

**中炬高新(600872)/食品加工**
**站位风口享升级红利, 内外兼修成长逻辑清晰**
**评级: 买入(维持)**

市场价格: 27.54

分析师: 范劲松

执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315733

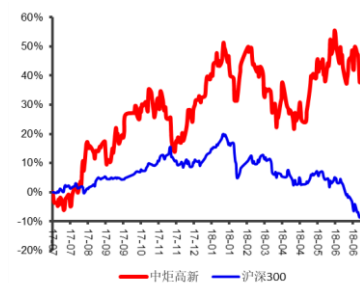
Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

联系人: 龚小乐

Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

|           |        |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股)  | 797    |
| 流通股本(百万股) | 797    |
| 市价(元)     | 27.54  |
| 市值(百万元)   | 21,939 |
| 流通市值(百万元) | 21,939 |

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 中炬高新(600872.SH)\_三季报点评: 毛利率提升显著, 业绩有望保持高速增长
- 2 中炬高新(600872.SH)\_公司点评: 动销再超预期, 重申“买入”

**公司盈利预测及估值**

| 指标        | 2016A  | 2017A  | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 3,158  | 3,609  | 4,267  | 4,847  | 5,966  |
| 增长率 yoy%  | 14.48% | 14.29% | 18.22% | 13.59% | 23.09% |
| 净利润       | 362    | 453    | 616    | 769    | 1,015  |
| 增长率 yoy%  | 46.55% | 25.08% | 35.83% | 24.90% | 32.02% |
| 每股收益(元)   | 0.45   | 0.57   | 0.77   | 0.97   | 1.27   |
| 每股现金流量    | 0.85   | 0.82   | 0.84   | 1.47   | 1.18   |
| 净资产收益率    | 12.95% | 14.43% | 16.88% | 17.88% | 19.59% |
| P/E       | 60.54  | 48.40  | 35.64  | 28.53  | 21.61  |
| PEG       | 2.14   | 1.57   | 0.98   | 1.01   | 0.70   |
| P/B       | 7.84   | 6.99   | 6.02   | 5.10   | 4.23   |

备注:

**投资要点**

- **酱油行业量价齐升景气持续, 龙头份额快速提升。**从量来看, 2012年开始我国酱油产量增速放缓, 但消费场景和消费品类变化带来的结构性增量仍可推动行业产量个位数增长: (1) 经济增长叠加生活节奏加快推动外出就餐比例上升, 餐饮收入保持两位数增长, 外出就餐口味重、浪费多等特点使单次就餐调味品用量高于家庭烹饪; (2) 生抽替代老抽, 口味清淡的生抽单次用量更高, 我国酱油人均年消费量约 7.4 升, 以淡酱油为主的日本人均消费量峰值达 11.9 升; (3) 功能性酱油拓展使用场景, 并有望带动单次用量上升。从价来看, 2007 年以来我国酱油零售价持续上升: (1) 消费升级推动酱油行业价格中枢上移, 目前我国处于向 8-10 元高鲜酱油升级阶段; (2) 受通胀、原材料上涨等影响, 调味品约 3 年进行一次行业性提价。从集中度看, 1955-2016 年日本酱油企业数量减少 80%, 目前 CR3 达 51%, 我国酱油行业 CR3 仅 22%。原材料成本压力、消费升级产品迭代、龙头全国扩张均加速我国酱油行业集中度提升。
- **消费升级占据先发优势, 全国化+开拓餐饮+品类扩张可期。**中炬高新主营调味品(收入占比超 95%), 近 5 年收入和归母净利润 CAGR 分别为 15.5% 和 29.2%, 主要受益于调味品子公司美味鲜快速增长。酱油作为公司核心品类占据调味品 78% 的销量和 68% 的收入, 2011-2017 年酱油收入受益快速放量叠加提价效应保持 17.1% 的复合增速。中炬高新酱油定位中高端, 6366 元/吨的出厂价高于海天的 5400 元/吨, 大单品厨邦特级鲜味生抽迎合本轮高鲜酱油消费升级趋势, 对比竞品性价比突出。随主流消费向公司主打品类升级, 厨邦酱油有望快速放量, 复制六月鲜及龟甲万在消费升级中的成功。公司调味品业务增长路径清晰: (1) 公司立足东南沿海突破东北及周边再辐射全国, 市场分级梯次开拓, 外阜增长快于南部大本营。经销商和销售人员队伍不断壮大, 目前一级经销商 800 家, 分销商超 5000 家, 地级市覆盖率超 70%, 对比海天仍有空间; (2) 公司餐饮渠道相对薄弱(收入占比 24%, 行业及海天在 60% 左右), 通过从厨师端切入导入产品, 2017 年餐饮渠道实现 25% 增长高于整体; (3) 多品类发展空间广阔, 目前酱油收入占比 69% (相当于海天 2011 年水平), 2015 年以来非酱油增速明显高于酱油, 阳西产能释放加速推动公司向综合性调味品平台发展。
- **毛利率上升叠加费用率下降, 利润弹性释放。**中炬高新酱油吨价高于海天但整体毛利率更低, 成本下降可带动毛利率上升: (1) 厨邦公司和阳西美味鲜达产后, 产能从 50 万吨增至 140 万吨, 规模效应增强; (2) 阳西新

厂自动化程度高，提升生产效率；（3）阳西人力、水电等用工成本更低。随阳西工厂产能释放，公司毛利率有望向海天靠拢。中炬高新由于国企体制管理费用率偏高，职工薪酬占比与研发费用率具备下降空间，2015年以来研发人员裁减推动管理费用率下降。公司建立《薪酬与绩效考核管理制度》完善经营层激励及约束，未来期待民营资本注入带来体制变革充分释放企业活力。

- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 42.67、48.47、59.66 亿元，同比增长 18.2%、13.6%、23.1%，其中 2020 年收入加速主要基于以下两个假设：1）调味品业务迎来下一轮提价周期，预计 2020 年公司调味品整体提价 4-5 个 pct；2）存量房销售有望确认，保守估计确认 1.5 个亿。归母净利润分别为 6.16、7.69、10.15 亿元，同比增长 35.8%、24.9%、32.0%；EPS 分别为 0.77、0.97、1.27 元，对应当前股价 PE 为 36 倍、29 倍、22 倍。目前公司市值 219 亿，剔除土地及存量房价值 44 亿，调味品业务市值为 175 亿。由于调控原因预计 2018 年不结转售房收入，调味品业务 2018 年对应 PE 为 28 倍，低于海天味业（48 倍）、千禾味业（33 倍）估值水平。考虑到公司调味品业绩增长的确切性，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 食品安全风险；中高端酱油竞争加剧；全国化及餐饮渠道开拓不及预期

## 内容目录

|                                  |        |
|----------------------------------|--------|
| 酱油行业：量价齐升景气持续，龙头份额快速提升.....      | - 6 -  |
| 量：餐饮复苏+生抽普及+功能细分，量增仍具空间.....     | - 6 -  |
| 价：消费升级叠加行业性提价，驱动价格中枢上移.....      | - 9 -  |
| 集中度提升空间广阔，环保政策加速中小企业退出.....      | - 12 - |
| 消费升级占据先发优势，全国化+开拓餐饮+品类扩张可期.....  | - 14 - |
| 主营调味品，酱油品类增长强劲.....              | - 14 - |
| 厨邦酱油定位中高端，充分受益高鲜酱油消费升级.....      | - 15 - |
| 全国化+拓展餐饮+品类扩张，释放公司成长空间.....      | - 18 - |
| 毛利率上升叠加费用率下降，利润弹性释放.....         | - 24 - |
| 规模效应+效率提升+用工成本下降，提振调味品毛利率水平..... | - 24 - |
| 管理效率改善空间大，体制改革释放活力.....          | - 27 - |
| 盈利预测与投资建议.....                   | - 30 - |
| 房地产估值.....                       | - 30 - |
| 投资建议.....                        | - 30 - |
| 风险提示.....                        | - 31 - |

## 图表目录

|                                     |        |
|-------------------------------------|--------|
| 图表 1：我国酱油产量保持个位数增长.....             | - 6 -  |
| 图表 2：日本经济在 90 年代前持续增长.....          | - 6 -  |
| 图表 3：日本家庭外食支出占比上升.....              | - 6 -  |
| 图表 4：我国城镇人均可支配收入持续增长.....           | - 7 -  |
| 图表 5：餐饮行业保持两位数增长.....               | - 7 -  |
| 图表 6：餐饮用低价产品氨基酸态氮含量低.....           | - 7 -  |
| 图表 7：低级酱油氨基酸态氮含量低.....              | - 7 -  |
| 图表 8：生抽逐渐取代老抽.....                  | - 8 -  |
| 图表 9：老抽盐当量更高.....                   | - 8 -  |
| 图表 10：日本酱油更清淡，人均消费量天花板更高.....       | - 8 -  |
| 图表 11：功能性酱油可扩展酱油使用场景.....           | - 9 -  |
| 图表 12：36 个大中城市酱油零售价格持续上升.....       | - 9 -  |
| 图表 13：日本酱油行业的消费升级路径.....            | - 10 - |
| 图表 14：日本酱油三次消费升级带动价格明显上升.....       | - 10 - |
| 图表 15：日本消费升级产品定价更高.....             | - 10 - |
| 图表 16：主流产品向鲜味酱油升级.....              | - 11 - |
| 图表 17：2009 年以来调味品 CPI 高于整体 CPI..... | - 11 - |
| 图表 18：包材价格上升引发本轮提价.....             | - 11 - |

|  |        |
|--|--------|
| 图表 19: 2017 年初调味品经历行业性提价.....            | - 12 - |
| 图表 20: 日本酱油企业数量减少.....                   | - 12 - |
| 图表 21: 日本酱油企业平均产量增加.....                 | - 12 - |
| 图表 22: 日本酱油行业 CR3 达 51%.....             | - 13 - |
| 图表 23: 我国酱油行业 CR3 仅 22%.....             | - 13 - |
| 图表 24: 2016-2017 年海天和中炬高新酱油产量增速远超行业..... | - 13 - |
| 图表 25: 中炬高新收入与归母净利润.....                 | - 14 - |
| 图表 26: 美味鲜公司收入与净利润.....                  | - 14 - |
| 图表 27: 中炬高新收入结构.....                     | - 14 - |
| 图表 28: 中炬高新毛利润结构.....                    | - 14 - |
| 图表 29: 中炬高新调味品产销量 (万吨).....              | - 15 - |
| 图表 30: 中炬高新调味品收入与吨价.....                 | - 15 - |
| 图表 31: 中炬高新酱油产销量 (万吨).....               | - 15 - |
| 图表 32: 中炬高新酱油收入与吨价.....                  | - 15 - |
| 图表 33: 厨邦品牌占据中炬高新 90%以上销量.....           | - 16 - |
| 图表 34: 中炬高新酱油出厂吨价高于海天 (元/吨).....         | - 16 - |
| 图表 35: 厨邦与海天酱油单品对比.....                  | - 16 - |
| 图表 36: 上海酱油市场销售份额构成.....                 | - 17 - |
| 图表 37: 上海酱油市场销量份额构成.....                 | - 17 - |
| 图表 38: 龟甲万鲜酱油收入爆发式增长.....                | - 17 - |
| 图表 39: 龟甲万在消费升级中市占率上升.....               | - 17 - |
| 图表 40: 中炬高新五级市场划分.....                   | - 18 - |
| 图表 41: 海天为全国性, 中炬高新为泛区域性.....            | - 19 - |
| 图表 42: 中炬高新外阜市场增速更快.....                 | - 19 - |
| 图表 43: 中炬高新各级经销商数量变动.....                | - 19 - |
| 图表 44: 中炬高新和海天味业销售人员数量.....              | - 19 - |
| 图表 45: 中炬高新渠道发展及与海天对比.....               | - 20 - |
| 图表 46: 中炬高新餐饮渠道占比较低.....                 | - 20 - |
| 图表 47: 2017 中炬高新餐饮渠道增速快于整体.....          | - 20 - |
| 图表 48: 厨邦凉菜大赛符合高端定位.....                 | - 21 - |
| 图表 49: 中炬高新调味品品类丰富.....                  | - 21 - |
| 图表 50: 2017 中炬高新调味品收入构成.....             | - 22 - |
| 图表 51: 2017 海天味业调味品收入构成.....             | - 22 - |
| 图表 52: 中炬高新酱油与非酱油销量.....                 | - 22 - |
| 图表 53: 中炬高新酱油与非酱油收入.....                 | - 22 - |

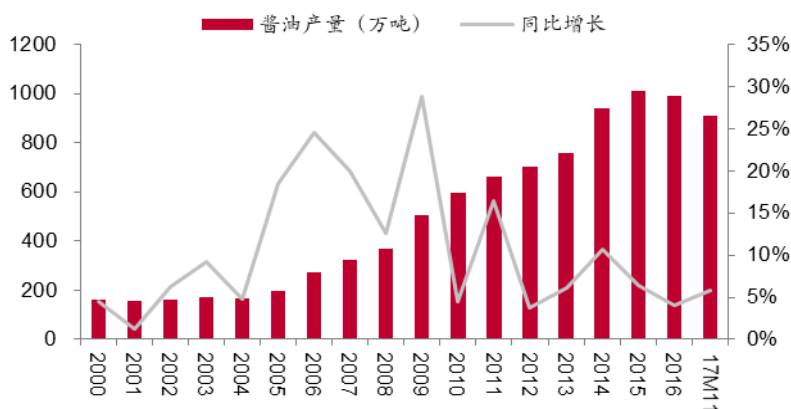
|   |        |
|---|--------|
| 图表 54: 2014 年以来酱油占调味品比例下滑.....            | - 22 - |
| 图表 55: 达产后非酱油产能占比大幅上升 (万吨) .....          | - 22 - |
| 图表 56: 广东厨邦 (阳西基地) 产能建设规划 (万吨, 累计值) ..... | - 23 - |
| 图表 57: 阳西美味鲜产能规划 (万吨) .....               | - 23 - |
| 图表 58: 中炬高新与海天味业调味品毛利率.....               | - 24 - |
| 图表 59: 中炬高新调味品吨价与吨成本.....                 | - 24 - |
| 图表 60: 中炬高新酱油成本构成 .....                   | - 25 - |
| 图表 61: 中炬高新与海天酱油成本对比 (元/吨) .....          | - 25 - |
| 图表 62: 募投项目达产后产能将大幅增加 (万吨) .....          | - 25 - |
| 图表 63: 阳西基地生产效率更高 .....                   | - 25 - |
| 图表 64: 阳江城镇人均可支配收入低于中山 (万元) .....         | - 26 - |
| 图表 65: 中山与阳江工商业电度电价 (分/千瓦时) .....         | - 26 - |
| 图表 66: 广东厨邦 (阳西基地) 净利率高于美味鲜整体.....        | - 26 - |
| 图表 67: 广东厨邦 (阳西基地) 收入占比提升.....            | - 26 - |
| 图表 68: 广东厨邦 (阳西基地) 产量占比提升.....            | - 26 - |
| 图表 69: 酱醋类调味品上市公司管理费用率.....               | - 27 - |
| 图表 70: 管理费用中职工薪酬占总收入比例.....               | - 27 - |
| 图表 71: 管理费用中研发费占总收入比例.....                | - 27 - |
| 图表 72: 2012-2015 年美味鲜研发费用快速增长.....        | - 28 - |
| 图表 73: 2015-2017 年公司研发人员数量减少 .....        | - 28 - |
| 图表 74: 中炬高新核心管理人员薪酬与绩效考核情况.....           | - 28 - |
| 图表 75: 中炬高新地产情况 (亩) .....                 | - 30 - |
| 图表 76: 中炬高新存量房估值.....                     | - 30 - |
| 图表 77: 中炬高新三大财务报表预测 (单位: 百万元) .....       | - 32 - |

