



**买入**

**32% ↑**

目标价格:人民币 28.70

600872.CH

价格:人民币 21.67

目标价格基础:34倍 18年市盈率

板块评级:增持

# 中炬高新

## 受益戴维斯双升效应，市值成长空间巨大

消费升级推动调味品行业量价齐升，公司位列行业第一梯队也将受益行业整合，随着大股东风波逐渐平息，公司产品销售和内部挖潜都可提速，17-19年业绩弹性高，扣除房地产价值，中炬17年市盈率28倍，对比海天17年市盈率33倍，仍然相对便宜。预计中炬高新17-19年每股收益分别为0.64、0.83、1.03元/股，分别同比增40%、31%、23%。净利高增速叠加估值提升，中炬高新将受益戴维斯双升效应，市值增长空间巨大，我们给予调味品业务18年市盈率30倍，对应1年目标价28.70元，首次评级给予买入。

### 支撑评级的要点

- **从行业看**，消费升级推动调味品行业量价齐升，行业集中度提升、大品牌整合是未来趋势，最新公布的海天中报业绩继续印证行业消费升级逻辑，中炬高新位列行业第一梯队，也将最大程度受益“消费升级+行业整合”新机遇。
- **从公司看**，对比海天味业，中炬高新毛利率与费用率挖潜空间巨大、品类多元化与全国化拓展空间足。阳西基地新产能不断释放，生产规模和效率有望持续提升，业绩弹性高。随着大股东风波逐渐平息，管理层激励到位，17-19年中炬高新业绩将持续高速增长。
- **从估值看**，扣除房地产价值，中炬高新17年市盈率28倍，仍然相对便宜。截至2017年8月18日，海天味业市值为1,131亿元，中炬高新为173亿元，若扣除房地产价值33亿元，中炬市值不到海天1/8，净利高增速叠加估值提升，中炬高新有望受益戴维斯双升效应，市值增长空间巨大。

### 评级面临的主要风险

- 大股东前海人寿退出、新产能投产速度不及预期、竞争加剧。

### 估值

- 预计中炬高新17-19年每股收益分别为0.64、0.83、1.03元/股，分别同比增40%、31%、23%。我们给予调味品业务18年市盈率30倍，对应1年目标价28.70元，首次评级给予买入。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	2,759	3,158	3,756	4,442	5,173
变动(%)	4	14	19	18	16
净利润(人民币 百万)	247	362	509	664	818
全面摊薄每股收益(人民币)	0.310	0.455	0.638	0.834	1.027
变动(%)	(13.8)	46.5	40.4	30.6	23.1
市场预期每股收益(人民币)			0.610	0.768	0.958
全面摊薄市盈率(倍)	69.8	47.6	33.9	26.0	21.1
价格/每股现金流量(倍)	171.9	53.5	46.3	32.4	24.7
每股现金流量(人民币)	0.13	0.41	0.47	0.67	0.88
企业价值/息税折旧前利润(倍)	38.0	27.9	21.8	16.8	13.7
每股股息(人民币)	0.163	0.208	0.292	0.381	0.470
股息率(%)	0.8	1.0	1.3	1.8	2.2

资料来源: 公司数据及中银证券预测

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	53.9	23.5	31.0	45.9
相对上证指数	49.7	20.9	25.2	40.6

发行股数(百万)	797
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	17,263
3个月日均交易额(人民币 百万)	139
净负债比率(%) (2017E)	6
主要股东(%)	
前海人寿保险股份有限公司—海利年年	20

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券  
以2017年8月18日收市价为标准

### 相关研究报告

《食品饮料行业周报: 优质食品股还有较大空间, 重点关注中炬高新和伊利股份》2017.8.21

《食品饮料行业周报: 食品可攻, 白酒可守》2017.8.14

《食品饮料行业周报: 白酒趋势向好、估值合理, 食品重点关注中炬高新》2017.8.7

《食品饮料行业周报: 竞争结构改善、跳跃式消费升级, 继续推荐白酒》2017.7.17

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料

汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号 S1300517040002

## 目录

<b>公司概况：调味品第一梯队，大股东风波渐平</b> .....	<b>5</b>
调味品主业快速增长，房地产增值空间巨大.....	5
大股东风波逐渐平息，奖金包惠及核心骨干.....	6
<b>调味品行业：消费升级+行业整合，新机遇显现</b> .....	<b>9</b>
消费升级+餐饮复苏，行业有望量价齐升.....	9
行业集中度低，大品牌整合是未来趋势.....	10
酱油是全行业核心品类，其他品类空间广阔.....	11
成本上涨促提价潮出现，领先企业有能力转嫁成本压力.....	12
<b>调味品业务：快速奔跑，挖潜跃升</b> .....	<b>13</b>
消费升级+行业整合+多品类拓展，铺就美味鲜公司腾飞基石.....	14
打造健康食品，品牌宣传突出天然理念.....	16
新产能逐步释放，生产规模与效率有望持续提升.....	17
“五级市场”已见成效，未来着力拓展餐饮渠道.....	19
<b>房地产：“大湾区+深中通道+岐江新城”三位一体助推</b> ....	<b>21</b>
<b>对标海天，中炬挖潜空间大，业绩弹性高</b> .....	<b>23</b>
吨价更高，毛利率可追海天.....	23
费用率存在挖潜空间.....	24
目前销售区域集中于东南五省，全国化拓展空间足.....	26
成长速度更快，营收与净利高速增长.....	27
<b>盈利预测与投资评级</b> .....	<b>28</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>29</b>
<b>研究报告中所提及的有关上市公司</b> .....	<b>31</b>

## 图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 中炬高新营收及同比增速 (2010-1Q17) .....	5
图表 2. 中炬高新归母净利及同比增速 (2010-1Q17) .....	5
图表 3. 2016 年中炬高新主营业务构成.....	6
图表 4. 2016 年中炬高新毛利构成.....	6
图表 5. 韶能股份变更为无控股股东和实际控制人的分析 .....	6
图表 6. 美味鲜公司归母净利及同比增速 (2014-2016) .....	7
图表 7. 中炬高新股权结构 .....	8
图表 8. 调味品行业零售规模 (2001-2017E) .....	9
图表 9. 城镇人口比例 (2000-2016) .....	9
图表 10. 城镇居民可支配收入 (2003-1H17) .....	9
图表 11. 全国餐饮收入 (2011-2017.1-7) .....	10
图表 12. 限额以上企业餐饮收入 (2011-2017.1-7) .....	10
图表 13. 2016 年国内调味品市场份额 (按公司划分) .....	11
图表 14. 2016 年国内调味品市场份额 (按品牌划分) .....	11
图表 15. 2016 年调味品各子行业零售规模.....	11
图表 16. 调味品各子行业零售规模同比增速 .....	11
图表 17. 调味品各子行业零售销量同比增速 .....	12
图表 18. 调味品各子行业零售价格同比增速 .....	12
图表 19. 调味品行业上市公司提价情况 .....	12
图表 20. 美味鲜公司调味品产品品牌销量占比.....	13
图表 21. 美味鲜公司产品品种.....	13
图表 22. 中炬高新酱油产品销量 (2011-2016) .....	14
图表 23. 中炬高新鸡精鸡粉产品销量 (2011-2016) .....	14
图表 24. 国内酱油行业零售规模 (2011-2017E) .....	15
图表 25. 国内酱油行业竞争格局 .....	15
图表 26. 厨邦食用油系列 .....	16
图表 27. 调味品行业处于天然调味品阶段.....	16
图表 28. 厨邦酱油文化博物馆外观.....	17
图表 29. 厨邦酱油文化博物馆二层体验区.....	17
图表 30. 美味鲜公司总体产能进度测算.....	17

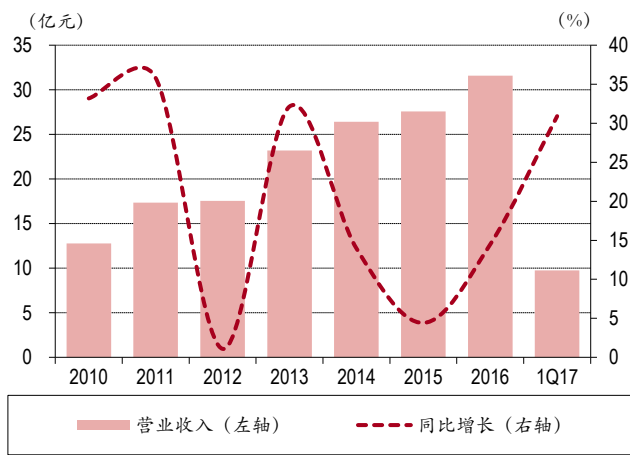
图表 31. 美味鲜公司酱油产能变化.....	18
图表 32. 美味鲜阳西食品生产项目达产后产品产能 .....	18
图表 33. 美味鲜阳西食品生产项目主要经济指标.....	18
图表 34. 2016 年中炬与海天酱油业务毛利率对比.....	19
图表 35. “五级市场” 战略.....	19
图表 36. 调味品行业上市公司渠道建设.....	19
图表 37. 中炬高新分地区营收占比.....	20
图表 38. 产品最终使用的销量占比.....	20
图表 39. 深中通道使中山至深圳时间缩短为 20 分钟.....	21
图表 40. 中炬高新中山站北侧商用地使用情况.....	21
图表 41. 中山市与深圳市房价走势 (2016.7-2017.7) .....	22
图表 42. 汇景东方房价走势 (2016.7-2017.7) .....	22
图表 43. 中炬待开发土地与待售商品房估值 .....	22
图表 44. 2016 年海天与中炬调味品业务毛利率.....	23
图表 45. 2016 年海天与中炬酱油产品毛利率 .....	23
图表 46. 2016 年各公司酱油产品平均吨价.....	23
图表 47. 中炬与海天酱油产品平均吨价 (2011-2016) .....	23
图表 48. 厨邦酱油配料表.....	24
图表 49. 海天酱油配料表.....	24
图表 50. 中炬与海天管理费用率对比 (2010-1Q17) .....	25
图表 51. 中炬与海天销售费用率对比 (2010-1Q17) .....	25
图表 52. 中炬与海天广告费用对比 (2012-2016) .....	25
图表 53. 中炬与海天广告费用率对比 (2012-2016) .....	25
图表 54. 中炬与海天财务费用率对比 (2010-1Q17) .....	26
图表 55. 2016 年海天与中炬调味品业务收入.....	26
图表 56. 2016 年海天与中炬分区域收入.....	27
图表 57. 2016 年海天与中炬分区域收入占比 .....	27
图表 58. 海天与中炬营收同比增速 (2010-1Q17) .....	27
图表 59. 海天与中炬归母净利同比增速 (2010-1Q17) .....	27
图表 60. 调味品上市公司 17 年上半年业绩比较.....	27
图表 61. 中炬高新盈利预测关键假设 .....	28
损益表(人民币 百万).....	30
资产负债表(人民币 百万).....	30
现金流量表(人民币 百万).....	30
主要比率 (%).....	30

## 公司概况：调味品第一梯队，大股东风波渐平

### 调味品主业快速增长，房地产增值空间巨大

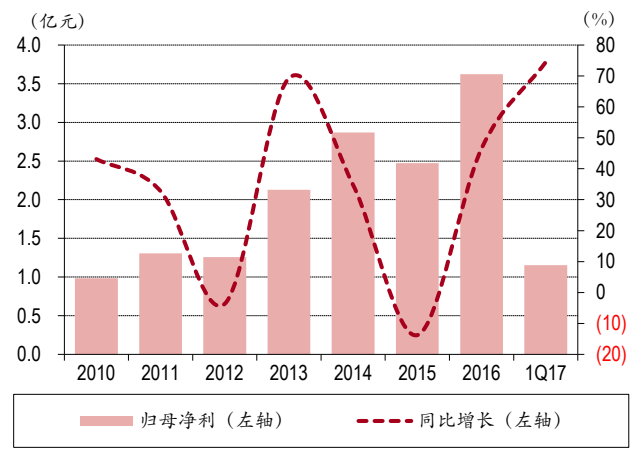
中炬高新旗下子公司美味鲜公司位列国内调味品行业第一梯队，中炬营收从2010年12.8亿元增至2016年31.6亿元，CAGR为18.6%，归母净利润从2010年1.0亿元增至2016年3.6亿元，CAGR高达26.8%，根据16年年报，公司17年业绩指引为营业收入同比增长12.29%，归母净利润同比增长16.73%，根据草根调研，我们认为实际增速可能会更快，预计全年营收增速可保持20%左右，净利增长更快，预计同比增40%+。我们认为，消费升级将推动调味品行业量价齐升，公司位列行业第一梯队也将受益行业整合，随着大股东所受冲击逐渐平息，公司产品销售和内部挖潜都可提速，17-19年业绩弹性高。

图表1. 中炬高新营收及同比增速 (2010-1Q17)



资料来源：万得，中银证券

图表2. 中炬高新归母净利润及同比增速 (2010-1Q17)



