

中炬高新(600872)

酱油中的次高端，高成长低估值优质标的 买入(维持)

2017年08月16日

证券分析师 马浩博

执业证书编号: S0600515090002
021-60199762

mahb@dwzq.com.cn

证券分析师 周恺锴

执业证书编号: S0600514070001
zhoukk@dwzq.com.cn

证券分析师 张宇光

执业证书编号: S0600517040003
0755-23945049

zhangyg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,158	3,693	4,417	5,285
同比(%)	14.5%	16.9%	19.6%	19.6%
净利润(百万元)	362	480	645	852
同比(%)	46.5%	32.5%	34.3%	32.1%
毛利率(%)	36.7%	38.4%	39.5%	40.2%
ROE(%)	12.9%	15.7%	18.9%	22.0%
每股收益(元)	0.45	0.60	0.81	1.07
P/E	45.53	30.99	23.07	17.46
P/B	5.89	4.86	4.36	3.84

投资要点

■ **消费升级持续，行业景气度向好。**调味品行业结构升级趋势明显，表现为：1) 品类替换，如味精被高鲜度酱油与 YE 替代；2) 结构升级，估算高端酱油增 15% 还有翻倍空间，高于行业增长，受经济下行影响行业 16 年增速 5%-10%；17 年行业龙头提价，叠加高端餐饮复苏（1-7 月限额以上餐饮增速回升至 8.5% 水平），带动行业营收加速。

■ **品类多元化+渠道完善+区域拓展，阳西再造一个中炬，业绩有望迎来拐点。**美味鲜管理层经营动力充足，调味品多元化扩张+全渠道运营，核心东南五省保持 15% 以上增长；非核心地区增速有望达 30%。阳西基地 65 万吨产能建设后，相当于再造一个中炬高新，公司或将步入高成长新阶段，20%-30% 增长可能成为常态，业绩有望迎来拐点。根据中报业绩预告，估算 1H17 调味品营收增速约 15%-20%，新品推广利于带动下半年营收提速。预计全年调味品营收 35 亿，同比增 20%；归母净利 5.3 亿，同比增 38%。

■ **对比海天：见贤思齐，空间广阔。**厨邦产品结构优于海天（表现为吨价高于海天 18%），毛利率反而低。未来厨邦产能释放后规模效应+技术进步+生产效率提高，均有利于毛利率走强。16 年底推进信息化系统建设，有助于降低管理费用率。对比海天/中炬市值 1124/175 亿，调味品 16 年收入 125/29 亿，吨价 5120/6059 元，预计 17 年两家公司调味品收入增速 16%/20%，利润增速 20%/40%，毛利率 45%/39%，净利率 24%/16%，17 年调味品 PE 分别 32/26 倍，中炬成长空间广阔。

■ **地产：地价上涨，价值重估。**随着深中通道、深茂高铁建设，粤港澳经济区概念提出，中山地区房价涨幅较大，利好公司地产业务。公司在中山城轨北侧有约 1900 亩商住地，中汇合创实际可用于商住开发土地 900 亩，待开发面积 660 亩。16 年中山市平均楼面地价约 4731 元/平，预计 17 年 5000 元/平。地产价值测算：中汇合创（79% 持股）待开发土地约价值 34.8 亿；已开发土地存量房；汇景东方待售按 10% 净利率 3 年折现，净利 0.4 亿，合计地产价值至少 35 亿。如果后续房价持续走高，公司土地价值有望超预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.93
一年最低/最高价	13.30/22.45
市净率(倍)	6.23
流通 A 股市值(百万元)	17,470.25

基础数据

每股净资产(元)	3.66
资本负债率(%)	35.62
总股本(百万股)	796.64
流通 A 股(百万股)	796.64

相关研究

1. 中炬高新：预告业绩符合预期，投资价值日益突显 -20170714
2. 中炬高新：品类扩张+区域拓展+渠道完善 -20170707
3. 中炬高新：主业增长无忧，关注前海变局 -20170601

■ **管理层已有激励机制，前海影响可能接近尾声。** 公司已有绩效考核制度，每年按归母净利润的 5% 提取绩效奖金，可对核心管理人员起到激励作用。考虑到前海在万科等其他权益类资产收益较多，压力相对较小，我们认为前海人寿减持中炬高新概率较低，影响已接近尾声，市场对此的担忧情绪可能已逐步消化。

■ **盈利预测与投资建议：** 预计 17-19 年公司净利+33%、+34%、+32%，EPS 分别为 0.60、0.81、1.07 元。估计 17 年美味鲜净利 5.9 亿元，扣除少数股东权益后净利 5.3 亿元，同比增长 38%。目前公司 175 亿元市值，扣除地产，调味品市值 140 亿元，相当于 17 年 PE 仅 26X，远低于海天 32 倍 PE 水平。我们按照 18 年 30 倍 PE 给调味品估值，对应 207 亿市值，叠加地产，目标总市值约 242 亿元。考虑公司调味品业绩增长确定，中山土地价值提升，同时前海影响已接近尾声，维持“买入”投资评级。

■ **风险提示：** 原料价格上涨风险、经济波动风险、新品推广低于预期风险、前海人寿减持压力已减轻，但仍不排除风险。

目录

1 公司简介：主业调味品，前海人寿大股东	5
1.1 股权结构：前海人寿是公司第一大股东	5
1.2 业务概况：调味品是公司主要收入来源	5
2 调味品：发展前景向好，升级趋势明显	6
2.1 行业 16 年承压，17 年出现向好趋势	6
2.2 调味品升级趋势明显	7
3 中炬高新：调味品主业高成长曙光已现	7
3.1 产品：定位清晰，“三步走”战略多元化扩张	8
3.2 渠道：取长补短，向全渠道运营迈进	10
3.3 区域：按层级发展，阵地式扩张	11
3.4 对比海天：见贤思齐，成长空间广阔	13
4 地产：地价上涨，价值重估	15
5 前海影响可能已接近尾声	16
6 盈利预测与投资建议：	17
7 风险提示：	19