## 酱油行业：量价齐升景气持续，龙头份额快速提升

量：餐饮复苏+生抽普及+功能细分，量增仍具空间

- 从粗放式扩容到结构性增量，行业产量保持个位数增长。受益经济高速增长带动物质从匮乏到充足，我国酱油行业产量在 21 世纪前 10 年呈现爆发式增长，产量从 2000 年的 159.41 万吨增长到 2011 年的 662.49 万吨。但随经济增长放缓叠加 2012 年开始对三公消费的限制，同时在人均消费量基数变大的情况下，酱油行业产量增速放缓。我们认为，受益餐饮复苏叠加生抽普及以及功能细分，消费场景与消费品类结构性变化仍将带动量的增长。

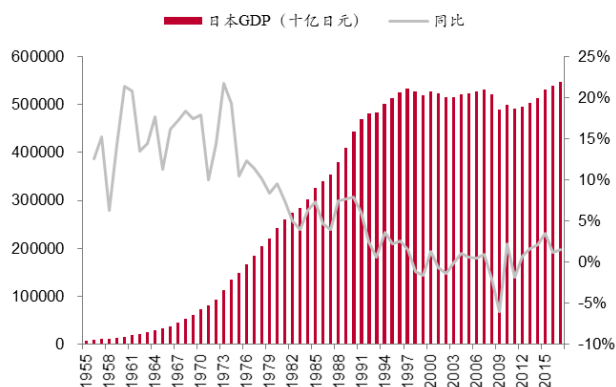
图表 1：我国酱油产量保持个位数增长



来源：Wind、中泰证券研究所（统计局口径为规模以上企业，同比根据口径调整）

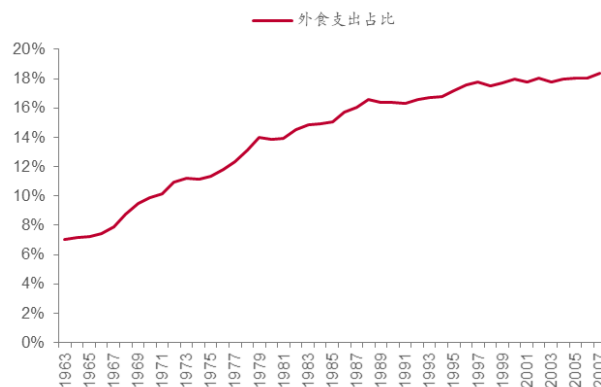
- (1) 经济增长及生活节奏加快推动外卖比例上升，调味品餐饮用量高于家庭
- 经济增长及生活节奏加快推动日本外卖占比上升。战后日本经济经历了快速增长，到 90 年代出现停滞。受益经济增长带来的财富积累，同时伴随生活节奏加快，日本(二人及以上)家庭食品支出中外食占比从 1963 年的 7% 上升到 20 世纪末的 18%。外卖占比上升是经济发展及社会效率提升的必然趋势。

图表 2：日本经济在 90 年代前持续增长



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 3：日本家庭外卖支出占比上升

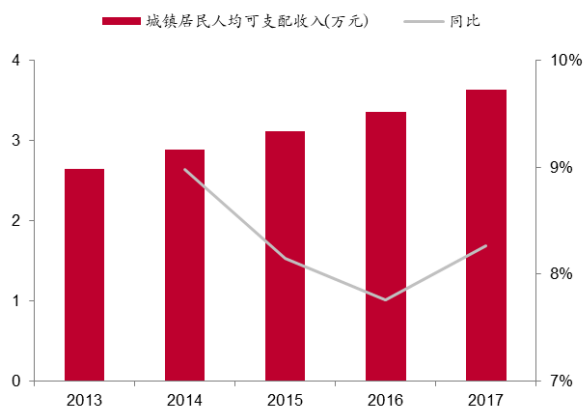


来源：总务省统计局、中泰证券研究所

- 受益可支配收入持续增长，三公限制后餐饮行业复苏。我国城镇人均可支配收入保持约 8% 的增长，叠加财富效应以及生活节奏加快，导致外

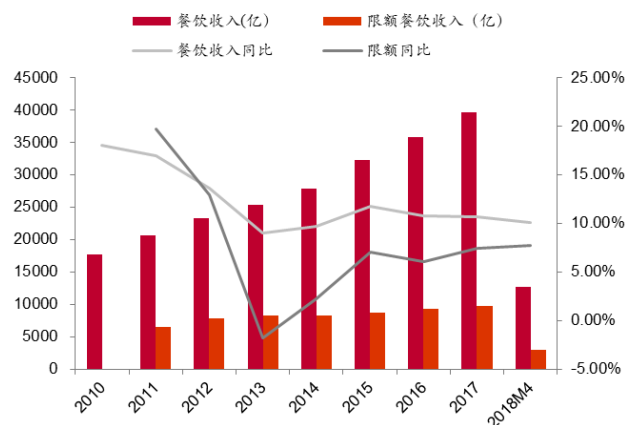
出就餐增长。2013 年受三公消费影响餐饮业陷入低点，但随着政务消费出清后商务及大众消费的崛起，餐饮业重新回归两位数增长。有两点值得注意：（1）财富积累效果显现，餐饮业增长快于居民收入增长，对调味品的带动显著；（2）受消费升级带动，限额餐饮增速也明显回升，高端餐饮的复苏将带动高档调味品的增长。

图表 4：我国城镇居民人均可支配收入持续增长



来源：Wind、中泰证券研究所

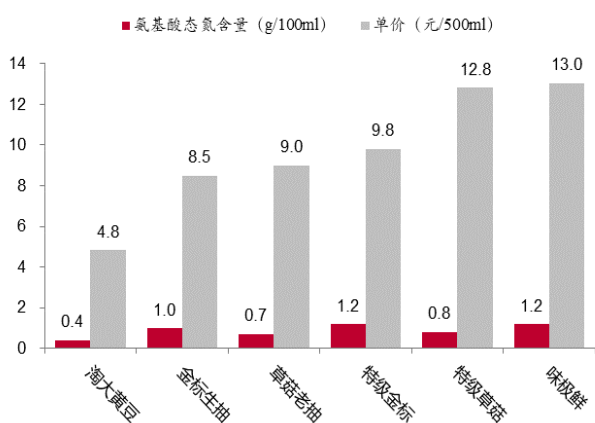
图表 5：餐饮行业保持两位数增长



来源：Wind、中泰证券研究所

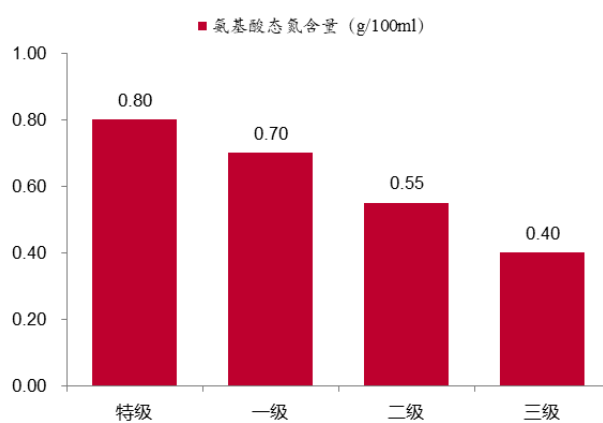
- **调味品餐饮用量高于家庭用量。**外出就餐具有口味重、浪费较多（面子心理）、吃得多（就餐时间长）等特点，因此餐饮的调味品消费量通常高于家庭烹饪。以酱油为例，仅从口味角度分析。餐饮业对价格敏感通常采购价格和等级较低的酱油，产品对应的氨基酸态氮含量也更低（不同类型如老抽和生抽间不可比）。氨基酸态氮含量决定了酱油的鲜味，高氨基酸态氮含量的酱油鲜味更佳。由于餐饮对口味要求更重以及餐饮用酱油的氨基酸态氮含量更低，所以餐饮的酱油用量会明显高于家庭。

图表 6：餐饮用低价产品氨基酸态氮含量低



来源：京东商城、中泰证券研究所

图表 7：低级酱油氨基酸态氮含量低

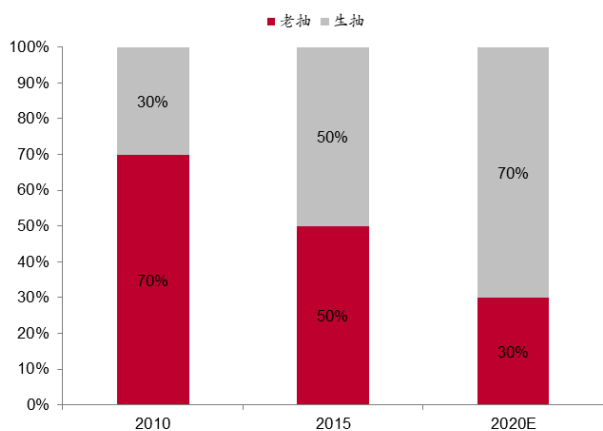


来源：中泰证券研究所

- **（2）生抽替代老抽，单次用量上升**
- **生抽比老抽更淡，淡酱油的普及将抬升行业用量的天花板。**根据智研咨询，我国老抽占比下降、生抽占比提升，随消费升级趋势生抽取代老抽成为主流。生抽相较老抽的盐当量更低、口味更清淡，因此在烹饪中用量更高。以海天的产品线为例，传统老抽的钠含量超过鲜味酱油 30%。对比日本，龟甲万主流产品钠含量为 965mg/15ml，相当于我国鲜味酱油的水平。由于日本酱油更清淡，其人均消费量的峰值达到 11.9L，而

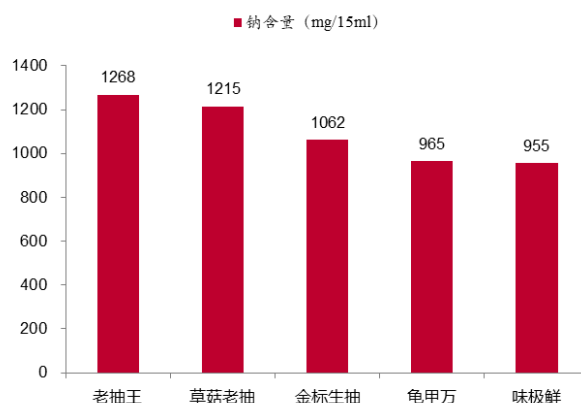
目前我国人均酱油消费量约为 7.4L。随低钠含量的生抽占比提升，我国人均酱油消费量的天花板有望提升。

**图表 8：生抽逐渐取代老抽**



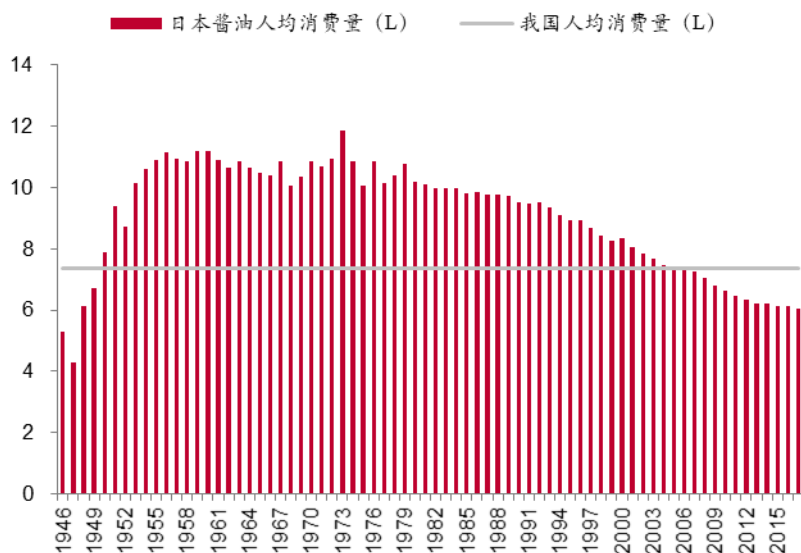
来源：智研咨询、中泰证券研究所

**图表 9：老抽盐当量更高**



来源：京东商城、龟甲万、中泰证券研究所

**图表 10：日本酱油更清淡，人均消费量天花板更高**



来源：日本酱油协会、国家统计局、中泰证券研究所（日本仅指 JAS 酱油，不包括酱油衍生品）

- **（3）专业化趋势显现，家庭酱油保有量上升**
- **功能性酱油属于符合调味品范畴，扩展了酱油的使用场景。**我国烹饪包括蒸、煮、烧、炖、焖、熬、炒等众多方式，菜系菜品丰富。随着物质富裕后，过去一瓶酱油打天下的局面改变，延伸出了众多功能化的细分品类，家庭酱油保有量从 1 瓶上升至 2-3 瓶。一方面，功能性酱油扩展了酱油的使用场景；另一方面，功能性酱油由于专业定位，单次使用量较普通酱油更高。



**图表 11: 功能性酱油可扩展酱油使用场景**

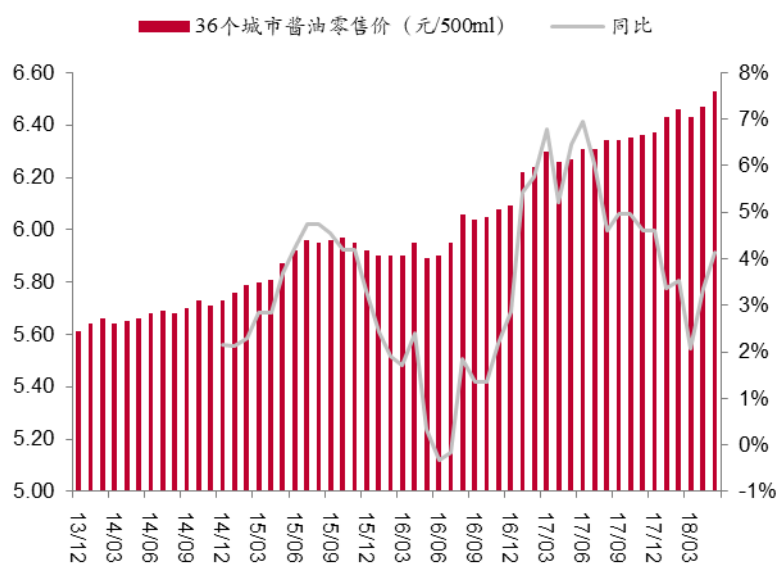
| 种类   | 功能  | 特殊配料            |
|------|-----|-----------------|
| 蒸鱼豉油 | 蒸鱼  | 果葡糖浆、食用香精、白酒    |
| 面条鲜  | 拌面  | 口蘑              |
| 红烧酱油 | 红烧  | 果葡糖浆、食用香精、黄酒、草菇 |
| 海鲜酱油 | 蘸海鲜 | 果葡糖浆、食用香精、干贝    |

