

中炬高新 (600872. SH)

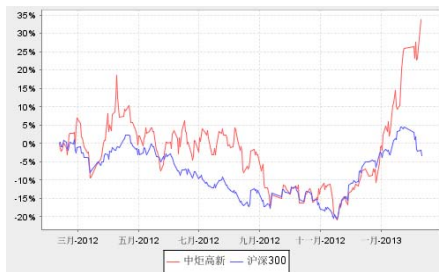
调味品业务精彩刚刚开始

评级: **增持** 前次: **增持**
 目标价(元): **7.2**
 分析师: 魏晓康 021-20315162
 谢刚 weixk@r qlzq.com.cn
 S0740510120005 黄睿 021-20315161
 021-20315178 huangrui@r qlzq.com.cn
 xiegang@r qlzq.com.cn
 2013年3月12日 食品饮料行业小组

基本状况

总股本(百万股)	796.64
流通股本(百万股)	796.64
市价(元)	6.24
市值(百万元)	4971
流通市值(百万元)	4971

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	1,277.92	1,735.41	1,754.86	2,195.00	2,695.00
营业收入增速	33.18%	35.80%	1.12%	18.30%	22.78%
净利润增长率	16.64%	41.76%	-3.34%	50%	44.46%
摊薄每股收益(元)	0.12	0.16	0.16	0.24	0.35
前次预测每股收益(元)	—	—	0.16	0.24	0.35
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	52.75	39.56	39.56	26.37	18.08
PEG	3.60	1.46	-	0.53	0.39
每股净资产(元)	2.13	2.29	2.45	2.78	3.12
每股现金流量	0.19	0.16	0.19	0.32	0.32
净资产收益率	4.94%	6.53%	7.21%	8.61%	11.06%
市净率	2.97	2.76	2.58	2.27	2.02
总股本(百万股)	796.64	796.64	796.64	796.64	796.64

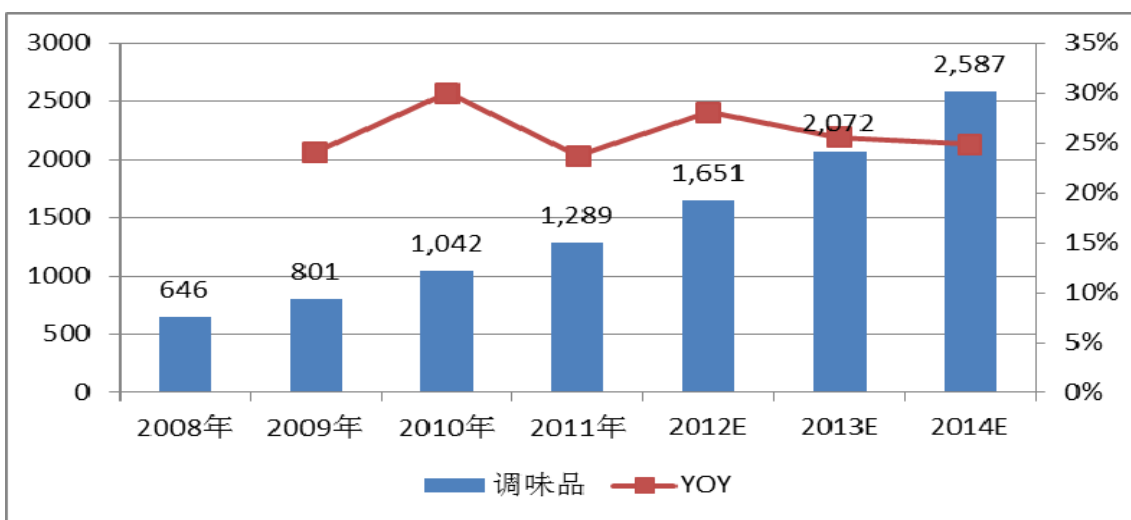
备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

