

2018年01月16日

中炬高新 (600872.SH)

锋芒已露，经营有望持续改善

■调味品行业集中度低主要受发展阶段影响，未来有望呈一超多强格局。我国调味品行业集中度偏低的根本原因是行业仍处于发展后期，竞争格局及企业盈利状况良好，故集中度提升速度不快。目前行业龙头海天竞争优势明确，且护城河较深不会轻易被颠覆，预计行业未来将呈现一超多强格局；而第二梯队企业各具特色形成差异化竞争，格局未定仍有无限可能。从行业发展趋势角度来看，餐饮渠道将会是边际增量的重要贡献者；零售端则会更注重产品升级。同时随着主要企业由单品类步入多品类发展阶段，利润弹性将更突出，投资价值良好。

■战略明确，执行到位，中炬未来增长点明确：目前公司收入端增长点主要来自品类扩张、餐饮渠道拓展及全国化扩张，并且公司都已制定切实可行的战略正在稳步推进。综合考虑行业景气与公司潜力，我们认为中炬未来3-5年可保持15%左右的收入增长中枢；同时伴随着高效产能投放与前海入主后的管理效率提升，公司净利率已进入稳步提升通道，未来几年利润端弹性均会明显高于收入。公司净利率与龙头海天差距明显，未来若能逐步靠拢，业绩弹性将会十分可观。

■调味品板块估值溢价高，两大因素压制中炬估值：从国内外经验来看，调味品板块得益于其成长性及较深的壁垒都能够获得一定估值溢价。中炬高新估值不高主要受多元化经营及机制变革不确定性的压制，未来若这两大因素能够得到解决或改善，公司估值水平有望随之修复。

■投资建议：公司地产业务有望受益深中通道持续增值，维持44亿土地估值，则调味品业务对应市值164亿，预计美味鲜18年归母净利润6.7亿，对应18年约24倍市盈率，仍显低估。维持买入-A的投资评级，上调6个月目标价至33元，对应总市值263亿；其中调味品业务目标市值219亿，对应18年调味品业务约33倍市盈率。

■风险提示：下游需求不及预期，实际控制人变更存不确定性。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	2,758.6	3,158.0	3,811.3	4,538.4	5,353.0
净利润	247.3	362.4	502.8	660.0	844.0
每股收益(元)	0.31	0.45	0.63	0.83	1.06
每股净资产(元)	3.16	3.51	3.92	4.47	5.18
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	86.7	59.2	42.7	32.5	25.4
市净率(倍)	8.5	7.7	6.9	6.0	5.2
净利润率	9.0%	11.5%	13.2%	14.5%	15.8%
净资产收益率	9.8%	12.9%	16.1%	18.5%	20.4%
股息收益率	0.4%	0.5%	0.8%	1.0%	1.3%
ROIC	11.6%	15.2%	17.9%	21.6%	30.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

综合

投资评级 买入-A

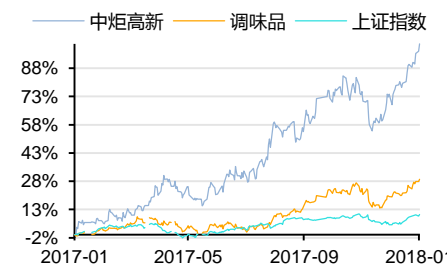
维持评级

6个月目标价：33.00元
股价(2018-01-16) 27.63元

交易数据

总市值(百万元)	22,011.09
流通市值(百万元)	22,011.09
总股本(百万股)	796.64
流通股本(百万股)	796.64
12个月价格区间	13.74/27.63元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	10.05	16.82	92.08
绝对收益	15.27	18.18	102.49

苏铖

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

毕晓静

报告联系人

bixj@essence.com.cn
021-35082689

相关报告

中炬高新：调味品增长略有提速，毛利率创新高/苏铖	2017-10-26
中炬高新：理性看待单月波动，坚守长期空间/苏铖	2017-09-13
中炬高新：天时地利人和俱齐，规模和盈利趋势向好/苏铖	2017-08-27
中炬高新：三季度开局大好，长期空间已经打开/苏铖	2017-08-20
中炬高新：成长性显现，H2 加速增长可期/苏铖	2017-07-13

内容目录

1. 调味品行业：基本格局或定，行业成长继续	4
1.1. 行业尚未步入成熟期，集中度提升空间巨大	4
1.1.1. 行业仍处于向上期，护城河极深的好生意	4
1.1.2. 集中度提升空间及整合加速的催化剂	5
1.1.2.1. 参考行业龙头，区域龙头加快扩张步伐将是未来集中度提升重要动力	5
1.1.2.2. 整合速度加快的催化剂：成本推动的提价行为及龙头战略方向变化	6
1.2. 格局演变：把握消费升级浪潮，二线龙头成长仍从容	7
1.3. 餐饮PK流通，调味品企业何去何从？	7
1.3.1. 餐饮是行业边际增量的最大贡献者	7
1.3.2. 餐饮渠道护城河更深，后续维护性价比突出	8
1.3.3. 功能细分有望带动酱油保有量上升，小包装和高端化产品是未来发展方向	9
1.4. 从单品类到多品类是调味品企业投资的黄金阶段——以龟甲万为例	9
1.4.1. 多品类及全球化带来全新增长点	9
1.4.2. 品类扩张期业绩弹性突出	10
1.4.3. 多品类阶段超额收益良好	11
2. 发展方向明确，战略执行到位，中炬高新成长空间乐观	12
2.1. 从二线到准一线，收入增长点明确	12
2.1.1. 多品类产能布局稳步推进为收入增长提供重要保障	12
2.1.2. 加快餐饮渠道拓展，着力开发弱势区域	13
2.1.2.1. 巩固零售渠道，重点拓展餐饮渠道	13
2.1.2.2. 差异化开展区域扩张	14
2.1.3. 主动赞助美食类综艺，营销思路有所转变	14
2.2. 高效产能投放叠加管理效率提升，净利率已进入稳步提升通道	15
3. 调味品估值溢价明显，压制因素消除后中炬有望迎来估值修复	16
3.1. 调味品板块质地优秀，在国内外均充分享受估值溢价	16
3.2. 业务构成复杂及实际控制人变更不确定性压制公司估值	16
3.3. 投资建议	17

图表目录

图 1：中国与日本酱油行业零售渠道集中度对比	4
图 2：中国酱油、啤酒、牛奶行业零售渠道集中度对比	4
图 3：调味品 VS 食品饮料其他行业收入增速	4
图 4：行业发展周期	4
图 5：中国调味品企业数量	5
图 6：食品饮料子行业利润总额/收入对比	5
图 7：海天味业收入分区域分布情况	6
图 8：中国近三年外卖交易规模	8
图 9：中国、美国、日本人均餐饮支出占食品支出比重	8
图 10：零售及餐饮类酱油消费量及增速	8
图 11：安琪酵母、伊利股份销售费用支出比较	9
图 12：龟甲万 2001-2008 年收入基本保持稳定增长	10

图 13: 龟甲万 2001-2008 年净利润明显提高	10
图 14: 龟甲万 2001-2008 年毛利率下跌但净利率走高	11
图 15: 龟甲万 2001 年以后销售和管理费用率明显下跌	11
图 16: 龟甲万 2001-2008 年市值较大盘收益明显上升	11
图 17: 中炬高新酱油收入及同比增速	12
图 18: 中炬高新酱油销量及同比增速	12
图 19: 零售市场中现代渠道占比	13
图 20: 中炬与海天渠道结构对比	14
图 21: 中炬、海天市场分布对比	14
图 22: 中炬高新市场分布图	14
图 23: 厨邦冠名美食类综艺节目鲜厨当道	15
图 24: 阳西基地在调味品收入中占比 36%	15
图 25: 阳西基地净利率水平明显高于中山基地	15
图 26: 中炬与海天毛利率、净利率差距逐渐缩小	16
图 27: 前海入主费用率与海天差距缩小	16
图 29: 海天与其他调味品公司最近一年 PE 均值比较	16
图 30: 海天与海外消费品企业最近一年 PE 均值比较	16
表 1: 调味品行业近年来外延事件梳理	5
表 2: 前五大调味品企业产品类型及区域分布情况	6
表 3: 调味品行业上市公司 2017 年提价整理	6
表 4: 调味品上市公司产能情况梳理	7
表 5: 龟甲万 1999-2008 年公司重大历史事项	10
表 6: 中炬高新阳西基地一期产能规划 (2012 年公告, 实际投产进度有所调整)	12
表 7: 中炬高新阳西基地二期产能规划	13
表 8: 截止 2017 年三季度中炬高新前十大股东明细	17
表 9: 中山市商住地拍卖出让价格走高	17
表 10: 公司及子公司实际拥有的商住地和配套用地规模和市值测算	17