来源：中泰证券研究所

**价：消费升级叠加行业性提价，驱动价格中枢上移**

- **价格中枢上移，释放行业增长空间。**根据发改委的数据，2007 年 36 个大中城市主销的 500ml 瓶装酱油平均价格为 3.67 元/瓶，2010 年上升到 4.15 元，2013 年 12 月为 5.61 元，最新的 2018 年 5 月则达到了 6.53 元。受酱油行业持续性的消费升级以及跟随物价上涨的行业性提价的影响，我国酱油的价格中枢持续上升。我们认为在人均消费量较高的情况下，酱油行业的价格中枢随消费升级将加速上升，成为行业增长的主要动力。

**图表 12: 36 个大中城市酱油零售价格持续上升**



来源：发改委价格监测中心、中泰证券研究所

- **(1) 以邻为鉴，量缓后迎来消费升级**
- **日本酱油行业经历三次大规模消费升级，带动价格中枢上移。**60 年代日本人均酱油消费量趋于饱和，在物质需求得以满足后，行业迎来消费升级以满足健康等高层次诉求。70 年代末日本国内对低盐度健康的提倡推动低盐酱油流行；80 年代末大量的大豆进口解决了日本国内大豆供给不足的瓶颈，使用大豆而非脱脂大豆作为原料的九大豆酱油引领了消费升级；90 年代末有机酱油出现，但总量较少对行业整体价格上移的推动有限；00 年代末龟甲万推出了主打新鲜度概念的酱油，并与其他高端产品形成组合。以龟甲万的产品线为例，消费升级的高端酱油价格均高于基础产品。剔除整体物价上涨的影响后，低盐、九大豆、鲜酱油三次大规

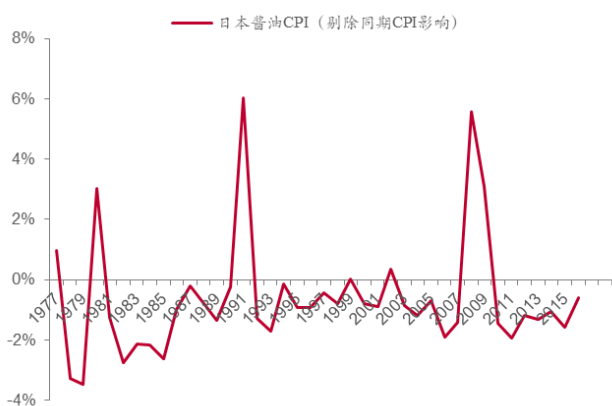
模的消费升级均显著推动了日本酱油的价格中枢上升。

**图表 13：日本酱油行业的消费升级路径**



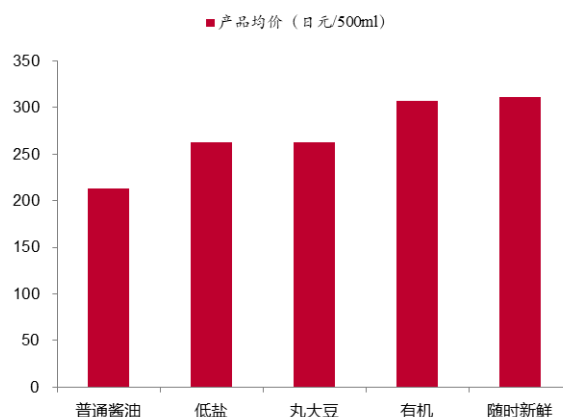
来源：龟甲万、中泰证券研究所

**图表 14：日本酱油三次消费升级带动价格明显上升**



来源：Wind、中泰证券研究所

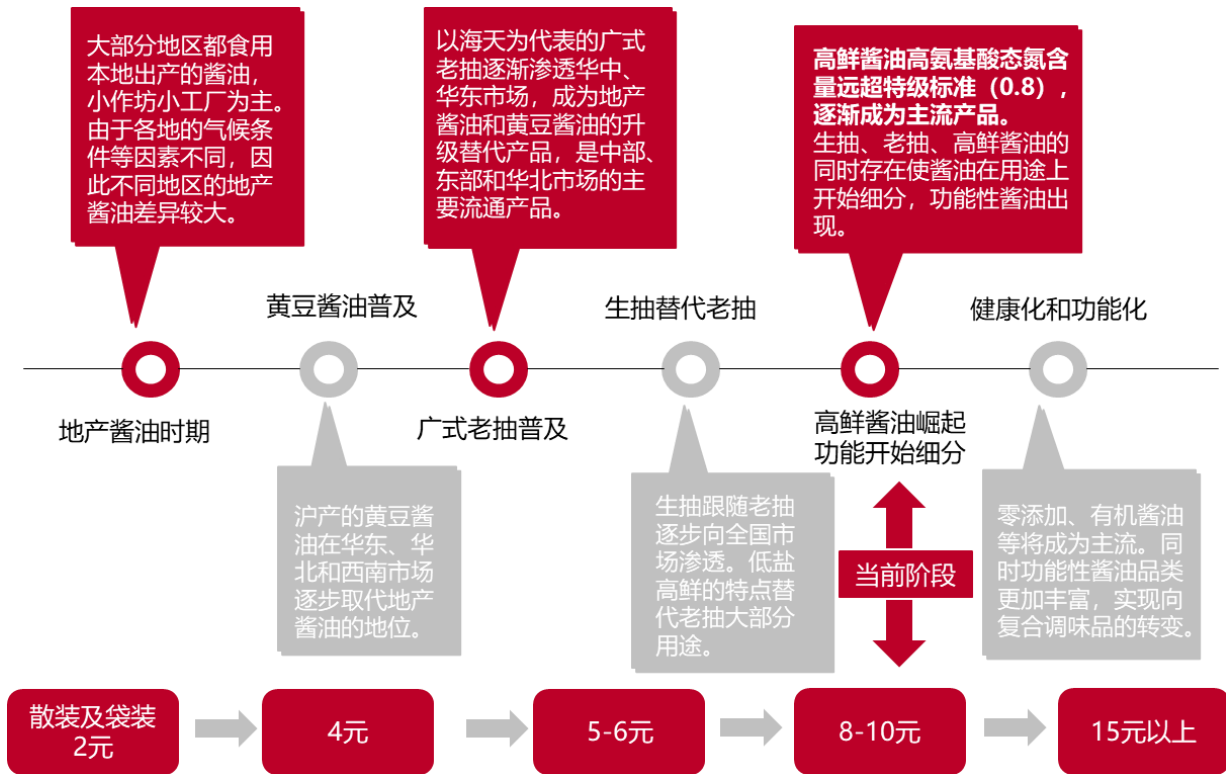
**图表 15：日本消费升级产品定价更高**



来源：龟甲万、中泰证券研究所

- 我国正处于鲜味酱油的消费升级风口。90年代以前我国处于地产酱油时期，以大量国营的中小型酱油厂为主。90年代沪产的黄豆酱油成为泛区域性产品普及。00年代起广式高盐稀态晒制酱油由于工艺优势，逐步替代了落后的低盐固态发酵酱油，产品的氨基酸态氮含量得以提升，从二、三级向一级和特级发展。广式老抽率先在全国普及，随后生抽跟随老抽也开始向全国渗透。在生抽替代掉老抽大部分用途后，氨基酸态氮含量更高的高鲜酱油（通常在1.2以上，超0.8的特级标准）成为当前消费升级的方向，并带动价格中枢向10元进发。未来，以零添加及有机为代表的健康酱油有望得以推广，并且功能性产品将更加丰富和专业，主流产品价格有望向15元以上升级。

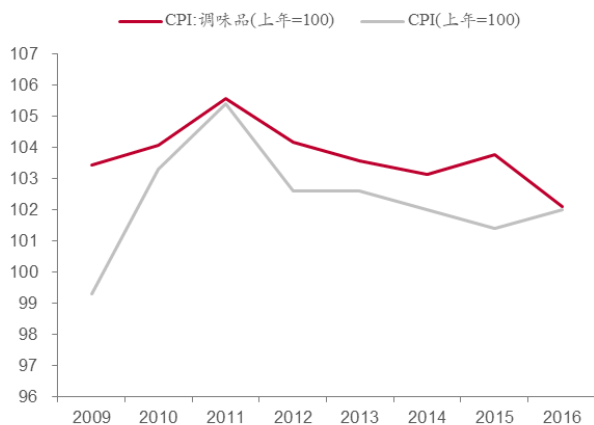
图表 16: 主流产品向鲜味酱油升级



来源：中泰证券研究所（对应规格为 500ml）

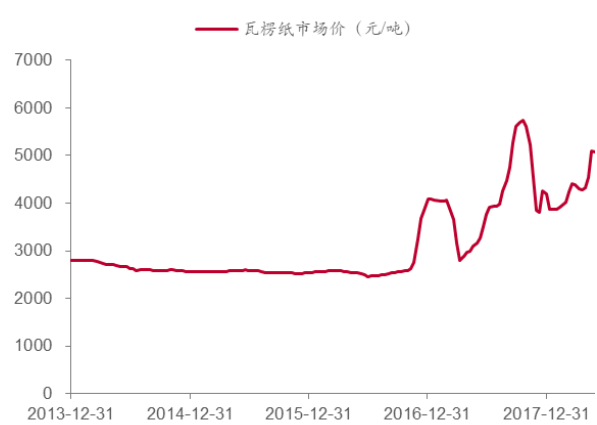
- （2）行业集体性提价，覆盖成本压力带动价格上升
- 调味品价格敏感度低，提价相对容易。2009-2016 年，调味品的 CPI 指数高于整体的 CPI，表明其价格增幅高于物价上涨。由于调味品单价低、单次用量小，一次性采购可使用 2-3 个月或更久，因此消费者对价格敏感度较低。提价不仅可以覆盖原材料压力，还有望提升企业盈利能力。

图表 17: 2009 年以来调味品 CPI 高于整体 CPI



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 18: 包材价格上升引发本轮提价



来源：Wind、中泰证券研究所

- 集体性提价有效缓解成本压力。受环保政策影响，纸箱等包材价格大幅上升，2016Q4-2017Q1 行业众多公司集体提高出厂价以覆盖成本上升。行业性提价周期约为 3 年，从酱油企业来看，通常由龙头海天率先提价，其他企业跟随。

**图表 19: 2017 年初调味品经历行业性提价**

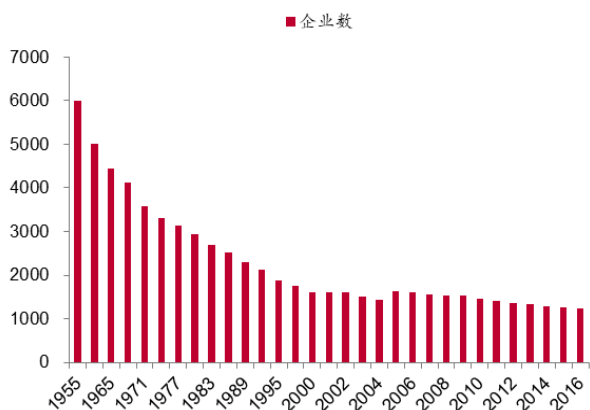
| 时间      | 企业   | 提价情况                    |
|---------|------|-------------------------|
| 2016.10 | 恒顺醋业 | 5 亿主力醋产品提价 9%           |
| 2017.01 | 海天味业 | 90% 产品提价 6%，均价提升约 5.4%  |
| 2017.03 | 中炬高新 | 美味鲜及厨邦产品整体进行提价，幅度为 5~6% |
| 2017.03 | 千禾味业 | 部分产品提价 800 元/吨          |

来源：中泰证券研究所

### 集中度提升空间广阔，环保政策加速中小企业退出

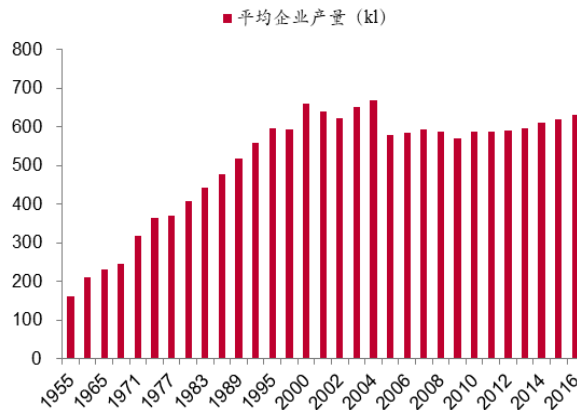
- **日本酱油企业向大中型集中，60 年内企业数量减少 80%。** 酱油从中国传入日本后发展迅速，日本是近代最先进行机械化、工业化生产酱油的国家。作为具有地区特色的产品，日本酱油行业集中度在整合前处于低水平（类似中国白酒、德国啤酒，在每个省市乃至县都有当地品牌）。而 1955-2016 年间，日本的酱油企业从约 6000 家减少至 1231 家，集中度明显提升。同时企业的平均产量从约 160 千升增长到 631 千升，以大中型企业为主。

**图表 20: 日本酱油企业数量减少**



来源：日本酱油协会、中泰证券研究所（2005 年对遗漏企业进行统计，修正了数据，整体趋势仍向下）

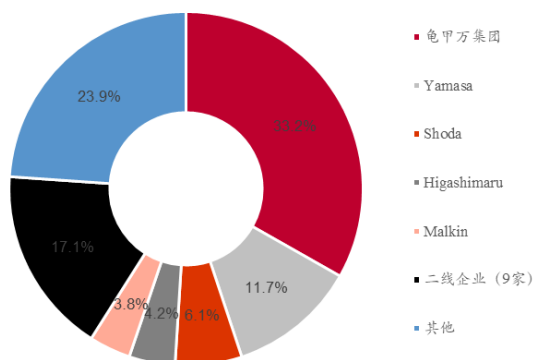
**图表 21: 日本酱油企业平均产量增加**



来源：日本酱油协会、中泰证券研究所（2005 年对遗漏企业进行统计，修正了数据）

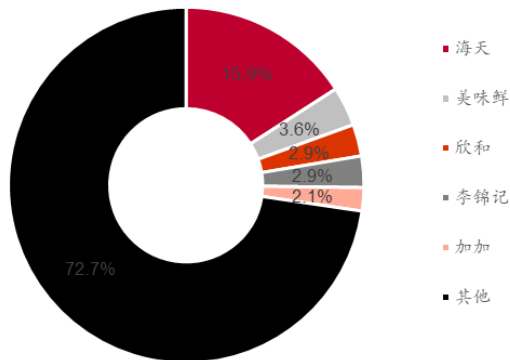
- **日本酱油行业集中度高，我国整合空间大。** 2017 年龟甲万集团占据了日本酱油行业 33.2% 的市场份额，领先优势明显。CR3 占据 51%，CR5 占到 59%，二线的 9 家企业占据 17% 的市场份额，除上述 14 家企业外的其他中小企业（超 1200 家）只占 24% 的份额。对比日本，我国酱油行业集中度明显偏低，整合空间大。第一的海天市场份额仅 16%，第二的美味鲜市占率则只有约 4%，大量的中小企业占据了 70% 左右的市场份额。参考日本的经验，绝大部分中小企业将在行业洗牌中被淘汰，从而促使集中度提升。