图表目录

图表 1: 公司股权结构.....	5
图表 2: 调味品业务占公司营收 92%.....	6
图表 3: 调味品业务占公司毛利 93%.....	6
图表 4: 2005~2021E 调味品行业终端销售规模及增速..	6
图表 5: 15、16 年酱油商超渠道均价均有提升.....	7
图表 6: 中炬高新近 5 年营收 CAGR 为 16%.....	8
图表 7: 中炬高新近 5 年净利 CAGR 为 30%.....	8
图表 8: 公司规划“三步走”战略.....	8
图表 9: 酱油占调味品收入约 70%.....	9
图表 10: 快消品企业发展三阶段.....	9
图表 11: 阳西基地广东厨邦食品有限公司(2012 年成立) 产能释放计划.....	9
图表 12: 阳西美味鲜公司(2016 年成立)产能建设计划	10
图表 13: 厨邦 7 月订货会重点推广蚝油与酱料新品 ..	10
图表 14: 渠道结构: 流通占比高, 餐饮占比快速提升	11
图表 15: 厨邦通过厨艺比赛、品鉴交流等形式提升客户粘 性.....	11
图表 16: 东南部地区是公司优势区域.....	12
图表 17: 中炬高新成长路径图.....	13
图表 18: 预计 2Q17 营收增 10%, 17 年营收增 20% .	14
图表 19: 中炬高新业绩释放路径图.....	14
图表 20: 16 年厨邦毛利率低于海天 7pct.....	15
图表 21: 16 年厨邦净利率低于海天 9pct.....	15
图表 22: 厨邦酱油吨价高于海天.....	15
图表 23: 中炬高新市值远低于海天味业.....	15
图表 24: 中炬高新股价复盘.....	17
图表 25: 中炬高新营收拆分预测.....	18
图表 26: 预计 17 年中炬高新估值预测情况.....	19
图表 27: 调味品企业估值情况.....	19
图表 28: 中炬高新三年预测财务报表.....	21

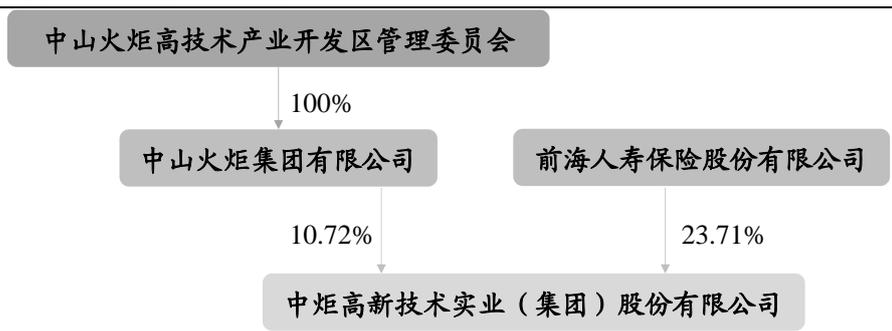
1 公司简介：主业调味品，前海人寿大股东

1.1 股权结构：前海人寿是公司第一大股东

前海人寿二级市场增持成为大股东。前海人寿入驻中炬之前，公司实际控制人与大股东为中山火炬区国资委，持股比例较低（10.7%）。15年4月前海人寿通过二级市场增持方式举牌（持股5%，价格区间15-17元），公司停牌规划重大资产重组；15年9月公告非公开发行草案，拟向前海人寿定向增发45亿，复牌后前海人寿连续增持（9月8日-15日增持至10.1%，价格区间13.34-14.56元；9月18日-22日增持至15.1%；9月25日-29日增持至20.1%），成为公司第一大股东。

由于监管层对于险资收购监管趋严，以及定增新规出台，原有非公开发行方案需重新修订，我们认为新方案重新获批、落地，可能需要较长时间。目前股东结构，前海人寿以23.7%的持股比例成为公司第一大股东。中山火炬高技术产业开发区管理委员会为公司实际控制人。

图表 1：公司股权结构



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2 业务概况：调味品是公司主要收入来源

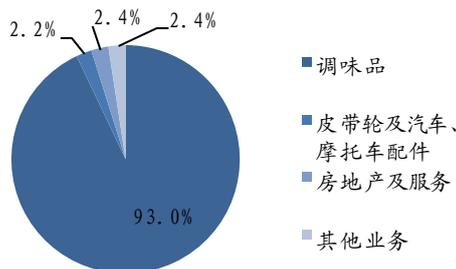
中炬高新涉及到调味食品、房地产开发、工业园区开发管理及汽车配件等多个业务，其中调味品业务占公司总营收的92%，占毛利的93%，是公司主要收入与利润来源。

图表 2: 调味品业务占公司营收 92%



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 3: 调味品业务占公司毛利 93%



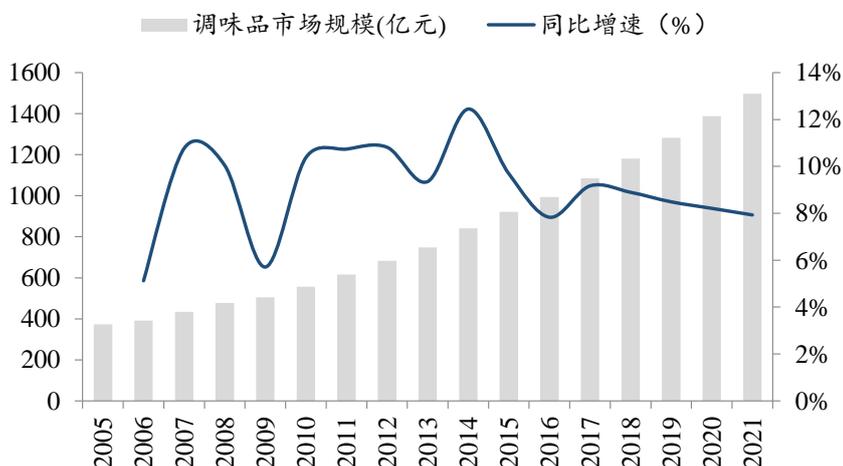
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

2 调味品: 发展前景向好, 升级趋势明显

2.1 行业 16 年承压, 17 年出现向好趋势

调味品及酱料市场 2007-2016 销售额 CAGR 为 9%, 2012-2016 销售额 CAGR 为 8%。高速增长阶段已过, 未来可维持 5%~8% 增速。Euromonitor 数据显示, 2016 年调味品及酱料市场规模 (终端销售额) 为 994 亿元, 同比+8%, 增幅略有下滑, 主要受到经济下滑、消费放缓等宏观环境影响, 调味品行业整体呈现低迷态势。

图表 4: 2005~2021E 调味品行业终端销售规模及增速



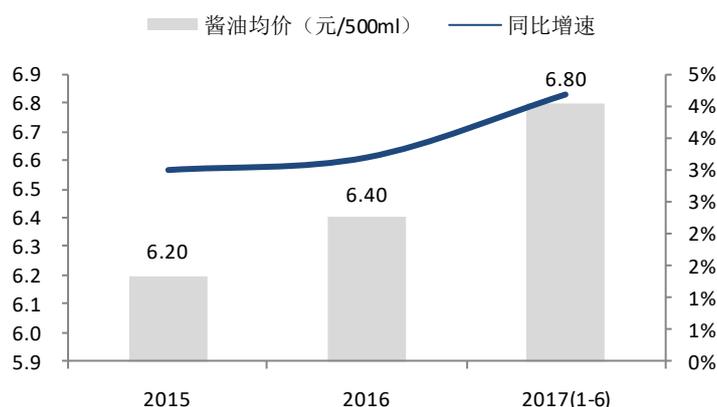
资料来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

