

中炬高新 (600872) \ 食品饮料

—迎合消费升级打开突破口，渠道扩张与品类开发渐进

投资要点：

► 调味品量价成长空间较足

我国调味品行业在消费习惯逐渐趋于成熟的情况下，依旧具有良好的量价成长空间：（1）大众餐饮的复苏以及外卖的兴起加大了餐饮渠道对于调味品的用量需求。自限制三公消费的政策出台之后，高端餐饮行业的景气度下降，而大众消费能力提升的背景下，餐饮行业结构积极调整，大众餐饮占比不断提升，居民外购就餐意愿提高拉动了调味品的消费需求；（2）调味品价格与CPI指数同步上涨，上游原材料的上涨往往伴随着调味品行业企业提价后的盈利能力增强，且在良好竞争格局下消费者对于调味品的提价接受度较好；（3）传统调味品不断进行产品升级，用量与价格均呈现上升的趋势，而新兴复合调味料尚处于品类发展红利期。

► 渠道渗透式开发下品类扩张加速

公司的调味品业务拥有“美味鲜”和“厨邦”两大品牌，其中厨邦产品定位中高端，美味鲜产品定位中低端。公司以商超渠道作为中高端产品打开消费者市场的重要途径，同时持续发力扩大餐饮渠道的占比，从经销商和厨师俱乐部层面推动餐饮渠道建设，餐饮渠道和商超渠道的增速较快，增速达到20%以上。公司目前酱油产品的认知度较高，商超渠道、流通渠道和餐饮渠道的铺设均比较完善，非酱油产品品类可以通过渠道共享打开市场，借助酱油产品的核心渠道同步导入，进行品类的扩张来丰富产品结构。

► 毛利率上行和费用下降增强盈利能力

从历史上来看，海天味业的净利率始终高于中炬高新调味品业务的净利率，主要原因在于毛利率之间的差距。从出厂吨价来看，中炬高新的调味品业务出厂吨价并不输于海天味业，而毛利率始终低于海天味业的原因在于原材料采购成本的差距。庞大的采购规模使得海天味业对上游的议价能力高于同行业其它企业，原材料采购价格具有优势，而美味鲜的采购成本要高于海天味业。相比之下，美味鲜的吨成本具有下降空间，阳西产能释放后规模体量的提高会带动原材料议价能力的提升，同时生产技术效率的改进也会提高产品毛利率。

► 盈利预测与估值

我们预计公司2018-2020年调味品业务收入为42.49亿元，49.89亿元和58.62亿元，EPS为0.80、1.00和1.24元，对应当前股价PE倍数为37/30/24倍，维持“推荐”评级。

► 风险提示

宏观经济下行风险、渠道下沉与餐饮渠道开发不及预期

投资建议：	推荐
上次建议：	推荐
当前价格：	26.65元
目标价格：	元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	797/797
流通A股市值（百万元）	21,230
每股净资产（元）	4.16
资产负债率（%）	33.20
一年内最高/最低（元）	30.90/18.55

一年内股价相对走势



钱建 分析师

执业证书编号：S0590515040001

电话：0510-85613752

邮箱：qj@glsc.com.cn

王映雪研究助理

电话：0510-85630532

邮箱：wangyingxue@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《中炬高新（600872）\ 食品饮料行业》
《调味品业绩坚实，地产收入波动影响单季》

正文目录

1.	调味品行业竞争格局良好空间较足，优秀赛道跑出优秀公司	4
1.1.	大众消费与外卖的兴起提升了调味品的用量空间.....	4
1.2.	调味品行业价格转嫁能力强，毛利率具有持续提升空间.....	6
1.3.	传统调味品具有升级空间，复合调味料处于品类红利期.....	8
2.	酱油迎合消费升级阶段打开突破口，小品类补充产品结构	9
2.1.	从家庭消费渠道切入便于打开市场，餐饮渠道增速较快.....	9
2.2.	以酱油为核心产品打开市场，小品类作为补充导入.....	10
2.3.	区域扩张渗透渐进.....	13
3.	财务分析：毛利率上行和费用下降增强盈利能力	15
3.1.	美味鲜公司产品吨价较高，原材料成本存在下降空间。.....	15
3.2.	阳西基地产能释放后规模效应有望提升产品毛利率。.....	16
3.3.	民营体制变革提高管理效率，高管激励计划激发活力.....	17
4.	盈利预测与估值	19
4.1.	地产价值重估.....	19
4.2.	调味品渠道开发与品类扩张并进，驱动收入增长.....	20

图表目录

图表 1:	限额以上餐饮行业 2012 年之后下降.....	4
图表 2:	居民收入水平的提高推动餐饮行业复苏.....	4
图表 3:	2016 年美团数据的消费额和消费人数比例.....	4
图表 4:	2016 年大众点评的消费额和消费人数比例.....	4
图表 5:	2016 年美团数据的订单家和消费频次.....	5
图表 6:	2016 年大众点评数据的订单家和消费频次.....	5
图表 7:	餐饮与家庭烹饪调味品用量比较 (g/kg 食物).....	5
图表 8:	外出就餐比例高.....	5
图表 9:	调味品行业提价举措.....	6
图表 10:	食品与调味品的 CPI (上年同月=100).....	6
图表 11:	大豆全国市场价 (元/吨).....	7
图表 12:	白糖经销价 (元/吨).....	7
图表 13:	提价后的调味品企业毛利率 (%) 提升.....	7
图表 14:	提价后企业的净利率 (%) 提升幅度更高.....	7
图表 15:	生抽占比不断提升.....	8
图表 16:	酱油行业销量 (万吨).....	8
图表 17:	调味品行业市场规模 (亿元).....	9
图表 18:	调味品销量 (万吨).....	9
图表 19:	海天和美味鲜各渠道占比.....	10
图表 20:	海天味业与中炬高新的渠道对比.....	10
图表 21:	酱油为公司主力产品.....	11
图表 22:	酱油销量增速在 10%+.....	11
图表 23:	日本酱油的消费升级之路.....	11
图表 24:	我国酱油行业的发展与升级.....	12
图表 25:	市场上高鲜酱油产品对比.....	13
图表 26:	鸡精鸡粉的产量和销量 (吨).....	13
图表 27:	公司五级市场的划分.....	14
图表 28:	区域市场占比.....	14

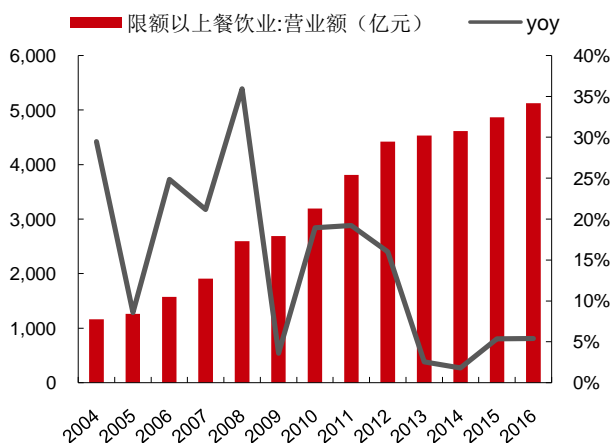
图表 29：区域市场增速.....	14
图表 30：海天与中炬高新的调味品毛利率	15
图表 31：海天与中炬高新的毛利率	15
图表 32：海天的品类吨价（元/吨）	16
图表 33：海天的品类吨成本（元/吨）	16
图表 34：厨邦阳西生产基地产品项目预期达产规模（万吨）	16
图表 35：阳西美味鲜食品生产项目产能规划（万吨）	16
图表 36：中山与阳西基地的净利率差距.....	17
图表 37：阳西基地的收入和利润占比.....	17
图表 38：调味品行业公司的管理费用率（%）	17
图表 39：中炬高新的管理费用中各项占比	17
图表 40：职工薪酬在调味品公司管理费用中的占比.....	18
图表 41：职工薪酬在调味品公司收入中的占比	18
图表 42：核心管理人员薪酬绩效发放与考核情况（万元）	18
图表 43：公司地产业务情况（亩）	19
图表 44：公司收入预测表（百万元）	20
图表 45：可比公司估值.....	21
图表 46：财务预测摘要.....	22

1. 调味品行业竞争格局良好空间较足，优秀赛道跑出优秀公司

1.1. 大众消费与外卖的兴起提升了调味品的用量空间

三公消费限制后，居民消费水平的提升导致大众餐饮兴起。在 2012 年限制三公消费的政策出台之前，我国餐饮服务行业的高端餐饮占比较高。在宴席上，政务消费不仅对于酒品的价格敏感度较低，对于菜品的价格敏感度也较低。而自限制三公消费的政策出台之后，高端餐饮行业的景气度下降，而大众消费能力提升的背景下，餐饮行业结构积极调整，大众餐饮占比不断提升。原先的高端餐饮服务行业纷纷开发中高端价格带菜品，提高性价比迎合消费者心理。过去商业综合体中购物、餐饮、娱乐的比例大致为 7: 2: 1，如今餐饮在商业综合体中的占比达到了 30%-40%。2016 年，大众餐饮消费在餐饮行业中收入占比达到 70%。