图表 22: 日本酱油行业 CR3 达 51%



来源: 日刊经济通讯社、中泰证券研究所

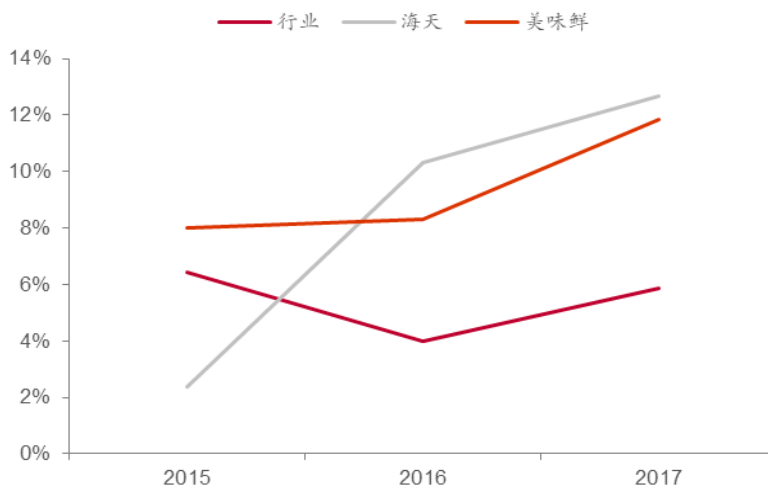
图表 23: 我国酱油行业 CR3 仅 22%



来源: Wind、中泰证券研究所

- **环保政策+消费升级+龙头全国扩张, 市场份额向龙头集中。** 环保政策将加速酱油行业集中度提升: (1) 小企业由于污染物处理不达标, 面临停业整顿甚至退出行业的风险; (2) 包材等原材料价格上升, 小企业转嫁成本能力弱, 被迫退出。同时消费升级使企业必须具备一定的研发能力及良好的产品力, 才能在消费升级的产品迭代中存活下来, 跨越单品的生命周期。最后, 除海天完成全国化布局外, 大量二线企业也开始进行泛区域到全国化的布局, 行业竞争进一步加剧, 加速中小企业退出。未来行业集中度向龙头靠拢是必然趋势。

图表 24: 2016-2017 年海天和中炬高新酱油产量增速远超行业



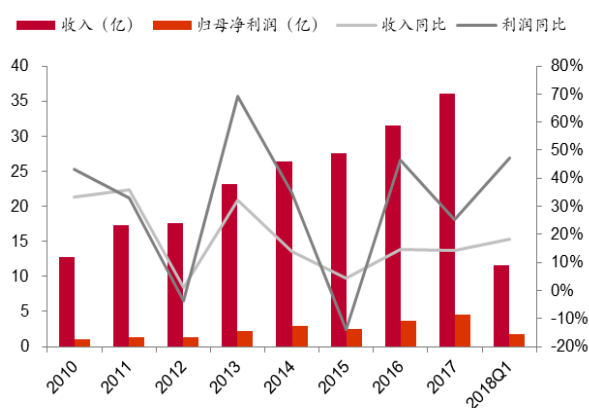
来源: Wind、中泰证券研究所

## 消费升级占据先发优势，全国化+开拓餐饮+品类扩张可期

### 主营调味品，酱油品类增长强劲

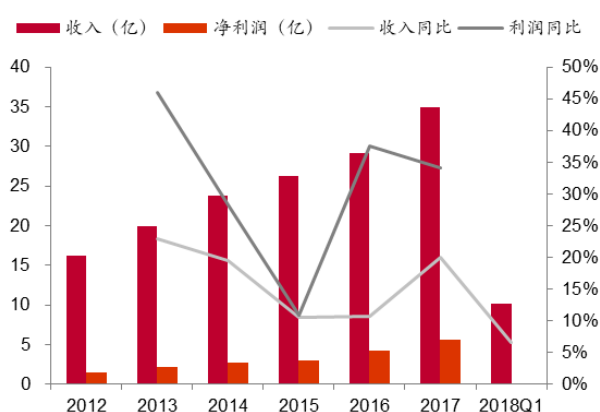
- **调味品是核心业务，带动公司快速增长。**中炬高新近年保持快速发展趋势，2012-2017 年收入 CAGR 为 15.5%，归母净利润 CAGR 达 29.2%。公司以调味品为核心业务，2017 年调味品收入和毛利润占比分别高达 95.7%和 97.3%，此外还包括皮带轮及汽车、摩托车配件和房地产业务。旗下子公司广东美味鲜负责调味品业务的经营，2012-2017 年美味鲜公司收入 CAGR 为 16.6%，净利润 CAGR 为 30.8%，增长势头强劲。2018Q1 美味鲜公司收入增速放缓，主要系去年同期提价影响，经销商提前囤货致基数较高，若将 2017Q1 还原到全年 20%的增速，则 2018Q1 收入增长为 17.95%。

图表 25：中炬高新收入与归母净利润



来源：Wind、中泰证券研究所

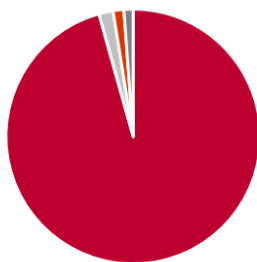
图表 26：美味鲜公司收入与净利润



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 27：中炬高新收入结构

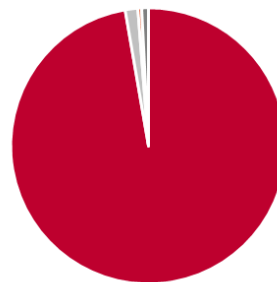
■ 调味品 ■ 皮带轮及配件 ■ 房地产 ■ 其他



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 28：中炬高新毛利润结构

■ 调味品 ■ 皮带轮及配件 ■ 房地产 ■ 其他

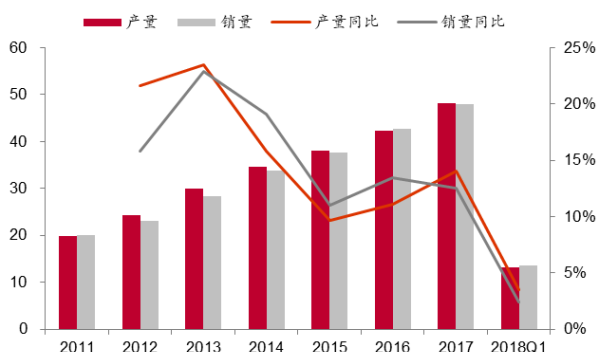


来源：Wind、中泰证券研究所

- **调味品产销量快速增长，吨价受提价影响明显。**中炬高新采取以销定产的策略，产销率保持在 100%左右。2011-2017 年公司调味品销量从 19.95 万吨增长到 47.93 万吨，CAGR 达到 15.73%；2018Q1 由于高基数影响，销量增速降至 2.41%。2011-2017 年公司调味品收入从 12.89 亿元增长到 34.53 亿元，CAGR 达 17.85%，高于销量增速。从吨价来看，2011-2017 年 CAGR 为 1.83%，其中 2012、2017 和 2018Q1 受益

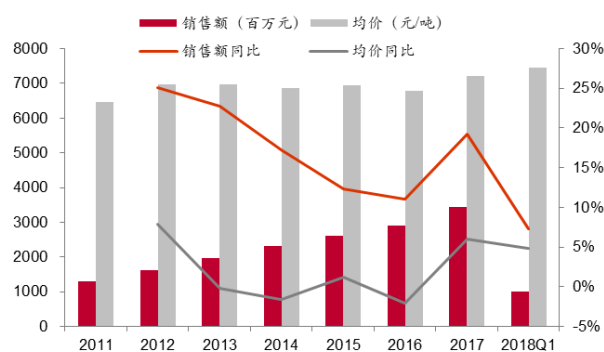
提价吨价均有明显提升。

图表 29: 中炬高新调味品产销量 (万吨)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

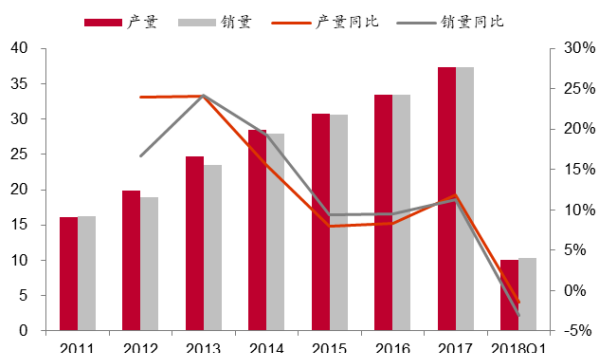
图表 30: 中炬高新调味品收入与吨价



来源: Wind、中泰证券研究所

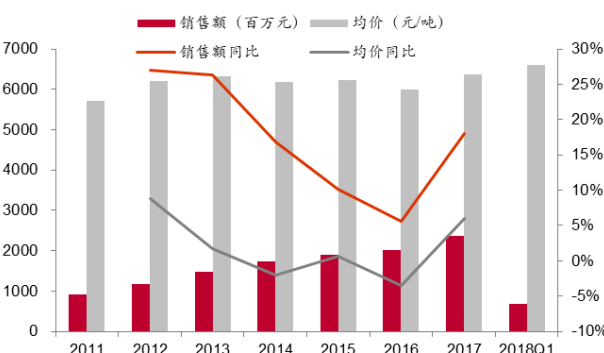
- **酱油是核心品类，定位鲜味快速放量。**公司调味品业务覆盖酱油、鸡精鸡粉、食用油、调味酱等多个品类。其中酱油 2017 年占调味品总销量的 78%，占调味品总收入的约 68%。2011-2017 年公司酱油销量从 16.18 万吨增长至 37.28 万吨，CAGR 达 14.93% 超过行业增长，市占率不断提升。公司酱油定位于高端的鲜味酱油，迎合了生抽普及和高鲜的消费升级方向，得以快速放量。2011-2017 年公司酱油收入从 9.23 亿元增长至 23.73 亿元，CAGR 达 17.05%。从吨价来看，公司酱油定位高端，2012 年以来保持在 6000 元/吨以上，其中 2012 和 2017 年收益提价均有明显涨价。

图表 31: 中炬高新酱油产销量 (万吨)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 32: 中炬高新酱油收入与吨价



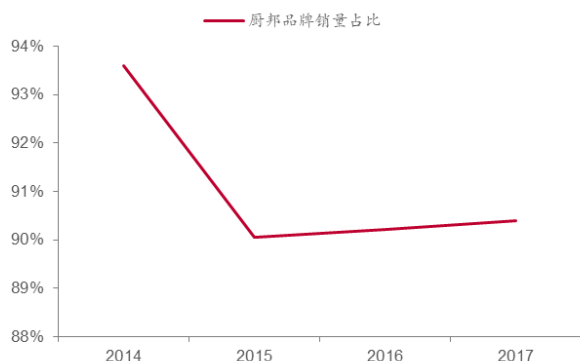
来源: Wind、中泰证券研究所

### 厨邦酱油定位中高端，充分受益高鲜酱油消费升级

- **聚焦中高端“厨邦”品牌，出厂吨价领先。**美味鲜公司旗下拥有“厨邦”和“美味鲜”双品牌。其中厨邦定位中高端，酱油产品以 8-10 元/500ml 的高鲜酱油为主，针对家庭消费者；美味鲜则明确定位为面向餐饮、面向居民消费的中档产品，价格较低且以大包装为主。公司聚焦中高端，厨邦品牌占公司调味品销量的比例在 90% 以上。
- 酱油龙头海天主要针对餐饮渠道，定位相对较低。海天终端售价 8 元/500ml 以上的高档产品占比为 35% (主要包括味极鲜、部分功能性产品、零添加及有机)，产品结构落后于中炬高新。
- 从出厂价看，近年来海天产品结构升级叠加提价带动吨价上升，从 2011 年的 4609 提到 2017 年的 5400 元/吨，CAGR 为 2.68%。中炬高新坚

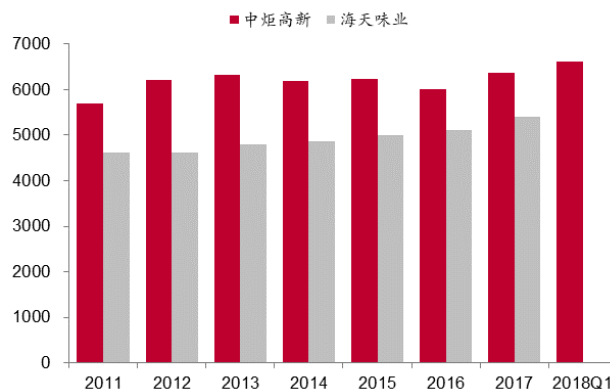
持定位中高端，在高鲜酱油领域深耕多年，吨价保持在 6000 元/吨以上领先海天。由于中炬高新一开始定位较高，因此产品结构升级的贡献弱于海天，2011-2017 年酱油吨价的 CAGR 为 1.85%。

图表 33: 厨邦品牌占据中炬高新 90%以上销量



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 34: 中炬高新酱油出厂吨价高于海天 (元/吨)



来源：公司公告、中泰证券研究所

- **打造厨邦高鲜酱油大单品，精准卡位消费升级风口。**厨邦大单品为特级鲜味生抽，1.3g/100ml 的高氨基酸态氮含量契合当下消费升级阶段，只采用黄豆作为原料也与其中高端定位匹配；海天大单品为金标生抽和草菇老抽，在餐饮渠道强势，定位低于厨邦特级鲜味生抽（价格和氨基酸态氮含量更低，原材料使用了脱脂大豆）。
- 海天也推出了高鲜酱油产品味极鲜迎合消费升级趋势。从氨基酸态氮含量、氨基酸原料方面看，厨邦的特级鲜味生抽领先海天的味极鲜，但价格却更低，性价比优势突出。厨邦深耕高鲜酱油领域多年，有望凭借其大单品特级鲜味生抽充分受益本轮消费升级。

图表 35: 厨邦与海天酱油单品对比

| 产品       | 氨基酸态氮含量      | 价格          | 氨基酸原料           |
|----------|--------------|-------------|-----------------|
| 厨邦特级鲜味生抽 | ≥1.30g/100ml | 9.6 元/410ml | 非转基因黄豆          |
| 海天金标生抽   | ≥1.00g/100ml | 8.5 元/500ml | 非转基因脱脂大豆、非转基因黄豆 |
| 海天草菇老抽   | ≥0.70g/100ml | 9 元/500ml   | 非转基因脱脂大豆、非转基因黄豆 |
| 海天味极鲜    | ≥1.25g/100ml | 9.9 元/380ml | 非转基因脱脂大豆、非转基因黄豆 |