17 年以提价为开端, 调味品呈现向好趋势。草根调研了解, 17 年初大型调味品企业出货均有向好趋势: 原因一是 16 年基数较低; 二是受到成本上涨影响, 以海天年初提价为开端, 厨邦、千禾均有跟进动作或计划, 调味品行业出现提价潮; 三是高端餐饮出现恢复性增长。往后看随着产品均价提升、餐饮企稳、消费回暖, 调味品将呈现向好前景。

2.2 调味品升级趋势明显

消费观念与习惯转变，调味品呈现出明显的消费升级趋势。典型两类：一是品类之间替换，如味精需求萎缩，逐渐被高鲜度酱油与YE替代；二是品类内部结构升级，如高品质酱醋占比提升。前者表明板块性变化；后者形成产业趋势与投资机会，高端酱油已逐渐形成细分子市场。从数据来看，由于产品升级，15、16年商超渠道酱油均价同比增3%左右，17年1-6月受到提价影响，均价提升更快。

图表 5: 15、16 年酱油商超渠道均价均有提升



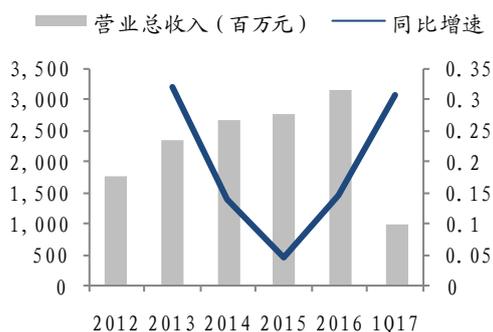
资料来源：全国连锁店超市信息网，东吴证券研究所

从公司角度来看，多家企业推出高端产品。如龙头海天高端产品比例已由三年前30%提升至35%；中炬高新旗下厨邦品牌一直致力于高鲜酱油，规模不断扩张；加加食品产品升级，打造面条鲜与原酿造两个高端单品；千禾以“零添加”系列进行全国扩张；恒顺推出三年陈、六年陈等产品，打造年份醋概念，且新建10万吨高端醋灌装生产线，结构升级趋势确立。

3 中炬高新：调味品主业高成长曙光已现

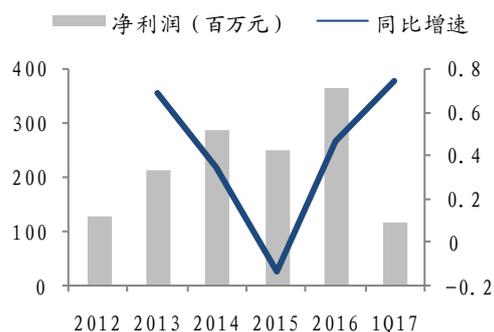
受益于消费升级+渠道拓展+区域扩张，公司保持快速发展，近五年营收、净利CAGR分别16%、30%。往未来看，管理层经营动力充足，调味品多元化扩张+产能释放，相当于再造一个中炬高新，公司或将步入高成长阶段。规模效应+技术进步+生产效率提升，毛利率正逐步向海天靠拢，利润率有望持续提升。

图表 6: 中炬高新近 5 年营收 CAGR 为 16%



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 7: 中炬高新近 5 年净利 CAGR 为 30%



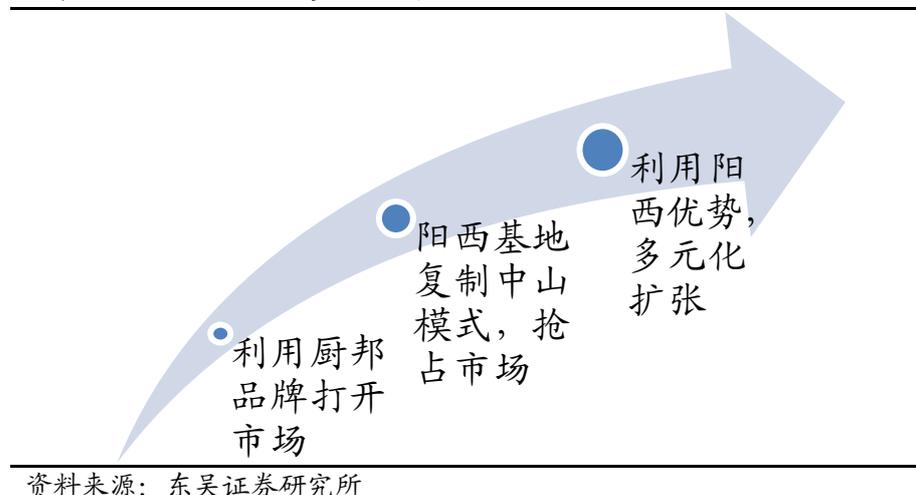
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

3.1 产品: 定位清晰, “三步走”战略多元化扩张

美味鲜产品定位清晰, 中高端路线差异化发展。中炬高新美味鲜旗下“厨邦”酱油走中高端品牌路线, 占酱油收入比重约 90%, 是主销产品; “美味鲜”定位于中低端, 占比约 10%, 在局部市场仍有销售。公司以中高端产品为主, 突出“高鲜味”特征, 走差异化路线。原因在于: (1) 中高端酱油符合结构升级趋势; (2) 避开海天优势产品, 与海天形成错位竞争。

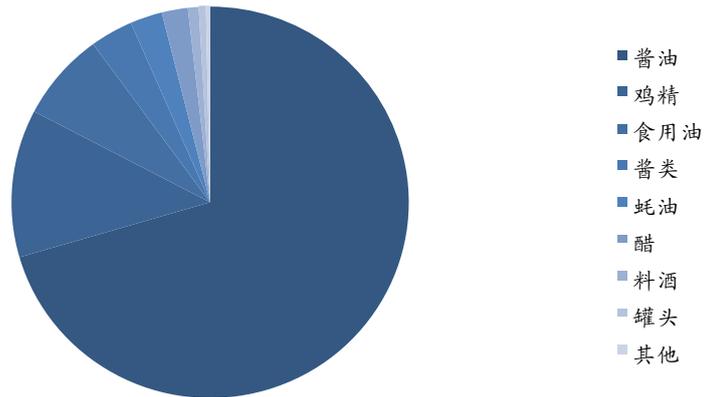
三步走战略已定, 调味品多元化扩张。长期来看, 公司有意把美味鲜经营成为集调味品、厨房佐餐为一体的产品多元化企业。公司规划“三步走”战略: (1) 利用中山基地完成调味品产能扩张, 利用“厨邦”酱油形成品牌打开市场。(2) 利用阳西基地复制中山模式, 以酱油为主、其他调味品为辅, 继续扩大产能, 抢占市场。(3) 通过现有的品牌、网络、渠道等, 利用阳西资源, 进行多元化战略, 发展水产品、农产品等厨房佐餐食品。

