、办公、生产地面系统的信息化程度都将提高，逐步减少管理人员数量，降低管理费用率。

图 20：中炬高新净利率低于海天味业

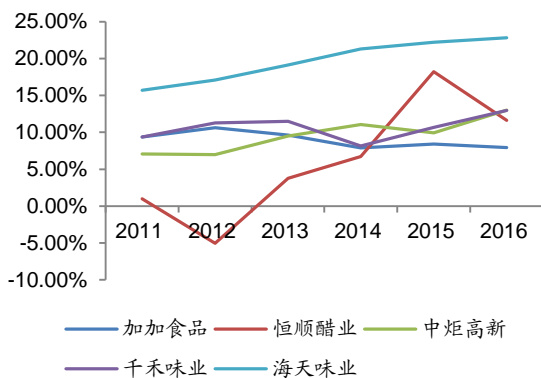
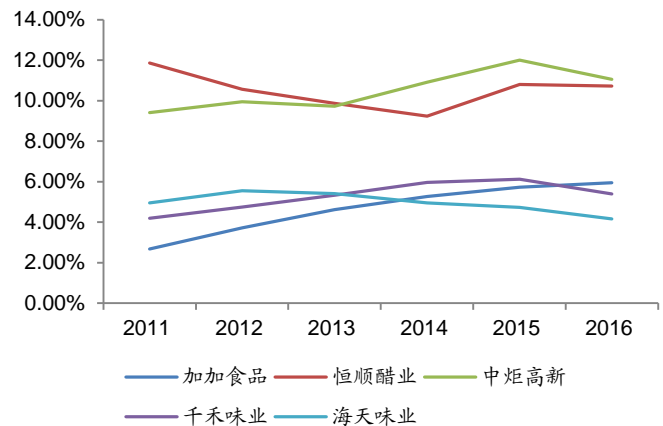


图 21：中炬高新管理费用率高于同行



资料来源：wind，国海证券研究所

资料来源：wind，国海证券研究所

## 5.3、奖金激励提升效率

公司 2014 年推出董事、监事、高管等核心管理人员薪酬与绩效考核管理制度，核心管理人员的绩效年薪（或绩效奖励）以董事会确定的年度经营目标“营业收入、净利润、净资产收益率”按  $(0.2 \times K1 + 0.6 \times K2 + 0.2 \times K3)$  公式计算的加权完成率对核心管理人员全体进行考核（K1 指年度公司营业收入完成率；K2 指年度公司净利润完成率；K3 指年度公司净资产收益率完成率），完成考核目标按公司经审计年度净利润的 5% 计提绩效年薪奖金包进行奖励。

公司 2016 年就核心管理人员发放奖金，中长期业绩保证金由公司暂存，需在考核年度之后的三年按每年三分之一比例发放。2016 年奖金合计 1811.85 万元，受益核心管理人员约 210 人。从分配情况看，总部经营班子、总部及控股企业其他核心管理人员及总部经营班子的中长期业绩保证金占比分别为 30%、25% 及 45%。本年度总经理及副总经理的奖金金额为 85.37 万元及 68.3 万元，同比分别上涨 33.49% 及 33.5%。累计总额（包含 14 年及 15 年长期业绩保证金）分别达到 155.75 万元及 124.61 万元。食品饮料属于充分竞争的消费品行业，上市公司的核心竞争力来自管理、渠道、产品和品牌等方面，一套优秀的公司治理体系很重要，激励机制的完善将调动人的积极性，带来企业长足发展。我们认为公司激励机制逐步完善，薪酬与绩效考核管理制度有助于提升公司经营效率。

表 3: 公司 2016 年奖金发放情况

奖金总额	按经审计年度归属母公司股东净利润的 5% 计提, 根据《制度》确定公司核心管理人员的绩效奖励奖金包总额为 1811.85 万元。
参与人数	核心管理人员约 210 人。
具体分配比例	公司总部经营班子的年度绩效奖励 30%, 公司总部及控股企业其他核心管理人员奖励 25%, 公司总部经营班子的中长期业绩保证金 45%。
具体分配金额	总经理 155.75 万元, 副总 124.61 万元。公司总部及控股企业其他核心管理人员奖金的具体分配方案由经营班子组织考核并确定, 报董事会薪酬与考核委员会备案后执行。

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

## 6、调味品业务估值低

公司在城轨中山站北侧拥有商住地 1906 亩(其中中汇合创房地产公司名下 1353 亩, 中炬高新名下 553 亩), 可开发商住地 1666 亩(中汇合创公司已开发 240 亩)。根据《中山站片区规划》, 中汇合创房地产公司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(学校、文体公园、道路、河涌、绿地等)。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。

公司的地块位于“深中通道”出口城轨中山站北侧, 具有区位优势。“深中通道”起自广州至深圳沿江高速公路机场互通, 接已建的广州至深圳沿江高速公路, 向西跨珠江口, 在中山马鞍岛登陆, 接规划建设的中开高速和中山东部外环高速, 全长约 24 公里。“深中通道”主体工程高速公路项目已开工建设, 预计 5 年内建成, 建成后深圳到中山两地车程缩短到 20 分钟, 中山市将被快速接入周边四大机场及深水港, 交通优势被彻底释放, 中山与深圳两地同城生活将成现实。

图 22: “深中通道”建设规划图



资料来源: 新浪网, 国海证券研究所



公司 660 亩商业用地按 400 万/亩估算，1006 亩配套用地按 100 万/亩估算，公司土地价值保守估计 36 亿元，目前公司市值 146 亿，扣除土地价值后对应调味品市值 110 亿元，预计公司 2017-2018 年调味品业务净利润 4.78 亿、6.05 亿，对应调味品 PE 估值仅 23X、18X，低于行业可比公司。