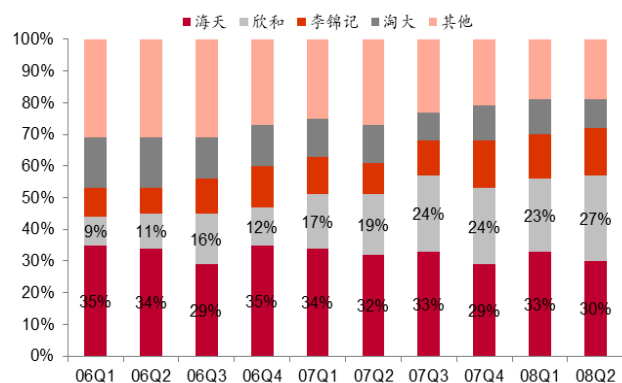
来源：天猫官方旗舰店、中泰证券研究所

- 通过回顾欣和六月鲜在上海的成功以及龟甲万在日本鲜酱油消费升级中的成功经验，我们发现**酱油企业具备前瞻性的、精准的定位将有望受益消费升级的浪潮迎来爆发式的增长**。中炬高新深耕 8-10 元价位段的鲜味酱油多年，产品品质过硬，因此在本轮高鲜酱油的消费升级中将充分受益。并且公司还积极布局零添加酱油领域，推出厨邦纯酿酱油，有望承接下一阶段的消费升级。
- **(1) 欣和六月鲜在上海的崛起。**上海人均可支配收入全国领先，作为一线城市引领了全国的消费升级。欣和在 2003 年推出六月鲜品牌，与其低端的味达美品牌差异化定位，全面进军上海市场。2006 年初上海市



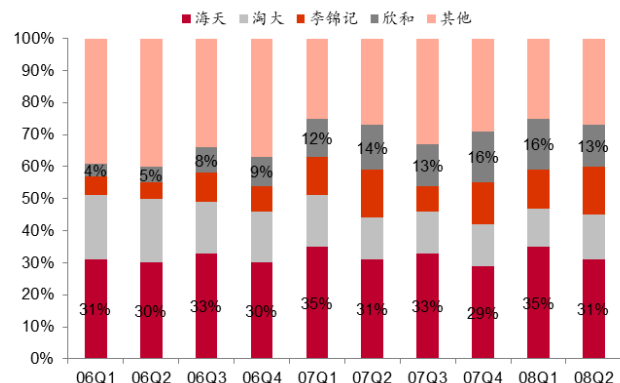
场的酱油品牌仍以主打黄豆酱油的沪产品品牌淘大以及广式酱油代表海天和李锦记为主。六月鲜采用日式高盐稀态酿造工艺,处于行业领先地位,其高氨基酸态氮含量的高鲜定位引领了上海酱油市场的消费升级。2006Q1-2008Q2,欣和在上海地区的销量占比从4%提升到13%,销售额占比从9%提升至27%,受益消费升级市占率大幅提升。而以13%的销量份额占据27%的销售额,也体现六月鲜引领消费升级的高端定位。

**图表 36: 上海酱油市场销售额份额构成**



来源: 央视-TNS 消费者指数、中泰证券研究所

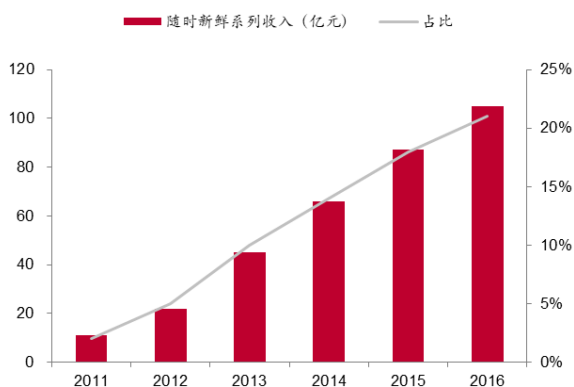
**图表 37: 上海酱油市场销量份额构成**



来源: 央视-TNS 消费者指数、中泰证券研究所

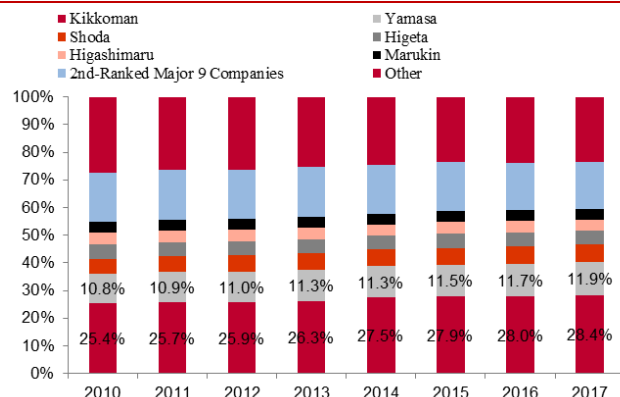
- (2) 龟甲万依靠鲜酱油大单品在消费升级中成为最大受益者。龟甲万在 2010 年推出“随时新鲜”系列酱油,采用密封容器等手段保持酱油新鲜度,引领了鲜酱油的消费升级。2011-2016 年,龟甲万“随时新鲜”系列的收入从 11 亿日元增长到 105 亿日元,2016 年已占据其国内酱油业务收入的 21%。依靠“随时新鲜”系列大单品在消费升级风口的爆发,2010-2017 年龟甲万公司在日本的酱油市占率从 25.4%上升至 28.4%,提升了 3 个 pct。第二的 Yamasa 和第三的 Shoda 受益于行业洗牌市占率均提升了 1.1 个 pct,但由于在鲜酱油的升级中落后于龟甲万,因此提升较慢。3-5 名及第二梯队的 9 家企业市占率基本持平。大量中小企业由于鲜酱油新品对传统产品的替代,市场份额不断丢失,在 2010-2017 年间下降了 3.9%。具备前瞻性精准定位鲜酱油的龟甲万成为本轮消费升级的最大受益者。

**图表 38: 龟甲万鲜酱油收入爆发式增长**



来源: 龟甲万、中泰证券研究所

**图表 39: 龟甲万在消费升级中市占率上升**

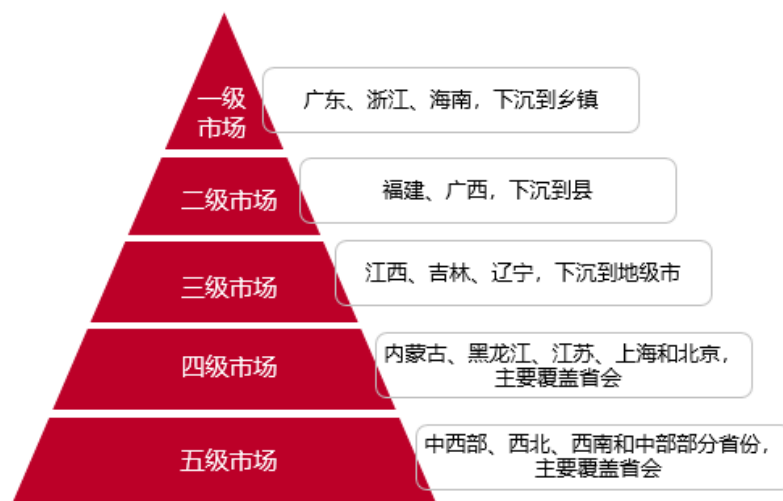


来源: 日刊经济通讯社、中泰证券研究所

全国化+拓展餐饮+品类扩张，释放公司成长空间

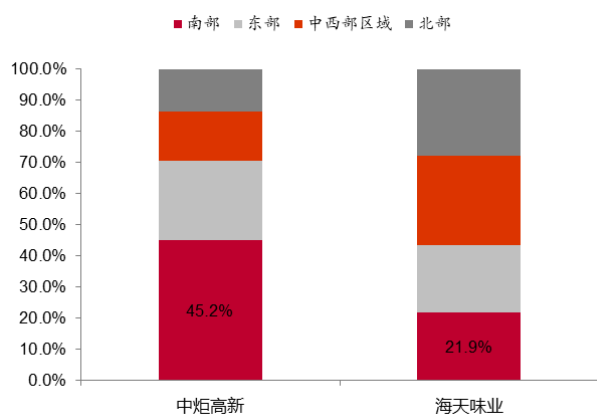
- (1) 全国化稳步推进，销售团队快速壮大
- 公司根据各地市场发展阶段、发展潜力、总销售额规模、人均消费额等指标，对渠道各环节成员，经销商、分销商、联盟商、二级批发商和终端进行分级分类管理，构建差异化市场开发模型。
- 从调味品业务角度，公司将全国分为五级市场。第一级为南部三省——广东、浙江、海南，是厨邦的强势区域，渠道已经下沉到乡镇；第二级为福建和广西，紧邻广东大本营市场，渠道下沉到县级；第三级为江西和东北的辽宁、吉林，东北竞争环境相对缓和，强势品牌东古护城河较低，因此公司重点对东北进行突破；第四级包括北上、内蒙、黑龙江、江苏等省份，竞争环境相对激烈，目前主要覆盖省会，市场处于培育期；第五级则为西北、西南等薄弱市场。
- 公司的全国化进程根据市场分级，逐级开发、稳步推进。东南沿海作为主销区稳步发展；其次提升在东北地区的市占率，并辐射华北、华东；再次开发西南，最后到地广人稀的西北。目前公司还有 100 多个空白的地级市，提出力争在三年内消除空白区域，将渠道（办事处）逐步下沉到县级市场，实现对全国市场的深度覆盖。

图表 40：中炬高新五级市场划分

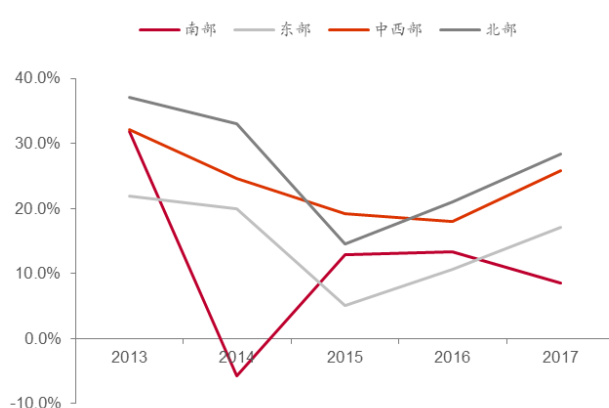


来源：中泰证券研究所

- 从泛区域化走向全国化，外阜市场增长更快。2017 年中炬高新 45% 的收入来源于南部地区，东部、中西部、北部的占比分别为 25%、16%、14%。而海天各个地区收入分布相对均衡，南部市场收入占比只有 22%。相对海天，中炬高新对南部大本营市场的依赖性更重。分地区看，2012-2017 年公司北部地区收入的 CAGR 为 26.5%，中西部的 CAGR 为 23.9%，受益低基数以及对外阜市场的开拓（尤其是东北）增长迅速。东部收入的 CAGR 为 14.8%，随公司加大开拓力度后增速回升。南部作为大本营市场，持续受益渠道下沉，收入的 CAGR 仍有 11.5%。随外阜市场的加速开拓，公司将从以东南沿海为主销区的泛区域性品牌发展为全国性品牌。

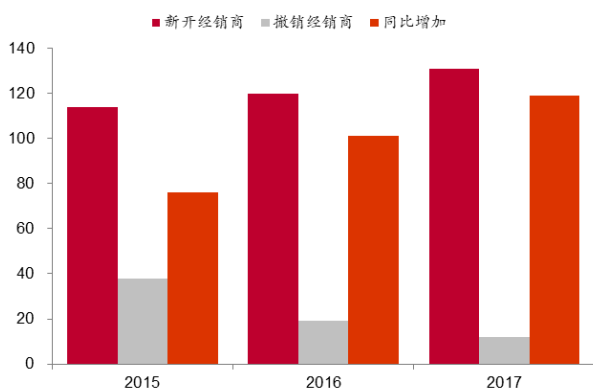
**图表 41: 海天为全国性, 中炬高新为泛区域性**


来源: Wind、中泰证券研究所

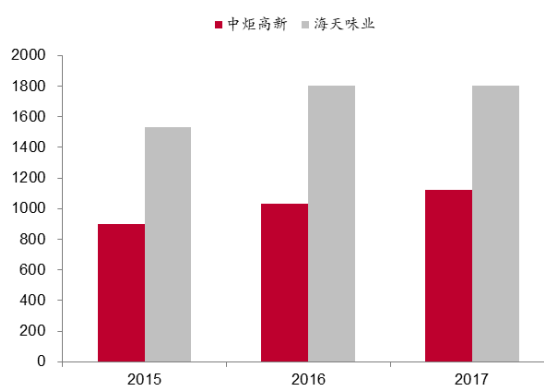
**图表 42: 中炬高新外阜市场增速更快**


来源: Wind、中泰证券研究所

- 渠道快速扩张, 销售团队发展壮大。**中炬高新以经销为主, 下设分销商和零批商等。2015 年以来公司经销商数量不断扩充, 2015-2017 年各级市场分别新开 114、120、131 个直接经销商, 撤销 38、19、12 个不符合要求的经销商, 即三年间各级经销商数量分别增长 76、101、119 个。从销售人员看, 中炬高新销售人员从 2015 年约 900 人增加到 2017 年的 1120 人, 每年增加约 100 人。但与海天 1804 人的销售人员相比仍有提升空间。

**图表 43: 中炬高新各级经销商数量变动**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

**图表 44: 中炬高新和海天味业销售人员数量**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

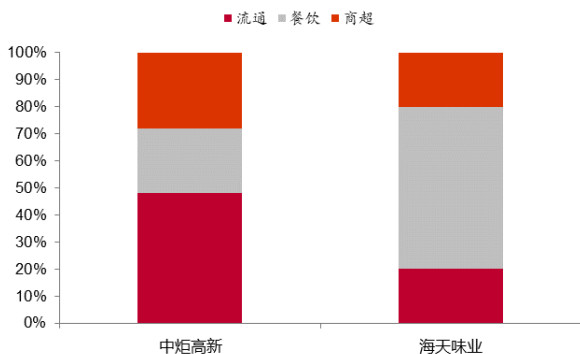
- 中炬高新的销售人员、一级经销商数量、分销商数量伴随公司全国化步伐均持续增加, 但经销商数量和覆盖网点与海天相比仍有大幅提升空间。**从覆盖区域来看, 2017 年中炬高新全国化再进一步, 新开 22 个空白地级市场, 目前已覆盖 70%。对比海天目前 90% 的地级市场覆盖率和 60% 的县级市场覆盖率, 公司在三四五级市场还有下沉空间。总体来看, 公司渠道和营销队伍快速扩张, 对比海天仍有提升空间。