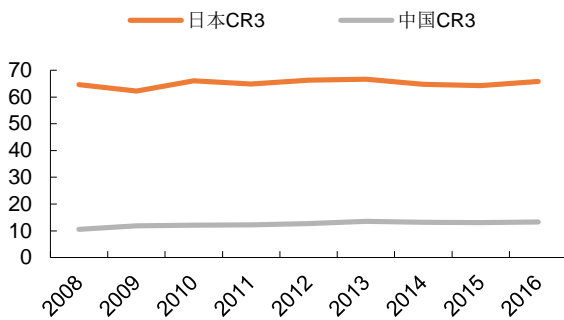
1. 调味品行业：基本格局或定，行业成长继续

1.1. 行业尚未步入成熟期，集中度提升空间巨大

1.1.1. 行业仍处于向上期，护城河极深的好生意

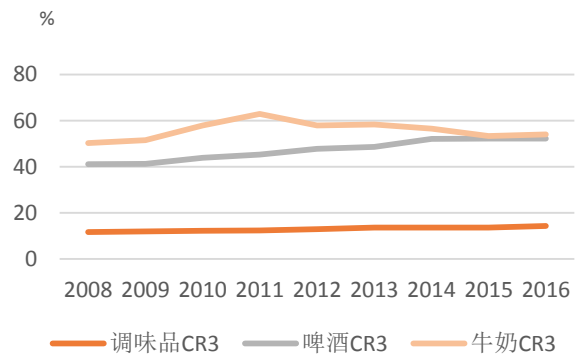
无论是和食品饮料其他子行业对比还是和亚洲其他国家对比，我国调味品行业集中度均显著低于其他，以调味品中最大子品类酱油为例，中国酱油行业零售渠道 CR3 不到 20%，与日本的超过 60% 存在显著差距，而与我国啤酒、牛奶等其他子行业相比也明显偏低。我们认为其主要原因在于行业仍处于成长期，景气度向上，且行业内竞争格局较好、企业盈利无忧，行业内整合和主动退出的行为都比较少见，使得行业集中度一直处于较低水平。

图 1：中国与日本酱油行业零售渠道集中度对比



资料来源：Euromonitor，安信证券研究中心

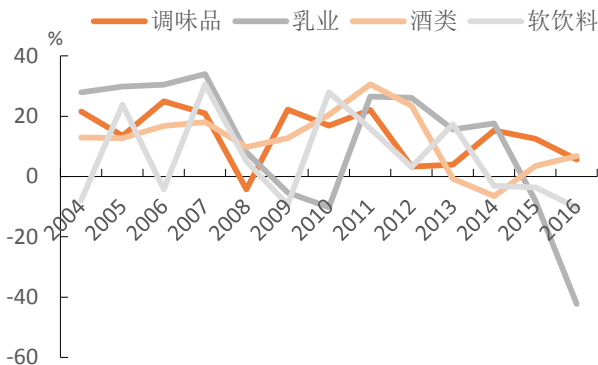
图 2：中国酱油、啤酒、牛奶行业零售渠道集中度对比



资料来源：Euromonitor，安信证券研究中心

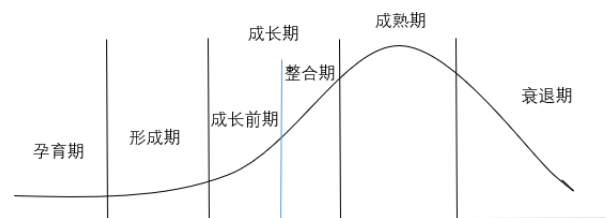
调味品行业尚未进入成熟期，： 尽管调味品行业在经历了 2004-2012 年的高速增长后，近几年增速有所放缓，但我们认为这主要是受宏观经济影响和打击三公消费后餐饮增速放缓所致。但横向比较来看，若不考虑部分新品类如西式烘焙、休闲卤味等，目前调味品行业成长性在传统大众品中仍然保持领先。展望未来，我国目前餐饮渗透率和居民外出就餐频率明显低于发达国家，并且据中国调味品协会统计，外出就餐时人均调味品消费量较家庭至少高出 50%，因此未来居民外出就餐比例持续提升后行业消费量的成长空间仍然十分乐观。综上所述我们认为调味品行业尚未步入成熟期，而是处于成长后期，这一阶段行业内整合虽已在进行但速度并不快，大部分企业的主要目标仍是深耕现有市场、逐步延伸拓展周边市场。

图 3：调味品 VS 食品饮料其他行业收入增速



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 4：行业发展周期



资料来源：安信证券研究中心

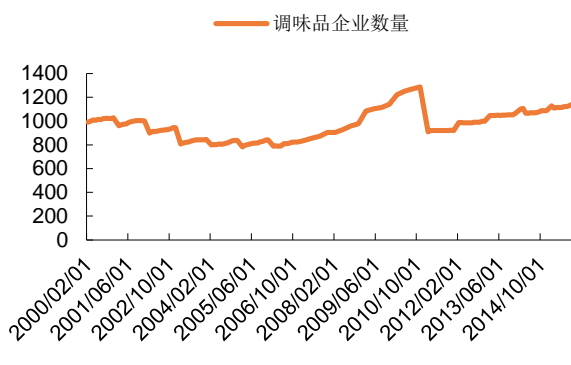
表 1：调味品行业近年来外延事件梳理

时间	事件	行业	标的规模
2013.08	洽洽食品收购洽康食品	酱制品	以 9600 万元收购“洽康食品 60% 股权
2015.03	味好美将收购亚太调味食品	味精	以 1.41 亿美元(约合 9 亿元人民币)收购大桥牌味精制造商武汉亚太调味食品
2015.03	涪陵榨菜收购惠通实业	泡菜	以 1.29 亿元收购惠通实业 100% 股权
2017.02	海天收购丹和醋业	醋业	下属子公司江苏调味以 4027.1 万元受让丹和醋业 70% 的股权
2017.03	新希望调味品并购金猴福	郫县豆瓣	达成战略合作，旋即推出“有言有味”火锅底料

资料来源：公司公告，公司官网，安信证券研究中心

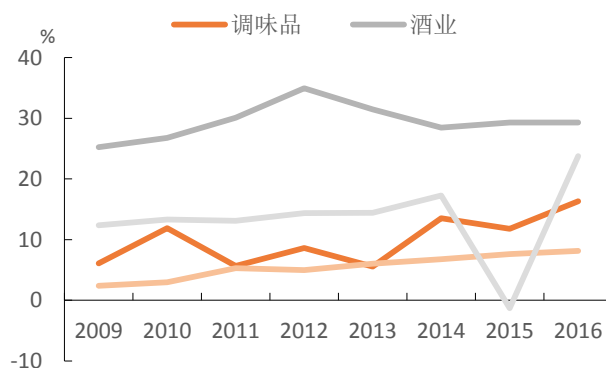
护城河极深的好生意，盈利水平高，主动退出者较少：调味品特殊的产品定位和下游客户结构使得其与其他大众品相比天然具备了更高的护城河。**C 端零售客户**购买调味品并非冲动型消费，口味和购买习惯具有相对较高的连续性；而**B 端餐饮客户**若更换调味品则可能面临产品口味不稳定的风险，品牌间迁移成本更高，且对原料成本高度敏感，所以也不会随意频繁更换调味品品类。调味品行业整体竞争格局偏良性，恶性促销、价格战等情况也并不多见，这样的行业背景下诸多中小调味品企业更易生存，且盈利能力及现金流状况较好，因此上游退出者也相对较少。

图 5：中国调味品企业数量



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 6：食品饮料子行业利润总额/收入对比



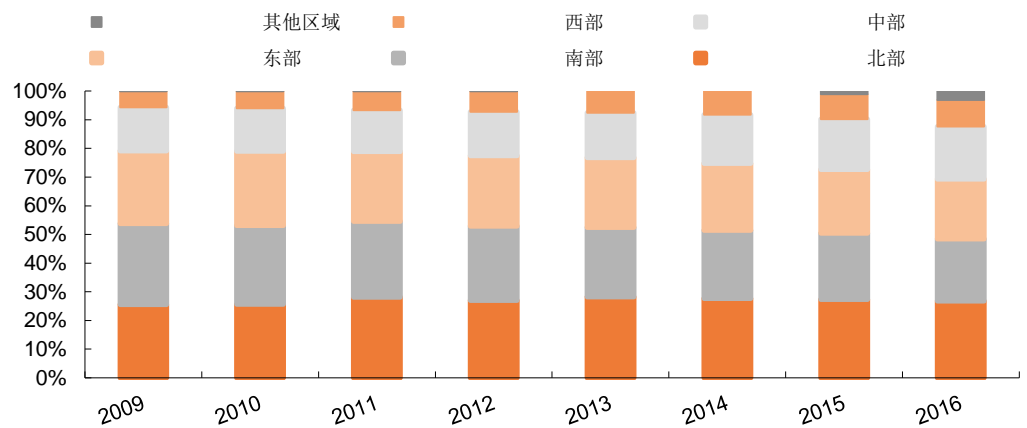
资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

1.1.2. 集中度提升空间及整合加速的催化剂

1.1.2.1. 参考行业龙头，区域龙头加快扩张步伐将是未来集中度提升重要动力

截止到目前，酱醋类调味品中仅有海天实现了全国化布局，而从海天分地区的收入结构来看，华南仅占 20% 左右，北部、中部和东部的收入占比都在 20% 左右。海天的成功说明口味并非限制调味品企业发展的最重要因素，通过品牌及渠道拉动完全可以战胜口味差异。而其他规模较大的调味品企业主要仍是区域龙头，我们认为未来随着这部分调味品企业加快产能布局及区域扩张进度，优质企业整体的全国化程度和行业的集中度有望随之迎来快速提升。长期来看，由于中国地域广泛、渠道结构更为复杂，达到日本的集中度水平有一定难度，但 CR3 提升到 40% 应是合理水平。