资料来源：万得，中银证券

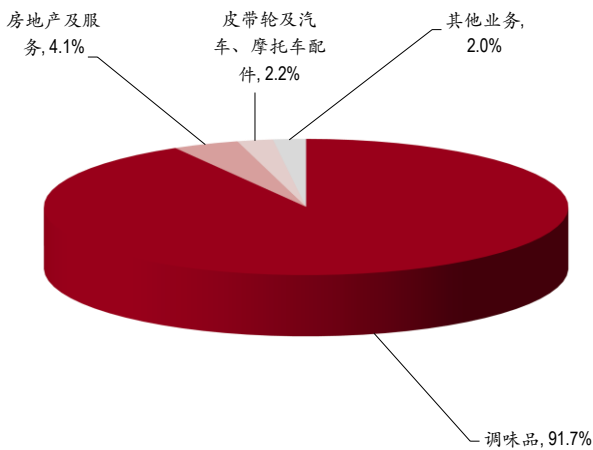
中炬高新主营业务主要包括调味品、房地产及服务、皮带轮及汽摩配件三个板块：

(1) **调味品业务**由子公司美味鲜公司经营。无论是从营业收入还是毛利角度来看，调味品业务都是中炬高新最核心的收入来源，2016年调味品业务收入占比91.7%，毛利占比93.0%。根据16年年报，调味品业务收入中，酱油业务收入占比70%，鸡精鸡粉业务收入占比10-15%，其他调味品占比10-15%。

(2) **房地产及服务业务**涉及房地产业务与物业出租业务，2016年公司房地产业务结转营收0.92亿元，实现物业租赁及其他收入0.37亿元。公司在中山站北侧区域共拥有商用地1,906亩，其中240亩已开发，剩余1,666亩可开发商住地，受益“粤港澳大湾区+深中通道+岐江新城规划”三位一体叠加融合，房地产增值空间巨大。最保守测算估计，目前归属于母公司的房地产价值至少33亿元。

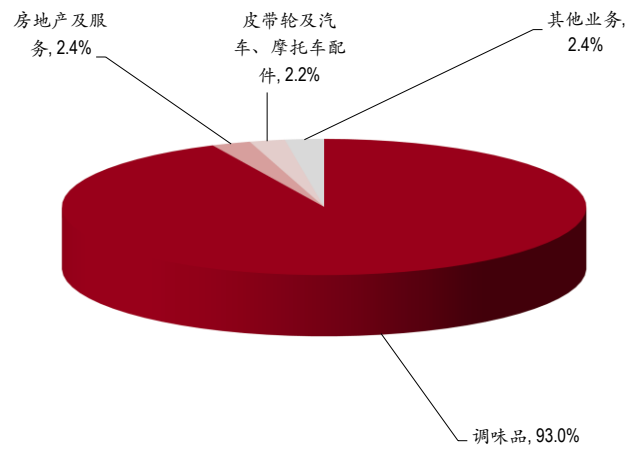
(3) **皮带轮及汽车、摩托车配件业务**由子公司中山中炬精工机械有限公司经营，营业收入与毛利占比都很低，16年都为2.2%，对总体业绩影响不大。

图表3. 2016年中炬高新主营业务构成



资料来源：万得，中银证券

图表4. 2016年中炬高新毛利构成



资料来源：万得，中银证券

### 大股东风波逐渐平息，奖金包惠及核心骨干

大股东风波逐渐平息，我们判断前海人寿退出是小概率事件。中炬高新原先第一大股东为中山火炬集团，由中山火炬高技术产业开发区国有资产管理委员会 100%控股。2015 年 4 月起，前海人寿持续通过二级市场增持中炬高新，根据公司公告及前海人寿公告，前海人寿为中炬高新第一大股东，持股比例达 24.92%。公司目前实际控制人仍为中山火炬高技术产业开发区国有资产管理委员会，公司现管理层中，大股东前海人寿有 1 位董事和 1 位常务副总经理，我们估计新一届董事会人选仍在商谈中。随着风波逐渐平息，我们判断大股东前海人寿可优先变现的资产较多，退出中炬高新是小概率事件。

我们认为韶能股份无实际控制人模式可能对中炬高新具有参考意义。机制设置更为灵活，未来董事会换届落地后，稳定高效的管理团队能够进一步激发公司潜力，实现提速发展。

图表5. 韶能股份变更为无控股股东和实际控制人的分析

#### 具体分析

- A. 韶能股份不存在持股 50% 以上的控股股东；
- B. 韶能股份不存在可以实际支配上市公司股份表决权超过 30% 的股东；
- C. 韶能股份不存在通过实际支配上市公司股份表决权能够决定公司董事会半数以上成员选任的股东；
- D. 韶能股份不存在依其可实际支配的上市公司股份表决权足以对公司股东大会的决议产生重大影响的股东。

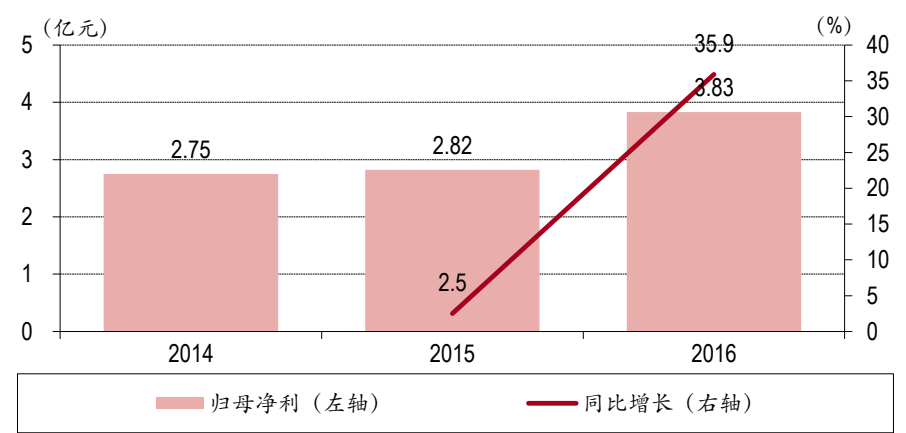
资料来源：公司公告，中银证券

注：上述从股权结构角度进行分析

奖金包惠及核心骨干，董事会换届落地后有望进一步理顺激励机制。2014 年开始，公司实行核心管理人员薪酬与绩效考核，根据公司公告，2016 年公司核心管理人员绩效奖励奖金包总额为 1,811.85 万元（按经审计年度归属母公司股东净利润的 5% 计提，核心管理人员约 210 人），惠及核心骨干。其中，45% 提取为中长期业绩保证金，由公司暂存，当年度的业绩保证金在考核年度之后的三年按每年三分之一的比例发放，有助于实现长效激励。同时，我们认为未来董事会换届落地后公司有望进一步理顺激励机制。

阳西基地一期投产，二期基本建成，产能就位，规模效应将显现。2012年8月开始建设的美味鲜厨邦食品阳西生产基地是中炬高新子公司广东厨邦食品有限公司的项目，且广东厨邦食品有限公司20%股份由战略投资者北京朗天慧德投资管理有限公司持有。根据公司公告，朗天慧德公司是由投资界专业人士，基于共同的理念成立的专业投资管理机构。公司成立于2011年12月，注册资本2,000万元。公司主要负责人曾任职于深圳市万科财务顾问公司、联合证券有限责任公司、深圳机场（集团）有限公司、广发北方证券有限公司、长盛基金管理公司及北京泰达瑞顿投资管理公司。随着阳西基地一期投产、二期基本建成，产能就位，规模效应将显现，根据公司公告测算，美味鲜公司15年归母净利同比增速仅2.5%，而16年高达35.9%，我们判断未来美味鲜公司归母净利可持续快速增长，预计17-19年分别同比增41%、27%、22%。

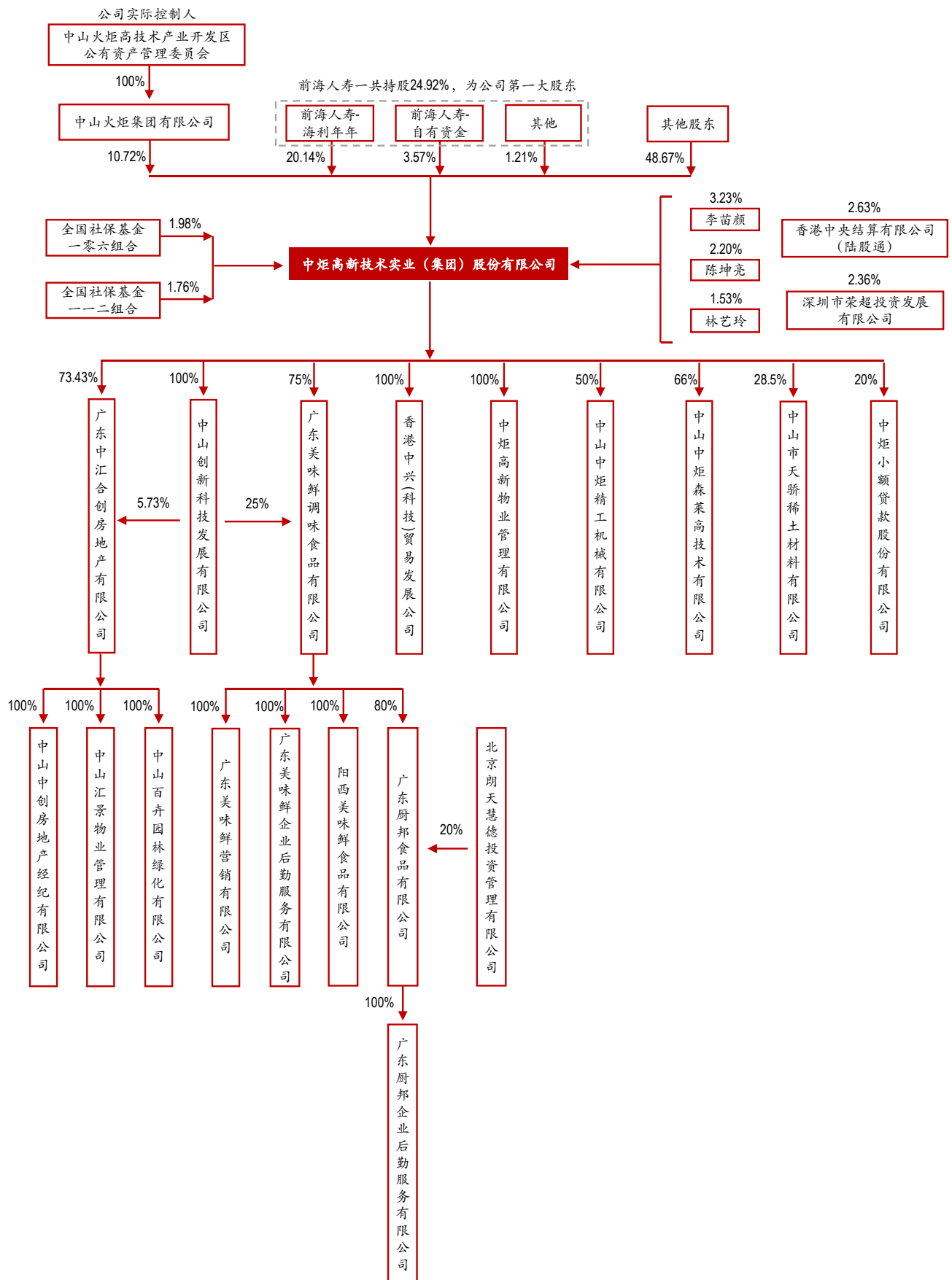
图表6. 美味鲜公司归母净利及同比增速（2014-2016）



资料来源：公司公告，中银证券

我们认为，即使定增方案最后不能落地，对中炬高新整体影响不大，无需担忧。2017年上半年证监会、保监会陆续推出多项监管新规，根据公司2017年7月24日在上证e互动的回答，公司定增计划尚未上报国资委，所以也尚未向证监会提出申请。

图表7. 中炬高新股权结构



资料来源: 公司公告, 企查查, 中银证券

注: 截至2017年一季度

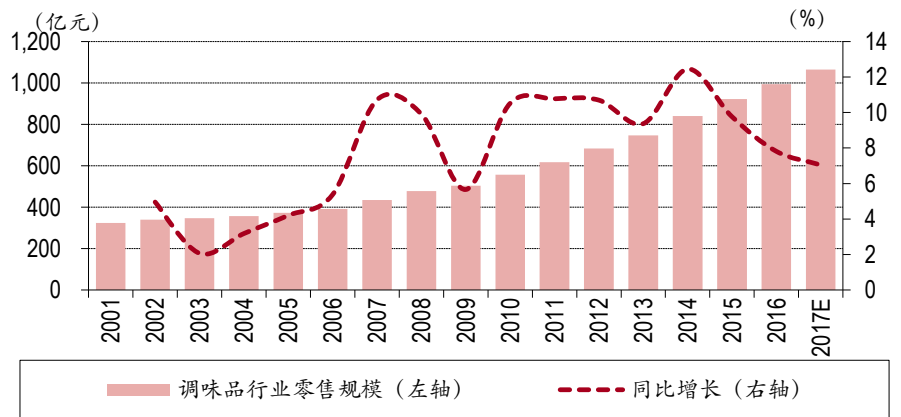


## 调味品行业：消费升级+行业整合，新机遇显现

### 消费升级+餐饮复苏，行业有望量价齐升

根据 Euromonitor 数据, 2016 年国内调味品行业零售规模为 994 亿元 (Euromonitor 口径未纳入醋类等品类), 同比增 7.8%, Euromonitor 预计 2017 年突破千亿, 达 1,064 亿元, 同比增 7.0%, 保持中高速增长。国内调味品行业需求主要来源于家庭消费、餐饮、工业用三个方面。