**图表 45: 中炬高新渠道发展及与海天对比**

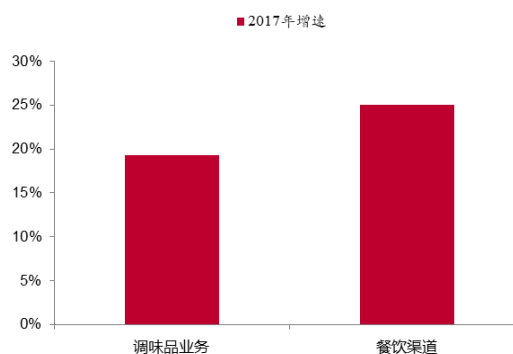
| 公司   | 时间   | 渠道情况   | 覆盖区域  |
|------|------|--|---|
| 中炬高新 | 2015 | 销售办事处 90 个, 一级经销商 600 个, 下辖约 4500 个分销商         | -   |
|      |      | 一级经销商共 718 个, 分销商约 4500 个, 销售终端约 25 万          | -   |
|      | 2017 | 一级经销商约 800 家, 同增约 10%; 分销商超 5000 家, 终端销售 25 万家 | 新开空白地级市 22 个, 全国 338 个地级市, 已开发 236 个, 覆盖率 70%; 三年内消除空白区域, 渠道下沉到县级 |
|      |      | 海天味业   | 2017  |

来源: Wind、公司公告、公司调研、中泰证券研究所

- (2) 发力餐饮, 加快全渠道布局
- 中炬高新餐饮渠道相对薄弱, 加速开拓完善全渠道布局。餐饮渠道占据调味品行业约 60% 的份额, 是调味品消费的第一大渠道。中炬高新定位于中高端的家庭消费, 餐饮渠道相对薄弱。2017 年公司餐饮渠道占比为 24%, 且主要集中在相对成熟的东部和南部地区。而海天餐饮占比高达 60%, 与行业结构接近。公司开始加大对餐饮渠道的开拓力度, 2017 年餐饮渠道增长约 25%, 高于调味品整体 19% 的增速。

**图表 46: 中炬高新餐饮渠道占比较低**


来源: 公司调研、中泰证券研究所

**图表 47: 2017 中炬高新餐饮渠道增速快于整体**


来源: 公司调研、中泰证券研究所

- 餐饮渠道黏性强, 公司从厨师端切入。餐饮渠道的调味品采购通常由专人或者厨师直接负责。由于餐饮渠道烹饪流程标准化程度高, 更换调味品会导致潜在的风味变化, 所以餐饮对调味品的黏性更强。这使得餐饮渠道相对难进入, 但一旦进入后通常情况下不会被替换。厨邦直接从使用和采购端的厨师切入, 通过建立厨师俱乐部、开展餐饮品鉴会、举办凉菜大赛等活动在厨师范围内导入产品。凉菜由于直接入口、不通过加热处理, 对调味品的要求更高, 厨邦品质过硬 (高氨基酸态氮含量、不使用脱脂大豆), 推出凉菜大赛也更符合产品的高端定位。

图表 48: 厨邦凉菜大赛符合高端定位



来源: 公司官网、中泰证券研究所

- (3) 立足酱油，打造调味品综合性平台
- 公司调味品品类丰富。美味鲜公司产品涵盖酱油、鸡粉(精)、酱类、蚝油、醋类、腐乳、料酒、味精、汁类、食用油、罐头共 11 个大类，100 多个品种。

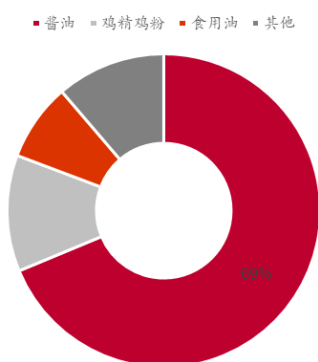
图表 49: 中炬高新调味品品类丰富



来源: 公司官网、中泰证券研究所

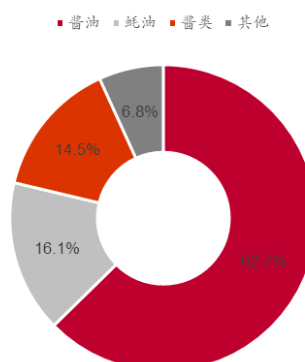
- 对比海天，中炬高新多品类发展空间大。2017 年海天的酱油收入占其调味品业务的 62.7%，而中炬高新的酱油收入占调味品收入的 68.7%，仅相当于海天 2011 年的水平。除酱油外，海天还具备蚝油和酱类两个大类，2017 年占调味品收入分别达到 16.1%和 14.5%；而中炬高新除酱油外，目前只有鸡精鸡粉一个品类占调味品收入超 10% (2017 年约为 12%)，在非酱油领域还有较大的扩张空间。

图表 50: 2017 中炬高新调味品收入构成



来源: 公司调研、中泰证券研究所

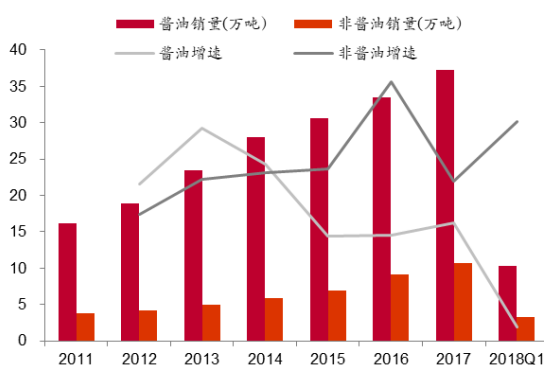
图表 51: 2017 海天味业调味品收入构成



来源: Wind、中泰证券研究所

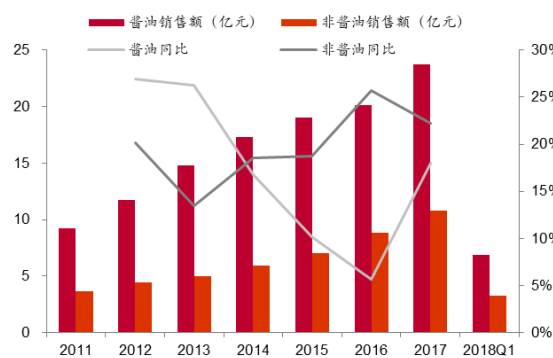
- **加码非酱油品类, 非酱油增长高于酱油。** 将中炬高新调味品业务拆分为酱油和非酱油两部分, 2014 年以来非酱油的增长明显高于酱油。从销量看, 2014-2017 年酱油销量从 28 万吨增至 37.3 万吨, CAGR 为 10.1%; 非酱油销量从 5.9 万吨增至 10.7 万吨, CAGR 为 21.9%。从收入看, 2014-2017 年酱油收入从 17.3 亿元增至 23.7 亿元, CAGR 为 11.2%; 非酱油收入从 5.9 亿元增至 10.8 亿元, CAGR 为 22.2%。

图表 52: 中炬高新酱油与非酱油销量



来源: 公司公告、中泰证券研究所

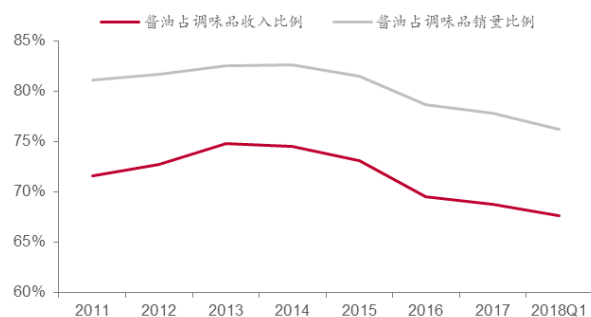
图表 53: 中炬高新酱油与非酱油收入



来源: 公司公告、中泰证券研究所

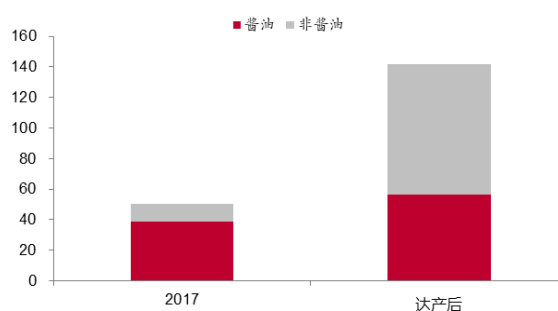
- **立足酱油业务打造多品类调味品平台。** 调味品间渠道可以共享, 中炬高新以核心产品酱油打开市场, 然后借助酱油的渠道铺入其他产品。由于公司进行品类扩张发力非酱油品类, 2014-2017 年酱油的销量占比下降了 4.9 个 pct, 收入占比下降了 5.8 个 pct。2018Q1 酱油占比进一步下降, 公司调味品业务向多品类稳步发展。

图表 54: 2014 年以来酱油占调味品比例下滑



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 55: 达产后非酱油产能占比大幅上升(万吨)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 目前阳西基地（厨邦公司）已开始三期建设，2020 年全面落成后将贡献 33 万吨酱油产能以及 14 万吨其他调味品产能。同时 2017 年 4 月公司公告建设阳西美味鲜食品生产项目，达产后将增加 30 万吨食用油、20 万吨蚝油、10 万吨醋和 5 万吨料酒的产能，大幅提升公司的非酱油调味品产能。预计 2018 年末，食用油、醋、料酒可相继投产，阳西美味鲜产能逐步释放。在广东厨邦和阳西美味鲜两个项目达产后，公司非酱油品类的产能占比将从 2017 年约 22% 大幅提升至 60% 左右，实现向综合性调味品平台的跨越。

**图表 56：广东厨邦（阳西基地）产能建设规划（万吨，累计值）**

|      | 酱油    | 鸡精<br>鸡粉 | 调味酱  | 蚝油类  | 醋汁类  | 食用<br>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  |
| 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 |

来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表 57：阳西美味鲜产能规划（万吨）**

| 食用油 | 蚝油 | 醋  | 料酒 |
|-----|----|----|----|
| 30  | 20 | 10 | 5  |

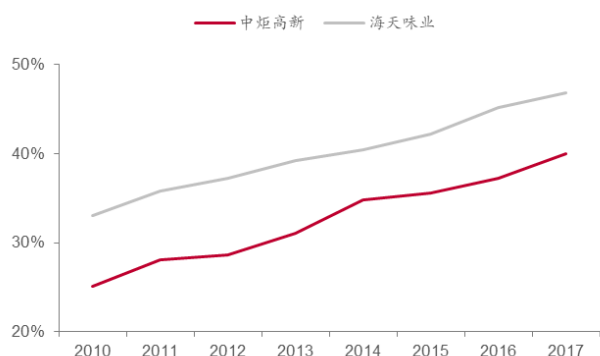
来源：公司公告、中泰证券研究所

## 毛利率上升叠加费用率下降，利润弹性释放

规模效应+效率提升+用工成本下降，提振调味品毛利率水平

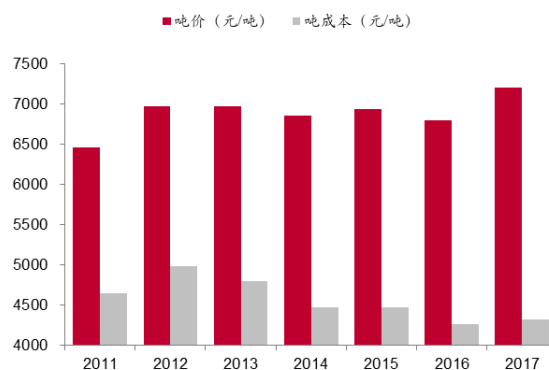
- **毛利率稳步上行，提升空间来自成本控制。**2010-2017年中炬高新调味品毛利率从25.06%提升至39.94%，提升14.88个pct，高于同期海天13.84个pct的提升速度。中炬高新产品定位中高端，以酱油为例，2017年中炬高新的酱油出厂吨价达到6366元/吨，高于海天5400元/吨的水平。但从毛利率看，定价更高的中炬高新的调味品业务毛利率却比海天低约7个pct，主要是由于中炬高新的吨成本较高。

图表 58：中炬高新与海天味业调味品毛利率



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 59：中炬高新调味品吨价与吨成本

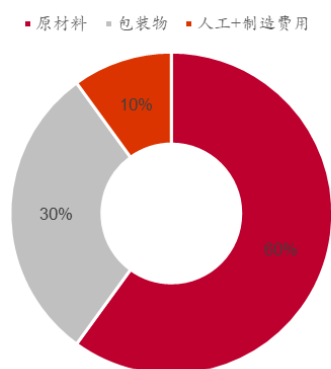


来源：公司公告、中泰证券研究所

- **2012-2016年中炬高新调味品毛利率上升主要由成本下降驱动。**从吨价来看，中炬高新调味品的出厂价从2011年的6461元/吨提升至2017年的7204元/吨，主要是由于2012和2017年两次提价。从吨成本来看，2012年以来公司调味品的吨成本保持下降趋势，从4981元/吨下降到2017年的4327元/吨。2012-2016年间，调味品的吨价在6800-7000元之间波动，但毛利率仍保持上升，主要受益于成本下降。
- **对比海天，中炬高新吨成本具备下降空间。**2017年海天酱油吨成本为2726元，中炬高新酱油约占整个调味品成本的60-65%，我们预计为62.5%（推算出的酱油毛利率约45%），则中炬高新酱油吨成本为3477元，比海天高出28%。进一步拆分，海天酱油成本中直接材料、制造费用、直接人工占比分别为87.56%、10.44%、2%；中炬高新酱油的原材料占50-60%，包装物占20-30%，人工成本+制造费用（动力、折旧等）占10%左右。由于海天的规模优势使其在采购方面更具备议价权，预计中炬高新直接材料的占比略高于海天达到89%。我们估算出中炬高新单位酱油的直接材料为3094元/吨，比海天的2387元/吨高出30%；单位酱油的制造费用+直接人工为382元/吨，比海天的339元/吨高出13%。我们认为中炬高新的吨成本具备明显的下降空间，一方面厨邦公司和阳西美味鲜产能释放增强规模效应，体量扩张后议价能力增加，有助于单位产品直接材料的下降；另一方面阳西生产效率提升和用工成本更低，有助于单位产品的制造费用和直接人工下降。

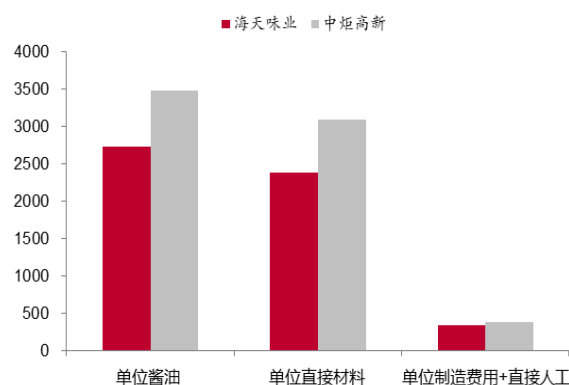


图表 60: 中炬高新酱油成本构成



来源: Wind、中泰证券研究所

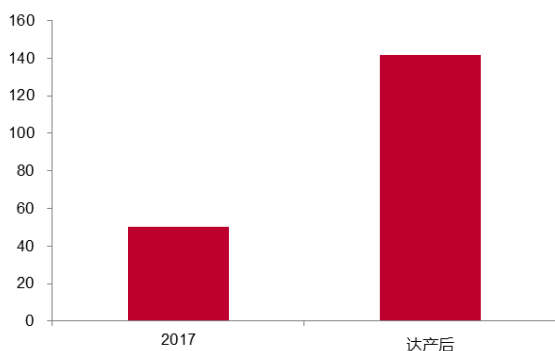
图表 61: 中炬高新与海天酱油成本对比 (元/吨)