图表 1：限额以上餐饮行业 2012 年之后下降



来源：国联证券研究所

图表 2：居民收入水平的提高推动餐饮行业复苏

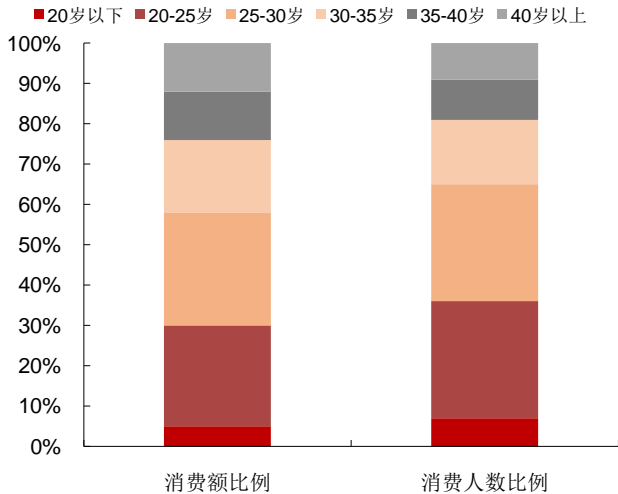


来源：国联证券研究所

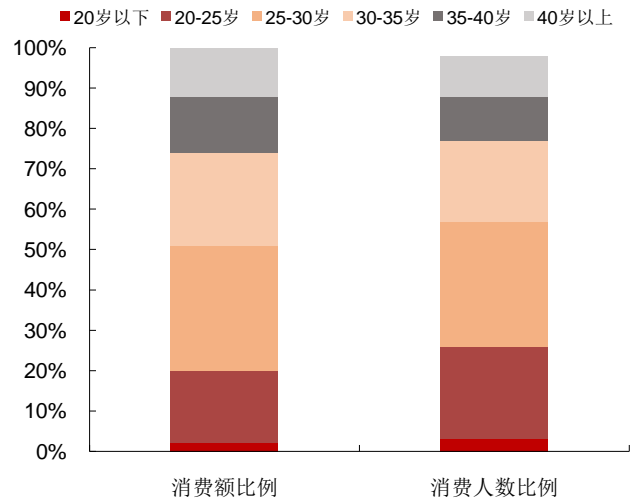
居民外食占比上升，以及外卖的兴起使得调味品的用量得以提升。2014 年之后，居民生活节奏的加快与可支配收入的提高使得居民外购就餐的意愿提高，城镇居民外出就餐的比重在逐年提升，各大商场的饮食区（客单价在 50-100 元）崛起。中国餐饮回暖的背后是互联网餐饮蓬勃发展、大众餐饮大行其道和高端餐饮寻求转型。在大众餐饮兴起的的同时，外卖的出现打破了餐饮行业受制于店面规模和消费者用餐时长的限制，生产力得到大幅提升，餐饮行业的空间被打开。中小餐饮的翻台率得到大幅提高，外卖的迅速发展对于调味品的用量的增长效应十分明显。《2017 年中国餐饮白皮书》的数据显示，2016 年外卖行业入驻商家数累计 245 万，占据商家总数的 37%。从调味品的用料角度来看，外出就餐与外卖和家庭烹饪相比，具有重油重味等特点，菜品对于调味品的用量更高，因此大众餐饮行业复苏趋势下，餐饮渠道的调味品用量增长较快。

图表 3：2016 年美团数据的消费额和消费人数比例

图表 4：2016 年大众点评的消费额和消费人数比例

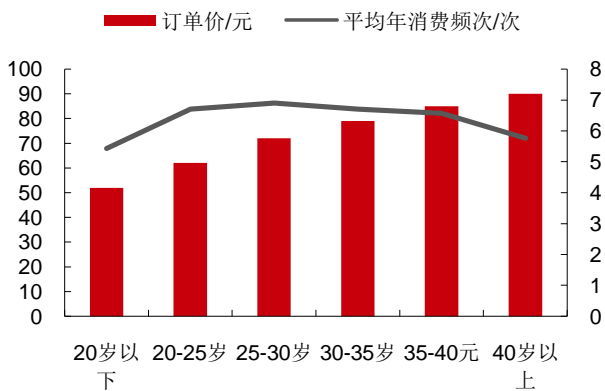


来源：中国餐饮报告（2017 白皮书）、国联证券研究所



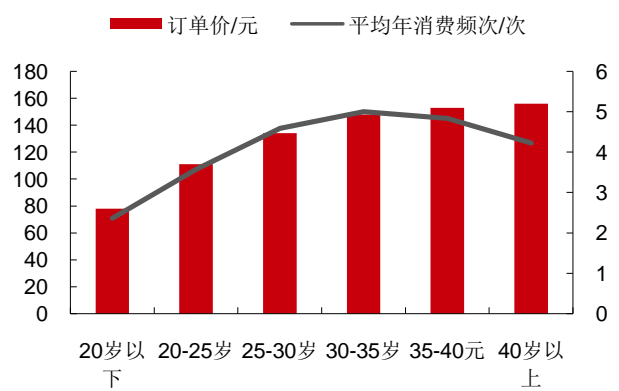
来源：中国餐饮报告（2017 白皮书）、国联证券研究所

图表 5：2016 年美团数据的订单家和消费频次



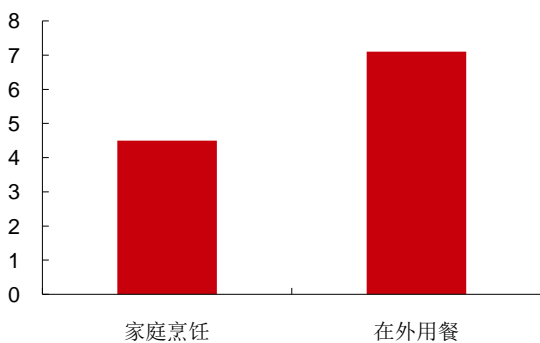
来源：中国餐饮报告（2017 白皮书）、国联证券研究所

图表 6：2016 年大众点评数据的订单家和消费频次

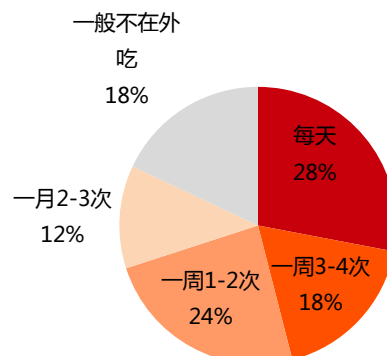


来源：中国餐饮报告（2017 白皮书）、国联证券研究所

图表 7：餐饮与家庭烹饪调味品用量比较 (g/kg 食物)



图表 8：外出就餐比例高



来源：中国产业信息网、国联证券研究所

来源：中国产业信息网、国联证券研究所

1.2. 调味品行业价格转嫁能力强，毛利率具有持续提升空间

我国调味品市场格局比较稳定，需求刚性且消费者对调味品的价格敏感系数低，因此为了抢夺市场份额而采取价格战的方法并不是调味品行业的发展之道。调味品企业受原材料成本影响波动大，但定价权较强，在龙头率先提价的背景下，中小企业会接连提价，成本转嫁能力较强，所以在 CPI 指数上行之后都会伴随着调味品行业的提价政策。从时间来看，平均每 2-3 年便会经历一次行业的提价。

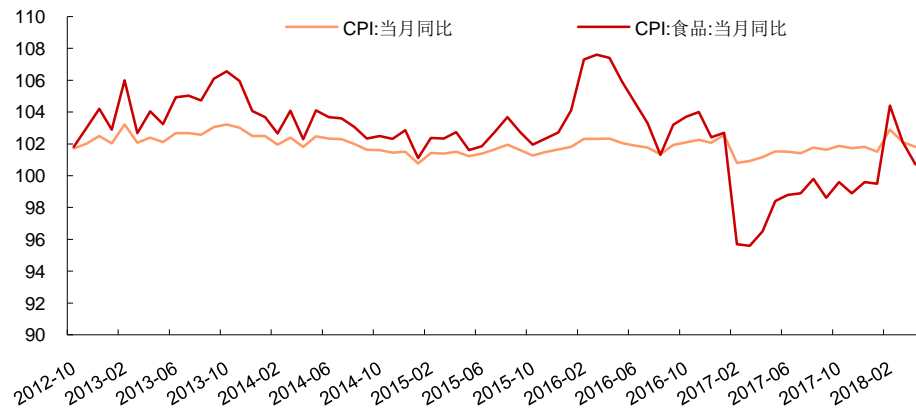
调味品企业受原材料成本影响波动大，提价幅度高于物价水平。调味品的原材料主要包括大豆、白糖、小麦、食盐等，包装物包括玻璃瓶、纸箱等。每轮提价都与原材料、包装物的价格上涨有关，而调味品企业的提价幅度一般高于原材料上涨幅度。