图表 8: 公司规划“三步走”战略



酱油品类成熟占比高，小调味品增速较快。根据公告与草根调研情况，我们估算目前公司调味品结构中，酱油占比 70%左右，第二品类鸡精鸡粉约 12%，第三品类食用油约 7%，其他小调味品类（醋、蚝油、料酒等）合计约 10%。酱油品类发展成熟，估计 1H17 约有 15%-20% 增长；鸡精鸡粉品类需求走弱，估计增速 10% 左右，食用油是公司近年重点推产品类，增速 25%-30%，其他小品类如醋、料酒等，基数较低，增速可能超 30%。

图表 9: 酱油占调味品收入约 70%



资料来源：公司公告，草根调研，东吴证券研究所

明晰品类定位，多元化扩张加速。中炬高新正处于快消品企业发展第二阶段初期，即利用酱油形成的品牌与渠道优势，开始品类多元化发展。目前中山基地已经满产，阳西基地 12 年规划 47 万吨产能，已达产近 20 万吨。17 年初公告阳西美味鲜计划新增 65 万吨产能，相当于再造一个中炬高新。

图表 10: 快消品企业发展三阶段

发展阶段	特征
第一阶段	以优势核心单品，打通渠道通路
第二阶段	利用已有渠道通路，开启产品多元化扩张
第三阶段	利用已有平台，通过兼并收购发展壮大

资料来源：东吴证券研究所

图表 11: 阳西基地广东厨邦食品有限公司（2012 年成立）产能释放计划

产量 (万吨)	酱油	鸡精/鸡粉	调味酱	蚝油类	醋汁类	食用油类	合计
2014	5.1	0.31	0.17	0.27	0.11	0.18	6.14
2016	13.46	1.08	0.58	1.15	0.38	0.65	17.3
2018E	22.97	1.98	1.09	2.76	0.73	1.16	30.69
2020E	33.37	3.16	1.71	5.59	1.22	1.83	46.88

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 12: 阳西美味鲜公司 (2016 年成立) 产能建设计划

	蚝油	醋	料酒	食用油
产能 (万吨)	20	10	5	30

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

未来可预期的战略新品: (1) 食用油: 将新建 30 万吨产能, 优势在于: 一是需求量大, 周转率快; 二是渠道间可产生协同效应; 三是后续可形成循环经济: 黄豆先压榨出油, 再变成豆粕酿造酱油, 可节约成本 (若大豆成本计入食用油, 测算酱油每吨约省 800 元, 将提高酱油毛利率约 12pct); (2) 蚝油: 将新建 20 万吨产能, 优势在于毛利率高、市场空间大; (3) 料酒、醋等也具有发展潜力。7 月公司召开新品订货会, 推广蚝油、酱料新品, 效果良好, 未来中炬高新将可能迎来品类多元扩张时期。

图表 13: 厨邦 7 月订货会重点推广蚝油与酱料新品

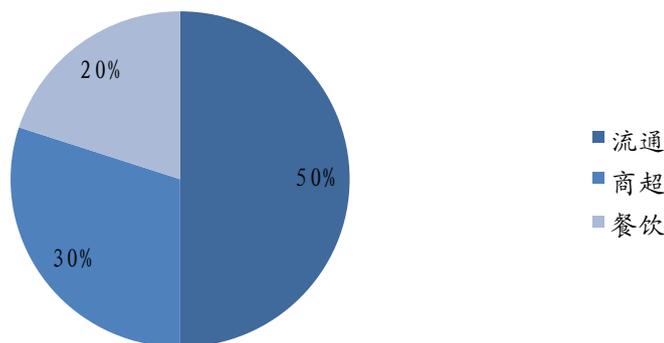


资料来源: 东吴证券研究所

3.2 渠道: 取长补短, 向全渠道运营迈进

从终端消费渠道看, 公司仍以传统渠道 (批发店、士多店等) 为主, 占比 50%, 商超与餐饮渠道分占 30% 与 20%。传统渠道占比高是因为核心地区仍延续了过去大流通时代调味品批发零售渠道; 产品的中高端定位决定了商超渠道的重要地位, 也是未来主力发展渠道; 而餐饮渠道由 13 年的 5%, 提升至当前的 20%, 取得较快发展。餐饮渠道薄弱, 是公司前期的差异化发展战略选择所致。公司新区域的扩张仍将以流通与商超渠道为主, 一方面通过区域扩张与品类增长保证产品销量, 另一方面通过结构升级与品牌溢价保证吨价的提升。量价齐升, 保证公司未来收入增长。

图表 14: 渠道结构: 流通占比高, 餐饮占比快速提升



资料来源: 公司公告, 草根调研, 东吴证券研究所

排它性与综合性是餐饮渠道两大特征。餐饮渠道具有以下特征: 一是强烈排他性 (即用 A 品牌酱油就不会使用 B 品牌), 且为保持菜肴风味统一也不会随意更换, 使得该渠道先发优势非常明显, 这也是海天餐饮强势原因之一; 二是综合性, 餐饮通常喜欢一站式采购多种品类调味品, 因此大型综合调味品企业优势更加明显。打通餐饮渠道核心在于增加与厨师之间粘性。目前行业仍是龙头企业与地方中小企业竞争为主, 餐饮渠道中品牌企业之间竞争并不明显。

完善餐饮薄弱环节, 向全渠道迈进。厨邦餐饮是薄弱环节, 公司采取措施: 一是组织厨邦厨师顶级俱乐部, 通过厨艺比赛等加强与厨师粘性, 统一推广产品; 二是聘请厨师顾问带动餐饮发展。未来将逐步提升商超与餐饮渠道比例。渠道管理方面有强化趋势, 一方面对品类进行可选与必选分类, 根据公司战略引导经销商拿货; 另一方面加强经销商培训, 提升销售软实力。此外公司积极开拓电商渠道, 逐步向全渠道运营迈进。