来源: 公司公告、中泰证券研究所估算

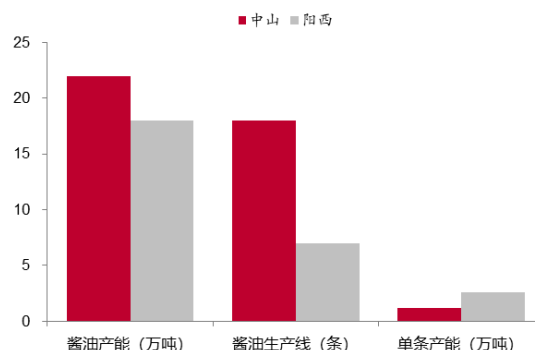
- **(1) 规模效应增强。**2017 年公司调味品总产能约 50 万吨, 若厨邦公司和阳西美味鲜公司项目达产后, 总产能将大幅增加至 140 万吨左右。体量扩大后公司对上游议价能力将增强, 固定成本进一步摊薄, 规模效应将更加显著。
- **(2) 阳西工厂生产效率更高。**新建的阳西工厂设备自动化程度更高, 中山老厂设备相对陈旧, 生产效率低于阳西。中山工厂拥有酱油生产线 18 条, 年产能约为 22 万吨, 单条生产线产能约 1.2 万吨; 阳西基地建成 7 条酱油生产线, 年设计产能 18 万吨, 单条生产线设计产能约 2.6 万吨远高于中山的生产效率。

图表 62: 募投项目达产后产能将大幅增加 (万吨)



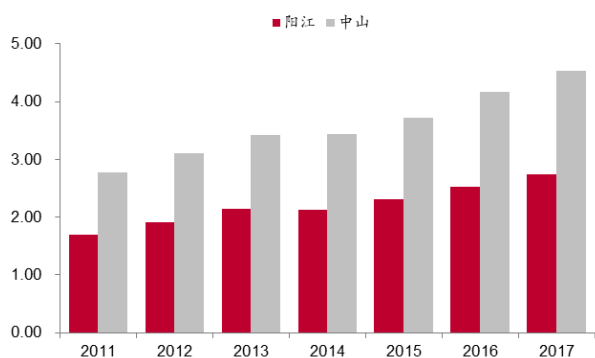
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 63: 阳西基地生产效率更高

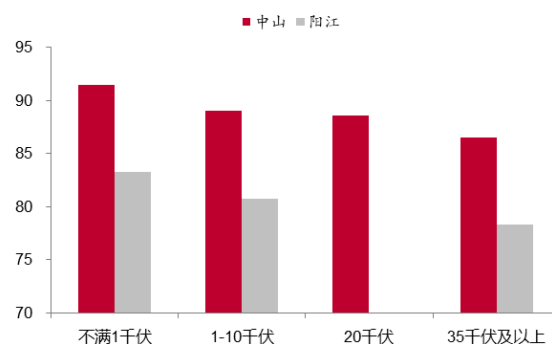


来源: 公司公告、中泰证券研究所

- **(3) 阳西用工成本更低。**相比中山市, 阳西县的人力成本、水电成本更低。2017 年中山市的城镇居民人均可支配收入为 4.5 万元, 而阳西县所处阳江市的城镇居民人均可支配收入为 2.7 万元。电价方面, 中山的一般工商业电度电价在每个档均比阳江高出近 10%。阳西工厂产能释放后将降低平均用工成本。

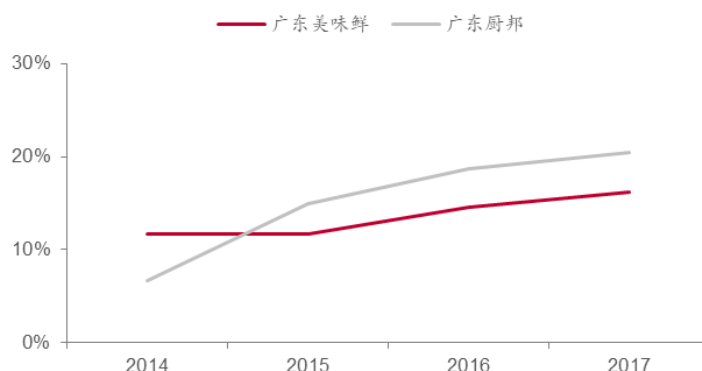
**图表 64: 阳江城镇人均可支配收入低于中山(万元)**


来源: Wind、中泰证券研究所

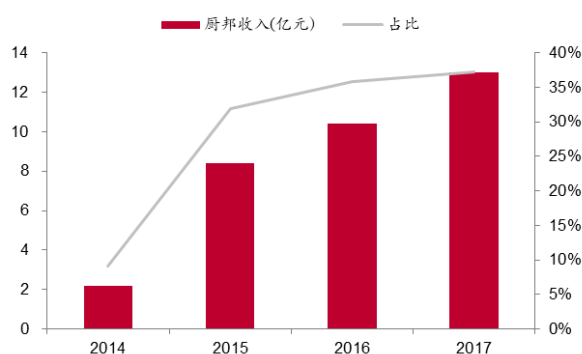
**图表 65: 中山与阳江工商业电度电价(分/千瓦时)**


来源: 中国南方电网、中泰证券研究所

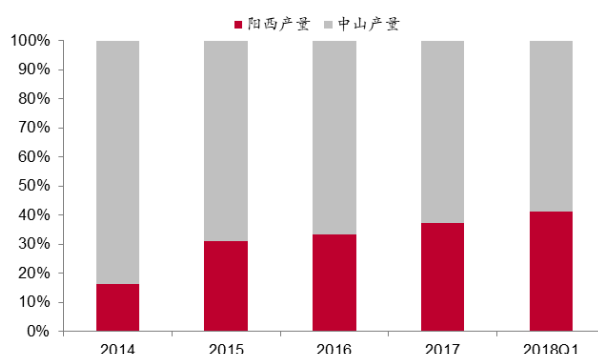
- 广东厨邦(阳西基地)净利率更高, 产能释放后利润弹性显现。** 阳西基地生产效率更高且用工成本更低, 叠加税收方面的优惠, 广东厨邦的净利率高于美味鲜整体的净利率。2017 年广东厨邦的净利率为 20.47%, 比美味鲜整体 16.21% 的净利率高出 4.3 个 pct。2014-2017 年广东厨邦的收入从 2.16 亿元增长到 13.02 亿元, 其 2017 年收入占美味鲜公司的比重已达到 37%。从产量看, 2014-2017 年广东厨邦的产量从 5.6 万吨增长到 17.97 万吨, 占中炬高新调味品产量比重从 16% 上升至 37%, 2018Q1 更达到 41%。伴随阳西基地产能的进一步释放, 中炬高新的盈利能力有望快速提升。

**图表 66: 广东厨邦(阳西基地)净利率高于美味鲜整体**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

**图表 67: 广东厨邦(阳西基地)收入占比提升**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

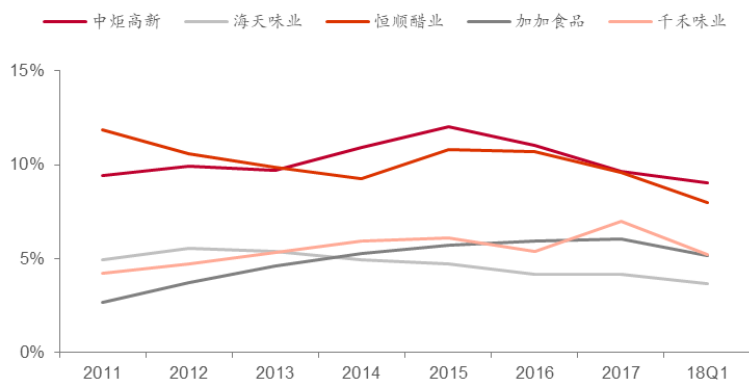
**图表 68: 广东厨邦(阳西基地)产量占比提升**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

管理效率改善空间大，体制改革释放活力

- 国企体制致管理费用率高企，期待体制改革带来改善。与主业为酱油的海天、千禾、加加三家企业对比，中炬高新的管理费用率偏高，主要由体制差异引起。同为国企的中炬高新和恒顺，比民企海天、千禾、加加的管理费用率高出 3-5 个 pct。

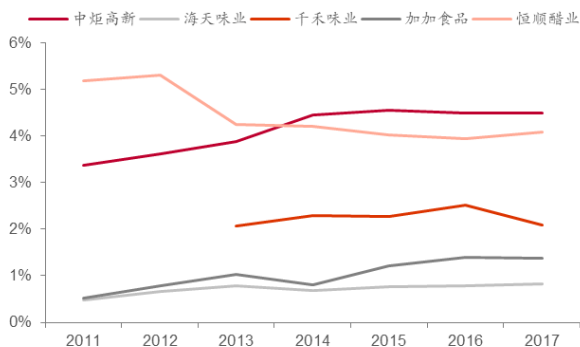
图表 69：酱醋类调味品上市公司管理费用率



来源：Wind、中泰证券研究所

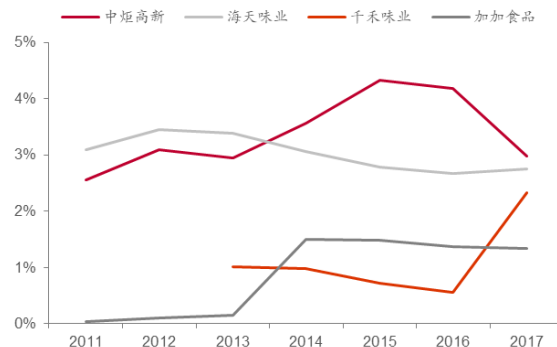
- 职工薪酬比例与研发费用率均有下降空间。2017 年中炬高新管理费用中职工薪酬和研发费分别占据了 46%和 31%，合计占到了管理费用的 77%。从管理费用中职工薪酬占总收入比例看，中炬高新和恒顺由于体制原因，比例均超过 4%，而千禾、加加及海天均在 2%或更低。通过管理方面的降本增效，中炬高新管理费用中的职工薪酬有下降空间。从研发费占总收入比例看，中炬高新高于其他三家酱油企业，尤其在 2015 年之前持续上升，主要系美味鲜公司研发费大幅上升。2012-2015 年美味鲜研发费用 CAGR 达 32%，远超过同期收入增速。2015-2017 年研发费率下降了 1.3 个 pct，主要系公司改善组织架构提高效率，研发人员从 703 人减少到 302 人，占总人员比例从 18.1%下降到 6.8%。

图表 70：管理费用中职工薪酬占总收入比例

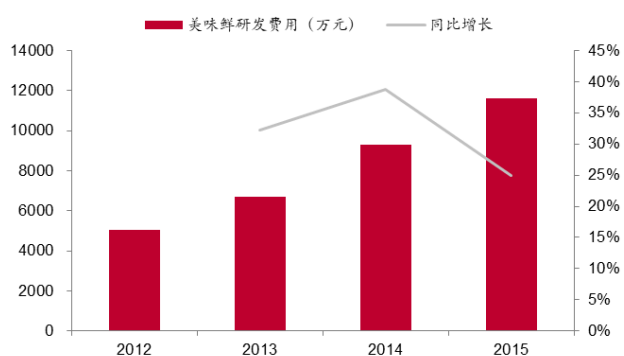


来源：公司公告、中泰证券研究所

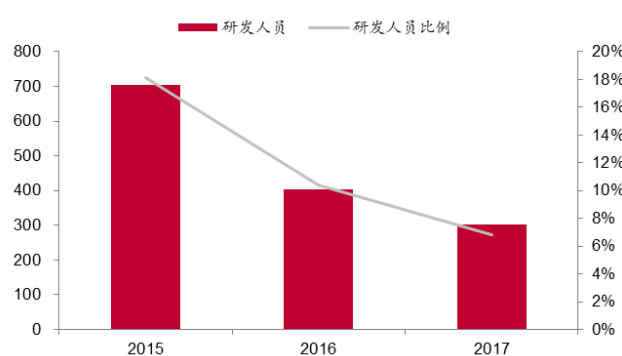
图表 71：管理费用中研发费占总收入比例



来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表 72: 2012-2015 年美味鲜研发费用快速增长**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

**图表 73: 2015-2017 年公司研发人员数量减少**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

- **建立《薪酬与绩效考核管理制度》，完善经营层激励约束机制。**中炬高新 2014 年初规定核心管理人员的绩效年薪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  $(0.2 \times K1 + 0.6 \times K2 + 0.2 \times K3)$  计算的加权完成率进行考核。K1 指年度营业收入完成率；K2 指年度净利润完成率；K3 指年度净资产收益率完成率。当加权年度经营指标完成率低于 0.8，高管基本年薪减少 20%，不计提绩效年薪；当经营指标完成率达 0.8-1 时，高管只领取基本年薪；当经营指标完成率超过 1，高管及其他核心管理人员按年度净利润的 5% 计提绩效年薪奖金包。
- 奖金包具体分配方案为（1）公司总部经营班子的年度绩效奖励占 30%；（2）公司总部及控股企业其他核心管理人员奖励占 25%；（3）公司总部经营班子的中长期业绩保证金占 45%。
- 其中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。如之后某年考核能完成年度经营指标，该年度应发的业绩保证金足额发放；如之后某年考核的年度经营指标完成率在 0.8 以下时，则该年度应发的业绩保证金不予发放；如考核的年度经营指标完成率在 0.8-1 之间，该年度应发的业绩保证金扣减 20% 发放。
- **《管理制度》有效调动高管积极性，实现经营者与企业的利益绑定，并且业绩保证金的规定使管理层会考虑企业增长的持续性。**

**图表 74: 中炬高新核心管理人员薪酬与绩效考核情况**

| 单位: 万元     | 2014    | 2015    | 2016    | 2017    |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 年度经营指标完成率  | 1.146   | 1.088   | 1.220   | 1.080   |
| 计提奖金       | 1435.00 | 1236.40 | 1811.85 | 2266.32 |
| 总经理奖金-当期   | 76.80   | 63.95   | 85.37   | 103.01  |
| 前一年长期业绩保证金 |         | 38.41   | 38.41   | 38.41   |
| 前两年长期业绩保证金 |         |         | 31.97   | 31.97   |
| 前三年长期业绩保证金 |         |         |         | 42.69   |
| 总经理合计      | 76.80   | 102.36  | 155.75  | 216.08  |
| 副总经理奖金-当期  | 61.40   | 51.16   | 68.30   | 82.41   |
| 前一年长期业绩保证金 |         | 30.73   | 30.73   | 30.73   |
| 前两年长期业绩保证金 |         |         | 25.58   | 25.58   |
| 前三年长期业绩保证金 |         |         |         | 34.15   |
| 副总经理合计     | 61.40   | 81.89   | 124.61  | 172.87  |