图表 9：调味品行业提价举措

2006 年	恒顺醋业	低价位产品上涨 15%-25%
2007 年	加加食品	酱油每箱价格上涨 1.5 元
2008 年	海天	金标酱油提价幅度 10%
	李锦记	酱油产品整体提价 7%-10%
	亨氏	味极鲜酱油提价 9%
2011 年	海天	酱油提价幅度 8.47%、蚝油幅度 4.19%、调味酱幅度 2.75%
	美味鲜	厨邦酱油提价 6-7%
	涪陵榨菜	主力产品提价 10%
2012	海天	金标和银标酱油提价幅度 10% 和 12.5%
	李锦记	提价幅度 5%-10%
	涪陵榨菜	为调整产品销售结构主力产品终端价提升 50%
2013 年	海天	酱油提价 2.59%、蚝油提价 3.31%，调味酱提价 8.15%
	李锦记	酱油产品提价 7%-10%
	涪陵榨菜	主力产品终端价提升 16.8%
2014 年	海天	60% 产品提价 4%
2016 年	涪陵榨菜	11 个单品上调到岸价格 8-12%
2017 年	海天	主要品类提价 5% 左右
	美味鲜	整体提价 5-6%
	涪陵榨菜	80g 和 88g 榨菜主力单品提价幅度 15-17%

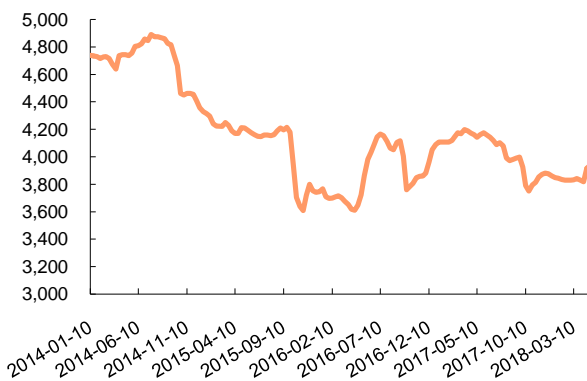
来源：中国调味品协会、糖酒快讯、公司公告、国联证券研究所

图表 10：食品与调味品的 CPI（上年同月=100）



来源: wind、国联证券研究所

图表 11: 大豆全国市场价 (元/吨)



来源: wind、国联证券研究所

图表 12: 白糖经销价 (元/吨)

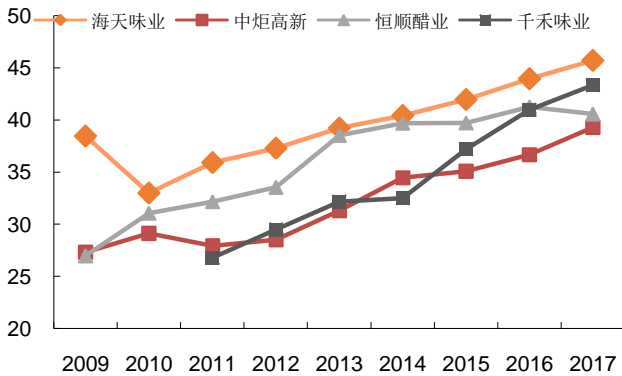


来源: wind、国联证券研究所

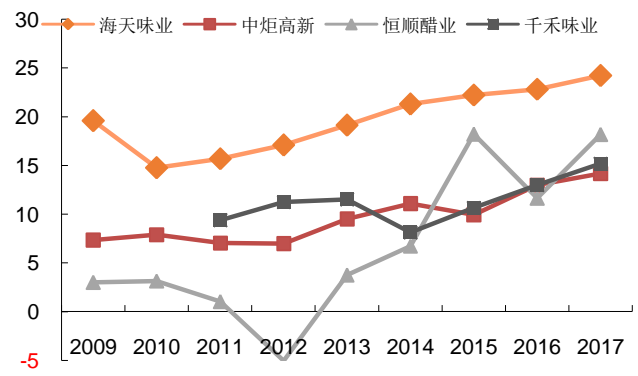
调味品提价后毛利率获得持续提升空间。公司每轮提价后对于毛利率的提升作用较为明显，2006 年恒顺醋业提价后毛利率水平提高了 2.96pct；海天味业 2011-2014 年每年对部分产品的小幅提价导致公司的毛利率在 2011-2014 年间每年提升 1%-2%；中炬高新 2011 年提价后毛利率提高 2.99pct，2017 年提价后毛利率提高 1.18pct；涪陵榨菜 2011 年提价后毛利率提高了 4.09pct，2012 年提价后毛利率提高了 5.99pct，2013 年底的提价导致 2014 年的毛利率提高了 2.77pct。同时在费用率管控良好的作用下，产品提价后的盈利能力增强也表现在净利率水平的提高，海天味业 2011-2017 年销售毛利率呈现逐步提升的趋势，中炬高新 2016 年净利率提高了 3.06pct，2017 年提高了 1.18pct，涪陵榨菜 2016 年净利率提高了 6.04pct，2017 年净利率提高了 4.29pct。

图表 13: 提价后的调味品企业毛利率 (%) 提升

图表 14: 提价后企业的净利率 (%) 提升幅度更高



来源: wind、国联证券研究所



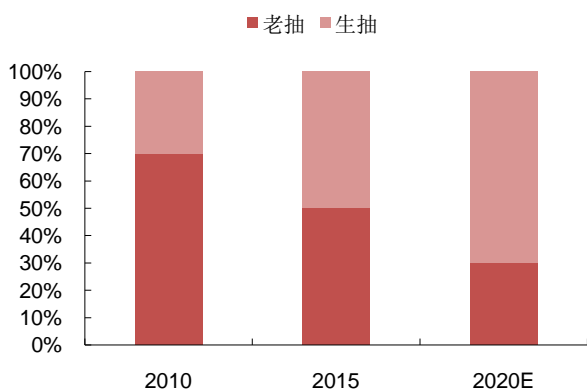
来源: wind、国联证券研究所

1.3. 传统调味品具有升级空间，复合调味料处于品类红利期

酱油消费升级体现在品类和功能化的细分。酱油虽然属于调味品中使用习惯最为成熟、渗透率最高的子品类，但是依旧具有广阔的消费升级空间，主要体现在品类和功能化的细分层面。建国后，我国酱油首先从袋装酱油转变为瓶装酱油实现了第一步的消费升级，同时海天等品牌率先在消费者心目中留下品牌印象，为其成为全国性品牌奠定基础。在老抽酱油的基础上，生抽酱油特点在于重味不着色，家庭对酱油的选择从原先的一瓶老抽向一瓶老抽+一瓶生抽发展，此后，高鲜酱油凭借含氮量且味鲜的特点，成为目前增速较快的新品类。

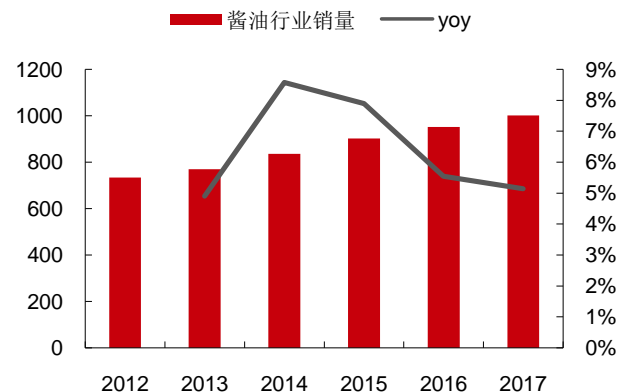
酱油的升级提高了行业用量空间。酱油的品类升级带来了消费者使用酱油的习惯改变，老抽酱油着色力强、钠含量高、主要用于炖肉红烧，用量较省；而生抽酱油色淡味鲜，主要用于调味，适合凉拌菜，用量较大。在消费升级的趋势下，我国酱油消费中生抽酱油消费占比提高，老抽酱油消费占比下降。生抽取代老抽的背景下，生抽用量是老抽的3-5倍，整体酱油消费量有所提高，行业用量空间更高。

图表 15: 生抽占比不断提升



来源: 智研咨询、国联证券研究所

图表 16: 酱油行业销量 (万吨)

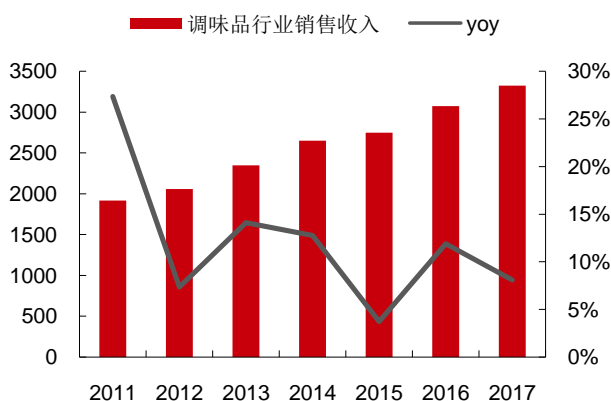


来源: wind、国联证券研究所

新兴复合调味品处于品类红利期。与传统调味品的成熟消费习惯所不同的是，新

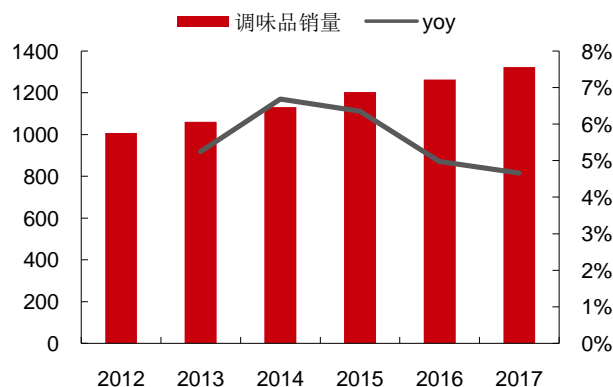
兴调味品处于发展初期阶段，增速快，行业处于品类红利期品牌壁垒尚未呈现。伴随着我国饮食可选项多样化、西式饮食的渗透，消费者对调味品的多样性需求提升，除了传统的炒、煮、炖、蒸、焖等烹饪方式下对传统调味品的消费升级，多元化饮食习惯下对新兴调味品和复合调味品的需求也较大。复合调味品的单次用量更大，价格空间更广，推动了调味品行业市场规模的增长。