图表8. 调味品行业零售规模 (2001-2017E)

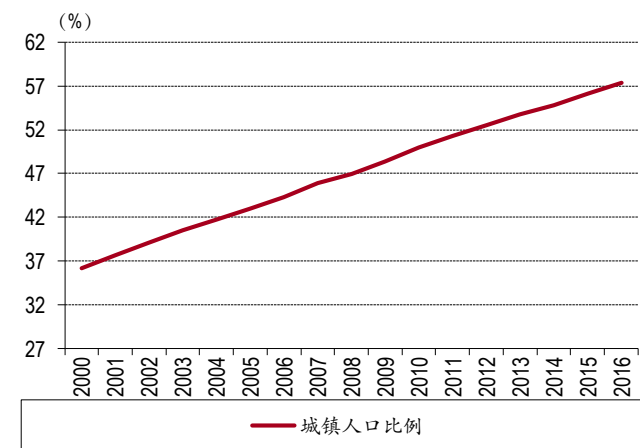


资料来源: Euromonitor, 中银证券

注: Euromonitor 口径未纳入醋类等品类

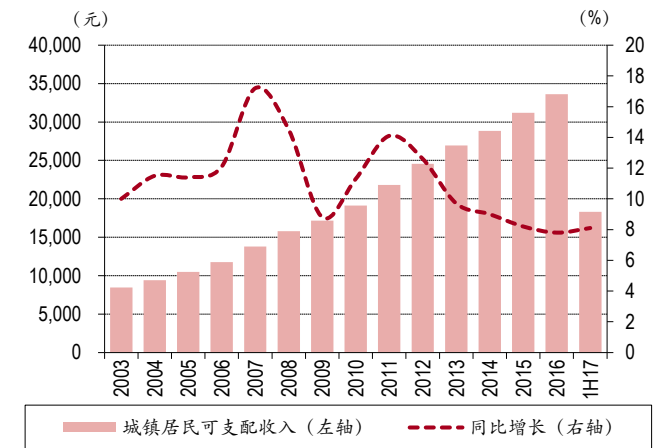
**家庭消费：消费升级大背景下，居民收入水平提高与健康意识增强助力调味品行业量价齐升。**我们认为消费升级存在两个层次：(1) 伴随着城镇化进程，大量农村人口进入城市，开始接受并且认可城市的生活方式，原先不消费或者很少消费品牌调味品的消费者，开始形成消费习惯，产生消费增量。(2) 随着居民收入水平提高，中产阶级人口数量不断增加，人们越来越注重生活品质，健康意识增强，消费者倾向选择高端纯天然调味品，推动调味品行业价格上升。根据国家统计局数据，城镇居民可支配收入呈持续增长态势，2006-2016 年 CAGR 达 11.2%。最新公布的海天中报业绩继续印证行业消费升级逻辑，高端酱油销量占比持续上升助力海天调味品业务营收同比增 18.8%。

图表9. 城镇人口比例 (2000-2016)



资料来源: 国家统计局, 中银证券

图表10. 城镇居民可支配收入 (2003-1H17)



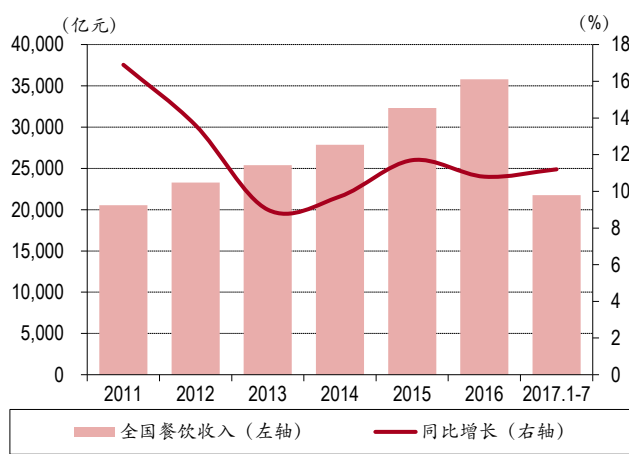
资料来源: 国家统计局, 中银证券

**餐饮：**经历 13-14 年低点后，15-17 年餐饮业持续回暖，驱动调味品行业实现中高速增长。

13-14 年，受中央“八项规定”影响，高端餐饮业规模直线下滑，整体餐饮业同比增长放缓。根据国家统计局数据，2013 年与 2014 年限额以上企业餐饮收入分别同比减 1.8% 和同比增 2.2%，对比 2011 年与 2012 年的增速 19.7% 和 12.9%，增速直线下滑。2013 年与 2014 年全国餐饮收入分别同比增 9.0% 和 9.7%，2010 年以来同比增速首次低于双位数。

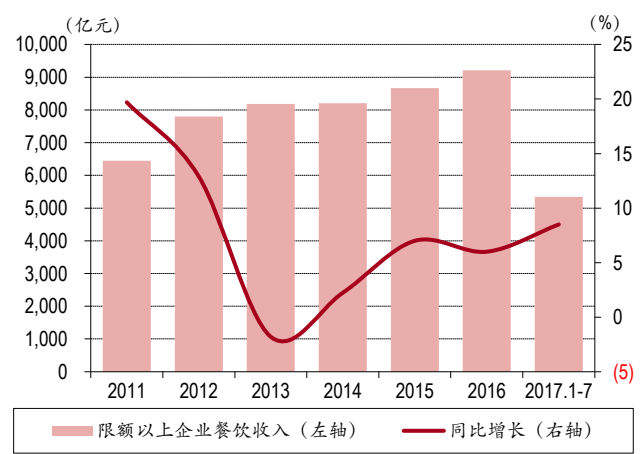
15 年开始，伴随高端餐饮向大众餐饮转型、O2O 外卖服务兴起、以及高端餐饮自身逐渐复苏，餐饮行业持续回暖。根据国家统计局数据，全国餐饮收入分别同比增 11.7% 和 10.8%，重新回到双位数增长；2017 年 1-7 月继续保持双位数增长，同比增 11.2%，餐饮行业持续回暖趋势明显。

图表11. 全国餐饮收入 (2011-2017.1-7)



资料来源：国家统计局，中银证券

图表12. 限额以上企业餐饮收入 (2011-2017.1-7)



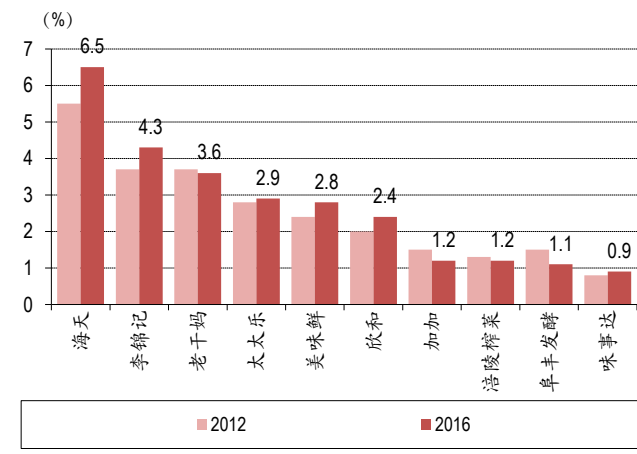
资料来源：国家统计局，中银证券

**工业用：**食品安全是消费者关注重点，食品制造企业为了保证产品质量与安全，选用的工业用调味品将出现品牌化、高端化趋势，未来有望成为调味品行业的重要增长点。

### 行业集中度低，大品牌整合是未来趋势

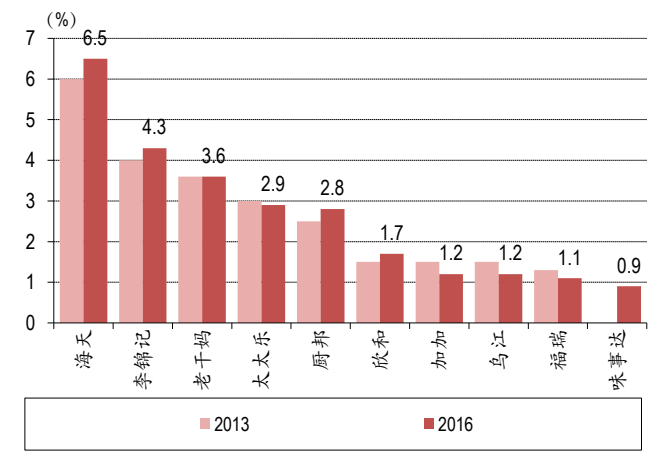
**大品牌整合是未来趋势，行业集中度大幅提升可期。**国内调味品行业集中度低，16 年以前行业相对处于竞争初期，集中度提升速度较慢。根据 Euromonitor 零售端口口径，按公司划分，2016 年 CR10 为 26.9%，较 2012 年提升 1.4pct；按品牌划分，2016 年 CR10 为 26.2%，较 2013 年提升 0.4pct。随着调味品市场日益成熟，叠加消费升级大背景，我们认为大品牌整合是行业未来发展趋势，行业集中度大幅提升可期。

**美味鲜公司位列调味品行业第一梯队，将受益行业整合。**根据 Euromonitor 零售端口口径，按公司划分，中炬高新旗下美味鲜公司 2016 年市场份额位列第 5，达 2.4%；按产品划分，美味鲜公司核心品牌厨邦 2016 年市场份额同样位列第 5，达 2.5%。美味鲜公司作为调味品行业第一梯队成员，且在高端领域已拥有优势品牌“厨邦”，消费升级大背景下行业大品牌整合，将显著利好中炬高新调味品业务。

**图表13. 2016年国内调味品市场份额（按公司划分）**


资料来源：Euromonitor，中银证券

注：Euromonitor 零售端口口径未纳入醋类等品类

**图表14. 2016年国内调味品市场份额（按品牌划分）**


资料来源：Euromonitor，中银证券

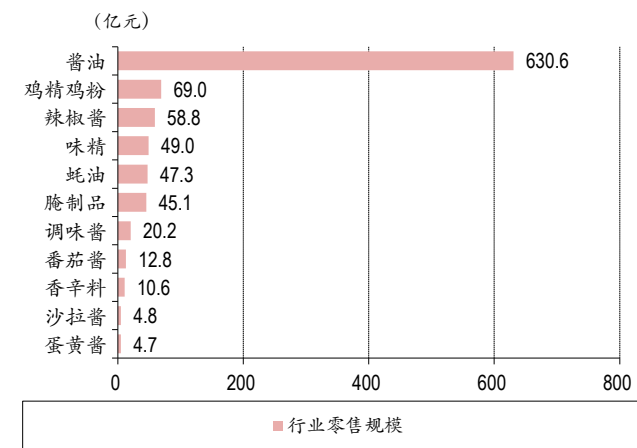
注：Euromonitor 零售端口口径未纳入醋类等品类

### 酱油是全行业核心品类，其他品类空间广阔

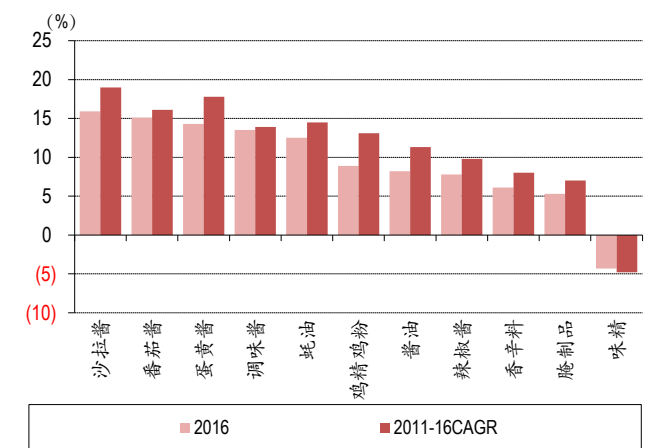
**酱油是全行业核心品类，保持稳定增长。**根据 Euromonitor 零售端口口径，2016年酱油行业零售规模达630.6亿元，远高于其余调味品子行业（皆不足百亿）；同时，虽然酱油行业近年增速有所放缓，但销量相对稳定增长与价格提升仍然推动酱油行业在大体量的情况下实现稳定增长，2016年行业零售规模同比增速8.2%，2011-16年CAGR 11.3%。

**健康意识增强与西式餐饮方式影响，助力沙拉酱、番茄酱、蛋黄酱成为增长最快品类。**根据 Euromonitor 零售端口口径，沙拉酱、番茄酱、蛋黄酱16年零售规模同比增速分别高达15.9%、15.1%、14.3%，且呈现量价齐升态势。但是这三种品类主要由国外品牌垄断，国内企业短期内难言突破。