来源: 公司公告、中泰证券研究所

- **看好中长期体制改革，企业活力有望充分释放。**与海天、千禾等实施股权激励的民企相比，中炬高新的管理层没有持股，激励力度相对较弱。2015年前海入主，民营资本注入激发企业管理效率；2016年公司提出信息化建设，通过优化管理流程降低成本。前海入主以来，2015-2017年公司管理费用率下降了2.37个pct。未来随体制改革，公司管理效率提升有望进一步释放利润弹性。

## 盈利预测与投资建议

### 房地产估值

- 根据年报，公司在城轨中山站北侧拥有商住地 1906 亩，其中子公司中汇合创名下 1353 亩，中炬高新名下 553 亩。中汇合创拥有的土地全部落在《中山站片区规划》范围内，其中已开发商住地 240 亩，剩余可开发商住地 660 亩，配套用地约 453 亩。中炬高新名下的商住地有 468 亩落在《中山站片区规划》范围内，全部是商住配套用地。规划范围外的 85 亩“日出康城”住宅小区项目已于 2017 年 9 月正式动工，预计可在 2018 年底前开展预售。

**图表 75：中炬高新地产情况（亩）**

|              |        | 中汇合创   | 中炬高新 |     |
|--------------|--------|--------|------|-----|
| 《中山站片区规划》范围内 | 可开发商住地 | 商住开发用地 | 660  | -   |
|              |        | 配套用地   | 453  | 468 |
|              | 已开发商住地 | 240    | -    |     |
| 《中山站片区规划》范围外 | 可开发商住地 | -      | 85   |     |
|              | 商住开发用地 | -      | 85   |     |
| 合计           |        | 1353   | 553  |     |

来源：公司年报、中泰证券研究所

- **土地估值：**根据中山市公共资源交易中心网站，最近一笔火炬开发区商住地拍卖于 2018 年 6 月成交，成交楼面地价为 6000 元/平方米。假设公司 660 亩商住开发用地容积率为 2，参考最新成交价，土地估值 52.8 亿元。中炬高新持有中汇合创 79.16% 的股份，土地估值中属于上市公司部分为 41.8 亿元。**存量房估值：**由于政府调控因素，预计公司存量房 2020 年起可确认收入。我们估算汇景东方一期、汇景东方二期、日出康城归属上市公司部分的价值合计为 2.24 亿元。中炬高新房地产价值总计 44 亿元左右。

**图表 76：中炬高新存量房估值**

|               | 汇景东方一期      | 汇景东方二期      | 日出康城        |
|---------------|-------------|-------------|-------------|
| 可售面积（平方米）     | 17185       | 14200       | 90000       |
| 单价（万元/平）      | 2           | 1           | 1           |
| 净利率           | 20%         | 20%         | 20%         |
| 净利润（万元）       | 6874        | 2840        | 18000       |
| 归属上市公司净利润（万元） | 5441        | 2248        | 18000       |
| 确认年份          | 2020-2021 年 | 2020-2021 年 | 2020-2021 年 |
| 折现率           | 5.5%        | 5.5%        | 5.5%        |
| NPV（万元）       | 4761        | 1967        | 15666       |

来源：公司公告、中泰证券研究所

### 投资建议

- 中炬高新坚持中高端酱油定位，在高鲜酱油领域深耕多年，精准卡位本轮消费升级。随高鲜酱油成为主流产品，公司有望承接主流消费群体的升级迎来快速放量。**公司成长路径清晰：**1) 中炬高新为泛区域性品牌，

全国化进程稳步推进。目前公司立足东南沿海主销区域，加强对东北市场的覆盖，再逐步在全国铺开。2) 公司加大对薄弱餐饮的开发完善全渠道布局。3) 公司酱油收入占比接近 70%，随其他调味品募投产能释放向综合性调味品平台发展。**公司内部改善空间明显：**1) 受益规模效应增强、阳西工厂自动化程度更高提升生产效率、阳西用工成本更低，阳西产能释放后有利于公司整体毛利率提升。2) 民营资本注入提升公司管理效率，期待体制改革带来管理费用率的进一步下降。

- 预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 42.67、48.47、59.66 亿元，同比增长 18.2%、13.6%、23.1%，其中 2020 年收入加速主要基于以下两个假设：1) 调味品业务迎来下一轮提价周期，预计 2020 年公司调味品整体提价 4-5 个 pct；2) 存量房销售有望确认，保守估计确认 1.5 个亿。归母净利润分别为 6.16、7.69、10.15 亿元，同比增长 35.8%、24.9%、32.0%；EPS 分别为 0.77、0.97、1.27 元，对应当前股价 PE 为 36 倍、29 倍、22 倍。
- 目前公司市值 219 亿，剔除土地及存量房价值 44 亿，调味品业务市值为 175 亿。由于调控原因预计 2018 年不结转售房收入，调味品业务 2018 年对应 PE 为 28 倍，低于海天味业（48 倍）、千禾味业（33 倍）估值水平。考虑到公司调味品业绩增长的确切性，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 食品安全风险；中高端酱油竞争加剧；全国化及餐饮渠道开拓不及预期

图表 77: 中炬高新三大财务报表预测 (单位: 百万元)

| 利润表 (人民币百万元)          |              |              |              |              |              | 资产负债表 (人民币百万元)  |              |              |              |              |              |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                       | 2016A        | 2017A        | 2018E        | 2019E        | 2020E        |                 | 2016A        | 2017A        | 2018E        | 2019E        | 2020E        |
| <b>营业总收入</b>          | <b>3,158</b> | <b>3,609</b> | <b>4,267</b> | <b>4,847</b> | <b>5,966</b> | 货币资金            | 441          | 241          | 853          | 1,051        | 1,327        |
| 增长率                   | 14.5%        | 14.3%        | 18.2%        | 13.6%        | 23.1%        | 应收款项            | 71           | 112          | 104          | 142          | 161          |
| 营业成本                  | -1,999       | -2,192       | -2,561       | -2,814       | -3,383       | 存货              | 1,342        | 1,413        | 1,717        | 1,644        | 2,303        |
| %销售收入                 | 63.3%        | 60.7%        | 60.0%        | 58.1%        | 56.7%        | 其他流动资产          | 945          | 1,350        | 1,414        | 1,351        | 1,422        |
| 毛利                    | 1,159        | 1,417        | 1,706        | 2,033        | 2,582        | 流动资产            | 2,800        | 3,116        | 4,088        | 4,188        | 5,212        |
| %销售收入                 | 36.7%        | 39.3%        | 40.0%        | 41.9%        | 43.3%        | %总资产            | 57.0%        | 58.7%        | 65.5%        | 66.4%        | 71.6%        |
| 营业税金及附加               | -42          | -48          | -57          | -65          | -80          | 长期投资            | 472          | 418          | 392          | 363          | 341          |
| %销售收入                 | 1.3%         | 1.3%         | 1.3%         | 1.3%         | 1.3%         | 固定资产            | 1,216        | 1,214        | 1,124        | 1,031        | 936          |
| 营业费用                  | -275         | -426         | -405         | -485         | -585         | %总资产            | 24.8%        | 22.9%        | 18.0%        | 16.4%        | 12.9%        |
| %销售收入                 | 8.7%         | 11.8%        | 9.5%         | 10.0%        | 9.8%         | 无形资产            | 143          | 212          | 270          | 324          | 377          |
| 管理费用                  | -349         | -348         | -384         | -412         | -489         | 非流动资产           | 2,111        | 2,189        | 2,156        | 2,115        | 2,067        |
| %销售收入                 | 11.0%        | 9.6%         | 9.0%         | 8.5%         | 8.2%         | %总资产            | 43.0%        | 41.3%        | 34.5%        | 33.6%        | 28.4%        |
| 息税前利润 (EBIT)          | 493          | 595          | 860          | 1,071        | 1,429        | <b>资产总计</b>     | <b>4,911</b> | <b>5,305</b> | <b>6,244</b> | <b>6,303</b> | <b>7,279</b> |
| %销售收入                 | 15.6%        | 16.5%        | 20.2%        | 22.1%        | 24.0%        | 短期借款            | 20           | 15           | 203          | 0            | 0            |
| 财务费用                  | -63          | -60          | -55          | -60          | -60          | 应付款项            | 629          | 696          | 864          | 893          | 1,252        |
| %销售收入                 | 2.0%         | 1.7%         | 1.3%         | 1.2%         | 1.0%         | 其他流动负债          | 206          | 197          | 197          | 197          | 197          |
| 资产减值损失                | 7            | 23           | 3            | 3            | 30           | 流动负债            | 855          | 908          | 1,264        | 1,090        | 1,449        |
| 公允价值变动收益              | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 长期贷款            | 59           | 20           | 20           | 0            | 0            |
| 投资收益                  | 45           | 71           | 20           | 20           | 20           | 其他长期负债          | 908          | 926          | 926          | 426          | 30           |
| %税前利润                 | 9.1%         | 11.4%        | 2.4%         | 1.9%         | 1.4%         | <b>负债</b>       | <b>1,822</b> | <b>1,855</b> | <b>2,210</b> | <b>1,516</b> | <b>1,479</b> |
| 营业利润                  | 482          | 628          | 828          | 1,034        | 1,419        | <b>普通股股东权益</b>  | <b>2,799</b> | <b>3,141</b> | <b>3,646</b> | <b>4,300</b> | <b>5,183</b> |
| 营业利润率                 | 15.3%        | 17.4%        | 19.4%        | 21.3%        | 23.8%        | 少数股东权益          | 290          | 309          | 388          | 487          | 617          |
| 营业外收支                 | 19           | -2           | 5            | 5            | 5            | <b>负债股东权益合计</b> | <b>4,911</b> | <b>5,305</b> | <b>6,244</b> | <b>6,303</b> | <b>7,279</b> |
| 税前利润                  | 501          | 627          | 833          | 1,039        | 1,424        |                 |              |              |              |              |              |
| 利润率                   | 15.9%        | 17.4%        | 19.5%        | 21.4%        | 23.9%        | <b>比率分析</b>     |              |              |              |              |              |
| 所得税                   | -76          | -98          | -133         | -166         | -219         |                 | 2016A        | 2017A        | 2018E        | 2019E        | 2020E        |
| 所得税率                  | 15.2%        | 15.6%        | 15.9%        | 16.0%        | 15.4%        | <b>每股指标</b>     |              |              |              |              |              |
| 净利润                   | 410          | 511          | 695          | 868          | 1,145        | 每股收益 (元)        | 0.45         | 0.57         | 0.77         | 0.97         | 1.27         |
| 少数股东损益                | 48           | 58           | 79           | 99           | 130          | 每股净资产 (元)       | 3.51         | 3.94         | 4.58         | 5.40         | 6.51         |
| <b>归属于母公司的净利润</b>     | <b>362</b>   | <b>453</b>   | <b>616</b>   | <b>769</b>   | <b>1,015</b> | 每股经营现金流 (元)     | 0.85         | 0.82         | 0.84         | 1.47         | 1.18         |
| 净利率                   | 11.5%        | 12.6%        | 14.4%        | 15.9%        | 17.0%        | 每股股利 (元)        | 0.14         | 0.14         | 0.15         | 0.14         | 0.17         |
|                       |              |              |              |              |              | <b>回报率</b>      |              |              |              |              |              |
| <b>现金流量表 (人民币百万元)</b> |              |              |              |              |              | 净资产收益率          | 12.95%       | 14.43%       | 16.88%       | 17.88%       | 19.59%       |
|                       | 2016A        | 2017A        | 2018E        | 2019E        | 2020E        | 总资产收益率          | 8.35%        | 9.64%        | 11.12%       | 13.76%       | 15.73%       |
| 净利润                   | 410          | 511          | 695          | 868          | 1,145        | 投入资本收益率         | 15.18%       | 17.66%       | 20.02%       | 23.63%       | 31.92%       |
| 加: 折旧和摊销              | 126          | 129          | 131          | 136          | 142          | <b>增长率</b>      |              |              |              |              |              |
| 资产减值准备                | 7            | 23           | 0            | 0            | 0            | 营业总收入增长率        | 14.48%       | 14.29%       | 18.22%       | 13.59%       | 23.09%       |
| 公允价值变动损失              | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | EBIT增长率         | 46.59%       | 21.24%       | 36.32%       | 24.10%       | 30.37%       |
| 财务费用                  | 61           | 59           | 55           | 60           | 60           | 净利润增长率          | 46.55%       | 25.08%       | 35.83%       | 24.90%       | 32.02%       |
| 投资收益                  | -45          | -71          | -20          | -20          | -20          | 总资产增长率          | 8.57%        | 8.02%        | 17.71%       | 0.94%        | 15.49%       |
| 少数股东损益                | 48           | 58           | 79           | 99           | 130          | <b>资产管理能力</b>   |              |              |              |              |              |
| 营运资金的变动               | -154         | -461         | -188         | 131          | -386         | 应收账款周转天数        | 8.5          | 9.1          | 9.1          | 9.1          | 9.1          |
| <b>经营活动现金净流</b>       | <b>677</b>   | <b>651</b>   | <b>672</b>   | <b>1,174</b> | <b>940</b>   | 存货周转天数          | 151.8        | 137.4        | 132.0        | 124.8        | 119.1        |
| 固定资本投资                | 45           | -22          | -60          | -60          | -50          | 应付账款周转天数        | 44.9         | 40.0         | 38.0         | 36.0         | 35.0         |
| <b>投资活动现金净流</b>       | <b>-404</b>  | <b>-571</b>  | <b>-83</b>   | <b>-79</b>   | <b>-77</b>   | 固定资产周转天数        | 142.0        | 121.2        | 98.6         | 80.0         | 59.4         |
| 股利分配                  | -112         | -112         | -117         | -115         | -132         | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |              |
| 其他                    | -74          | -169         | 140          | -782         | -456         | 净负债/股东权益        | 24.68%       | 2.25%        | 1.69%        | -19.44%      | -125.00%     |
| <b>筹资活动现金净流</b>       | <b>-186</b>  | <b>-280</b>  | <b>23</b>    | <b>-898</b>  | <b>-588</b>  | EBIT利息保障倍数      | 8.4          | 10.6         | 16.1         | 18.2         | 23.8         |
| <b>现金净流量</b>          | <b>87</b>    | <b>-201</b>  | <b>613</b>   | <b>197</b>   | <b>276</b>   | 资产负债率           | 37.10%       | 34.96%       | 35.39%       | 24.05%       | 20.32%       |

来源: 中泰证券研究所



**投资评级说明:**

|   | 评级 | 说明                                  |
|---|----|-------------------------------------|
| 股票评级  | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上      |
|   | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间   |
|   | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间 |
|   | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上      |
| 行业评级  | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上       |
|   | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间 |
|   | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上       |
| 备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。 |    |                                     |

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。