图表 15: 厨邦通过厨艺比赛、品鉴交流等形式提升客户粘性



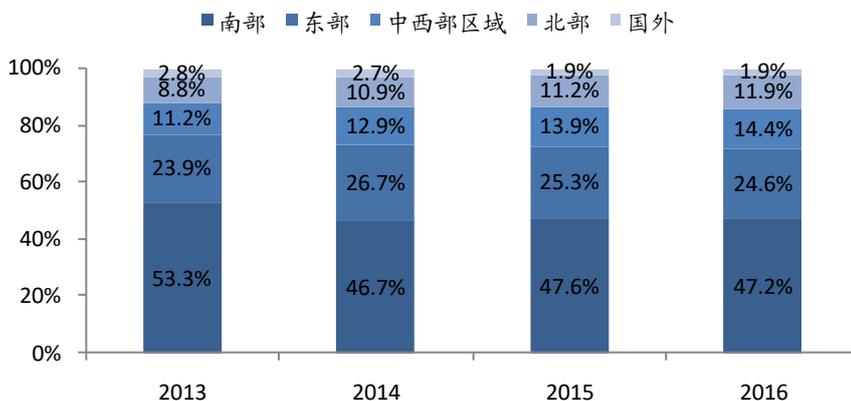
资料来源: 百度新闻, 东吴证券研究所

3.3 区域: 按层级发展, 阵地式扩张

五级市场划分, 东南五省是主销区。美味鲜把全国市场按成熟

度划为：一级区域，广东、海南、浙江；二级区域：广西、福建；三级区域：东北、江西市场；四级区域：北京、天津、上海、河南、河北等中部市场；五级区域：其他市场。一、二级区域所在的东南五省是主销区域，占比 70%以上；三至五级区域基数低、增速快，应是未来重点发展地区。

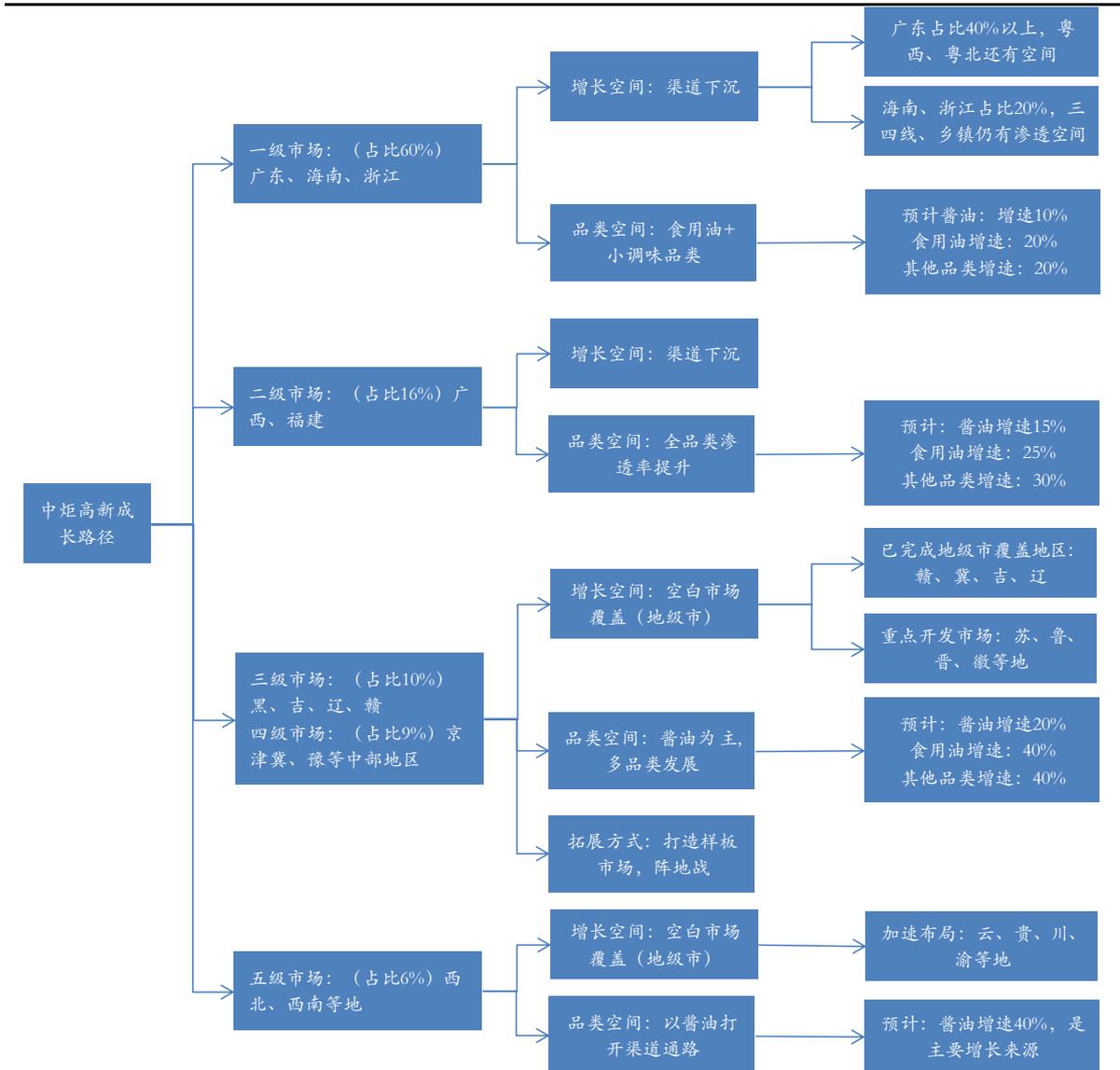
图表 16: 东南部地区是公司优势区域



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

区域策略不同，按层级分别推进。公司区域扩张策略：优先发展沿海城市；重点发展中部与东北；加速推进西南与西北市场，具体来看：一级市场巩固消费量；二级市场提高渗透率；三四级城市由于品牌力不强，需采取根据地市场，以点带面发展。目前近 300 多地级市中，已覆盖约 2/3，未来 3 年实现全覆盖。此外扩大销售人员规模与销售网点，用好经销商力量，共同推动市场开发与终端建设。

图表 17: 中炬高新成长路径图

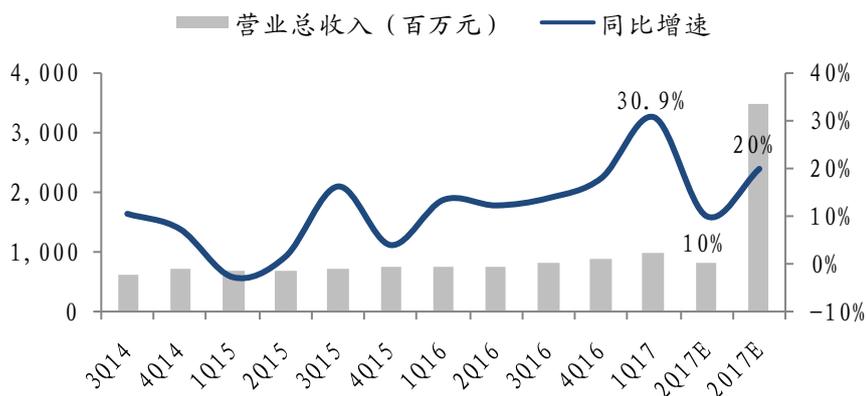


资料来源: 公司公告、草根调研, 东吴证券研究所

3.4 对比海天: 见贤思齐, 成长空间广阔

公司发布业绩预增公告, 预计 1H17 净利增速 45%-55%。估计 1H17 调味品增速约 15%-20%, 2Q17 调味品报表端增速可能在 10% 左右, 相较 1Q17 的 30% 增速下滑, 主因在于年初提价经销商提前备货, 透支部分二季度需求。渠道调研了解到, 5 月份库存已基本调整完成, 提价负面影响基本消除, 当前渠道库存已恢复正常水平。7 月订货会以新品为主效果良好, 估计投放市场后利于带动 2H17 营收提速。预计全年调味品营收 35 亿, 同比增 20%。