图 7：海天味业收入分区域分布情况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 2：前五大调味品企业产品类型及区域分布情况

公司名称	主要产品类型	所在地	主要市场	近期变化
中炬高新 (美味鲜)	酱油、鸡精鸡粉	广东中山	广东、广西、海南	扩产
李锦记	酱油、蒸鱼豉油	香港	广东	
欣和	酱油、葱伴侣	山东烟台	江苏、上海	
味事达	酱油、蚝油、辣椒酱	广东开平	广东、上海	
千禾	酱油、醋	四川眉山	四川、上海	扩产

资料来源：公司公告，公司官网，安信证券研究中心整理

1.1.2.2. 整合速度加快的催化剂：成本推动的提价行为及龙头战略方向变化

成本快速上升周期集中度提升会有所加快：调味品在烹饪中不可或缺，属于重要的生活必需品，下游需求刚性较强。对餐饮客户而言，更加重视产品稳定性，因此对调味品黏性高，不会轻易更换品牌；而对个体消费者来说，调味品购买频次明显低于其他大众消费品，价格敏感度不高，因此整体来看调味品相对于其他行业而言成本转嫁能力较强，成本波动对利润率损伤较小。具体到行业内来看，调味品行业现已形成跟随型提价，通常是海天率先提价，其他企业陆续跟上。但若是在成本快速上涨时期，一方面，大企业在原料采购方面规模优势和议价能力明显强于小企业，如 2016 年底纸箱等包材供不应求、价格大幅上涨，中小企业可能在采购纸箱上都困难重重，势必会对生产经营造成不利影响；另一方面，龙头企业可凭借其强大的品牌力获得下游消费者认可，并凭借其资金实力加大费用投入以及对渠道的支持力度以获得渠道层面的接受，从而快速完成提价，而对于中小企业来说提价风险相对较高，甚至可能因为提价失败影响公司经营，因此在成本快速上涨时期，行业集中度提升有望随之加速。

表 3：调味品行业上市公司 2017 年提价整理

时间	企业	提价情况
2017 年 1 月	海天味业	90%产品提价 6%，均价提升约 5.4%
2017 年 2 月	涪陵榨菜	对流通渠道产品提价 15-17%
2017 年 3 月	中炬高新	美味鲜和厨邦产品提价 5%-6%
2017 年 3 月	千禾味业	对主力产品进行提价，平均提价幅度达到 8%

资料来源：公司公告整理，安信证券研究中心

龙头企业战略方向变化推动行业生态转变：目前除海天外其余调味品企业仍基本属于区域型龙头，区域扩张风险与机遇并存，最终仍然需要取决于企业的诉求及战略定位，但若这部分

企业调整战略、加大外埠市场扩张力度，可能会带动行业格局发生变化。**产能扩张方面：**随江苏新基地产能释放，海天 2018 年会重点加大华东市场的开发力度；伴随阳西基地稳步投产，中炬高新也会加快区域扩张及餐饮渠道拓展的步伐；而随酱油及食醋募投项目逐渐投产，千禾也会持续加大一线标杆城市的拓展力度。另外 2017 年由于发生行业性提价，海天为首的调味品企业均在加大销售推广费用投放力度，也助力收入增长提速明显，而对于资金实力较弱的中小型调味品企业来说，费用投放空间有限，且品牌力较弱，可能面临市场份额流失。

表 4：调味品上市公司产能情况梳理

公司名称	基地	产能情况
海天	佛山高明	2011 年达 50 万吨生产能力，2013 年达 100 万吨生产能力，2015 年全面验收，达 150 万吨生产能力（新增酱油年产 127 万吨、调味酱年产 23 万吨）
	江苏宿迁	2016 年二季度 50 万吨蚝油、食醋、料酒生产基地已完成试运营
中炬	阳西	稳步投产，具体计划见图 18,19
千禾	四川峨眉	2017 年初启动“投资扩建年产 25 万吨酿造酱油、食醋生产线项目”：计划分两期建设（预计周期共 4 年），其中第一期工程扩建完成年产 10 万吨酿造酱油生产线；第二期工程扩建完成年产 10 万吨酿造酱油生产线和年产 5 万吨酿造食醋生产线。

资料来源：招股说明书，公司公告，安信证券研究中心整理

1.2. 格局演变：把握消费升级浪潮，二线龙头成长仍从容

目前海天作为行业绝对龙头，份额明显领先竞争对手，地位稳固。从品牌角度来看，作为唯一一个真正实现全国化布局的调味品企业，海天的强大品牌力为其销售提供了稳定支撑，对经销商来说代理海天就意味着流量，故而海天面向渠道层面得以有极强话语权；从渠道角度来看，海天目前在渠道布局广度和深度上也明显领先竞争对手，渠道调研显示，目前在县级市场，海天的有效渗透率已经超过四分之三，渠道优势仍会是海天未来在行业保持领先的重要支撑；而在产品方面，海天既把握了行业发展趋势，如在酱油行业重点发展味极鲜单品，又在积极加快品类扩张步伐，百花齐放可期。

展望未来，我们认为海天仍将保持龙头地位，但调味品行业渠道和产品的复杂度都高于其他大众品，这也给海天以外的大型调味品企业留出了较好的生存空间，我们认为行业未来有望保持一超多强格局，集中度提升主要来自中小企业的退出。而二线调味品企业各具特色、差异竞争，梯队内部名次变化仍有可能，未来若能把握住消费升级浪潮，通过贴合需求变化的产品扩大市场份额，仍有超车可能。

1.3. 餐饮 PK 流通，调味品企业何去何从？

1.3.1. 餐饮是行业边际增量的最大贡献者

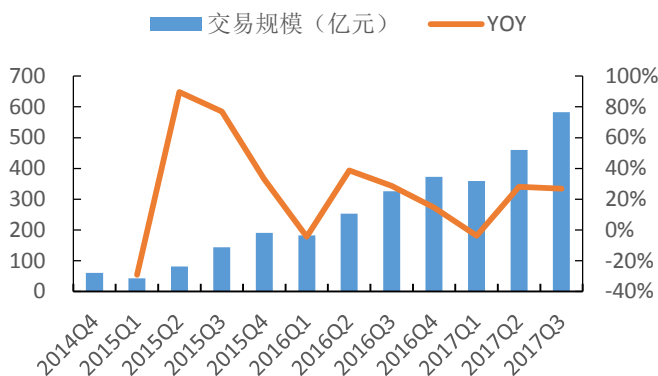
餐饮是未来调味品行业重要增量：首先，随人均收入提高、生活节奏加快及外卖行业的兴起，在家做饭由生活必须变成奢侈的享受，种类丰富且价格不一的餐饮店逐渐成为人们更多的选择；其次，家庭消费和餐饮消费对于调味品食用量相差较大。家庭做饭更讲究健康，以盐为主要成分的调味品消费量较低，而餐饮业未来追求更好的口感和色泽，一餐之中调味品的含量大大提高。

外出就餐增加及外卖迅速发展带动调味品消费量增长：和发达国家相比，我国居民餐饮支出比重较低，提升空间较大。过去十年间，我国居民人均餐饮支出占食品支出的比重仅 6.81%，而美国和日本的这一比例分别为 38.91%、51.9%，差距明显。2017 年我国人均国民收入突破 8000 美元大关，中产阶级比重提高，工作强度较大且对食品消费不太敏感的中产阶级更多考虑外出就餐，利好餐饮业发展。此外 2015 年外卖市场兴起后，交易规模快速增长，由 2014 年四季度的 60.2 亿元已经增长到 2017 年第三季度的 582.7 亿元，预计未来三年仍将保持 20% 以上的增速。综上所述，预计未来 5-10 年我国居民餐饮支出占食品支出的比重有望达到 20%；另一方面，伴随经济发展和居民收入水平不断提高，预计未来我国居民食品支出

也将保持 5%-6% 的增速。据中国调味品行业协会统计，调味品采购支出占餐饮业整体规模的 10% 左右，合理估计未来 5-10 年我国居民食品支出保持 5%-6% 增速，餐饮支出占食品支出的比重达到 20%，预计未来调味品消费量的增速将保持在 5% 以上。