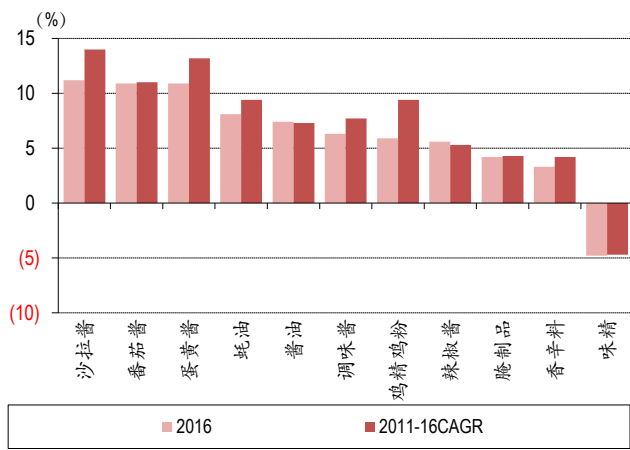
**传统非酱油品类增速较高，空间广阔，国内企业更具优势，受到国外品牌冲击相对较小。**根据 Euromonitor 零售端口口径，传统非酱油品类蚝油、调味酱、鸡精鸡粉2016年零售规模同比增速分别12.5%、13.5%、8.9%，增速较高，未来空间仍然广阔。与沙拉酱、番茄酱、蛋黄酱这些西式调味品不同，蚝油、调味酱、鸡精鸡粉作为传统调味品，国内企业具有先发优势，消费者品牌忠诚度较高，广阔空间的机会更多属于国内企业。

**图表15. 2016年调味品各子行业零售规模**


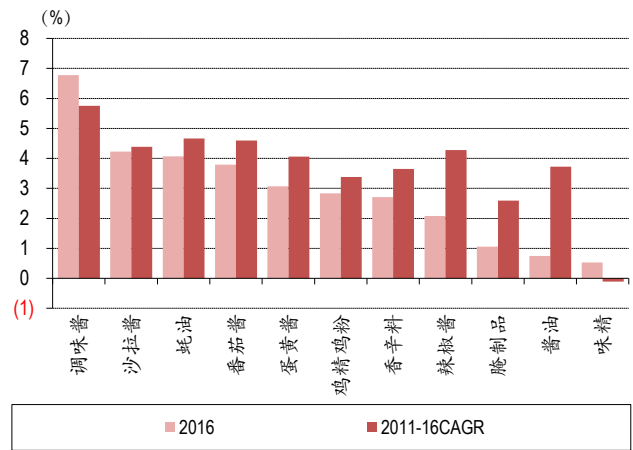
资料来源：Euromonitor，中银证券

**图表16. 调味品各子行业零售规模同比增速**


资料来源：Euromonitor，中银证券

**图表17. 调味品各子行业零售销量同比增速**


资料来源: Euromonitor, 中银证券

**图表18. 调味品各子行业零售价格同比增速**


资料来源: Euromonitor, 中银证券

### 成本上涨促提价潮出现, 领先企业有能力转嫁成本压力

成本上涨促使 17 年上半年行业出现提价潮。调味品行业主要成本包括黄豆、面粉、白糖、食盐、包材、运输费用等。16 年下半年以来, 白糖、包材、运输成本均有较大幅度上涨, 行业企业集体通过提价方式转嫁成本压力。根据草根调研, 海天味业自 2017 年 1 月起对酱油、蚝油、调味酱等主要品类产品进行提价, 出厂价提价幅度 5% 左右; 2017 年 3 月, 中炬高新旗下美味鲜公司对美味鲜及厨邦产品整体调整提价, 出厂价提价幅度为 5-6%; 随后 2017 年 4 月, 千禾味业也跟进, 全线产品出厂价提价 8% 左右。

**图表19. 调味品行业上市公司提价情况**

公司简称	时间	提价情况
海天味业	2017 年 1 月	出厂价提价幅度 5% 左右
中炬高新	2017 年 3 月	出厂价提价幅度 5-6%
千禾味业	2017 年 4 月	出厂价提价幅度 8% 左右

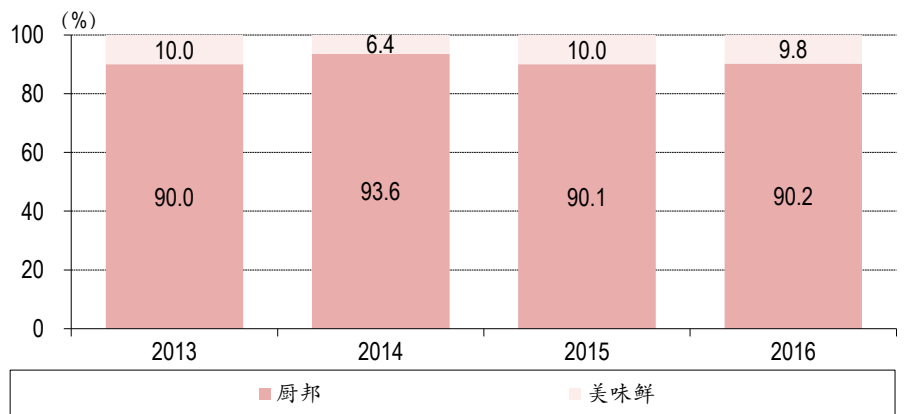
资料来源: 草根调研, 中银证券

调味品需求受提价影响较小, 有利于领先企业转嫁成本压力。调味品作为生活必需品, 单价不高, 单次购买可使用时间较长, 因而消费者对提价的敏感度相对较低, 尤其是对于领先品牌。因而, 具有品牌效应的领先企业可以通过提价应对成本上涨。

## 调味品业务：快速奔跑，挖潜跃升

公司调味品业务由子公司广东美味鲜调味食品有限公司经营，根据公司公告，美味鲜公司旗下拥有“厨邦”和“美味鲜”两大品牌，其中“厨邦”产品约占全部调味品销量的90.22%；调味品产品涵盖酱油、鸡精鸡粉、食用油、蚝油、食醋、腐乳、调味酱、味精和鸡汁九大系列，约110个品种、221种规格。其中，酱油收入占比70%、鸡精鸡粉占比10-15%，其他调味品占比10-15%。

图表20. 美味鲜公司调味品产品品牌销量占比



资料来源：公司公告，中银证券

图表21. 美味鲜公司产品品种

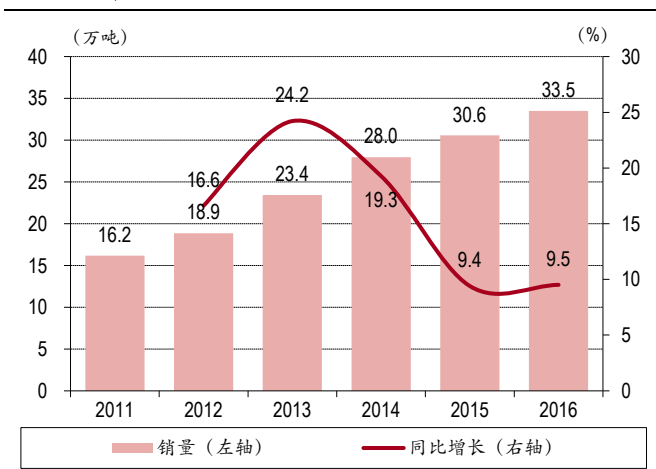


资料来源：公司官网，中银证券

### 消费升级+行业整合+多品类拓展，铺就美味鲜公司腾飞基石

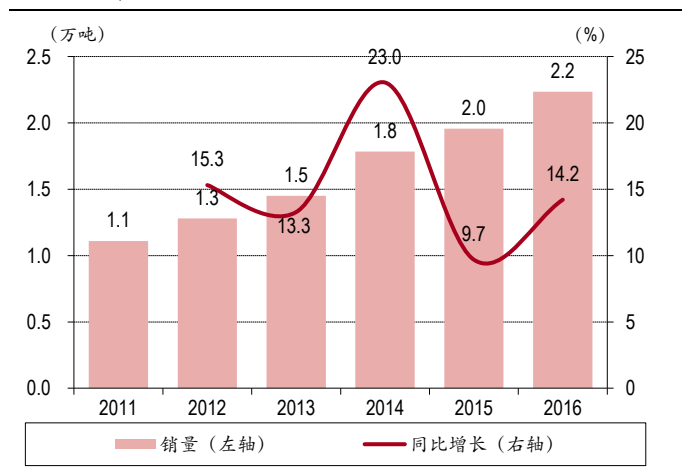
高端化、健康化是未来发展方向，美味鲜公司实现量价齐升。美味鲜公司以酱油为第一品类，鸡精鸡粉为第二品类，进行重点发展。未来消费升级大背景下产品结构升级将成为未来酱油行业持续发展的重要动力。美味鲜公司旗下酱油以中高端品牌“厨邦”为主，主打“晒足180天”的健康天然理念，且产品以更为健康的低盐、低添加剂的生抽为主。在酱油行业整体增速略有放缓的情况下，美味鲜公司酱油销量同比增速不降反升，2016年同比增9.5%，同比提升2.4pct。此外，美味鲜公司鸡精鸡粉16年销量2.2万吨，同比增长14.2%，同比提升4.5pct，稳步增长，主打“厨邦鸡粉原味鲜”健康概念。因而，我们认为美味鲜公司的酱油与鸡精鸡粉业务将持续受益调味品行业高端化、健康化发展趋势，实现量价齐升。

图表22. 中炬高新酱油产品销量（2011-2016）



资料来源：公司公告，中银证券

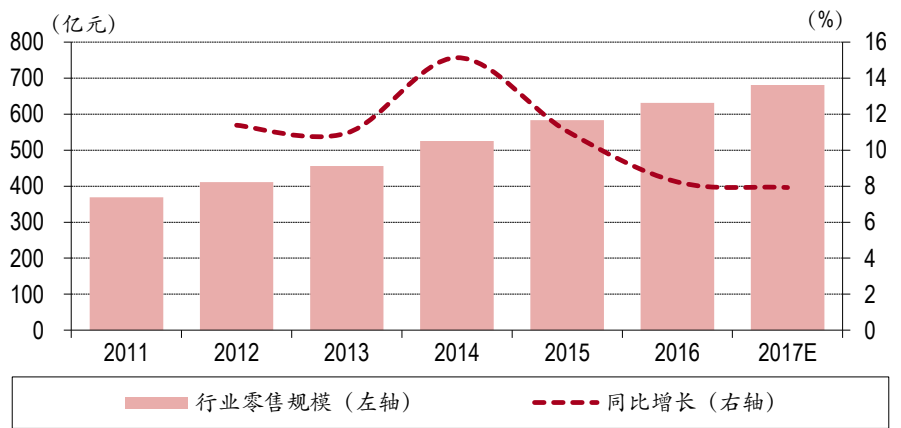
图表23. 中炬高新鸡精鸡粉产品销量（2011-2016）



资料来源：公司公告，中银证券

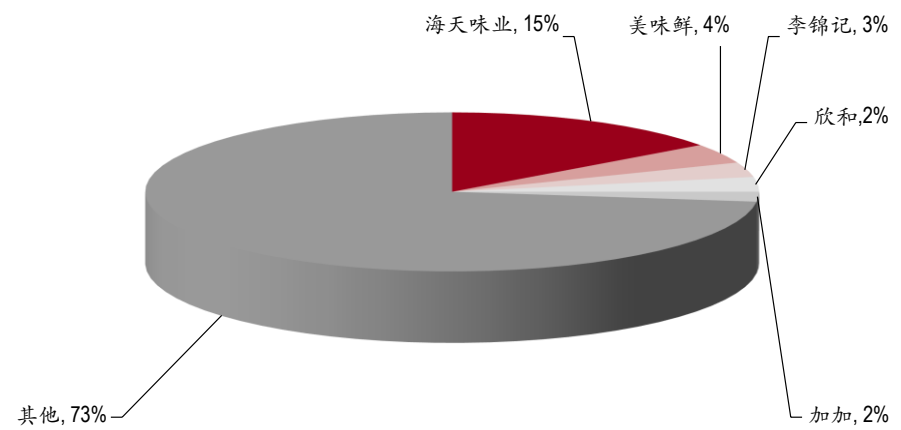
美味鲜公司作为酱油行业佼佼者，将最大程度受益酱油行业整合。（1）酱油是国内最重要且规模最大的调味品，消费量仍有向上增长空间。对比日本酱油人均消费量8-9升，国内目前酱油人均消费量为5-6升（资料来源：中国产业调研网），仍有向上增长空间。（2）酱油行业CR5仅27%，集中度提升是大势所趋。根据Euromonitor，国内酱油行业CR5仅27%，对标日本酱油格局，日本CR5龟甲万、Yamasa、Higeta、东九、Marukin忠勇合计超过50%，国内行业集中度远低于日本，未来大品牌整合是大势所趋。美味鲜公司国内市场份额4%，虽与海天味业15%差距较大，但已经位列国内品牌第一梯队，未来行业集中度提升将利好美味鲜公司。