图表 18: 预计 2Q17 营收增 10%，17 年营收增 20%



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

与龙头海天仍有差距, 毛利率提升空间大。16 年厨邦毛利率约 37%, 低于海天 7pct, 原因在于: 一是公司品类过多, 分摊成本较高; 二是生产自动化程度、管理水平仍有差距; 三是规模效应不够。厨邦产品结构优于海天 (表现为吨价高于海天 18%), 往未来看厨邦新品毛利率较高, 产能释放后规模效应、技术进步、生产效率提高, 均有利于毛利率走强。预计 17 年毛利率同比提升 1.5pct 至 39% 水平, 逐步向海天靠拢。

信息化程度提升, 管理费用率有望下降。中炬高新 16 年管理费用率 11%, 大幅高于海天 4.2% 水平, 主因信息化程度低, 内部管理成本居高不下。公司已于 16 年底提出信息化建设的五年规划, 通过建立完善的信息化系统、供应链系统, 优化流程来降低管理成本, 提升利润水平。

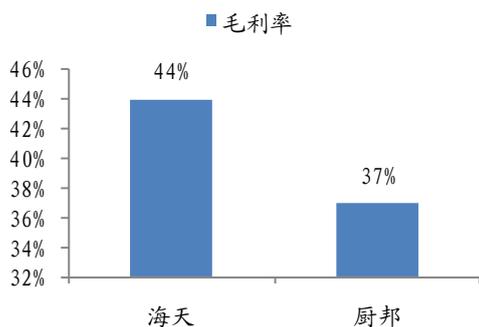
图表 19: 中炬高新业绩释放路径图



资料来源: 公司公告、草根调研, 东吴证券研究所

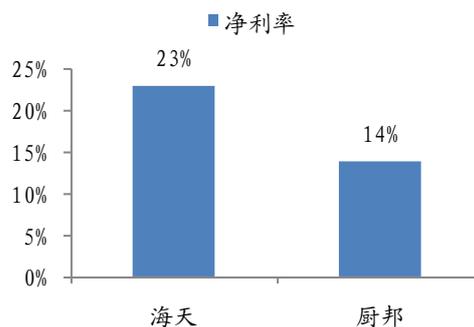
对比海天, 中炬高新利润仍有大幅成长空间。对比海天/中炬市值 1124/175 亿, 二者 16 年调味品收入 125/29 亿, 吨价 5120/6059 元, 预计 17 年收入增速 16%/20%, 利润增速 20%/40%, 毛利率 45%/39%, 净利率 24%/16%, 17 年调味品 PE32/26 倍。相比之下, 中炬仍有大幅成长空间, 投资价值突显。

图表 20: 16 年厨邦毛利率低于海天 7pct



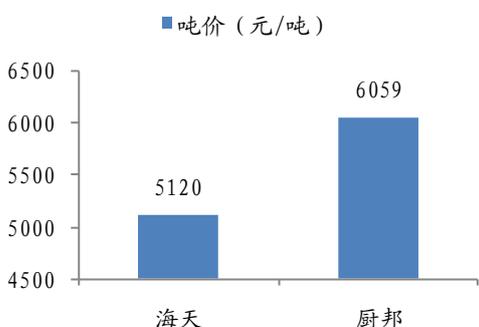
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 21: 16 年厨邦净利率低于海天 9pct



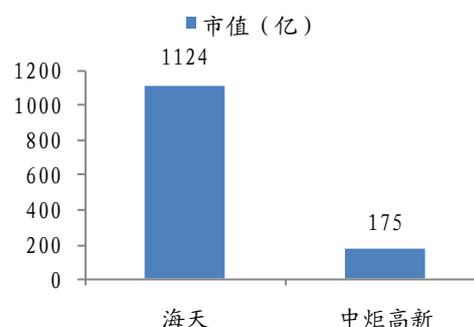
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 22: 厨邦酱油吨价高于海天



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 23: 中炬高新市值远低于海天味业



备注: 市值以 8 月 15 日收盘价计算
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

4 地产: 地价上涨, 价值重估

地产估值方法: 应按照土地重估价值衡量。中炬高新地产业务由旗下中汇合创子公司运营, 主要包括两部分: 存量房(汇景东方一期与二期), 以及未开发的商住用地。公司地产估值, 通常按照土地重估价值衡量, 而非按未来现金流折现。原因在于, 未开发的土地除了建房屋, 政府还要建公路、公园、学校等配套设施, 由于政府《岐江新城片区规划》尚未落实, 公司短期难以有实质动作, 预计未来 7-10 年开发完。因此预计未来短期每年仅有存量房的少量现金流入, 以此来评估, 不足以显示出地产真实价值。因此市场通常会以土地重估价值来计算公司市值。

公司在中山城轨北侧有约 1906 亩商住地, 其中中汇合创 1353 亩, 中炬高新 553 亩, 可开发商住用地共 1666 亩。中汇合创土地全部在《中山站片区规划》范围内, 配套用地 453 亩, 实际可用于

商住开发土地 900 亩，待开发面积 660 亩。中炬高新 468 亩在《中山站片区规划》范围内，全部是配套用地。

土地价值重估，待开发土地至少 35 亿。随着深中通道、深茂高铁建设，粤港澳经济区概念提出，中山地区房价涨幅较大，利好公司地产业务。地产价值测算：（1）未开发土地价值：中汇合创旗下未开发 660 亩，按 2.5 容积率计算，相当于 110 万方。16 年中山市楼面平均地价 4731 元/平，预计 17 年实际楼面价值达 5000 元/平。由于公司地产开发时间不确定，重估时楼面地价按 8 折计算，未开发土地价值 44 亿。中炬高新 79% 持股中汇合创，归属母公司价值约 34.8 亿。（2）已开发存量房：汇景东方一期别墅单价 2 万/平，二期高层 1 万/平，存量房中总待售货值约 6 亿，按 10% 净利率、3 年折现回来，净利 0.4 亿。地产合计价值（未开发土地+存量房）至少 35 亿。如果后续房价持续走高，公司土地价值有望超预期。