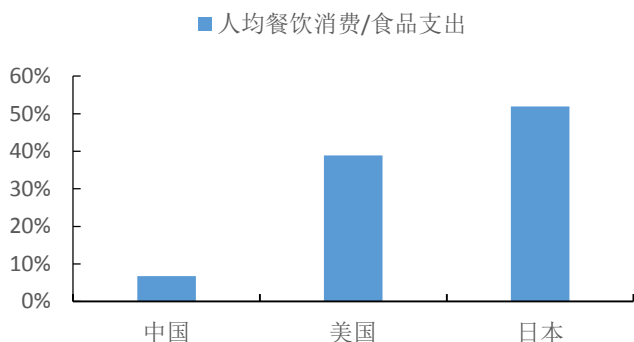
餐饮品牌化带动调味品吨价提升：餐饮业对于调味品的成本均较为敏感，餐饮端调味品吨价的提升主要来自非品牌调味品向品牌调味品的转移及成本上升的推动。过去我国调味品生产商大多是规模较小较为分散的小型企业，产品品质较差，吨价较低，产品结构较为单一。未来随餐饮业本身的不断发展，对菜肴的品质及稳定性将更加重视，品牌调味品明显优于非品牌调味品；同时随大型调味品企业主动加大餐饮渠道拓展力度，预计餐饮端调味品的品牌化将是大势所趋。

图 8：中国近三年外卖交易规模



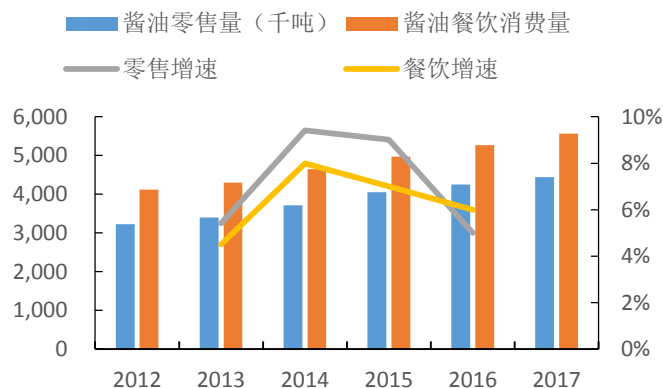
资料来源：Analysys，安信证券研究中心

图 9：中国、美国、日本人均餐饮支出占食品支出比重



资料来源：国家统计局，美国经济统计局，日本总务省统计局，安信证券研究中心

图 10：零售及餐饮类酱油消费量及增速



资料来源：Euromonitor，安信证券研究中心

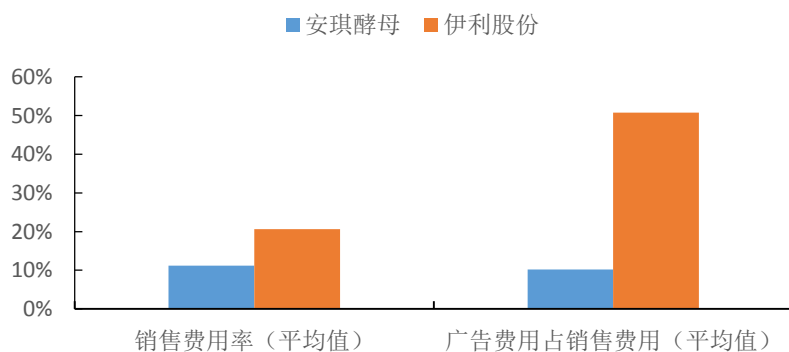
1.3.2. 餐饮渠道护城河更深，后续维护性价比突出

相比零售渠道，餐饮渠道发展性价比更高：相比于流通渠道，餐饮渠道产品吨价较低，但是这并不意味着餐饮渠道盈利能力差。一方面**餐饮渠道维护成本低：**零售渠道费用支出较多，促销、陈列、堆头等都需要费用支出，而 KA 渠道还需要支付额外的进场费、条码费等，费用极高，餐饮渠道维护费用相比传统渠道低得多，如果渠道铺设效果好，在支出较少的情况下销量能够实现较快增长，实际利润率反而更高。另一方面**餐饮业相对下游消费者粘性更高：**C 端消费者本身粘性相对较低，因此公司需要支出大量的空中营销费用来打造品牌形象和曝光度，但最终稳定性仍然不高，而餐饮渠道作为企业客户更注重产品品质的稳定及连贯，一

一旦采用品牌调味品后不会再经常更换，稳定性更高。

通过对比分别面向 B 端、C 端客户的企业财务表现，我们可以进一步看出销售费用支出对于整体盈利能力的影响。以安琪酵母和伊利股份为例，安琪酵母主要面向 B 端客户，包括烘焙门店及食品企业等，伊利股份则主要面向 C 端个体消费者。近七年来，安琪酵母平均销售费用率为 11.22%，伊利股份平均销售费用率为 20.64%，是安琪酵母的近两倍。而将销售费用进一步细分我们可以看到，安琪酵母的广告促销费占销售费用的比例仅 10%左右，而伊利股份的广告费在销售费用中则占 50%以上。总体来说，C 端业务的确比 B 端业务维护费用更高，因此对调味品企业来说，若着力发展餐饮渠道，一方面餐饮端销量增加能够带动整体收入增加，另一方面餐饮渠道实际盈利能力更优，其占比提升可以带动整体利润率改善。

图 11：安琪酵母、伊利股份销售费用支出比较



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

1.3.3. 功能细分有望带动酱油保有量上升，小包装和高端化产品是未来发展方向

虽然家庭酱油消费量相对稳定，但是消费精细化趋势仍有望带动家庭酱油保有量上升，酱油行业的结构升级也会继续。以酱油行业的上一轮大变革为例，传统含盐量较高的老抽类酱油仅在制作红烧类菜肴时才会使用，消费频率低，量增难度大，领军企业通过细分消费情景并顺应健康低盐的消费习惯，推出了含盐量更低口感色泽更好的生抽。生抽含盐量适中，适合日常烹饪，甚至可以替代食盐成为咸味调味品，生抽较老抽含盐量低，上色度低，单次使用量大约是老抽的两到三倍。通过以生抽代替老抽，酱油的需求量得到显著增加。

日本和我国消费习惯较为相似，梳理日本酱油行业发展历史我们可以看到，酱油销量持续下跌，但是酱油收入并没有出现明显的下降态势，主要源于新品类酱油推出带动家庭保有量上升，以及小包装对于大包装酱油的替代效应导致吨价提升。对中国而言，未来通过产品功能细分带动家庭保有量上升仍有空间，此外小包装及高端产品渗透率的提升也会带动行业吨价提升，因此未来酱油零售市场仍有发展空间。

1.4. 从单品类到多品类是调味品企业投资的黄金阶段——以龟甲万为例

当行业发展步入成熟期，且企业在同一细分领域做到较大规模后，可能遇到收入增长瓶颈。通过研究发达国家成熟调味品企业的发展历程，我们发现经久不衰的行业龙头都经历了从大单品时代到多品类时代的发展过程，并且在多品类发展阶段中，公司收入利润迈上新台阶，是对其进行投资的黄金期。

1.4.1. 多品类及全球化带来全新增长点

以龟甲万为例，作为日本酱油业龙头，市占率高达 39.3%，年销售收入高达 4022 亿日元。2001 年以前，公司主营业务主要围绕酱油及其类似单品，产品结构单一。随着日本人均酱油消费量的不断下滑，以酱油为主的单品类发展模式遭遇困局；与此同时，小包装及餐饮用

酱油挤压大包装酱油市场，公司既有渠道布局也面临挑战。因此在 2001 年到 2008 年间，公司一方面进一步增加餐饮渠道布局，另一方面通过海外设厂扩大经营范围，同时还积极开展可口可乐、番茄酱等其他品类的开发。

表 5：龟甲万 1999-2008 年公司重大历史事项

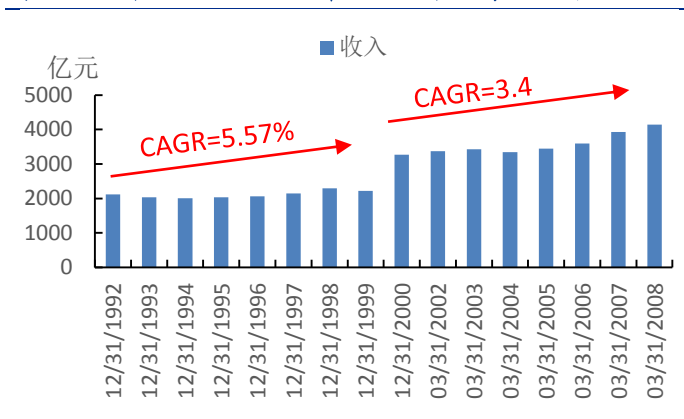
时间	事项
1999 年	与中国建立合资企业，产品 2001 年正式进入市场
2001 年	开展可口可乐饮料业务；在新加坡建立 KTA 公司
2002 年	推出高附加值新品 Marudaizu Jikomi Shoyu；中资合资公司正式开幕
2003 年	推出新品蘸酱 Uchi-no-Gohan
2004 年	与 Higeta Shoyu 公司合作；与 Kibun Foods 集团建立股权式联盟；Del Monte 系列番茄酱发布
2005 年	在泰国成立 SDM 公司生产 Del Monte 品牌产品；在美国建立 LLC 公司从事保健食品，运动食品等销售；饮料新品上市
2006 年	推出 Del Monte 系列新品蔬菜汁，饮料新品 Hajime, Aquarius Active Diet,
2007 年	在北京成立 JFC-BE 公司
2008 年	收购 Allegier 研究集团 (ARG) (美国)；在上海成立合资公司