图表 17：调味品行业市场规模（亿元）



来源：Euromonitor、国联证券研究所

图表 18：调味品销量（万吨）



来源：Euromonitor、国联证券研究所

2. 酱油迎合消费升级阶段打开突破口，小品类补充产品结构

2.1. 从家庭消费渠道切入便于打开市场，餐饮渠道增速较快

KA 渠道在调味品行业中重要性提高，利于品牌突破。调味品的下游渠道主要有三大渠道，分别是餐饮渠道、商超渠道和食品加工渠道，其中餐饮渠道采购量大、对价格敏感度高、对惯用单品粘性强，因此产品类型以大包装为主，餐饮行业初期进入较为困难，但进入后容易培养消费粘性守住市场。商超渠道进入相较容易，产品品类多元化丰富，消费者尝鲜心理强，因此促销活动对新品有所成效，但是壁垒较弱。

目前商超渠道已经成为推广高端调味品的重要渠道，欣和六月鲜、千禾有机等产品都通过大投入大产出在商超渠道取得了极大的突破。而从渠道来看，调味品的渠道结构在发生变化，商超渠道的重要性在提高，KA 的销售占比也在增加。

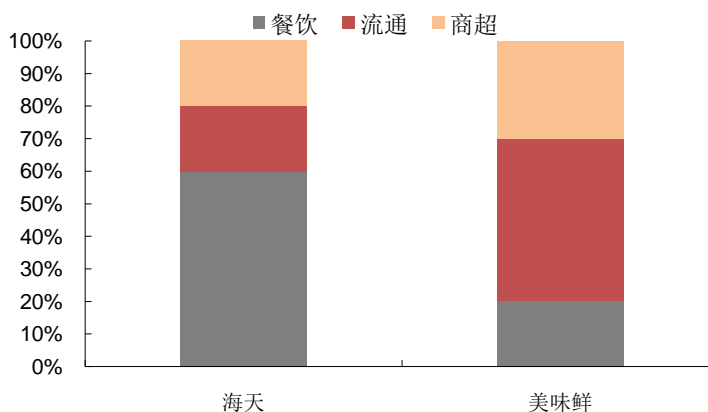
公司的调味品业务拥有“美味鲜”和“厨邦”两大品牌，其中厨邦产品定位中高端，美味鲜产品定位中低端。公司渠道主要走商超和流通渠道，高鲜酱油迎合了目前消费升级的阶段，成为增速较快的产品，同时从家庭消费渠道切入便于打开市场。

餐饮渠道空间大，发展快。公司的渠道占比中，餐饮渠道占比 20%左右，传统流通渠道占比 40%左右，商超渠道占比 20%左右，与行业龙头海天味业相比，公司的餐饮渠道处于弱势，发展空间较大。公司以商超渠道作为中高端产品打开消费者市场的重要途径，同时持续发力扩大餐饮渠道的占比，餐饮渠道和商超渠道的增速较快，增速达到 20%以上。公司的餐饮渠道建设与地区成熟度也有关系，在公司销售额较高

的南方地区，餐饮收入的占比较高，东部地区与平均水平较一致，其它外部市场的销售额占比较低，餐饮渠道收入也较低。我们认为餐饮渠道的增速是公司未来成长空间的重要组成部分，餐饮渠道增速会高于流通渠道与商超渠道。

从经销商和厨师俱乐部层面推动餐饮渠道建设。在餐饮渠道上，公司主要把粤菜馆和火锅店作为客户拓展群体，产品定位中高端，通过厨邦顶级厨师的俱乐部来跟各地的厨师协会加强沟通；针对凉菜对口感要求更高的特点，以凉菜系列为抓手进行推广，发挥高端产品的优势。同时，公司也针对经销商层面进行了改革来开拓餐饮渠道，新开发的经销商有专门划分做餐饮渠道的经销商，主要是对一些空白地区有话语权的餐饮渠道经销商，原有的经销商要求必须配备餐饮的业务人员。

图表 19：海天和美味鲜各渠道占比



来源：国联证券研究所

经销模式二级为主，渠道商利润较高。公司的渠道体系共有二级经销商，公司直接管控一批商，一批商给二批商供货，二批商负责终端，一批商和二批商有各自的价格体系维护。和海天相比，公司给予渠道的利润空间较高，渠道库存较低。

图表 20：海天味业与中炬高新的渠道对比

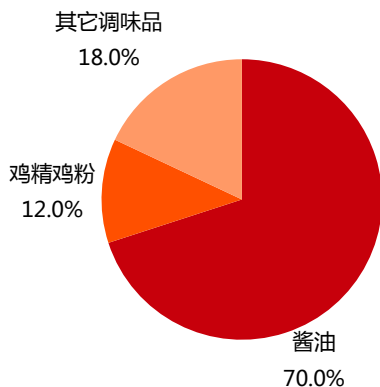
渠道	海天	美味鲜
渠道模式	经销为主	经销为主
渠道利润	渠道利润较小	渠道毛利率比海天高 3-4 个点
渠道库存	2-3 个月	1-2 个月
渠道管控力	强	强

来源：糖酒快讯、国联证券研究所

2.2. 以酱油为核心产品打开市场，小品类作为补充导入

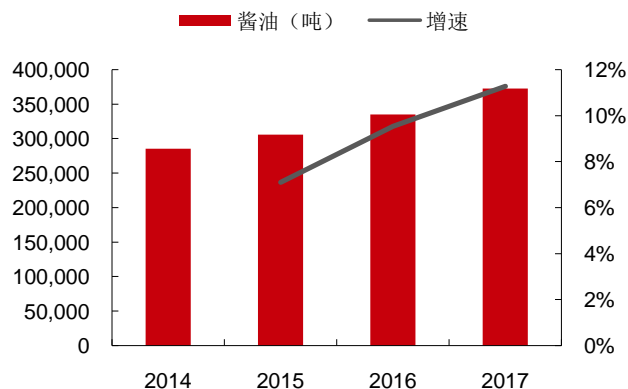
公司的调味品业务种类丰富,其中酱油为**主力产品**,销售额占业务总收入的70%,鸡精鸡粉占比10%-15%,其他调味品占比10%-15%,公司陆续推出食用油、罐头、料酒、米醋等系列新产品,小品类作为补充导入,基数小增速快。2017年酱油产品的销量增速在10%+,考虑到产品提价影响和产品结构升级,酱油销售增速达到15%+。

图表 21: 酱油为公司主力产品



来源: 公司年报、国联证券研究所

图表 22: 酱油销量增速在 10%+



来源: 公司年报、国联证券研究所

与日本同期相类似,我国处于**高鲜酱油发展风口**。日本酱油经历了三次典型的消费升级,分别为丸大豆酱油(90年前后)、有机酱油(98年前后)和鲜榨酱油(09年前后)。不同品类的流行导致了该品类在当时阶段的高速增长与占比提高,即使推出风口产品的企业获得了较高的市场占有率和收入增速。


1980年之后,随着日本经济增长率的放缓,酱油行业的人均消费量没有得到明显的提高,行业遭遇天花板,向健康与功能化细分打开了日本酱油行业新的增长空间。90年代前,日本国内大豆供给不足,仅靠国外大豆进口,日本酱油制造业使用脱脂大豆作为原料节约成本。而使用全大豆制造的丸大豆酱油在品质与健康上更佳,丸大豆酱油开始普及,产量在此期间迎来高速增长。2001年日本施行有机认证制度,有机产品认证门槛高,产量低需求大,认证产品稳定在6000吨的水平。2011年后,使用密封容器的鲜榨酱油在家庭消费者中普及,每一轮的消费升级推动了日本酱油的产品结构升级以及价格提升。

图表 23: 日本酱油的消费升级之路



丸大豆酱油

- 全使用大豆制造的酱油在品质和健康上比脱脂大豆更佳
- 1989-1990年间，日本酱油制造中大豆用量占比从2%提升至10%



有机酱油

- 1996年日本国内的有机种植热潮开始，向加工食品方向延伸
- 2001年日本正式施行有机认证制度
- 有机酱油的认证产量从02年的1600吨快速增长至06年6700吨的峰值，随后稳定在6000吨左右的水平。