图表24. 国内酱油行业零售规模 (2011-2017E)



资料来源: Euromonitor, 中银证券

图表25. 国内酱油行业竞争格局



资料来源: Euromonitor, 中银证券

**多品类拓展, 相关品类可以与主打产品联动, 表现亮眼。**除了第一品类酱油和第二品类鸡精鸡粉外, 还将着力发展相关品类产品, 实现渠道共享, 协同发展。根据草根调研, 估计食用油 16 年销量 2 万多吨, 同比增长 60%, 主要通过外购进行后期分装, 我们预计 17 年全年将延续高速增长, 同比增速接近 50%; 美味鲜公司可以在原材料黄豆酿造酱油前, 通过物理压榨黄豆提取生产食用油, 剩下的脱脂黄豆可以作为酿造酱油的原料, 一鱼两吃, 原材料充分利用。另外, 根据草根调研, 醋类规模较小 (收入规模 1,000 万元左右), 但增速很快; 蚝油 16 年产量 1 万多吨, 对标海天年产量 40 多万吨, 根据公告, 未来计划年产能 20 多万吨, 我们判断未来随着产能不断增长, 美味鲜公司推出蚝油新产品可能性较大。

图表26. 厨邦食用油系列

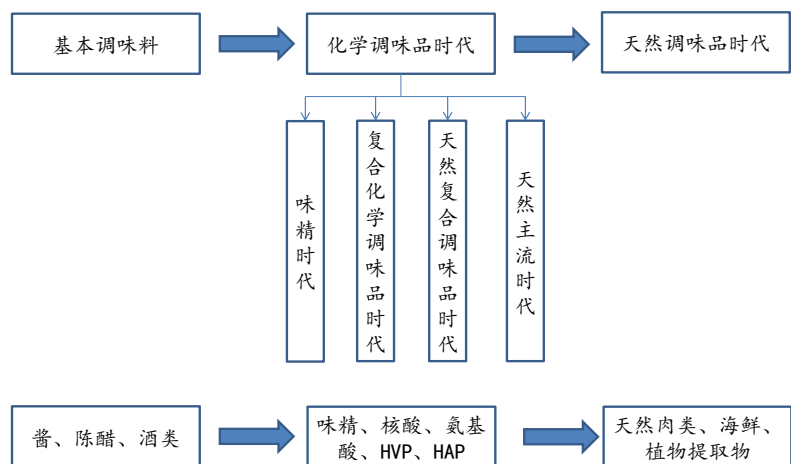
厨邦100%纯菜籽油		非转基因，国产油菜新籽压榨，纯正地道原香
厨邦五谷调和油		精选花生、玉米、大豆、芝麻、葵花籽，五谷互补
厨邦100%纯芝麻油		油质澄澈，香味浓郁，适合凉拌点蘸
厨邦100%纯玉米油		非转基因当季新鲜玉米胚芽榨取，100%纯，非调和
厨邦100%纯花生油		当季新鲜花生榨取，100%纯，非调和

资料来源：公司官网，中银证券

### 打造健康食品，品牌宣传突出天然理念

**突出健康天然理念，借力健康消费大趋势。**随着生活水平不断提升，健康成为消费者关注重点。调味品发展已经度过基本调味料阶段与化学调味品阶段，正处于天然调味品时代，强调调味品天然原味与健康营养。公司针对两大主要产品酱油和鸡粉分别推出了“晒足180天”和“厨邦鸡粉原味鲜”的广告语，针对食用油，突出了“100%纯”的理念，符合天然调味品理念，借力健康消费大趋势。

图表27. 调味品行业处于天然调味品阶段



资料来源：中国产业洞察网，中银证券



宣传百年历史，突出产品差异化。2015年，厨邦酱油文化博物馆建成开放，同时开放网上三维展厅，主打其拥有百年历史的香山酱园文化。博物馆已成为中山市新工业旅游景点之一，同时有望成为国家4A级旅游景区。借助香山酱园传统酿造文化，提升厨邦酱油天然健康的品牌形象，脱离化学调味品标签，突出厨邦酱油的独特性。

图表28. 厨邦酱油文化博物馆外观



资料来源：公司官网，中银证券

图表29. 厨邦酱油文化博物馆二层体验区



资料来源：公司官网，中银证券

### 新产能逐步释放，生产规模与效率有望持续提升

阳西基地双项目建设，阳西基地一期已经投产，二期16年基本建成，新产能将逐步释放。(1)厨邦食品阳西生产基地项目：根据公司公告及上证e互动，该项目属于广东厨邦食品有限公司（中炬高新持股80%，战略投资者持股20%），阳西基地建设共分为三期，2012年8月开始建设，一期已经于2014年6月竣工投产（主要针对酱油类），二期已于2016年基本建成（主要针对非酱油类，如鸡精鸡粉、罐头等）。全部建成后，计划产能47万吨，目前实际产能15万吨，我们估计其中酱油产能约为14万吨。(2)美味鲜阳西食品生产项目：根据公司公告，该项目属于阳西美味鲜食品有限公司（中炬高新持股100%），2017年5月公司股东大会通过《投资美味鲜阳西食品生产项目的议案》，将实施阳西美味鲜食品生产项目投资计划，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，其中蚝油20万吨、醋10万吨、料酒5万吨、食用油30万吨。

图表30. 美味鲜公司总体产能进度测算

(万吨)	2014	2015	2016	2017E	2018E
<b>阳西基地</b>					
产能	6	12	15	18	27
<b>中山基地</b>					
产能	33	33	31	32	32
<b>总产能</b>	<b>39</b>	<b>45</b>	<b>46</b>	<b>50</b>	<b>59</b>

资料来源：中银证券根据公司公告测算

注：该产能测算未考虑2017年4月公告的美味鲜阳西食品生产项目

**图表31. 美味鲜公司酱油产能变化**

	2014	2015	2016
<b>中山基地</b>			
酱油生产线 (条)	18	18	18
酱油产能 (万吨)	22	22	22
酱油产能利用率	95%	100%	100%
<b>阳西基地</b>			
酱油生产线 (条)	7	7	7
酱油产能 (万吨)	6	15	18
<b>合计</b>			
酱油产能 (万吨)	28	37	40

资料来源: 中银证券根据公司公告测算

**图表32. 美味鲜阳西食品生产项目达产后产品产能**

品类	产能 (万吨/年)
蚝油	20
醋	10
料酒	5
食用油	30

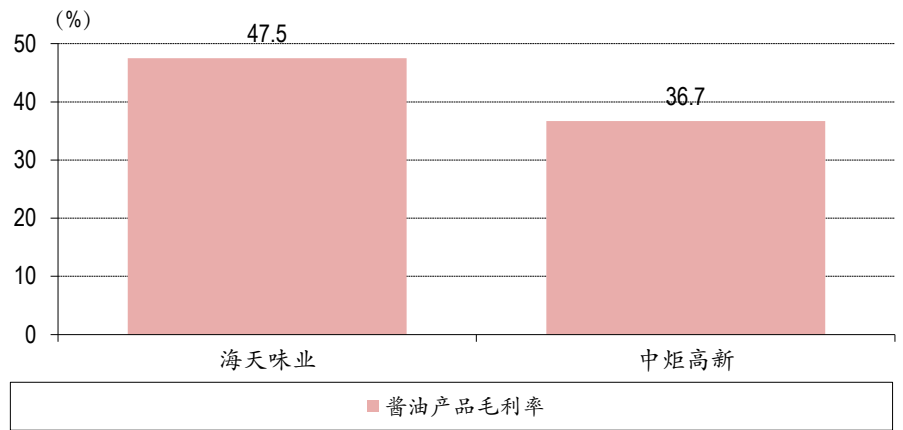
资料来源: 公司公告, 中银证券

**图表33. 美味鲜阳西食品生产项目主要经济指标**

指标名称	单位	金额	备注
销售收入	万元	484,500.00	(达产第一年)
经营成本	万元	422,060.96	(达产第一年)
利润总额	万元	45,900.44	(达产第一年)
净利润	万元	34,425.33	(达产第一年)
投资利润率	%	28.24%	(达产第一年)
全部投资税后务内部收益率	%	24.34%	
全部投资税后务净现值 <sup>1</sup>	万元	99,630.39	(Ic=10%)
全部投资税后静态投资回收期	年	7.05	(含建设期)
净利率	%	7.11%	(达产第一年)

资料来源: 公司公告, 中银证券

**阳西基地新产能释放增强盈利能力。**根据公告数据测算, 中山基地酱油生产线于 2016 年接近满产, 阳西基地逐步建成投产将为公司业绩增长注入新动能。相比中山基地, 阳西基地生产效率有望大幅度提升, 随着新产能不断释放, 将减弱阳西基地首期项目转固带来的折旧影响, 规模效应显现。对比海天酱油产品高达 2016 年高达 47.5% 的毛利率, 中炬酱油产品毛利率仅 36.7%, 我们预计 17 年全年调味品业务毛利率可实现 39% 水平, 且还有进一步提升的空间。

**图表34. 2016年中炬与海天酱油业务毛利率对比**


资料来源：公司公告，中银证券

### “五级市场”已见成效，未来着力拓展餐饮渠道

“五级市场”战略已见成效，新市场营收比重持续上升。公司调味品产品已经实现全国各省份均有销售，南部与东部区域是公司主要市场，2016年营收占比合计为70.3%，根据草根调研，东南沿海区域地级市360个中，公司在其中2/3的地级市有经销商。公司通过“五级市场”战略，巩固原有广东、浙江、海南市场并实现适度增长（根据草根调研，浙江年营收6亿元、广东12-13亿元、海南2-3亿元），重点培育广西、福建等新市场，渠道进一步下沉。目前“五级市场”战略已见成效，2016年中西部与北部营收占比分别达到14.1%和11.7%，同比提升0.4 pct与0.6 pct，相比2013年提升皆提升3.1 pct。渠道方面，根据草根调研和公告，2016年，公司各级经销商数量同比增加101个，其中各级市场新增120个直接经销商，撤销不符合公司发展要求的经销商19个，公司开始在一线城市商超与小超市布局；同时公司也关注渠道下沉，根据草根调研，公司全国渠道拓展人员达到2,000+人，以广东省为例，美味鲜公司在核心城市下沉到街道，农村区域下沉到村。

**图表35. “五级市场”战略**

级别	涵盖地区	覆盖范围
一级市场	广东、浙江、海南	乡镇
二级市场	广西、福建	县
三级市场	江西、东北	地级市
四级市场	湖南、湖北、北京、上海、江苏等	省会
五级市场	其他	省会

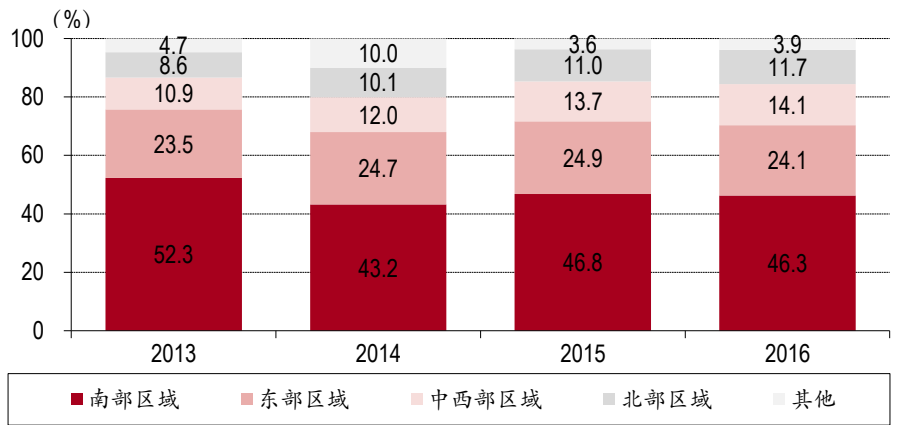
资料来源：草根调研，公司公告，中银证券

**图表36. 调味品行业上市公司渠道建设**

公司名称	渠道建设
中炬高新	2015年90个办事处、900余人营销队伍、600个一级经销商，以及一级经销商下辖的约4,500个分销商； 2016年公司各级经销商数量同比增加101个，其中各级市场新增120个直接经销商，撤销不符合公司发展要求的经销商19个
海天味业	2015年2,600多家经销商、16,000多家的联盟商，覆盖320多个地级市、1,400多个县份
加加食品	以二、三线城市和县、乡（镇）市场为重点目标市场，全国一千多家总经销商