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

1.4.2. 品类扩张期业绩弹性突出

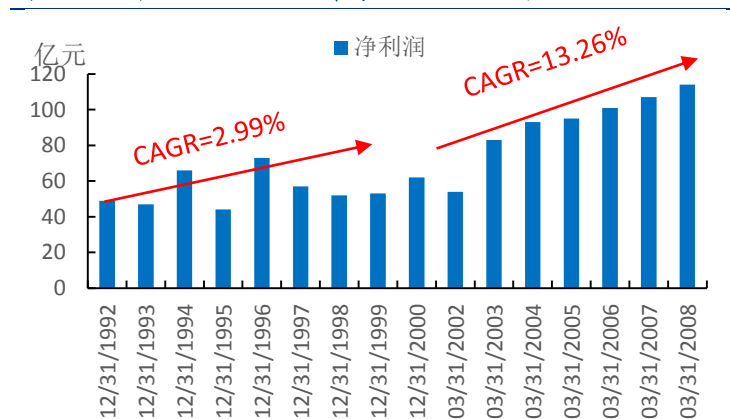
品类扩张和规模效应带动业绩迈上新台阶：一方面，传统酱油类调味品销售天花板显现，价廉质次的大包装产品热度不再，安全健康的优质品牌产品成为消费者追捧对象。公司利用自身品牌优势，推出具有高附加值的高端酱油产品，并通过提价消化原材料上涨。而在品类扩张方面，番茄酱等蘸酱新品、可乐等饮料业务表现不俗，助力公司收入保持稳健增长。另一方面，日本调味品行业并购重组进程加快，市场竞争日益激烈。在日本国内市场疲软销量下滑业绩承压风险下，龟甲万的调味品在美国、欧洲和亚太市场均呈现较好的增长态势，规模效应不断扩大，费用增速慢于收入增速，净利润增速明显提升。

图 12：龟甲万 2001-2008 年收入基本保持稳定增长



资料来源：彭博，安信证券研究中心

图 13：龟甲万 2001-2008 年净利润明显提高



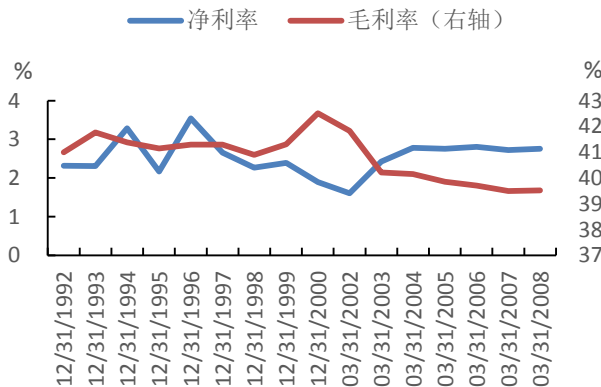
资料来源：彭博，安信证券研究中心

产品结构变化和餐饮渠道占比提高导致毛利率下降：传统酱油行业步入成熟阶段，毛利率提升空间有限，消费者对食品安全的重视一定程度增加了企业成本，压缩了利润空间。酱类及饮料酒水等新品类的开发虽然带来了新的利润增长点，但是饮料酒水销售受夏季天气状况影响较大，且行业内价格竞争较为激烈，毛利率波动较大。渠道方面，由于家庭调味品未来量增天花板可见，公司加大了餐饮和工业渠道的布局，新渠道对原材料价格更加敏感，产品多为经济实惠的大包装，出厂吨价低于小包装产品，导致整体毛利率下降。

管理费用率下降带动净利率强势上扬：虽然公司毛利率整体趋势下滑，但是费用端下降速度更快，净利润增速明显高于收入增速，业绩弹性加大。**董事会和管理层改革提高管理效率，**

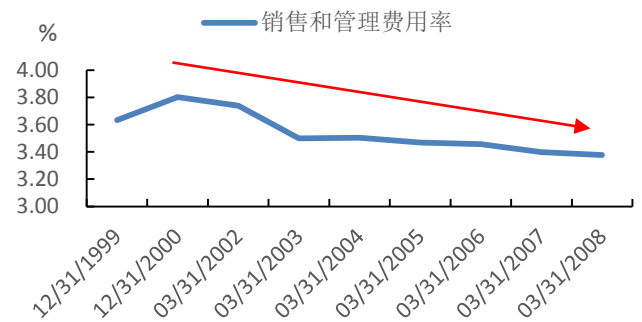
2001 年公司逐步缩减董事会规模，规范董事会和管理层职责，赋予管理层更多经营决策空间，管理效率极大提升，管理费用率明显下降。之后这一部分费用支出将随管理透明度提高，职责权限清晰，决策审批效率增强得到压缩，带动净利率稳步提高。多品类扩张共享渠道红利，费用端增幅不大。龟甲万作为日本酱油类行业龙头，品牌优势强，渠道铺陈好，品类扩张提高了渠道的利用效率，收入端和费用端增长差距拉大，费用率下降明显，净利润增速明显高于收入增速，业绩弹性加大。

图 14：龟甲万 2001-2008 年毛利率下跌但净利率走高



资料来源：彭博，安信证券研究中心

图 15：龟甲万 2001 年以后销售和管理费用率明显下跌

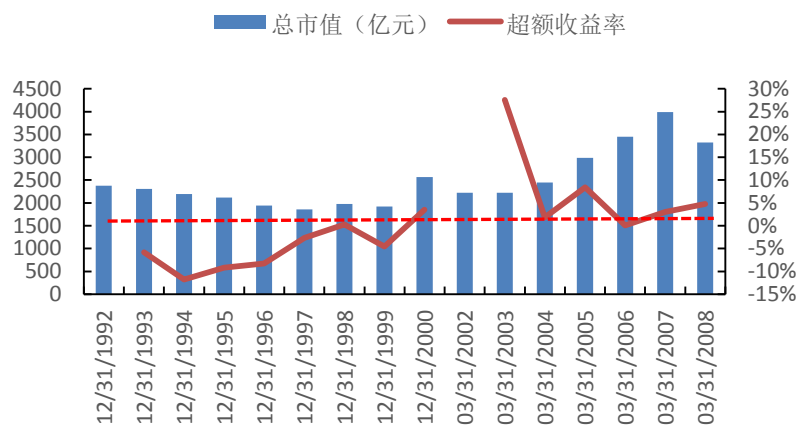


资料来源：彭博，公司公告，安信证券研究中心

1.4.3. 多品类阶段超额收益良好

这一期间，日本股票市场整体收益率较差，911 事变致使美国经济不确定性增加，波及全球，日本宏观经济复苏前景不明，投资者信心不足。但龟甲万和大盘相比仍表现出较好的超额收益。2004 年后经济逐渐起稳，公司多品类扩张推动业绩上扬效果开始释放，多品类阶段平均超额收益率高达 7.62%，而单品类发展阶段平均超额收益率仅为-4.82%，多品类发展阶段是投资的黄金期。

图 16：龟甲万 2001-2008 年市值较大盘收益明显上升



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

发达国家成熟企业历史经验表明，在单一品类做大做强同时，公司将向多品类发展，利用已有成熟产品品牌、渠道优势，推广其他品类产品，持续增加收入实现多点开花。受益于品牌及渠道共享的协同效应增加，公司费用端增速一般会慢于收入，净利率也将随之显著提升。

2. 发展方向明确，战略执行到位，中炬高新成长空间乐观

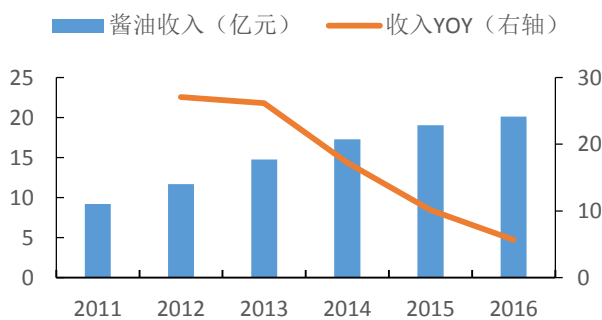
2.1. 从二线到准一线，收入增长点明确

2.1.1. 多品类产能布局稳步推进为收入增长提供重要保障

中炬高新目前调味品收入占比超过 90%，是主要收入来源，据欧睿数据，中炬高新在酱油类产品中市占率第二、属于仅次于海天的区域型龙头。2012 年-2016 年公司调味品收入 CAGR15.79%，同期行业 CAGR 仅 9.8%，成长性良好，产能扩张和品类扩张是未来公司收入持续增长的重要支撑。