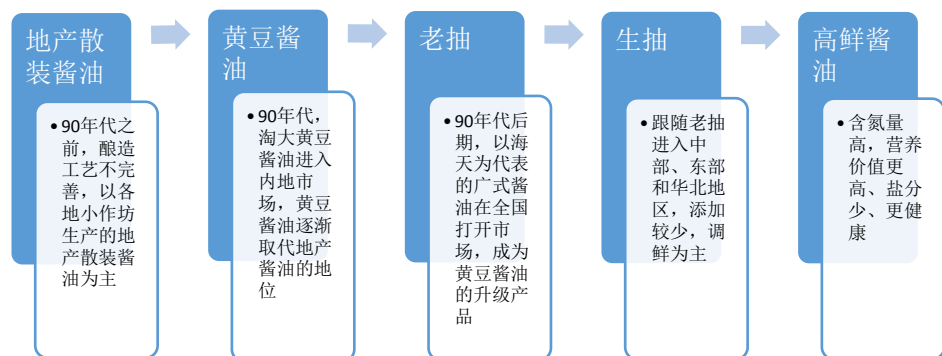
鲜榨酱油

- 使用密封容器的鲜榨酱油在营养和口感上保持最新鲜的标准
- 针对健康要求较高的家庭消费者，2011年以来其在家庭用市场中的销售额占比从6%上升至23%，已成为家庭消费的主流细分品类

来源：国联证券研究所

高鲜酱油迎合消费升级阶段，厨邦大单品性价比突出。我国酱油行业经历了从地产散装酱油—黄豆酱油—老抽—生抽—功能化酱油的发展阶段，正向零添加和有机酱油等健康化酱油发展。我国酱油行业在90年代以前，由于酿造工艺不完善，主要以本地的酱油厂生产的其他散装酱油为主；90年代时，淘大黄豆酱油进入内地市场，取代散装酱油；90年代后期以海天为代表的广式酱油老抽进入内陆市场，逐渐在全国打开市场，生抽跟随着老抽一起进入市场。随着粤菜的全国推广以及生抽盐分低、糖分低、营养价值更高等优点，生抽在凉拌菜等用途上代替老抽。此后以含氮量指标 $\geq 1.2\text{g/ml}$ （特级标准为 0.8g/ml ）的高鲜酱油成为新的消费升级风口。由此，我国酱油产品的价格带也从地产散装酱油（2-3元）—黄豆酱油（4元）—老抽（5-6元）—生抽（8-10元）逐渐提升，尚未形成主流消费的有机零添加酱油价格定位在15元以上。

图表 24：我国酱油行业的发展与升级



来源：国联证券研究所

公司调味品业务拥有“美味鲜”和“厨邦”双品牌，其中厨邦产品占公司销量的90%以上。厨邦抓住当下高鲜酱油的发展风口，以厨邦特级生抽为主要单品，含氮量达到

1.3g/100ml，超过行业平均 1.2g/ml 的含氮量水平，具备性价比优势。在当下消费升级 8-12 元的酱油消费价格带，厨邦通过高鲜酱油抢占风口。

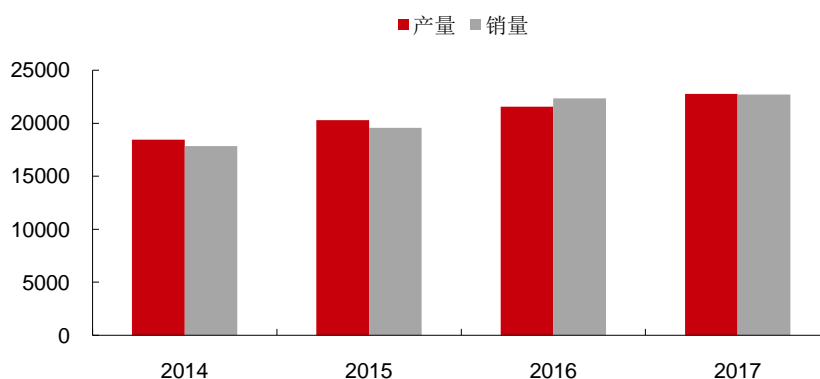
图表 25：市场上高鲜酱油产品对比

产品	含氮量	价格
厨邦特级生抽	≥1.3g/100ml	9.9 元/410ml
厨邦味极鲜酱油	≥1.2g/100ml	9.2 元/410ml
海天金标生抽	≥1.2g/100ml	9.9 元/500ml
千禾鼎鼎鲜酱油	≥1.35g/100ml	13.8 元/500ml
海天味极鲜酱油	≥1.2g/100ml	9.9 元/380ml
李锦记一品鲜特级酱油	≥1.2g/100ml	8.9 元/500ml
李锦记味极鲜	≥1.2g/100ml	8.9 元/500ml
欣和六月鲜特级酱油	≥1.2g/100ml	13.8 元/500ml

来源：淘宝、京东、国联证券研究所

调味品渠道共享，非酱油产品增速较快。2014-2017 年酱油产品的销量从 28.56 万吨提高到 37.28 万吨，非酱油产品销量从 5.9 万吨提高到 10.7 万吨，非酱油产品增速超过酱油产品。公司目前酱油产品的认知度较高，商超渠道、流通渠道和餐饮渠道的铺设均比较完善，非酱油产品品类可以通过渠道共享打开市场，借助酱油产品的核心渠道同步导入，进行品类的扩张来丰富产品结构。

图表 26：鸡精鸡粉的产量和销量（吨）



来源：公司公告国联证券研究所

2.3. 区域扩张渗透渐进

美味鲜的全国化之路尚在进行中，公司按照市场成熟度和渠道下沉深度把全国市场划分为五级：一级区域为广东、海南、浙江；二级区域为广西、福建；三级区域为东北和江西；四级区域为北京、天津、上海、河南、河北等中部地区；其它地区为五级区域。

公司目前覆盖了全国三分之二的地级市，地级市开发率约 70%，仍有少数尚未覆盖。从渠道深度来讲，公司目前全国有 800 多家一级经销商，2017 年新增 100 多家，分销商超过 5000 家，覆盖 25 万个终端网点，今年来渠道广度和深度进展较快，计划未来 3 年内渠道下沉到县级。虽然与行业龙头海天味业相比，公司的渠道覆盖成熟度尚未完善，渠道深度开发也有差距，但是在调味品行业中，公司的渠道开发力度已经处于领先状态。海天味业目前一级经销商超过 3500 家，终端网点达到 50 万个且分销商超 1 万个，地级市覆盖率达到 90%，县级市开发程度达到 60%。公司未来的渠道空间在于空白地级市覆盖以及三四五级市场的渠道下沉深度，提升空间较大。

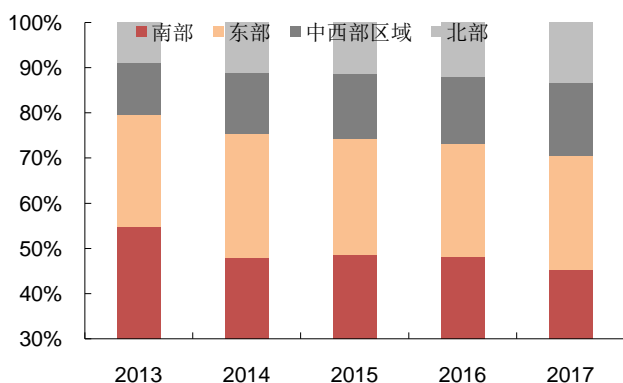
图表 27：公司五级市场的划分

市场划分	省份地区	市场增长空间	覆盖深度
一级市场	广东、浙江、海南	品类扩张	乡镇
二级市场	广西、福建	品类扩张渠道渗透	县
三级市场	江西、东北	渠道下沉+品类扩张	地级市
四级市场	北京、天津、上海、河南、河北等中部地区	渠道下沉+品类扩张	省会
五级市场	其它区域	渠道下沉+品类扩张	省会

来源：国联证券研究所

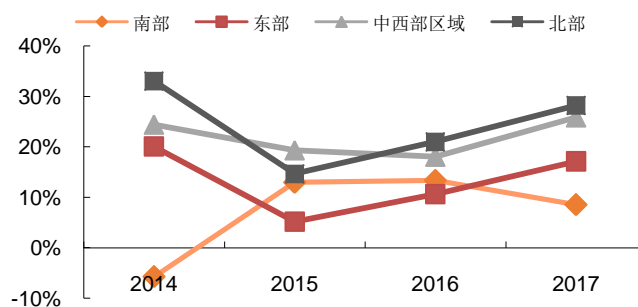
从区域市场收入及增速来看，公司东部和南部市场的销售额占比达到 70%，经过多年发展，公司的一级市场已经达到较为成熟的状态，消费者消费习惯培养较高，渠道覆盖深度下沉到乡镇，今年来南部市场收入增速有所放缓，销售额占比也有所下降，未来成长空间主要在于利用现有的渠道优势进行新品的推广和铺设。而中西部和北部市场增速较快，2017 年北部市场销售收入增速达到 28%，中西部市场收入增速为 25.8%，销售收入占比也有所提高，中西部区域的销售收入在国内调味品业务中占比达到 16%，北部市场占比达到 13%，中西部和北部市场的渠道覆盖深度还有下沉空间，尚有空白市场未覆盖，未来增速可期。