资料来源：公司公告，中银证券

图表37. 中炬高新分地区营收占比

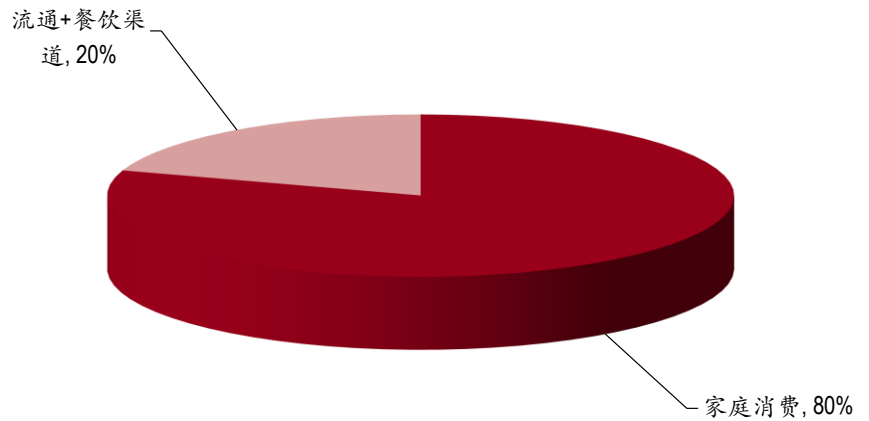


资料来源：公司公告，中银证券

注：分地区营收包括调味品以外的其他业务

**整合厨师资源，着力拓展餐饮渠道。**根据 16 年年报，公司产品销量 80% 左右用于家庭消费。公司已改变原先主要借助流通渠道辐射餐饮渠道的方式，不断加大餐饮市场的开拓力度，组织厨邦厨师顶级俱乐部，举办厨邦顶级厨师厨艺品鉴交流会，意图整合厨师资源，提升厨邦产品在餐饮界的知名度与影响力，从而树立厨邦品牌在餐饮渠道的专业形象。线上方面，2016 年 4 月，厨邦顶级厨师俱乐部官方微信上线，将线下厨师会议与线上微信号相结合，增加品牌与厨师之间的互动。

图表38. 产品最终使用的销量占比



资料来源：公司公告，中银证券

注：数据皆为近似值

## 房地产：“大湾区+深中通道+岐江新城”三位一体助推

“粤港澳大湾区+深中通道+岐江新城规划”叠加融合，房地产增值空间巨大。

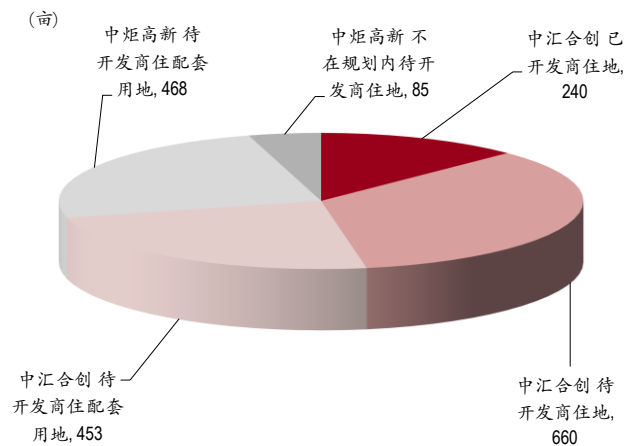
(1) 2017年4月11日，李克强总理表示，今年中央政府要研究制定粤港澳大湾区城市群发展规划。中山市位于珠三角西岸中心位置，位列粤港澳大湾区城市群中，将显著受益发展规划。(2) 2016年12月30日，连接珠江东西岸的深中通道正式开工，其建成后深圳与中山两地车程将从2个小时缩短到20分钟左右，中山房地产价格有望向深圳趋近。(3) 中山市规划的岐江新城距离即将建成的深中通道、中开高速仅一步之遥，根据15年年报，公司在中山站北侧区域共拥有商用地1,906亩，其中240亩已开发，剩余1,666亩可开发商住地。因《岐江新城分区规划》尚未落实，公司房地产开发计划暂未开展，但我们判断规划受政府大力推动，落实只是时间问题。

图表39. 深中通道使中山至深圳时间缩短为20分钟



资料来源：百度图片，中银证券

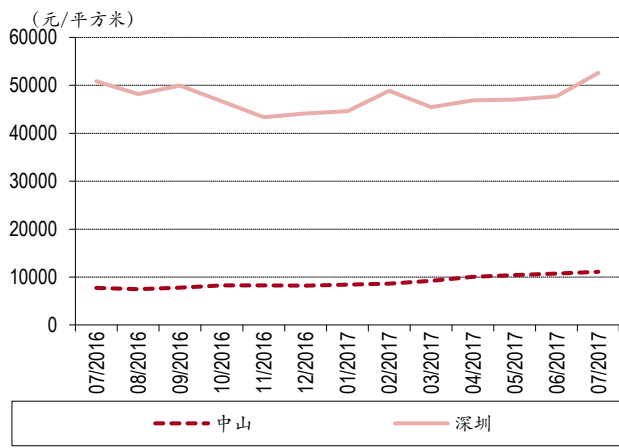
图表40. 中炬高新中山站北侧商用地使用情况



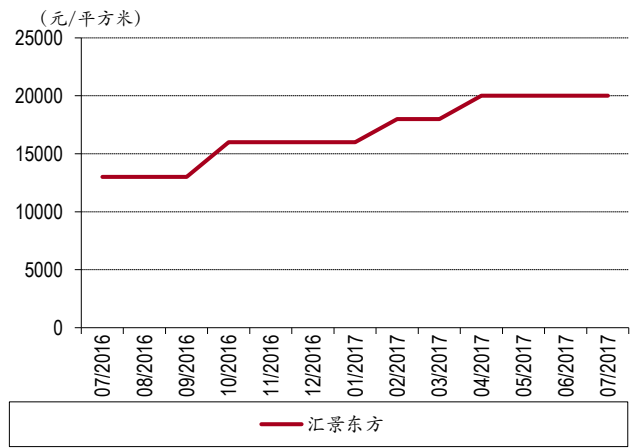
资料来源：公司公告，中银证券

根据公司，2016年房地产及服务业务实现销售收入1.4亿元，其中商品房销售收入0.92亿元，来自销售一期别墅，相比2015年0.03亿元商品房销售收入，销售情况较好；截至2017年3月末，二期高层住宅项目2幢楼已完成主体封顶，但尚未进行预售，我们预计17年房地产业务将依然以一期别墅销售收入为主，因受中山市2017年3月调控新政影响，估计确认收入可能低于16年。

过去一年，中山房价持续上行，中山市商品房均价从2016年7月7,750元/平方米上涨至2017年7月11,081元/平方米，涨幅达43%；中汇合创汇景东方一期项目均价从2016年7月13,000元/平方米上涨至2017年7月20,000元/平方米，涨幅达54%。截至2016年底，中汇合创商品房库存量27,423.71平方米。待开发土地方面，《中山站片区规划》内，中汇合创拥有待开发商住地660亩，中汇合创和中炬高新分别拥有待开发商业配套用地453亩和468亩；规划外，中炬高新拥有待开发商住地85亩。我们认为受益“粤港澳大湾区+深中通道+岐江新城规划”叠加融合，公司房地产增值空间巨大。

**图表41. 中山市与深圳市房价走势 (2016.7-2017.7)**


资料来源: 中国房地产业协会, 中银证券

**图表42. 汇景东方房价走势 (2016.7-2017.7)**


资料来源: 中国房地产业协会, 中银证券

**房地产估值:** 我们使用土地一次转让的方法对待开发土地进行价值重估, 扣除增值税和企业所得税后, 最保守估计待开发土地归母土地价值为 31.71 亿元; 我们使用 NAV 法对汇景东方一期低密度别墅项目和二期高层住宅项目待售部分进行估值, 得到归母价值分别为 0.84 亿元和 0.49 亿元。因而, 最保守估计归母房地产价值至少为 33 亿元。

**图表43. 中炬待开发土地与待售商品房估值**

	金额 (亿元)
待完成开发土地归母价值	31.71
汇景东方花园一期低密度别墅项目待售部分归母价值	0.84
汇景东方花园二期高层住宅项目待售部分归母价值	0.49
归母总价值	33.03

资料来源: 中银证券根据公司公告测算

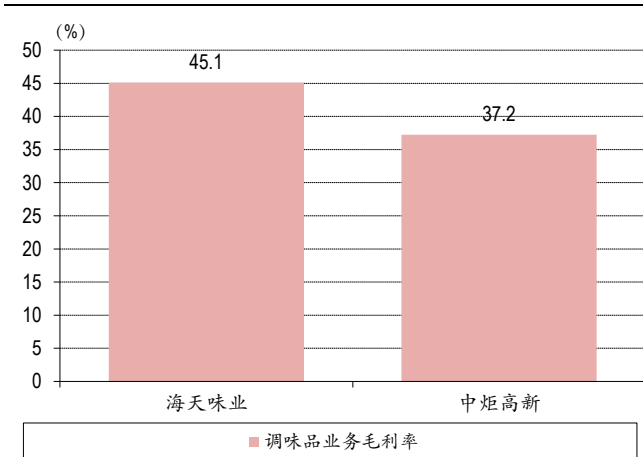
## 对标海天，中炬挖潜空间大，业绩弹性高

我们单独选取调味品行业龙头企业海天味业，将中炬高新对标海天味业进行分析。

### 吨价更高，毛利率可追海天

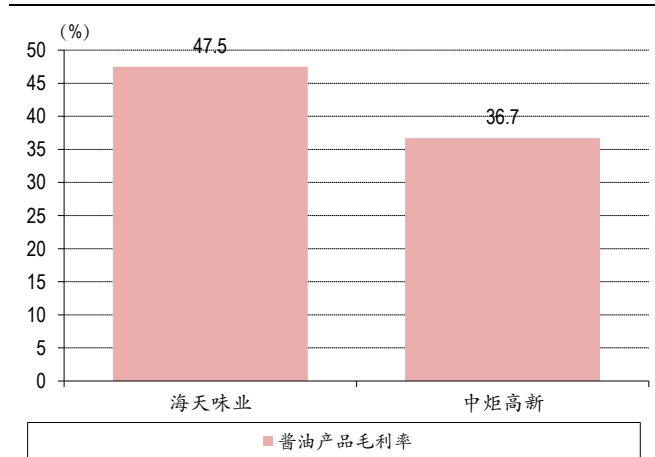
毛利率大幅低于海天味业，但吨价更高。2016年中炬高新调味品业务毛利率仅37.2%，比海天味业低7.9pct；2016年中炬高新酱油产品毛利率36.7%，比海天味业低10.9pct。根据公司公告数据测算，2012-2016年中炬高新酱油产品平均吨价皆在6,000元以上，虽然16年相比15年有所下降（15年6,225元，16年6,004元），但2017年3月，中炬高新旗下美味鲜公司对美味鲜及厨邦产品整体调整提价，出厂价提价幅度为5%-6%，所以我们认为未来吨价稳在6,000元以上没有问题；对比海天味业酱油产品16年吨价5,120元，中炬高新酱油出厂吨价比海天味业高15%+。

图表44. 2016年海天与中炬调味品业务毛利率



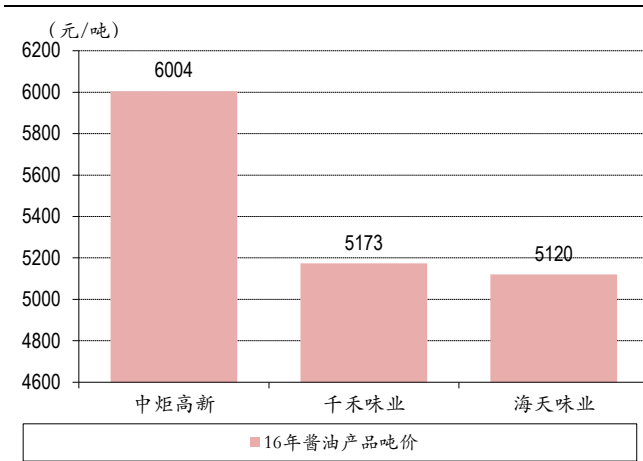
资料来源：万得，中银证券

图表45. 2016年海天与中炬酱油产品毛利率



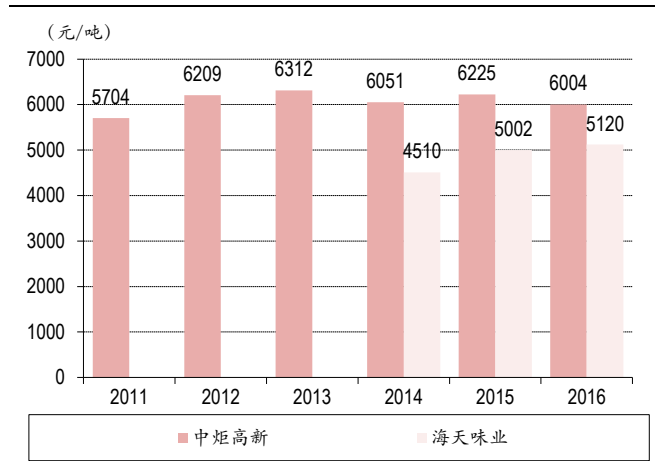
资料来源：万得，中银证券

图表46. 2016年各公司酱油产品平均吨价



资料来源：公司公告，中银证券

图表47. 中炬与海天酱油产品平均吨价 (2011-2016)