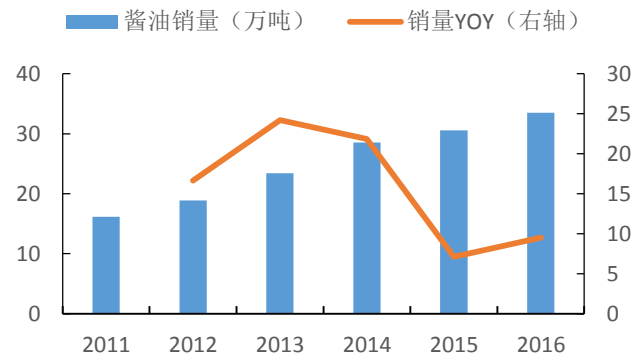
酱油业务，量增是未来增长主要动力：中炬高新酱油产品采用双品牌战略，“厨邦”品牌定位中高端，品牌及品质优势突出；“美味鲜”定位偏低，主攻对成本高度敏感的餐饮渠道。目前产能瓶颈及生产效率是制约公司进一步发展的重要因素，2016 年美味鲜公司调味品总产能 42.22 万吨，而行业龙头海天年产能达到 212.44 万吨。中炬于 2012 年起建设阳西基地，目前一期及二期的部分产能已顺利投产，未来酱油类产品产能还有望增加 17 万吨左右，随阳西基地新产能落地，公司酱油产品增长有望再上新台阶；同时随着公司大力拓展餐饮渠道，可能对整体吨价造成一定负面影响，导致收入增速慢于销量增速。综合量价变化趋势及公司在建产能情况来看，预计未来三年酱油销量仍可实现双位数增长，而收入端可保持个位数稳定增长。

图 17：中炬高新酱油收入及同比增速



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图 18：中炬高新酱油销量及同比增速



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

加强小品类调味品布局，致力打造综合调味品龙头：除酱油外，鸡精鸡粉是公司第二大单品，占收入的 10%-15%，据欧睿数据，中炬鸡精鸡粉目前在国内市占率排名前三，未来仍有一定稳定增长空间。此外，受产能限制，公司其他调味品目前生产规模较小，缺乏竞争力，但小品类调味品的发展不仅可对公司现有产品形成组合补充、更可充分利用现有渠道优势，实现 1+1>2 的协同效应。根据公司目前规划，阳西一期中包含近 14 万吨小品类调味品，而阳西二期还将新增小品类调味品产能 65 万吨，分别是食用油 30 万吨、耗油 20 万吨、醋 10 万吨、料酒 5 万吨，从而助力公司突破现有产能瓶颈。

表 6：中炬高新阳西基地一期产能规划（2012 年公告，实际投产进度有所调整）

年份	产能 (万吨/年)						合计
	酱油	鸡精、鸡粉	调味酱	耗油类	醋汁类	食用油类	
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
2018	22.97	1.98	1.09	2.76	0.73	1.16	30.69
2020	33.37	3.16	1.71	5.59	1.22	1.83	46.88

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 7：中炬高新阳西基地二期产能规划

产品	产能（万吨/年）
食用油	30
耗油	20
醋	10
料酒	5
合计	65

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

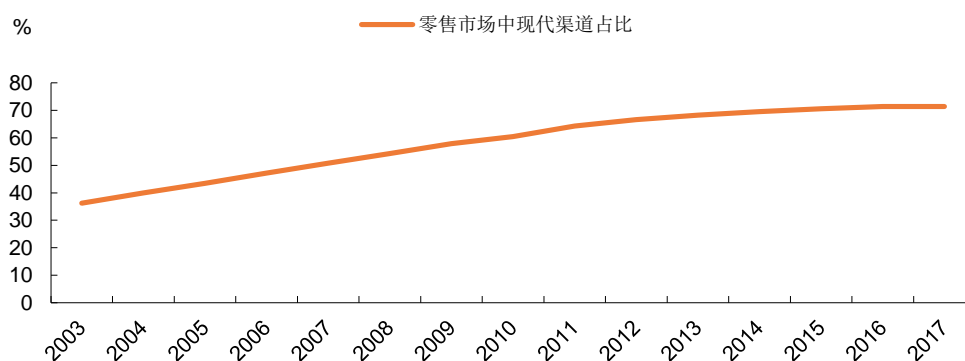
2.1.2. 加快餐饮渠道拓展，着力开发弱势区域

2.1.2.1. 巩固零售渠道，重点拓展餐饮渠道

随生活节奏加快和人均收入提升，餐饮消费在居民食品支出中的比例有望不断提高，未来餐饮渠道的增长将是调味品增量的重要贡献。中炬高新产品定位中高端，主要面向家庭消费，餐饮渠道占比目前仅略超过 20%，与海天 60%、李锦记 70%存在较大差距，后续提升空间较大。

巩固零售渠道，重点发展 KA 在内的现代零售渠道：从行业发展角度来看，随居民消费习惯改变及现代零售渠道变迁，调味品在现代零售渠道的销售占比正逐年提升，从 2003 年的 36.2% 上升至 71.2%。未来公司会加大 KA 拓展力度，包括加大经销商费用支持，侧重与有经验的经销商合作等，预计 KA 渠道未来仍可保持双位数收入增长。

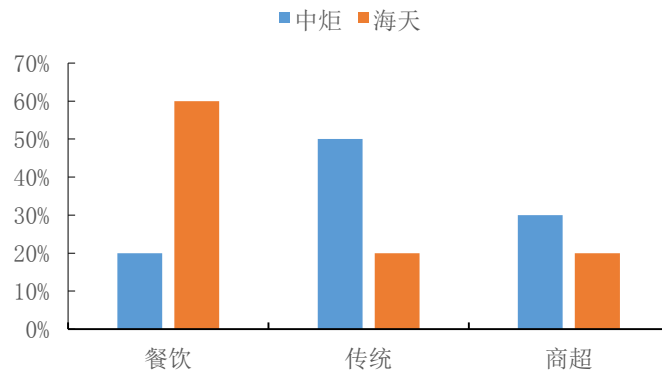
图 19：零售市场中现代渠道占比



资料来源：Euromonitor，安信证券研究中心

加码餐饮渠道，中高端餐饮表现更亮眼：中高端餐饮对品质要求高并且厨师粘性高，公司通过邀请专业人士参与厨邦厨师俱乐部、举办厨艺比赛和聘请厨师顾问等方式加强与厨师的互动，通过顾问推广来实现产品置换，目前来看效果较好，餐饮渠道得以实现高于整体的收入增长。而在低端餐饮渠道，公司主要通过美味鲜系列产品开展业务，但目前整体收入中占比较低。预目前公司餐饮渠道占比略高于 20%，而公司规划在五年内将这一比例提升至 40%，综合考虑公司的品牌及产品力，以及其在餐饮渠道的积极投入，预计未来几年公司餐饮渠道仍可保持高于整体的增速。

图 20：中炬与海天渠道结构对比

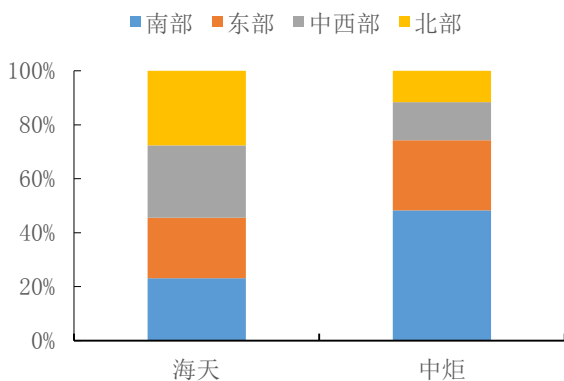


资料来源：安信证券研究中心估算

2.1.2.2. 差异化开展区域扩张

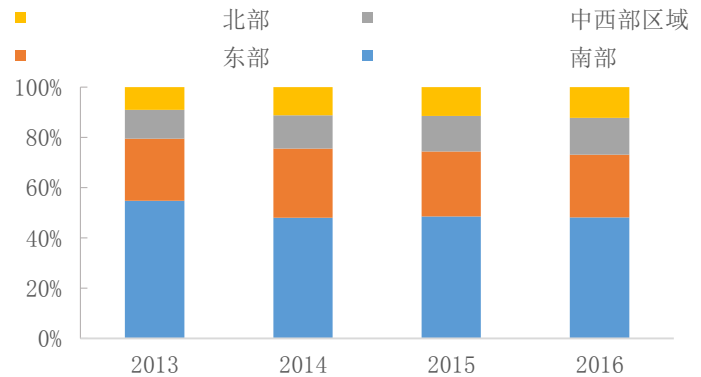
细分全国市场，差异化开展区域扩张：与海天相比，中炬在区域上有较大的扩张和下沉空间。区域角度来看，南部和东部仍是中炬的主要销售区域，中西部和北部存在较大的拓展空间，未来区域扩张将会是公司销量增长的重要来源。目前公司根据各地人均酱油消费金额将全国市场分为五个等级，并采用差异化的市场拓展策略。在广东等布局完整、竞争力强的一级市场，公司采取多品类策略，巩固酱油市场份额，利用新品类打开发展空间；在广西、福建等二级市场，则充分发挥中炬高新的品牌优势，通过铺货和渠道下沉打开产能空间，希望不断向一级市场靠拢。对于产品知名度较低的外埠市场，虽然目前销售情况一般，但后续潜力更大，将是后续开发重点。

图 21：中炬、海天市场分布对比



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图 22：中炬高新市场分布图



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

2.1.3. 主动赞助美食类综艺，营销思路有所转变

2017 年在海天为代表的龙头企业积极加大广告投放力度的背景下，公司也积极调整营销思路，赞助美食类综艺《鲜厨当道》，希望进一步提升厨邦的品牌知名度。我们认为在公司从二线向超一线品牌进军的过程中，空中费用的投放是极为必要的。公司本身产品品质优秀，但在外埠市场的知名度有所欠缺，通过空中费用投放的方式可以加快品牌推广的过程，从而助力公司快速实现全国化。