表 4: 公司土地储备

合计	土地归属	开发情况	用途
1906 亩	中炬高新名下 553 亩	未开发 553 亩	全部用于配套用地
		已开发 0 亩	
	中汇合创名下 1353 亩	未开发 1113 亩	453 亩用于配套用地
		已开发 240 亩	660 亩商业用地 商业用地

数据来源：公司公告，国海证券研究所

## 7、盈利预测与投资建议

公司 2016 年实现营业收入 31.58 亿元，其中调味品业务实现收入 28.95 亿元，占总收入的比例为 91.67%，是公司主要收入来源。考虑到消费升级以及集中度提升，同时酱油消费的主流价格带正从过去的 5-7 元上升到目前 8-10 元，公司产品的价格中枢位于 8-10 元，符合当前酱油消费的主流价格带，公司卡位此价格带，稳健增长可期。因此我们预计公司 2017-2019 年调味品业务收入增长率分别为 19%、17.5%、16%。

假设公司 2017-2019 年销售费用率分别为 9%、9%、9%，2017-2019 年管理费用率分别为 11.50%、11%、11%。

预计 2017-2019 年归母净利润分别为 4.79 亿元、6.05 亿元、7.28 亿元，同比分别增长 32.08%、26.36%、20.45%。

投资建议：基于审慎性考虑，不考虑非公开发行对公司业绩和股本的影响，预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.60 元、0.76 元、0.91 元，对应 PE 分别为 30X、24X、20X，公司受益消费升级和集中度提升，卡位主流价格带，稳健增长可期，盈利能力仍可提升，调味品 PE 估值便宜，维持“买入”评级。

## 8、风险提示

1) 公司非公开发行不确定性。公司非公开发行股票尚未取得中国证监会的核准，能否取得相关的批准或核准，以及最终取得批准或核准的时间存在不确定性。

2) 新品不达预期。公司近期推出 12 款酱料，包括厨邦黄豆酱、海鲜酱、叉烧酱、柱候酱、排骨酱等，预计 8 月可投放市场，新品销售效果存在不确定性。

表 5: 中炬高新盈利预测表 (暂未考虑非公开发行对公司业绩和股本的影响)

2017-07-2										
证券代码:	600872.SH				股价:	18.32	投资评级:	买入	日期:	1
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E	
盈利能力					每股指标					
ROE	12.31%	14.59%	16.25%	17.05%	EPS	0.45	0.60	0.76	0.91	
毛利率	36.69%	39.00%	39.80%	40.50%	BVPS	3.88	4.36	4.99	5.74	
期间费率	21.77%	22.01%	21.22%	20.98%	估值					
销售净利率	11.47%	12.81%	13.83%	14.40%	P/E	40.19	30.43	24.08	19.99	
成长能力					P/B	4.71	4.20	3.67	3.18	
收入增长率	14.48%	18.33%	17.04%	15.63%	P/S	4.61	3.90	3.33	2.88	
利润增长率	46.55%	32.08%	26.36%	20.45%						
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	
总资产周转率	0.67	0.73	0.77	0.79	营业收入	3158	3737	4373	5057	
应收账款周转率	66.82	78.56	78.17	77.73	营业成本	1999	2279	2633	3009	
存货周转率	1.50	1.59	1.60	1.59	营业税金及附加	42	49	58	67	
偿债能力					销售费用	275	336	394	455	
资产负债率	0.37	0.36	0.34	0.32	管理费用	349	430	481	556	
流动比	3.27	3.40	3.56	3.77	财务费用	63	57	54	49	
速动比	1.70	1.78	1.90	2.06	其他费用/(-收入)	126	128	136	139	
					营业利润	467	623	793	959	
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业外净收支	19	19	19	19	
现金及现金等价物	441	648	953	1353	利润总额	486	642	812	978	
应收款项	44	52	60	70	所得税费用	76	100	127	153	
存货净额	1342	1530	1767	2020	净利润	410	542	685	825	
其他流动资产	879	879	879	879	少数股东损益	48	63	80	96	
流动资产合计	2800	3216	3784	4464	归属于母公司净利润	362	479	605	728	
固定资产	1216	1401	1442	1487						
在建工程	243	100	100	100	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	
无形资产及其他	143	159	168	171	经营活动现金流	299	552	670	799	
长期股权投资	49	49	49	49	净利润	410	542	685	825	
资产总计	4911	5384	6001	6727	少数股东权益	290	353	433	529	
短期借款	20	20	20	20	折旧摊销	126	128	136	139	
应付款项	287	327	377	431	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	200	232	271	314	营运资金变动	-254	-118	-148	-157	
其他流动负债	1	1	1	1	投资活动现金流	1	-128	-128	-128	
流动负债合计	855	947	1062	1186	资本支出	-71	-150	-150	-150	
长期借款及应付债券	953	953	953	953	长期投资	-44	-35	-35	-35	
其他长期负债	0	0	0	0	其他	59	0	0	0	
长期负债合计	967	967	967	967	筹资活动现金流	-202	-217	-237	-271	
负债合计	1822	1914	2029	2152	债务融资	-30	0	0	0	
股本	797	797	797	797	权益融资	3	3	3	3	
股东权益	3089	3470	3972	4575	其它	0	-16	0	0	
负债和股东权益总计	4911	5384	6001	6727	现金净增加额	98	206	305	400	

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。

陈鹏，武汉大学金融学硕士，4年证券研究经验，从事食品饮料行业研究。

邓安迪，美国杜兰大学金融学硕士，1年买方行业研究经验，现从事食品饮料行业研究。

## 【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唯一参考因素，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。