资料来源：公司公告，中银证券

从中炬和海天酱油产品成本结构来看，中炬毛利率可追海天。根据我们测算，中炬酱油每吨成本 3,801 元，海天酱油每吨成本 2,688 元，中炬比海天成本高出 41%。通过观察两者酱油产品配料表并结合公司公告，我们猜测中炬酱油产品成本大幅高于海天的原因为：中炬酱油产品原材料全部选用黄豆，而海天酱油原材料既使用黄豆，也使用豆粕（豆粕即脱脂大豆，根据海天招股说明书，海天采购豆粕占大豆总体采购金额的比例由 2010 年的 45.88% 增至 2013 年 1-6 月的 61.39%）。

根据万得数据，截至 2017 年 7 月 31 日，黄豆市场价 4,078.80 元/吨，豆粕市场价 2,836.80 元/吨，所以对于海天来说，按量来计算，豆粕的用量肯定大于 61.39%。假设海天使用 70% 的豆粕和 30% 的黄豆酿造酱油、中炬全部使用黄豆，则单从核心原材料成本来看，中炬酱油产品成本应该仅比海天高出 27%（此处未考虑豆粕出油率更高），而实际上目前中炬酱油产品成本比海天高出 41%，由此推算，若中炬效率提升，酱油产品成本最多可从 3,801 元降至 3,411 元，对应毛利率 43%，可提升空间巨大。

此外，食用油与酱油的销售渠道是同质的，中炬多次在公告中提及“未来公司将坚持以调味品为基础，立足调味品行业，逐步向食用油等食品领域发展”，大力发展食用油业务，我们认为主要原因为：原材料黄豆酿造酱油前，通过物理压榨黄豆提取生产食用油，剩下的脱脂黄豆可以作为酿造酱油的原料，一鱼两吃，原材料充分利用，变相提升酱油产品的实际毛利率。

图表48. 厨邦酱油配料表

原料：水、非转基因黄豆、小麦粉、食用盐、谷氨酸钠、白砂糖、5'-呈味核苷酸二钠、山梨酸钾、苯甲酸钠、蔗糖素、甘草酸三钾、酵母抽提物、食用香料  
 委托单位：广东美味鲜调味食品有限公司(代码A)  
 产地：广东省中山市  
 地址：广东省中山市中山火炬开发区厨邦路1号

资料来源：天猫超市，中银证券

图表49. 海天酱油配料表

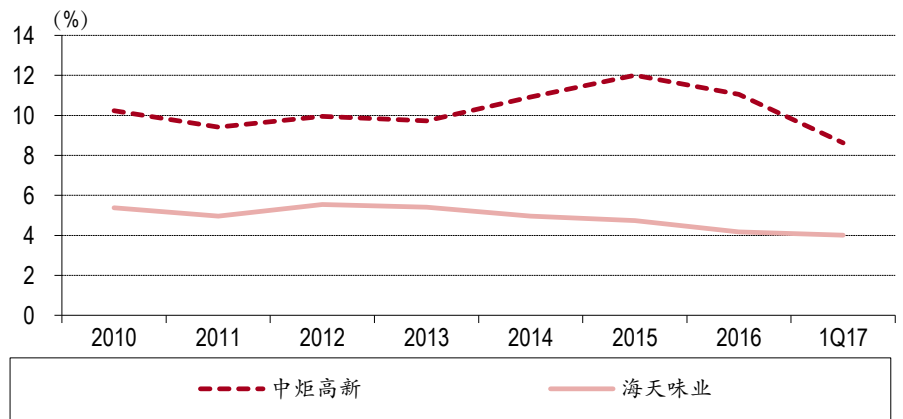
【产品名称】：金标生抽  
 【规格】：1280mlX2  
 【保质期】：18个月  
 【配料】：水，非转基因黄豆，非转基因脱脂大豆，小麦，小麦粉，食用盐，谷氨酸钠，白砂糖，酵母抽提物，5'-呈味核苷酸二钠，5'-肌苷酸二钠，苯甲酸钠，甘草酸铵，三氯蔗糖

资料来源：天猫超市，中银证券

### 费用率存在挖潜空间

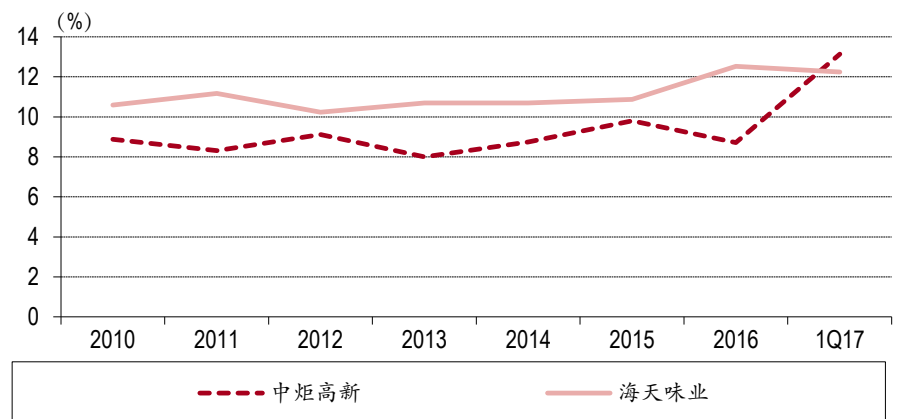
管理费用率：民营的海天味业管理费用率更低，1Q17 中炬高新管理费用率已经出现下降迹象，未来管理费用率继续下降可期。14-16 年，民营的海天味业平均管理费用率为 4.6%，而国有企业中炬高新平均管理费用率为 11.3%，大股东前海人寿的民营性质有望推动中炬管理效率提升，驱动管理费用率降低。公司 16 年开始对管理系统进行流程优化，提高信息化程度，1Q17 管理费用率为 8.6%，同比下降 2.0pct，下降的主要原因为 2016 年 5 月 1 日全面“营改增”政策实施后，印花税、房产税、土地使用税等税费纳入税金及附加科目核算。但同比下降 2.0pct 幅度较大，表明实际管理费用率下降迹象已经显现，我们认为未来继续下降可期。



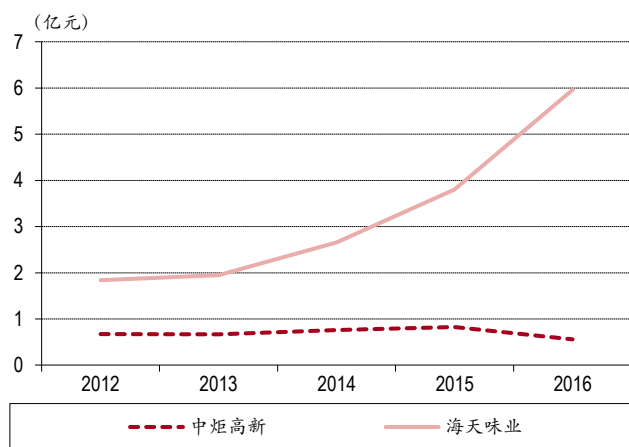
**图表50. 中炬与海天管理费用率对比 (2010-1Q17)**


资料来源：万得，中银证券

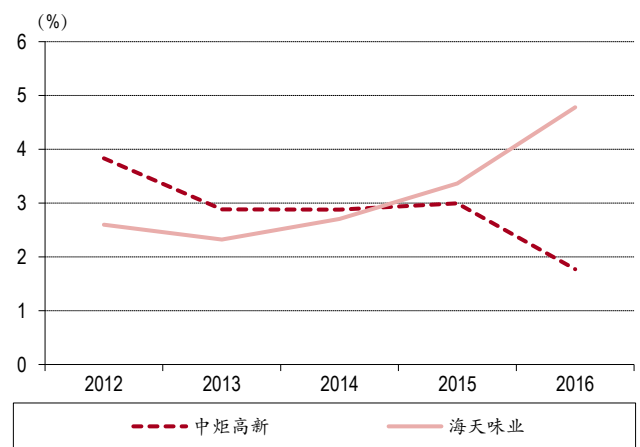
**销售费用率：中炬广告费用投入增加，推动产品销售。**对比海天味业、中炬高新 14-16 年平均销售费用率较低，显示过去中炬高新销售费用投入可能较为保守。1Q17 中炬高新销售费用率大幅上升，同比增 2.7pct，达到 13.1%，我们判断是由于广告投入增加，我们认为销售费用率的合理提升有望带动产品销售，实现业绩提速。

**图表51. 中炬与海天销售费用率对比 (2010-1Q17)**


资料来源：万得，中银证券

**图表52. 中炬与海天广告费用对比 (2012-2016)**


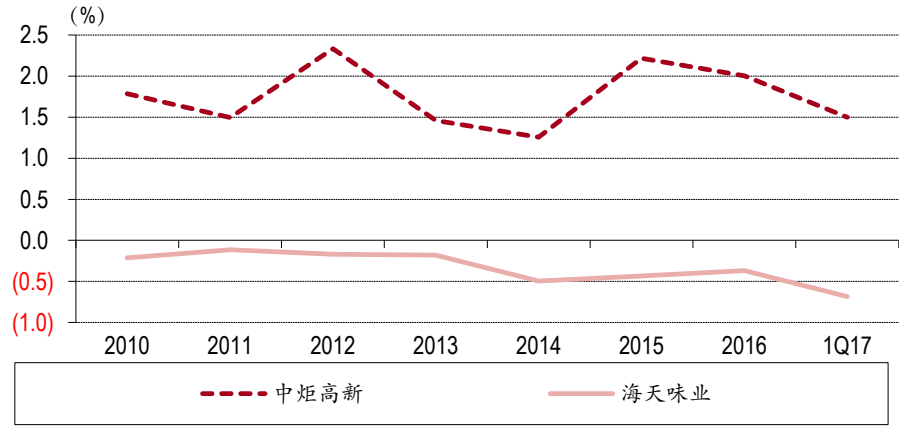
资料来源：万得，中银证券

**图表53. 中炬与海天广告费用率对比 (2012-2016)**


资料来源：万得，中银证券

**财务费用率：对比海天，中炬财务费用率更高，存在下降空间。**对比海天味业，中炬高新 14-16 年平均财务费用率更高，达到 1.8%，我们判断可能主要受公司总部财务费用影响，未来存在下降空间。根据公司公告，公司分别于 2014 年 9 月和 2015 年 1 月发行 5 亿元和 4 亿元公司债，利率分别为 6.2% 和 5.5%，两者期限皆为 5 年。

**图表54. 中炬与海天财务费用率对比 (2010-1Q17)**

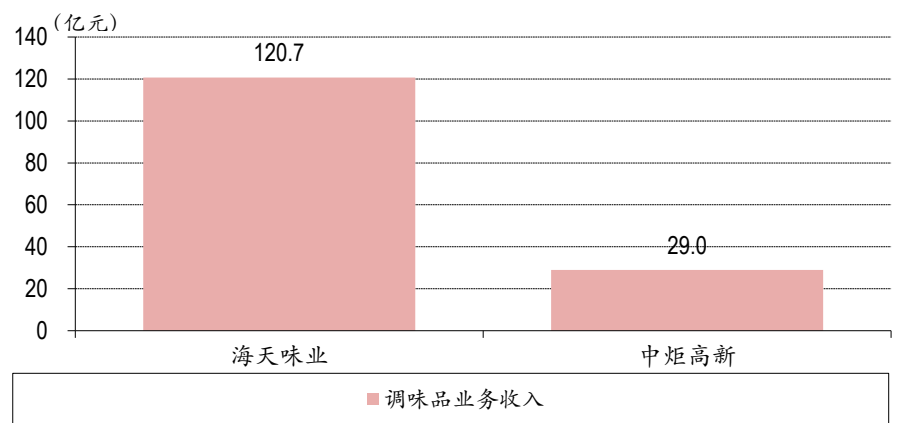


资料来源：万得，中银证券

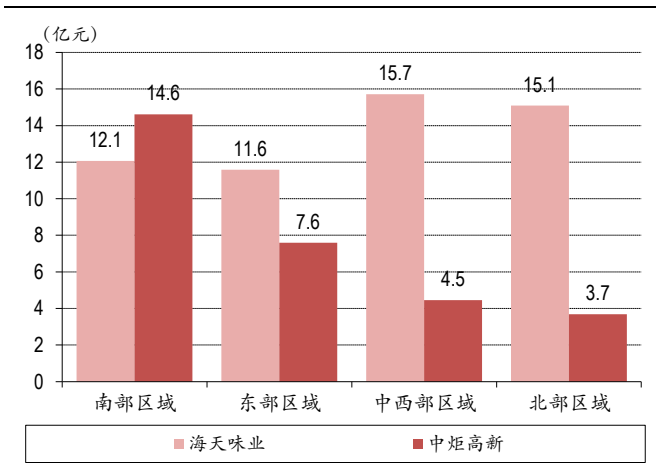
**目前销售区域集中于东南五省，全国化拓展空间足**

2016 年，海天味业调味品业务收入为 120.7 亿元，中炬高新仅为其 1/4，调味品业务收入为 29.0 亿元。分析 2016 年海天味业与中炬高新分区域收入，我们发现海天味业由于全国化发展，南部、东部、北部、中西部四个区域收入接近，比较均衡；而中炬高新销售区域集中于东南五省，但随着中炬高新“五级市场”布局开展，对标海天，未来全国化拓展空间足。