图表 28：区域市场占比



来源：公司公告国联证券研究所

图表 29：区域市场增速



来源：公司公告国联证券研究所

3. 财务分析：毛利率上行和费用下降增强盈利能力

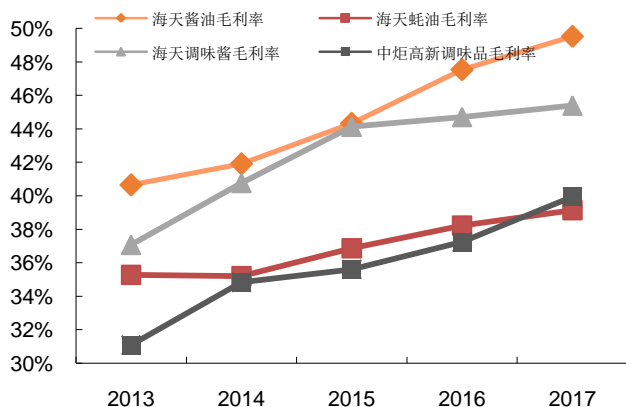
3.1. 美味鲜公司产品吨价较高，原材料成本存在下降空间。

从历史上来看，海天味业的净利率始终高于中炬高新调味品业务的净利率，主要原因在于毛利率之间的差距。海天味业和美味鲜的产品结构均包括酱油、蚝油和调味酱等，但美味鲜的酱油收入占调味品收入的70%左右，海天的酱油收入占比约60%。2010到2017年，海天味业的毛利率从33%提高到46%，同期酱油产品的毛利率从34%提高到50%，酱油产品在规模经营下成本控制与毛利率的提升更加明显。2010年到2017年，中炬高新的调味品业务毛利率从25%提高到40%，提升了15pct，提升空间略高于海天味业。从出厂吨价来看，中炬高新的调味品业务出厂吨价并不输于海天味业，而毛利率始终低于海天味业的原因在于原材料采购成本的差距。

海天味业与中炬高新的出厂价在提价的影响下基本保持连年上升的趋势，而出厂吨成本则逐渐下降。2015-2017年，海天味业的酱油吨价从5002元/吨提高到5400元/吨，CAGR为3.90%；蚝油吨价从4435元/吨提高到4676元/吨，CAGR为2.66%；调味酱吨价从8572元/吨提高到8816元/吨，CAGR为1.41%。中炬高新2017年的酱油吨价为6366元/吨，高于海天味业的吨价。从吨成本来看，海天味业各品类的吨成本价格CAGR约-2%，中炬高新的调味品吨成本从2012年的4981元/吨下降到2017年的4327元/吨，产品吨成本的下降与出厂价的提高驱动了毛利率水平的上升。

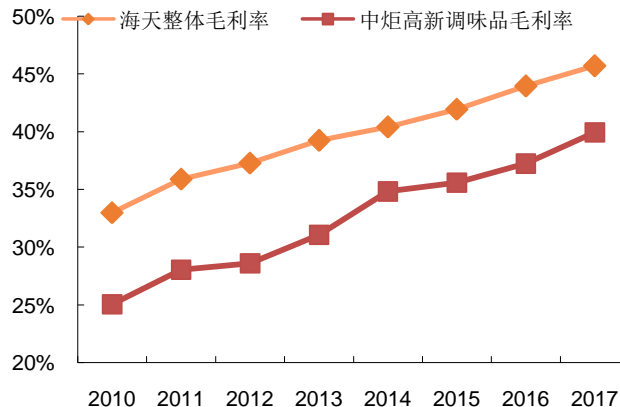
从成本结构来看，2017年海天味业的酱油产品成本中直接材料占比88%，制造费用占比10%，直接人工占比2%。庞大的采购规模使得海天味业对上游的议价能力高于同行业其它企业，原材料采购价格具有优势，而美味鲜的采购成本要高于海天味业。相比之下，美味鲜的吨成本具有下降空间，阳西产能释放后规模体量的提高会带动原材料议价能力的提升，同时生产技术效率的改进也会提高产品毛利率。

图表 30：海天与中炬高新的调味品毛利率



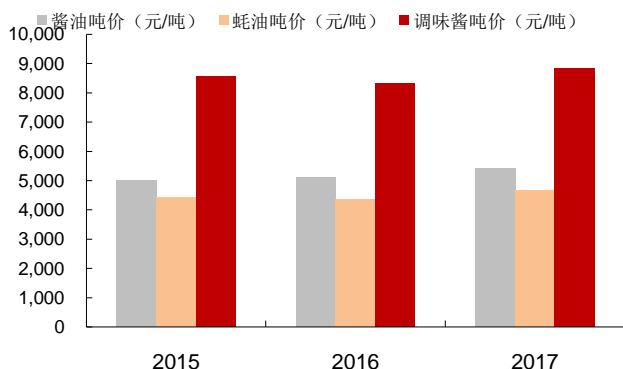
来源：公司公告国联证券研究所

图表 31：海天与中炬高新的毛利率



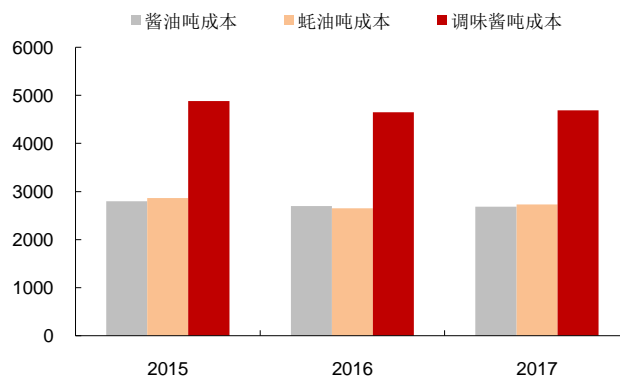
来源：公司公告国联证券研究所

图表 32：海天的品类吨价（元/吨）



来源：公司公告国联证券研究所

图表 33：海天的品类吨成本（元/吨）



来源：公司公告国联证券研究所

3.2. 阳西基地产能释放后规模效应有望提升产品毛利率。

公司调味品业务美味鲜公司目前有中山基地和阳西基地两大生产基地，中山基地产能为 30 万吨，其中约 20 万吨酱油和 10 万吨小品类，目前已满产。

早在 2012 年，公司就决定投资美味鲜厨邦食品阳西生产基地，分三期七年进行投资，每期建设周期约 2 年，一期建设期 2012 年 8 月-2013 年 12 月，二期建设期 2014 年 1 月-2016 年 5 月，三期建设期 2016 年 6 月-2018 年 7 月。目前厨邦阳西生产基地已经进行三期建设，预计 2020 年全面达产，达产后预计形成 33 万吨酱油产能以及 14 万吨其它调味品。

2017 年 4 月公司公告将建设阳西美味鲜食品生产项目，项目建设期为五年，边建设边投产，第 3 年开始投产，第 6 年达产，第 6-13 年为经营期。全面达产后将实现年产 30 万吨食用油、20 万吨蚝油、10 万吨醋及 5 万吨料酒的产能

图表 34：厨邦阳西生产基地产品项目预期达产规模（万吨）

年份	酱油	鸡精鸡粉	调味酱	蚝油类	醋汁类	食用油类	合计
2014	5.10	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：公司公告国联证券研究所

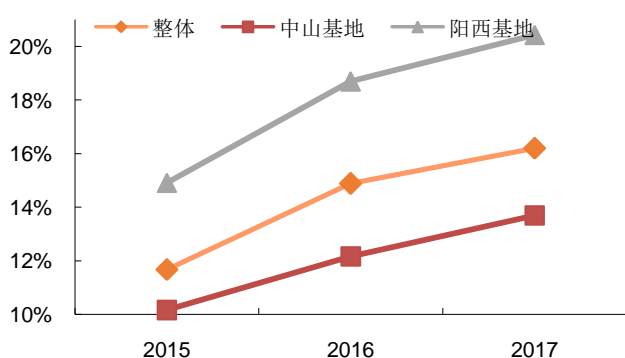
图表 35：阳西美味鲜食品生产项目产能规划（万吨）

	食用油	蚝油	醋	料酒
全面达产后产能释放	30	20	10	5

来源：公司公告国联证券研究所

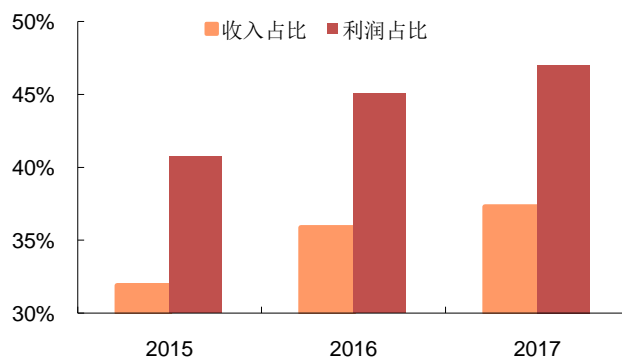
阳西生产基地的生产自动化程度高，产品的毛利率和净利率均高于中山基地，由此推动了调味品业务整体毛利率水平的提高。并且随着阳西生产基地的投产，毛利率还有进一步的提升空间。2015年阳西生产基地的净利率为15%，2017年净利率提升到20.43%，虽然存在提价政策等因素带来的盈利能力提升，但是同期中山基地的净利率仅从2015年的10.17%提升到2017年的13.70%。从收入占比来看，2015年阳西生产基地的收入占整体收入的32%，利润占整体利润的41%，而2017年阳西生产基地的收入达到整体收入的37%，利润占整体利润的47%，阳西生产基地占比的提高推动了整体调味品业务净利率从2015年的11.68%提高到2017年的16.21%。