图 23: 厨邦冠名美食类综艺节目鲜厨当道

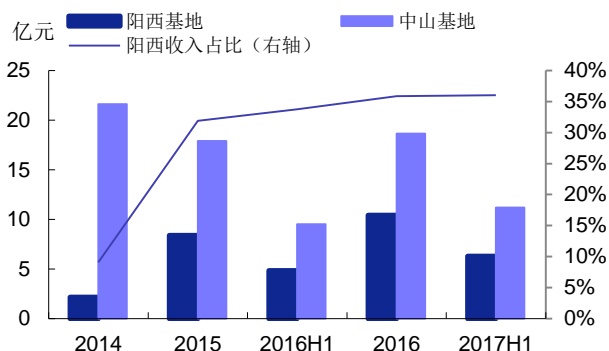


资料来源: 官方微博, 安信证券研究中心

2.2. 高效产能投放叠加管理效率提升, 净利率已进入稳步提升通道

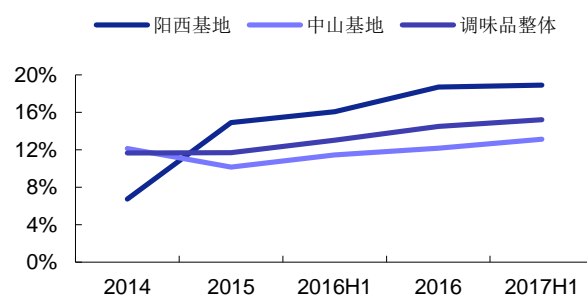
阳西基地产能比重提升带动公司毛利率提升: 美味鲜目前拥有中山基地和阳西基地两大生产基地, 其中中山基地设计总产能 31 万吨; 阳西基地一期于 2012 年开始投资, 目前仍有一半尚未投产; 此外阳西基地二期还规划有 65 万吨非酱油调味品产能, 2017 年三季度刚开始动工。中山基地产能较陈旧, 效率较低、人工成本占比高, 故公司产品虽定位中高端但在毛利率上未有明显优势, 而阳西基地产能效率明显优于中山, 从净利率指标来看, 阳西基地净利率较中山基地高出超过 5pct。未来随阳西基地逐步投产、新产能占比提升及规模效应放大, 预计单位制造费用将持续降低, 公司毛利率有望随之持续提升。

图 24: 阳西基地在调味品收入中占比 36%



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

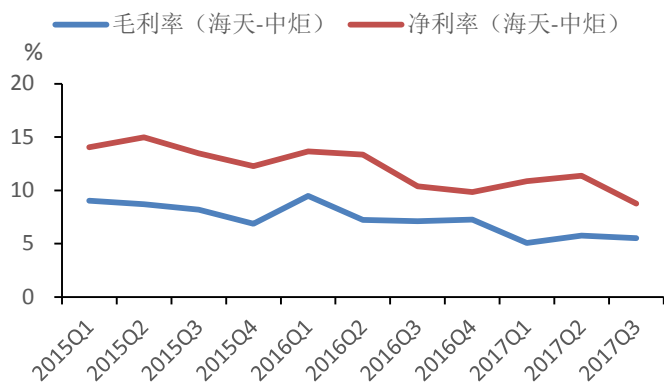
图 25: 阳西基地净利率水平明显高于中山基地



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

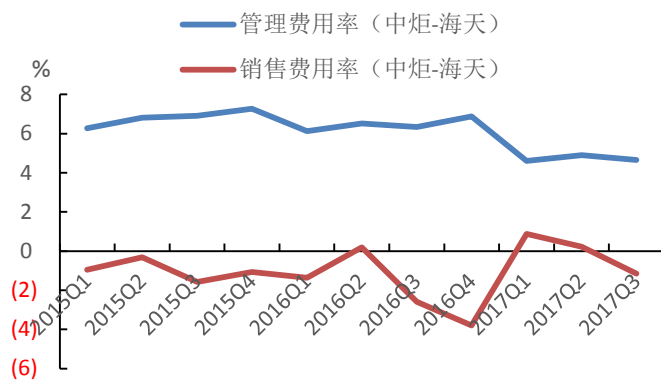
前海入主释放体制活力, 管理效率提升强化利润弹性: 由于管理机制差异, 中炬高新管理费用率明显高于海天味业, 2016 年 Q4 后, 前期体制变更效果逐渐展现, 管理费用率较海天陡然下跌, 后续这部分费用支出有望随体制改革红利释放、经营效率提升而得到压缩, 对应净利率提升弹性十分可观。此前 2014 年 3 月公司公告核心管理人员薪酬与绩效考核管理制度, 通过现金激励充分调动管理层积极性; 此外公司还于 2016 年底提出信息化建设五年规划, 预计未来管理员工资在收入中占比有望大幅下降。长期来看, 随公司体制变革红利稳步释放, 管理费用率有望回归至合理水平, 销售费用率稳步下跌维持低位, 净利润端弹性将十分可观。

图 26：中炬与海天毛利率、净利率差距逐渐缩小



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 27：前海入主费用率与海天差距缩小



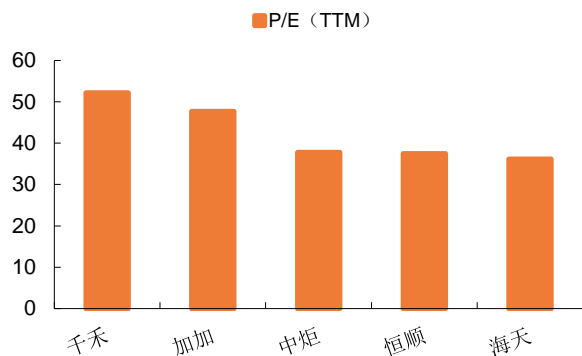
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3. 调味品估值溢价明显，压制因素消除后中炬有望迎来估值修复

3.1. 调味品板块质地优秀，在国内外均充分享受估值溢价

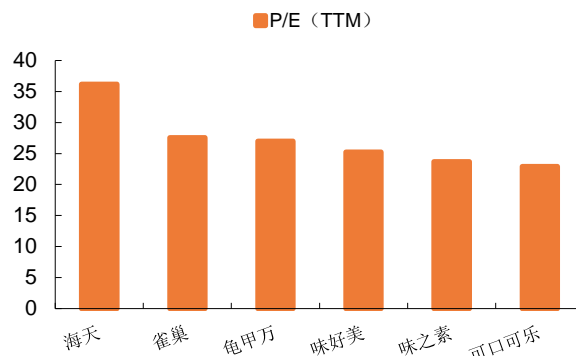
通过对比调味品板块内上市公司和其他大众品公司的估值水平，不难发现，无论是国际还是国内，调味品板块均享有一定估值溢价，我们认为这主要与调味品行业具备更好的发展前景、更深的竞争壁垒、更稳定的下游客户群体有关。因此，未来海天在龙头地位稳固、行业竞争格局良好的情况下仍可维持高于其他大众品龙头的估值水平，而中炬的调味品业务无论是在收入端还是利润端都具备更好的弹性，也值得给予一定估值溢价。

图 28：海天与其他调味品公司最近一年 PE 均值比较



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 29：海天与海外消费品企业最近一年 PE 均值比较



资料来源：wind，Bloomberg，安信证券研究中心

3.2. 业务构成复杂及实际控制人变更不确定性压制公司估值

业务复杂，其他业务板块质地均不及调味品：与其他调味品公司不同，中炬高新调味品业务主要通过子公司展开，不在集团层面，同时公司还经营房地产及物业等业务。调味品业务盈利能力高、现金流状况好，明显优于公司其他业务，故多元化经营一定程度上影响了公司调味品业务估值水平；另一方面，公司地产业务受政府控规影响，一直未能有实质性进展，而公司本部每年仍会产生一定亏损，也拖累了公司整体的盈利情况。未来公司地产业务若能正常开展并逐渐贡献稳定收入、利润，同时本部亏损业务得到剥离，那公司估值有望随之得到提升。

表 8：截止 2017 年三季度中炬高新前十大股东明细

排名	股东名称	方向	持股数量(股)	持股数量变动(股)	占总股本比例(%)	持股比例变动(%)
1	前海人寿保险股份有限公司-海利年年	-	160,420,098	0	20.1400	0.0000
2	中山火炬集团有限公司	-	85,425,450	0	10.7200	0.0000
3	前海人寿保险股份有限公司-自有资金	-	28,416,797	0	3.5700	0.0000
4	深圳市荣超投资发展有限公司	比上期减少	21,132,330	-12,919	2.6500	0.0000
5	香港中央结算有限公司(陆股通)	比上期增加	20,100,319	3,307,752	2.5200	0.4100
6	全国社保基金一零六组合	比上期增加	16,726,545	955,303	2.1000	0.1200
7	陈坤亮	比上期减少	13,178,347	-3,296,653	1.6500	-0.4200
8	林艺玲	比上期减少	11,600,000	-585,059	1.4600	-0.0700
9	前海人寿保险股份有限公司-聚富产品	-	9,684,010	0	1.2200	0.0000
10	全国社保基金四一八组合	新进	9,307,868		1.1700	
	合计	-	375,991,764		47.2000	