**图表55. 2016 年海天与中炬调味品业务收入**

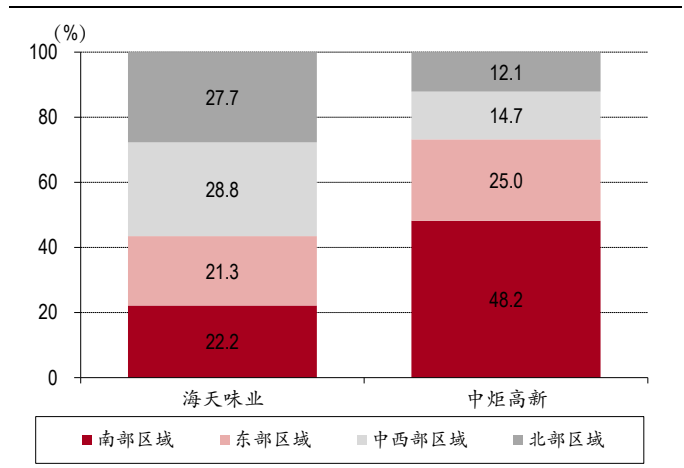


资料来源：万得，中银证券

**图表56. 2016年海天与中炬分区域收入**


资料来源：万得，中银证券

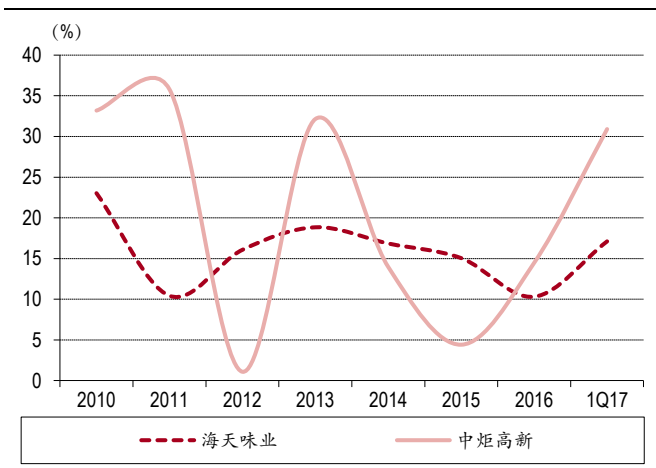
注：中炬高新南部区域收入包括部分非调味品业务收入

**图表57. 2016年海天与中炬分区域收入占比**


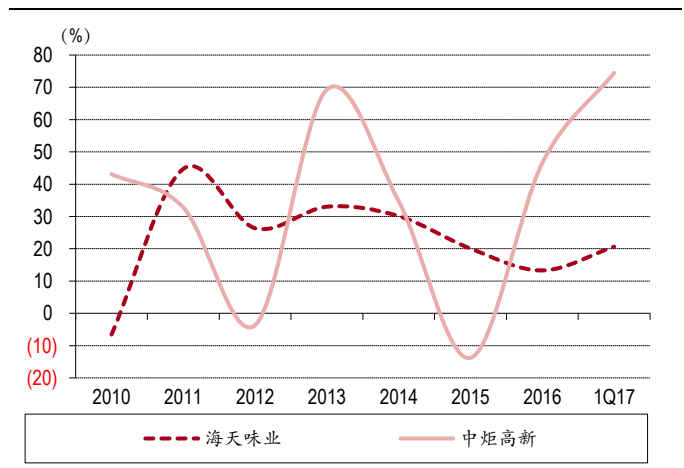
资料来源：万得，中银证券

### 增长速度更快，营收与净利高速增长

16年中炬高新营收与归母净利分别同比增14.5%和46.5%，高于海天味业4.2pct和33.3pct；1Q17中炬高新营收与归母净利分别同比增30.9%和74.5%，高于海天味业13.8pct和53.8pct。对比海天味业，中炬高新增长速度更高，营收与归母净利同比增速皆高于海天，且净利同比增速比营收增速高更多。此外，中炬高新在已经披露或预告17年中报业绩的上市公司中，表现最佳，业绩预告1H17净利润同比增45%-55%。

**图表58. 海天与中炬营收同比增速 (2010-1Q17)**


资料来源：万得，中银证券

**图表59. 海天与中炬归母净利同比增速 (2010-1Q17)**


资料来源：万得，中银证券

**图表60. 调味品上市公司17年上半年业绩比较**

业绩披露/业绩预告	
中炬高新	净利润增长45%~55%
海天味业	营收同比增20.6%，归母净利同比增22.7%
加加食品	营收同比增1.48%，归母净利同比增1.36%
千禾味业	累计净利润可能与上年同期相比发生较大增长
佳隆股份	净利润约1,696.93万元~2,666.60万元,增长-30.00%~10.00%

资料来源：公司公告，中银证券

## 盈利预测与投资评级

图表61. 中炬高新盈利预测关键假设

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>调味品</b>					
价格增速(%)	1.2	(2.1)	5.0	3.0	3.0
销量增速(%)	11.0	13.4	15.9	14.4	13.5
销售收入	2,607	2,895	3,524	4,152	4,854
收入增速(%)	12.4	11.0	21.7	17.8	16.9
毛利率(%)	35.6	37.2	39.0	40.6	41.2
<b>房地产及服务</b>					
销售收入	44	130	87	137	157
毛利率(%)	6.4	21.6	18.0	20.0	20.0
<b>皮带轮及汽摩配件</b>					
销售收入	60	69	78	86	94
收入增速(%)	(15.4)	15.3	12.0	10.0	10.0
毛利率(%)	33.6	36.5	33.6	33.6	33.6

资料来源：中银证券，万得

消费升级推动调味品行业量价齐升，公司位列行业第一梯队也将受益行业整合，随着大股东所受冲击逐渐平息，公司产品销售和内部挖潜都可提速，17-19年业绩弹性高，预计中炬高新17-19年每股收益分别为0.64、0.83、1.03元/股，分别同比增40%、31%、23%。截至2017年8月18日，海天味业市值为1,131亿元，中炬高新为173亿元，若扣除房地产价值33亿元，中炬市值不到海天1/8，根据我们测算，海天味业17年市盈率为33倍，中炬扣除房地产价值，17年市盈率28倍，仍然相对便宜。**净利高增速叠加估值提升，中炬高新将受益戴维斯双升效应，市值增长空间巨大，我们给予调味品业务18年市盈率30倍，对应1年目标价28.70元，首次评级给予买入。**

## 风险提示

大股东前海人寿退出、新产能投产速度不及预期、竞争加剧。

**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	2,759	3,158	3,756	4,442	5,173
销售成本	(1,821)	(2,041)	(2,372)	(2,743)	(3,165)
经营费用	(490)	(510)	(602)	(682)	(763)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>448</b>	<b>607</b>	<b>782</b>	<b>1,018</b>	<b>1,244</b>
折旧及摊销	115	122	101	124	144
<b>经营利润(息税前利润)</b>	<b>333</b>	<b>485</b>	<b>681</b>	<b>894</b>	<b>1,101</b>
净利息收入/(费用)	(61)	(63)	(61)	(66)	(66)
其他收益/(损失)	67	64	64	64	64
<b>税前利润</b>	<b>339</b>	<b>486</b>	<b>682</b>	<b>891</b>	<b>1,097</b>
所得税	(65)	(76)	(107)	(139)	(172)
少数股东权益	(27)	(48)	(67)	(88)	(108)
<b>净利润</b>	<b>247</b>	<b>362</b>	<b>509</b>	<b>664</b>	<b>818</b>
<b>核心净利润</b>	<b>255</b>	<b>365</b>	<b>512</b>	<b>667</b>	<b>821</b>
每股收益(人民币)	0.310	0.455	0.638	0.834	1.027
核心每股收益(人民币)	0.320	0.459	0.642	0.837	1.030
每股股息(人民币)	0.163	0.208	0.292	0.381	0.470
收入增长(%)	4	14	19	18	16
息税前利润增长(%)	(4)	46	40	31	23
息税折旧前利润增长(%)	4	36	29	30	22
每股收益增长(%)	(14)	47	40	31	23
核心每股收益增长(%)	(12)	43	40	30	23

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**现金流量表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	339	486	682	891	1,097
折旧与摊销	115	122	101	124	144
净利息费用	61	63	62	67	67
运营资本变动	1	8	(13)	(15)	(16)
税金	(119)	(172)	(241)	(315)	(388)
其他经营现金流	(297)	(185)	(219)	(220)	(206)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>100</b>	<b>323</b>	<b>373</b>	<b>533</b>	<b>699</b>
购买固定资产净值	(173)	(209)	(200)	(200)	(200)
投资减少/增加	13	(12)	45	45	45
其他投资现金流	(86)	157	(107)	(120)	(130)
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(246)</b>	<b>(64)</b>	<b>(261)</b>	<b>(275)</b>	<b>(285)</b>
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	530	219	121	46	(40)
支付股息	(130)	(166)	(233)	(304)	(374)
其他融资现金流	(170)	(226)	0	0	0
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>230</b>	<b>(172)</b>	<b>(112)</b>	<b>(258)</b>	<b>(415)</b>
现金变动	84	87	(0)	0	0
期初现金	270	355	441	441	441
公司自由现金流	(146)	259	112	258	415
权益自由现金流	445	542	295	371	442

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**资产负债表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	942	1,387	1,565	1,771	1,989
应收帐款	78	71	84	99	114
库存	1,322	1,342	1,554	1,781	2,030
其他流动资产	0	0	0	0	0
<b>流动资产总计</b>	<b>2,342</b>	<b>2,800</b>	<b>3,203</b>	<b>3,651</b>	<b>4,134</b>
固定资产	1,504	1,459	1,619	1,776	1,922
无形资产	107	143	136	129	122
其他长期资产	570	509	509	509	509
<b>长期资产总计</b>	<b>2,181</b>	<b>2,111</b>	<b>2,264</b>	<b>2,413</b>	<b>2,552</b>
<b>总资产</b>	<b>4,523</b>	<b>4,911</b>	<b>5,467</b>	<b>6,064</b>	<b>6,686</b>
应付帐款	315	287	332	383	442
短期债务	40	51	172	218	177
其他流动负债	373	518	596	687	788
<b>流动负债总计</b>	<b>728</b>	<b>855</b>	<b>1,099</b>	<b>1,288</b>	<b>1,408</b>
长期借款	89	59	59	59	59
其他长期负债	908	908	908	908	908
股本	2,514	2,799	3,075	3,435	3,879
储备	0	0	0	0	0
<b>股东权益</b>	<b>2,514</b>	<b>2,799</b>	<b>3,075</b>	<b>3,435</b>	<b>3,879</b>
少数股东权益	285	290	326	374	433
<b>总负债及权益</b>	<b>4,523</b>	<b>4,911</b>	<b>5,467</b>	<b>6,064</b>	<b>6,686</b>
每股帐面价值(人民币)	3.16	3.51	3.86	4.31	4.87
每股有形资产(人民币)	3.02	3.33	3.69	4.15	4.72
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.28)	(0.42)	(0.26)	(0.21)	(0.26)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**主要比率(%)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	16.2	19.2	20.8	22.9	24.1
息税前利润率(%)	12.1	15.4	18.1	20.1	21.3
税前利润率(%)	12.3	15.4	18.2	20.1	21.2
净利率(%)	9.0	11.5	13.5	15.0	15.8
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	3.2	3.3	2.9	2.8	2.9
利息覆盖率(倍)	5.5	7.8	10.9	13.3	16.3
净权益负债率(%)	8.1	10.7	6.2	4.3	4.8
速动比率(倍)	1.4	1.7	1.5	1.5	1.5
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	69.8	47.6	33.9	26.0	21.1
核心业务市盈率(倍)	67.8	47.3	33.7	25.9	21.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)	89.8	62.6	44.7	34.3	27.9
市净率(倍)	6.9	6.2	5.6	5.0	4.4
价格/现金流(倍)	171.9	53.5	46.3	32.4	24.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	38.0	27.9	21.8	16.8	13.7
<b>周转率</b>					
存货周转天数	87.4	153.9	140.8	137.0	134.5
应收帐款周转天数	5.2	8.6	7.5	7.5	7.5
应付帐款周转天数	20.8	34.7	30.0	29.4	29.1
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	52.6	45.8	45.8	45.8	45.8
净资产收益率(%)	19.7	13.6	17.3	20.4	22.4
资产收益率(%)	11.9	8.7	11.1	13.1	14.6
已运用资本收益率(%)	22.7	15.8	20.0	23.2	25.5

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 研究报告中所提及的有关上市公司

中炬高新(600872.CH/人民币 21.67, 买入)

海天味业(603288.CH/人民币 41.80, 未有评级)

加加食品(002650.CH/人民币 5.84, 未有评级)

恒顺醋业(600305.CH/人民币 10.31, 未有评级)

千禾味业(603027.CH/人民币 18.80, 未有评级)

佳隆股份(002495.CH/人民币 4.38, 未有评级)

以2017年8月18日当地货币收市价为标准  
本报告所有数字均四舍五入

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371