粤港澳大湾区概念提出，中山土地价值有望走高。17 年 3 月，李克强总理在政府工作报告中提出，要推动内地与港澳深化合作，研究制定粤港澳大湾区城市群发展规划，发挥港澳独特优势。粤港澳大湾区包括广州、珠海、江门等在内的珠三角核心区的 11 个城市，受益于概念提出，中山市房价持续上行，地价也随之走高，中炬高新在中山土地价值突显。

5 前海影响可能已接近尾声

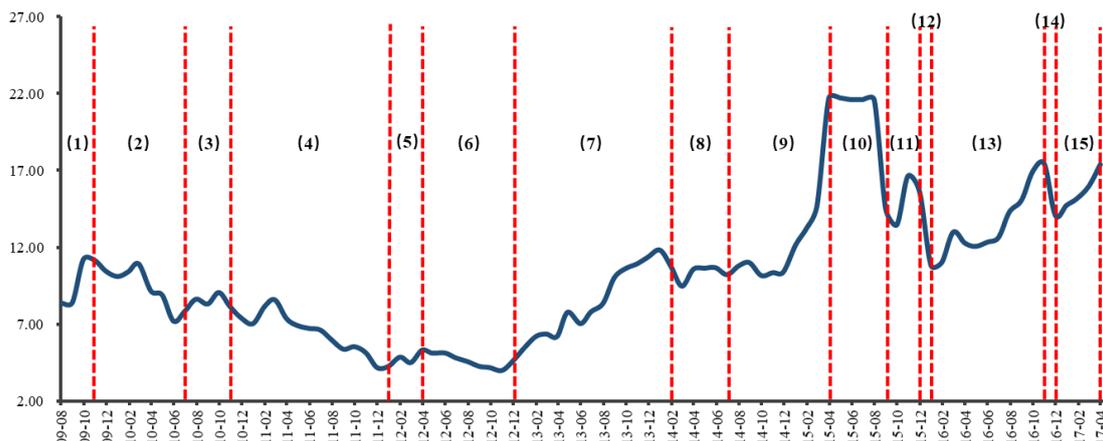
目前公司治理结构：大股东是前海人寿，实际控制人是火炬区国资委，重大事项仍需董事会投票表决。如果前海人寿能够取得实际控制权，大概率会实施股权激励，将有效绑定高管利益。但由于定增方案需要重新修改，且保监会对于险资收购监管趋严，估计新方案距离获批、落地，可能需要较长时间。当下虽然股权激励预期较低，但公司已有绩效考核制度，每年按归母净利的 5% 提取绩效奖金，分发核心管理人员，仍可起到激励作用。

前海影响可能接近尾声，市场担忧情绪已在低点。前海人寿对公司调味品经营层面影响较少，未来贡献可能来自于，一是资金的筹集；二是推动公司外延并购扩张。目前前海人寿对公司影响更多是做为财务投资者，体现在资本市场层面。我们认为前海人寿减持中炬高新概率较低，主要考虑到，一是前海在万科等其他权益类资产收益较多，压力相对较小；二是中炬高新是优质资产，美味鲜盈利性及成长性业内领先，无放弃必要。目前中炬高新董事会中前海人寿只占一席，近期管理层换届，可以关注前海席位的变化。

6 盈利预测与投资建议:

我们复盘中炬高新股价走势及驱动因素,发现公司股价波动受业绩影响较大,15年后由于前海人寿入驻,也会对股价产生影响。往未来展望,随着前海的影响逐渐减小,预计公司仍将回到业绩驱动股价的良性轨道,公司成长性逐步显现,对未来股价也可做乐观展望。

图表 24: 中炬高新股价复盘



序号	涨跌幅	原因
(1)	54.5%	美味鲜三期扩产工程进展顺利,扩大了销售量,是公司前三季度营收增长的主要推动因素
(2)	-44.4%	公司 09 年业绩由于管理费用与营业费用增长而低于预期,房地产项目进度继续低于预期
(3)	38.8%	--
(4)	-61.7%	国家新能源汽车扶持政策仍不明朗,镍氢混合动力汽车有被电动汽车、燃料汽车取代的趋势,市场前景不乐观
(5)	53.6%	--
(6)	-33.2%	一是公司镍氢动力电池项目不达预期(已经终止),二是房地产业绩大幅下降
(7)	221.1%	1、三公消费导致白酒大幅下调,调味品获得市场青睐,包括中炬、恒顺在内,一年时间股价大幅走高。2、上半年中山基地四期扩建工程竣工使得发酵产能成倍扩张;产品结构持续升级
(8)	25.4%	调味品 3、4、5 单月出现波动,市场对于二季度业绩普遍担忧
(9)	134.7%	伴随四季度产能的投放,销售情况有所好转,随着产能利用率提升和规模效应显现,毛利率将继续提升
(10)	-40.3%	1、公司停牌,同期股市迎来牛市;2、4Q14 公司提终端价,未提出厂价,导致终端销售产生负面影响,业绩增速下滑
(11)	38.2%	1、前海人寿在二级市场继续增持,持股比例由 15% 提升至 20%;2、3Q15 业绩略超预期,营收和利润同比均实现两位数增长
(12)	-41.7%	1、股市熔断,市场均在下跌;2、定增方案迟迟未落地,传闻前海定增方案有变
(13)	63.9%	1、中山地价暴涨,深中通道概念;2、2Q16 开始调味品收入和利润

		增长持续超预期，食品饮料牛市，板块有超额收益
(14)	-21.9%	大股东前海人寿被保监会问责
(15)	33.4%	一季度报超预期，之前市场对销售数据好有预期，3月产品提价5-6%，中报预告高增长

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

我们认为调味品 17 年销售收入将有 20% 的增长，带动公司整体营收增 17%。消费升级趋势确立，公司大力发展商超、餐饮渠道配合中高端产品推广，同时阳西基地产能扩张，为调味品收入增长提供保证。分区域看，核心地区渠道下沉，估计可以保持 10%-20% 的增长。非核心地区定点突破，收入增速预计可达 30%-40%。我们预计 17-19 年公司收入分别增长 17%、20% 与 20%。