资料来源：wind，安信证券研究中心

管理机制落后：公司作为中山市国企，公司治理机制和管理效率都明显弱于行业龙头海天。我们认为这不仅仅会反应在管理费用率上，实际上对公司各个经营环节都会产生不利影响，而前海成为公司第一大股东之后，因为种种原因未能完成实际控制人变更，且目前后续动态尚不明确，市场对此一直存在担忧，也对公司估值造成一定压制。后续这一问题若能有所进展，公司体制得到积极变化，那我们认为对中炬高新的估值水平将会起到提振作用。

3.3. 投资建议

公司商住地及商住配套用地合计 1,906 亩，其中商住地 660 亩，按 2016 年的拍卖出让市场价格 445 万/亩计算，市场价值保守在 44 亿元左右。

表 9：中山市商住地拍卖出让价格走高

区域	编号	面积	均价	交易时间
汇总	商住等商品住房用地	36	624	2016 年 2 季度
古镇镇曹一村	W10-15-0186	26	760	2016 年 5 月
中山市火炬开发区(翠亨新区起步区)马安村	W15-16-0090	82	888	2017 年 2 月

资料来源：中山市国土资源局，安信证券研究中心

表 10：公司及子公司实际拥有的商住地和配套用地规模和市值测算

	商住地(亩)	已开发(亩)	剩余(亩)	配套用地(亩)	总计
中汇合创	900	240	660	453	1353
中炬高新				553	553
市值(亿元)			29.4	14.9	44.3

资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理测算

公司地产业务有望受益深中通道持续增值，维持 44 亿土地估值，当前市值 208 亿元，对应调味品业务市值 164 亿元。我们预计公司 2018 年调味品业务归母净利润 6.7 亿，对应 18 年市盈率 24 倍，仍显低估。维持买入-A 的投资评级，上调 6 个月目标价至 32 元，对应总市值 255 亿；其中调味品业务目标市值 211 亿，对应 18 年调味品业务约 31 倍市盈率。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,758.6	3,158.0	3,811.3	4,538.4	5,353.0	成长性					
减:营业成本	1,791.2	1,999.4	2,312.3	2,708.1	3,166.7	营业收入增长率	4.4%	14.5%	20.7%	19.1%	17.9%
营业税费	29.5	41.7	49.5	59.0	69.9	营业利润增长率	-6.8%	55.4%	40.4%	33.1%	28.7%
销售费用	270.4	275.4	403.2	477.0	548.9	净利润增长率	-13.8%	46.5%	38.8%	31.3%	27.9%
管理费用	331.3	348.9	404.9	446.2	484.0	EBITDA 增长率	8.7%	36.9%	24.8%	26.3%	23.5%
财务费用	61.2	63.2	22.9	12.5	-2.8	EBIT 增长率	1.7%	46.6%	28.0%	30.4%	26.6%
资产减值损失	3.1	7.4	2.0	2.0	2.0	NOPLAT 增长率	-3.4%	53.0%	27.5%	30.4%	26.6%
加:公允价值变动收益	-0.1	-	-	-	-	投资资本增长率	16.9%	8.2%	8.2%	-9.3%	22.1%
投资和汇兑收益	29.1	45.4	40.0	40.0	40.0	净资产增长率	7.1%	10.4%	12.6%	15.5%	17.1%
营业利润	300.8	467.4	656.4	873.6	1,124.3	利润率					
加:营业外净收支	38.3	18.9	23.8	24.4	24.0	毛利率	35.1%	36.7%	39.3%	40.3%	40.8%
利润总额	339.1	486.3	680.2	898.0	1,148.3	营业利润率	10.9%	14.8%	17.2%	19.2%	21.0%
减:所得税	65.1	76.0	108.8	143.7	183.7	净利润率	9.0%	11.5%	13.2%	14.5%	15.8%
净利润	247.3	362.4	502.8	660.0	844.0	EBITDA/营业收入	17.3%	20.7%	21.4%	22.7%	23.7%
						EBIT/营业收入	13.1%	16.8%	17.8%	19.5%	20.9%
						运营效率					
						固定资产周转天数	160	142	116	98	82
						流动资产周转天数	150	163	162	139	136
						流动营业资本周转天数	283	293	291	290	299
						流动资产周转天数	283	293	291	290	299
						应收账款周转天数	10	8	11	10	10
						存货周转天数	169	152	153	149	146
						总资产周转天数	560	538	487	449	429
						投资资本周转天数	357	350	314	261	234
						投资回报率					
						ROE	9.8%	12.9%	16.1%	18.5%	20.4%
						ROA	6.1%	8.4%	10.6%	12.7%	14.1%
						ROIC	11.6%	15.2%	17.9%	21.6%	30.1%
						费用率					
						销售费用率	9.8%	8.7%	10.6%	10.5%	10.3%
						管理费用率	12.0%	11.0%	10.6%	9.8%	9.0%
						财务费用率	2.2%	2.0%	0.6%	0.3%	-0.1%
						三费/营业收入	24.0%	21.8%	21.8%	20.6%	19.2%
						偿债能力					
						资产负债率	38.1%	37.1%	35.6%	32.1%	31.3%
						负债权益比	61.6%	59.0%	55.2%	47.3%	45.5%
						流动比率	3.22	3.27	2.93	3.81	3.84
						速动比率	1.40	1.70	1.27	2.00	1.92
						利息保障倍数	5.92	8.39	29.61	70.84	-393.99
						分红指标					
						DPS(元)	0.10	0.14	0.21	0.27	0.35
						分红比率	32.2%	30.8%	33.0%	33.0%	33.0%
						股息收益率	0.4%	0.5%	0.8%	1.0%	1.3%

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	354.6	441.4	495.5	1,304.0	1,289.1
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收账款	78.2	70.6	158.9	89.7	199.6
应收票据	-	-	0.9	0.3	0.4
预付账款	23.8	65.9	273.1	23.3	294.3
存货	1,321.6	1,342.2	1,895.2	1,872.9	2,480.2
其他流动资产	563.4	879.4	533.4	658.7	690.5
可供出售金融资产	64.6	61.8	61.8	62.7	62.1
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	53.0	48.9	48.9	48.9	48.9
投资性房地产	413.3	361.5	361.5	361.5	361.5
固定资产	1,275.7	1,216.3	1,243.5	1,229.4	1,200.7
在建工程	228.4	243.1	157.9	106.7	63.4
无形资产	107.2	143.2	136.1	129.0	121.9
其他非流动资产	39.3	36.6	32.5	29.3	25.6
资产总额	4,523.1	4,910.9	5,399.2	5,916.5	6,838.2
短期债务	20.0	20.0	143.3	-	-
应付账款	388.8	379.2	656.5	522.0	815.6
应付票据	52.6	50.0	84.8	67.4	107.7
其他流动负债	266.6	405.8	262.4	448.1	365.3
长期借款	88.6	58.6	-	-	-
其他非流动负债	907.9	908.2	774.0	863.3	848.5
负债总额	1,724.5	1,821.8	1,921.0	1,900.8	2,137.1
少数股东权益	284.6	289.8	358.4	452.7	573.3
股本	796.6	796.6	796.6	796.6	796.6
留存收益	1,701.0	1,986.3	2,323.2	2,766.3	3,331.2
股东权益	2,798.6	3,089.1	3,478.2	4,015.7	4,701.1

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	274.1	410.3	502.8	660.0	844.0
加:折旧和摊销	120.1	126.1	135.1	142.3	149.1
资产减值准备	3.1	7.4	-	-	-
公允价值变动损失	0.1	-	-	-	-
财务费用	61.3	60.9	22.9	12.5	-2.8
投资损失	-29.1	-45.4	-40.0	-40.0	-40.0
少数股东损益	26.8	47.9	68.6	94.3	120.6
营运资金的变动	-386.4	-154.0	-321.6	251.4	-766.8
经营活动产生现金流量	393.9	676.7	367.8	1,120.5	304.1
投资活动产生现金流量	-484.8	-404.0	-30.0	-30.9	-29.4
融资活动产生现金流量	175.0	-186.0	-283.8	-281.1	-289.6

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.31	0.45	0.63	0.83	1.06
BVPS(元)	3.16	3.51	3.92	4.47	5.18
PE(X)	86.7	59.2	42.7	32.5	25.4
PB(X)	8.5	7.7	6.9	6.0	5.2
P/FCF	169.3	211.4	131.1	23.1	153.8
P/S	7.8	6.8	5.6	4.7	4.0
EV/EBITDA	27.1	17.8	26.7	20.4	16.6
CAGR(%)	40.1%	33.0%	25.0%	40.1%	33.0%
PEG	2.2	1.8	1.7	0.8	0.8
ROIC/WACC	1.1	1.4	1.7	2.0	2.8
REP	4.0	2.5	3.8	3.3	2.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

苏铖声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	? 0755-82558183?	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034