图表 36：中山与阳西基地的净利率差距



来源：公司公告国联证券研究所

图表 37：阳西基地的收入和利润占比

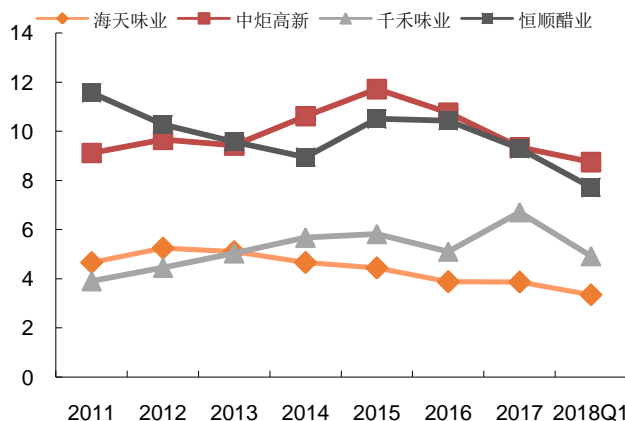


来源：公司公告国联证券研究所

3.3. 民营体制变革提高管理效率，高管激励计划激发活力

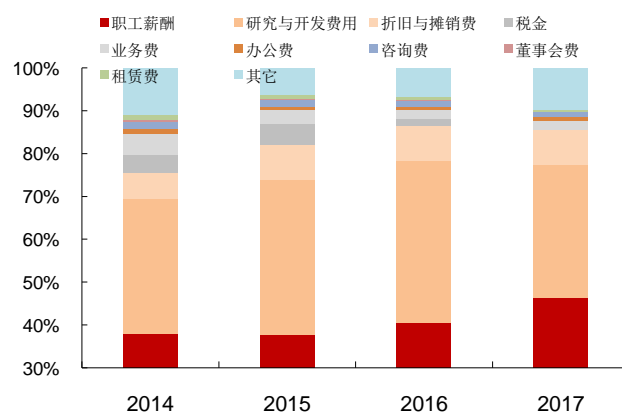
在2015年之前，公司在国有体制的背景下管理费用率较高，2015年中炬高新的管理费用率为12.01%，而同期海天味业和千禾味业的管理费用率仅为4.74%和6.12%，同为国企机制的恒顺醋业的管理费用率与公司较为相近。2015年以后，随着民营资本的进入和体制转变，公司的管理效率得到很大提升，2017年中炬高新的管理费用率为9.64%，相较2015年下降了2.37pct，2018Q1公司的管理费用率为9.04%。

图表 38：调味品行业公司的管理费用率 (%)



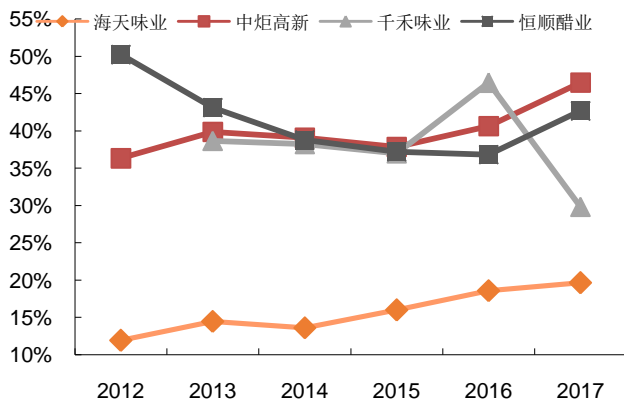
来源：公司公告国联证券研究所

图表 39：中炬高新的管理费用中各项占比



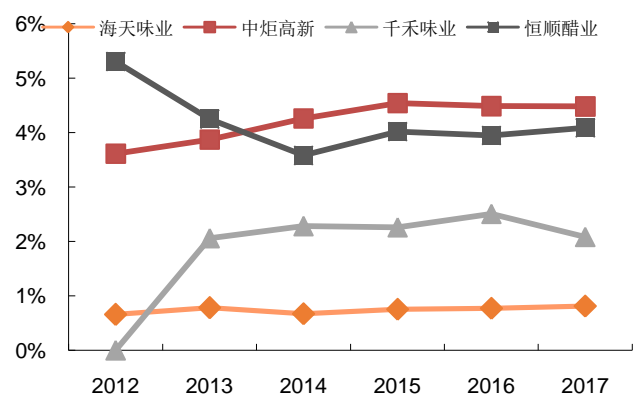
来源：公司公告国联证券研究所

图表 40：职工薪酬在调味品公司管理费用中的占比



来源：公司公告国联证券研究所

图表 41：职工薪酬在调味品公司收入中的占比



来源：公司公告国联证券研究所

从管理费用的组成项来看，职工薪酬占比较同行业更高。2017 年中炬高新的管理人员职工薪酬占管理费用的 46%，研究与开发费用占管理费用的 31%。而海天味业管理人员的职工薪酬仅占管理费用的 20%。未来随着信息化系统改革的推进，职工薪酬在管理费用中的占比有望得到下降。同时，为进行员工激励，公司在 2014 年发布了董监高等核心管理人员薪酬与绩效考核管理制度，核心管理人员的绩效年薪以董事会确定的年度经营目标“营业收入、净利润、净资产收益率”按 $(0.2 \times K1 + 0.6 \times K2 + 0.2 \times K3)$ 公式计算的加权完成率对核心管理人员全体进行考核。其中 K1 指年度公司营业收入完成率，K2 指年度公司净利润完成率，K3 指年度公司净资产收益率完成率。当加权年度经营指标完成率在 0.8（不含）以下时，高级管理人员基本年薪减少 20%，不计提绩效年薪；当加权年度经营指标完成率达到 0.8（含）——1（不含）之间时，高级管理人员只领取基本年薪；当加权年度经营指标完成率达到 1（含）以上时，高级管理人员除领取基本年薪外，可与其他核心管理人员一起按公司经审计年度净利润的 5% 计提绩效年薪奖金包进行奖励。

图表 42：核心管理人员薪酬绩效发放与考核情况（万元）

指标完成率	2014	2015	2016	2017
营业收入	264,190	275,859	315,799	360,937
归母净利润	28,679	24,727	36,237	45,326
加权平均净资产收益率	12.78%	10.16%	13.64%	15.26%
年度经营指标完成率	1.146	1.088	1.22	1.08
计提奖金	1435	1236.4	1811.85	2266.32
绩效奖励具体分配金额				
总经理——当期	76.8	63.95	85.37	103.01
——前一年		38.41	31.97	42.69
——前两年			38.41	31.97

——前三年				38.41	
副总经理——当期	61.4	51.16	68.30	82.41	
——前一年		30.73	25.58	34.15	
——前两年			30.73	25.58	
——前三年				30.73	

来源：公司公告、国联证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 地产价值重估

公司在中山市岐江新城片区，中山站北侧拥有可开发商住地 1666 亩，已开发商住地 240 亩。1666 亩可开发商住地中有 1113 亩在中汇合创名下，553 亩在中炬高新名下。中汇合创名下的 1113 亩可开发商住地在中山站规划范围内，而中炬高新名下有 468 亩商住地在中山站规划范围内，《岐江新城片区规划》以外的中炬高新名下 84.6 亩商住地已于 2017 年度开工建设，预计建设可出售商品房面积近 9 万平方米，并在 2018 年底前开售。由于中山市《岐江新城片区规划》尚未最终落实，中汇合创地块正处于岐江新城中心位置，房地产业务后续开发尚无具体计划表，预计未来的现金流入主要是存量房（汇景东方一期与二期）和中炬高新名下已动工的 85 亩商住地（日出康城）。

岐江新城是中山市规划的副中心，是深中通道中山出口位置所在，又是中山轨道交通的交汇点，更是未来粤港澳大湾区西岸交通枢纽的核心所在。2017 年以来，“粤港澳大湾区”建设提升到国家层面，加上“深中通道”建设提速、广州地铁接入岐江新城等利好因素发酵，中山的房价地价持续走高。