图表 25：中炬高新营收拆分预测

		2015	2016	2017E	2018E	2019E
调味品	销售收入（百万元）	2,607	2,895	3,475	4,170	5,004
	YOY	12%	11%	20%	20%	20%
	毛利率	35.6%	37.2%	39.0%	39.8%	41.0%
房地产(包括销售和服务)	营业收入（百万元）	44	130	65	71	78
	YOY	-18%	196%	-50%	10%	10%
	毛利率	6.4%	21.6%	33.0%	35.0%	35.0%
汽车配件	销售收入（万元）	60	69	76	84	92
	YOY	-15%	-10%	10%	10%	10%
	毛利率	33.6%	36.5%	36.5%	36.5%	36.5%
其它	销售收入（百万元）	48	64	77	92	111
	YOY	-70%	0%	20%	20%	20%
	毛利率	27%	43%	43%	43%	43%
合计	销售收入（百万元）	2,759	3,158	3,693	4,417	5,285
	yoy	4.4%	14.5%	16.9%	19.6%	19.6%
	平均毛利率	34.9%	36.7%	38.4%	39.5%	40.2%

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

预计 17-19 年公司净利+33%、+34%、+32%，EPS 分别为 0.60、0.81、1.07 元。估计 17 年美味鲜净利 5.9 亿元，扣除少数股东权益净利 5.3 亿元，同比增长 40%。目前公司 175 亿元市值，扣除地产，调味品市值 140 亿元，相当于 17 年 PE 仅 26X，远低于海天 32 倍 PE 水平。我们按照 18 年 30 倍 PE 给调味品估值，对应 207 亿市值，叠加地产，目标总市值约 242 亿元。考虑公司调味品业绩增长确定，中山土地价值提升，同时前海影响已接近尾声，维持“买入”投资评级。

图表 26: 预计 17 年中炬高新估值预测情况

		2016	2017E	2018E	2019E
调味品	销售收入 (百万元)	2,895	3,475	4,170	5,004
	YOY	11%	20%	20%	20%
	归母净利	383	530	689	882
	YOY	-	38%	30%	28%
	目标 PE	-	30	30	30
	目标市值 (亿)	-	159	207	265
房地产 (包括销售和服务)	营业收入 (百万元)	130	65	71	79
	YOY	196%	-50%	10%	11%
	归母净利	16	10	11	16
	YOY	-	-36%	10%	43%
	目标市值 (亿)	-	35	35	35
其他	销售收入 (万元)	134	154	176	202
	YOY	-10%	15%	15%	15%
	毛利率	36.5%	36.5%	36.5%	36.5%
	归母净利	-37	-60	-55	-45
合计	销售收入 (百万元)	3,158	3,693	4,417	5,285
	yoy	14.5%	17%	20%	20%
	归母净利	362	480	645	852
	YOY	46.6%	33%	34%	32%
	目标市值 (亿)	-	194	242	300

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 27: 调味品企业估值情况

	股价	EPS			PE		
		2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
中炬高新	21.8	0.45	0.60	0.81	46.4	26 (剔除地产)	16 (剔除地产)
海天味业	40.96	1.05	1.27	1.47	39.0	32.3	27.9
加加食品	5.88	0.13	0.16	0.19	45.2	36.8	30.9
千禾味业	17.59	0.31	0.5	0.69	56.7	35.2	25.5
恒顺醋业	9.91	0.28	0.33	0.39	35.4	30.0	25.4
均值					45.0	33.8	27.3

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

7 风险提示:

1、原料价格上涨风险: 目前包材同比涨 30%-50%，白糖、大豆均同比上涨。虽然公司已提价应对，如果原料价格上涨超预期，将对利润产生负面影响

2、经济波动风险: 调味品需求相对刚性，与经济环境相关性较大。如果经济下行，消费放缓，调味品也将承压。

3、我们判断前海人寿减持压力大幅减轻，但仍不排除存在风险。

4、新品推广进度低于预期。

图表 28: 中炬高新三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2799.5	4109.0	4435.8	4878.0	营业收入	3158.0	3693.2	4417.3	5284.8
现金	441.4	1537.8	1393.9	1264.2	营业成本	1999.4	2274.2	2671.8	3159.9
应收款项	70.6	93.6	112.0	134.0	营业税金及附加	41.7	48.7	58.3	69.8
存货	1342.2	1526.8	1793.6	2121.3	营业费用	275.4	350.9	418.8	491.5
其他	945.3	950.9	1136.3	1358.5	管理费用	348.9	406.3	490.3	565.5
非流动资产	2111.3	2340.5	2554.4	2758.4	财务费用	63.2	30.1	42.4	47.6
长期股权投资	48.9	48.9	48.9	48.9	投资净收益	45.4	45.4	45.4	45.4
固定资产	1459.4	1693.3	1911.8	2120.3	其他	-7.4	0.0	0.0	0.0
无形资产	143.2	138.4	133.8	129.3	营业利润	467.4	628.4	781.1	995.9
其他	459.9	459.9	459.9	459.9	营业外净收支	18.9	18.9	18.9	18.9
资产总计	4910.9	6449.5	6990.2	7636.5	利润总额	486.3	647.3	800.0	1014.8
流动负债	855.0	2098.8	2274.9	2458.8	所得税费用	76.0	103.6	128.0	162.4
短期借款	50.0	1200.0	1200.0	1200.0	少数股东损益	47.9	63.5	26.9	0.0
应付账款	286.5	362.8	404.5	491.2	归属母公司净利润	362.4	480.2	645.1	852.4
其他	518.5	536.0	670.4	767.5	EBIT	492.6	613.1	778.2	998.2
非流动负债	966.7	966.7	966.7	966.7	EBITDA	614.7	752.5	940.8	1182.8
长期借款	58.6	58.6	58.6	58.6	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
其他	908.2	908.2	908.2	908.2	每股收益(元)	0.45	0.60	0.81	1.07
负债总计	1821.8	3065.5	3241.7	3425.5	每股净资产(元)	3.51	3.84	4.28	4.86
少数股东权益	289.8	324.3	338.9	338.9	发行在外股份(百万股)	796.6	796.6	796.6	796.6
归属母公司股东权益	2799.3	3059.8	3409.7	3872.1	ROIC(%)	10.6%	12.1%	13.7%	15.5%
负债和股东权益总计	4910.9	6449.5	6990.2	7636.5	ROE(%)	12.9%	15.7%	18.9%	22.0%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	36.7%	38.4%	39.5%	40.2%
经营活动现金流	676.7	532.2	527.8	649.0	EBIT Margin(%)	15.6%	16.6%	17.6%	18.9%
投资活动现金流	-404.0	-366.2	-376.5	-388.6	销售净利率(%)	11.5%	13.0%	14.6%	16.1%
筹资活动现金流	-186.0	930.3	-295.2	-390.0	资产负债率(%)	37.1%	47.5%	46.4%	44.9%
现金净增加额	86.8	1096.3	-143.9	-129.7	收入增长率(%)	14.5%	16.9%	19.6%	19.6%
企业自由现金流	346.2	171.4	145.3	246.4	净利润增长率(%)	46.5%	32.5%	34.3%	32.1%

数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