660 亩未开发的商住地估值：假设容积率为 2，地价为 6500 元/平方米，则 660 亩未开发的商住地价值约为 57.2 亿元。由于公司持有中汇合创 79.16% 的股权，因此归属于公司的土地价值约为 45.3 亿元。**存量房估值：**汇景东方一期目前在售 230-380 平方米的别墅，均价约 23000 元/平方米，二期均价约 1 万/平方米，预计汇景东方一期和二期的未出售面积在 2 万平左右。日出康城预计可售面积为 10 万平方米，均价为 1 万/平方米，假设净利率为 15%，折现时间为 5 年，资本成本率为 8%，我们预计存量房的地产价值约 1.4 亿元。公司 660 亩未开发的商住地及存量房的地产价值约 46.7 亿元。

图表 43：公司地产业务情况（亩）

区域	土地	中汇合创	中炬高新
中山城轨站片区规划范围内	商业住宅地	660	
	商住配套地	453	468
	已开发商住地	240	
中山城轨站片区规划范围外	商业住宅地		85 (2017年9月正式动工)

来源：公司公告、国联证券研究所

4.2. 调味品渠道开发与品类扩张并进，驱动收入增长

公司以高鲜酱油卡位消费升级趋势，产品具备性价比，广东、浙江、海南等南部和东部市场开发比较成熟，小品类借助已有的渠道资源导入增速较快，四五级市场空白区域较多，未来公司渠道下沉以及外埠市场发展空间大。公司传统流通渠道占比高，产品性质的原因使得商超渠道对公司的重要性增强，公司产品在商超渠道中的比重持续提高，此外公司通过经销商和厨师俱乐部等方式开发餐饮渠道，实现快速增长。未来在阳西产能释放的背景下，生产规模效应凸显，产品毛利率有望得到明显提升，产品种类更加丰富且多元化。

我们预计公司 2018-2020 年业务收入为 42.49 亿元, 49.89 亿元和 58.62 亿元, EPS 为 0.80、1.00 和 1.24 元，对应当前股价 PE 倍数为 37/30/24 倍，维持“推荐”评级。

图表 44：公司收入预测表（百万元）

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
调味品					
收入	2895	3453	4074	4808	5673
yoy	11%	19%	18%	18%	18%
成本	1817	2074	2404	2837	3319
毛利率	37.2%	39.9%	41.0%	41.0%	41.5%
皮带轮及汽车、摩托车配件					
收入	69	65	66	67	69
yoy	15%	-7%	1%	2%	3%
成本	44	44	42	44	45
毛利率	36.5%	32.5%	36.0%	35.0%	35.0%
房地产及服务					
收入	130	50	69	76	84
yoy	196%	-62%	40%	10%	10%
成本	102	43	52	57	63
毛利率	21.6%	12.5%	25.0%	25.0%	25.0%
其他业务					
收入	64	42	40	38	36
yoy	35%	-34%	-5%	-5%	-5%

成本	36	31	28	27	25
毛利率	43%	27%	30%	30%	30%
总计					
收入	3158	3609	4249	4989	5862
成本	1999	2192	2526	2964	3452
毛利率	36.69%	39.27%	40.56%	40.59%	41.12%

来源：国联证券研究所

图表 45：可比公司估值

可比公司	EPS			PE		
	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
海天味业	1.31	1.59	1.92	41	41	35
恒顺醋业	0.47	0.35	0.39	25	27	24
涪陵榨菜	0.52	0.79	1.00	32	34	27
千禾味业	0.44	0.65	0.84	41	29	22

来源：wind、国联证券研究所

5. 风险提示

宏观经济下行风险、渠道下沉与餐饮渠道开发不及预期

图表 46：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	441.44	240.76	869.63	1,661.32	2,710.01	营业收入	3,157.99	3,609.37	4,249.23	4,988.85	5,861.97
应收账款+票据	70.66	113.09	103.24	150.74	147.69	营业成本	1,999.38	2,191.89	2,525.81	2,963.81	3,451.72
预付账款	65.88	10.56	77.53	25.84	94.54	营业税金及附加	41.68	48.20	56.75	66.63	78.29
存货	1,342.25	1,412.96	1,761.99	1,963.53	2,375.29	营业费用	275.36	426.34	424.92	473.94	527.58
其他	879.30	1,338.71	1,338.71	1,338.71	1,338.71	管理费用	348.94	348.08	395.18	449.00	527.58
流动资产合计	2,799.54	3,116.08	4,151.09	5,140.14	6,666.24	财务费用	63.25	60.45	37.20	15.59	-12.01
长期股权投资	48.89	30.56	30.56	30.56	30.56	资产减值损失	7.38	22.78	5.00	6.00	7.00
固定资产	1,216.25	1,213.95	1,087.56	1,290.65	1,215.54	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	243.13	267.21	367.21	100.00	100.00	投资净收益	1.80	1.67	0.00	0.00	0.00
无形资产	143.19	211.92	207.16	202.39	197.63	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	459.88	465.04	411.29	357.54	303.79	营业利润	423.80	513.30	804.36	1,013.88	1,281.82
非流动资产合计	2,111.33	2,188.68	2,103.77	1,981.14	1,847.51	营业外净收益	62.46	67.72	60.00	60.00	60.00
资产总计	4,910.87	5,304.76	6,254.86	7,121.28	8,513.75	利润总额	486.26	581.02	864.36	1,073.88	1,341.82
短期借款	20.00	15.00	0.00	0.00	0.00	所得税	76.00	88.74	146.55	182.07	227.50
应付账款+票据	286.50	305.90	490.17	443.94	643.94	净利润	410.26	492.29	717.82	891.81	1,114.32
其他	548.53	587.44	650.45	671.28	749.43	少数股东损益	47.89	58.14	79.58	98.87	123.54
流动负债合计	855.03	908.33	1,140.62	1,115.23	1,393.37	归属于母公司净利润	362.37	434.15	638.23	792.94	990.78
长期带息负债	953.00	916.06	916.06	916.06	916.06						
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他	13.73	30.21	30.21	30.21	30.21						
非流动负债合计	966.73	946.27	946.27	946.27	946.27						
负债合计	1,821.76	1,854.61	2,086.89	2,061.50	2,339.64						
少数股东权益	289.85	309.34	388.93	487.80	611.34						
股本	796.64	796.64	796.64	796.64	796.64						
资本公积	282.05	282.05	282.05	282.05	282.05						
留存收益	1,720.57	2,062.12	2,700.35	3,493.29	4,484.07						
股东权益合计	3,089.10	3,450.16	4,167.97	5,059.78	6,174.11						
负债和股东权益总计	4,910.87	5,304.76	6,254.86	7,121.28	8,513.75						

现金流量表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	344.50	443.23	667.99	841.98	1,064.50
折旧摊销	126.12	128.51	179.91	216.63	226.63
财务费用	60.88	59.42	36.41	14.80	-12.80
存货减少	-27.55	-75.87	-349.03	-201.54	-411.76
营运资金变动	164.88	78.19	190.17	-21.21	212.50
其它	8.69	17.78	5.00	6.00	7.00
经营活动现金流	677.51	651.27	730.45	856.67	1,086.06
资本支出	209.39	206.83	100.00	100.00	100.00
长期投资	5,004.02	7,672.05	0.00	0.00	0.00
其他	4,809.45	7,307.90	49.83	49.83	49.83
投资活动现金流	-403.96	-570.98	-50.17	-50.17	-50.17
债权融资	-20.00	-73.74	-15.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-166.01	-206.44	-36.41	-14.80	12.80
筹资活动现金流	-186.01	-280.18	-51.41	-14.80	12.80
现金净增加额	87.67	-200.03	628.87	791.69	1,048.69

主要财务比率					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	14.48%	14.29%	17.73%	17.41%	17.50%
EBIT	37.37%	16.80%	40.57%	20.86%	22.08%
EBITDA	29.89%	14.01%	40.47%	20.79%	19.18%
归属于母公司净利润	-13.78%	19.81%	47.01%	24.24%	24.95%
获利能力					
毛利率	36.69%	39.27%	40.56%	40.59%	41.12%
净利率	12.99%	13.64%	16.89%	17.88%	19.01%
ROE	12.95%	13.82%	16.89%	17.34%	17.81%
ROIC	12.22%	14.04%	16.07%	18.56%	22.06%
偿债能力					
资产负债	37.10%	34.96%	33.36%	28.95%	27.48%
流动比率	3.27	3.43	3.64	4.61	4.78
速动比率	0.68	0.40	0.92	1.65	2.12
营运能力					
应收账款周转率	72.48	53.87	67.26	55.64	65.19
存货周转率	1.49	1.55	1.43	1.51	1.45
总资产周转率	0.64	0.68	0.68	0.70	0.69
每股指标(元)					
每股收益	0.45	0.54	0.80	1.00	1.24
每股经营现金流	0.85	0.82	0.92	1.08	1.36
每股净资产	3.51	3.94	4.74	5.74	6.98
估值比率					
市盈率	65.86	54.98	37.40	30.10	24.09
市净率	8.53	7.60	6.32	5.22	4.29
EV/EBITDA	36.96	32.59	22.85	18.44	14.94
EV/EBIT	45.46	39.12	27.41	22.11	17.48

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810