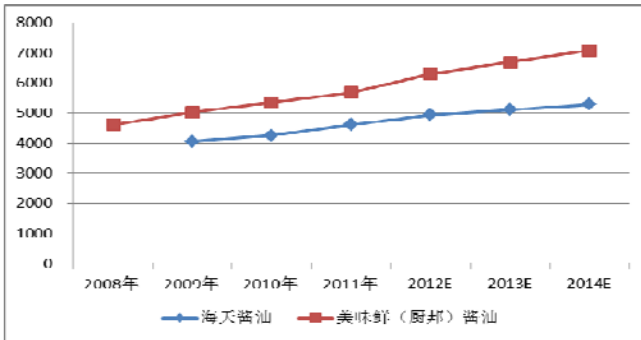
- 近期我们再度调研了中炬高新。从公司调研的情况看，我们预计调味品业务在 2012 年收入增长 31% 的基础上，未来 3 年有望继续保持 25% 以上的收入增长和 30% 以上的利润增长。
- 公司从 2005 年开始发力调味品业务，2008 年以后进入加速状态。随着“厨邦酱油天然鲜，晒足 180 天”广告的投放，厨邦酱油中高端定位被消费者所广泛接受。根据我们这次对华南某大区的调研情况看，即使在海天和李锦记的传统强势区域，该大区美味鲜的销售收入从 2007 年的 1700 万元(含税)快速增长至 2012 年 8600 万元(含税)。现在该区域市占率仅次于海天，超越李锦记。其明星产品，0.5kg 厨邦酱油，1kg 鸡粉，2kg 厨邦酱油在该区域同比增幅均超过 30%。
- 除公司传统的广东区域外，公司还积极向其他沿海省市扩张。在其核心省外区域宁波市场，2012 年美味鲜销售收入达到 1.8 个亿(含税)，成为宁波区域的 No.1，力压海天。目前在公司重点投入的沿海区域，公司销售已经渐入佳境，但在内地还发展一般。随着公司未来渠道全国化的拓展和定点突破，我们预计未来销售放量的区域还将持续增加。
- 公司现在销售主要集中在沿海区域，除了前期销售资源的集中投入外，产能瓶颈是最重要的制约因素。过去公司一直受市区老厂区搬迁问题困扰，直到 2012 年现有开发区厂区建设才基本结束。期间公司产能一直处于满产，旺盛的市场需求无法得到充分满足，严重制约了公司的发展。为此公司又在 2012 年启动阳西基地建设。今年年底，阳西一期 6 万吨新产能将建成，预计 2013 年上半年投产。阳西一期建成后，公司总产能将达到 32 万吨以上，较现有产能扩张 20% 以上，能满足最近两年的生产销售需要。公司计划未来阳西基地分三期建设，建成后总产能达到 73 万吨以上，相当于再造二个美味鲜。

- 公司利用上市公司融资优势，在 2011 年和 2012 年连续发行两期短融券，合计融资 7.5 亿。用来补充公司流动资金，满足销售扩张需要。截止 2012 年三季度，公司资产负债率仅为 34%，资金充裕，完全可以满足未来销售扩张和阳西基地的建设。短期内公司没有再融资计划。
- 中炬高新是一家大众调味品公司。过去我们向投资者推荐中炬高新时，部分投资者认为公司业务庞杂，既有房地产和新能源、金融业务，又有食品业务，难以给估值。我们必须要说中炬高新已经是一家纯粹的大众调味品公司，其主营收入和净利润 90%以上来自调味品业务。由于历史因素，公司有部分厂区出租和少量园区土地开发业务，但占比还不足 10%。而这两项业务与普通的房地产开发业务不同，完全没有政策风险。其 1600 亩住宅开发用地，我们预计公司将用未来 10 年左右的时间逐步滚动开发，新能源业务仅保留研发团队，没有实际经营业务。按照 2012 年证监会行业分类标准，中炬高新现在已经属于食品饮料行业。
- 传统调味品行业正处在黄金十年，中炬高新调味品业务正在经历收入增长，品类拓展以及品牌力提升后进入利润增长远超过收入增长的阶段。美味鲜作为细分行业的第二名，在完成品牌、品类和渠道建设后，稳健的收入增长有能力承载相当迅速的利润成长。公司面对一个千亿级别的市场，目前市占率不到 2%。正是典型的处于大行业快速增长的优质公司。公司管理能力优秀、品牌突出，未来市占率将持续提升。从长远看，根据行业经验，其市占率达到 10%以前，公司的发展不会遇到瓶颈，公司还有至少 5 倍以上的成长空间。同时公司前期费用投入开始进入收获期，净利率持续提升，从 2008 年的 5.6%提升到 2012 年上半年的 9.8%，未来有望进一步提升到 12%以上（海天 2011 年净利润率 15.7%，我们预计其 2012 年为 17%左右）。
- 我们认为目前股价并未充分反映公司持续增长势头，继续建议机构投资者积极买入，短期目标价 7.2 元。考虑到其房地产业务+园区业务+其他业务价值 16.6 亿元，折合每股 2.08 元，目前股价对应调味品业务每股价值仅 4.16 元，预计调味品业务 2013 年 EPS0.24 元，调味品业务对应市盈率仅 17.33 倍。预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.16/0.24/0.35 元，维持“增持”评级。
- 风险提示：食品安全事件；房地产开发业务受宏观、政策影响较大，对业绩可能有负面影响。

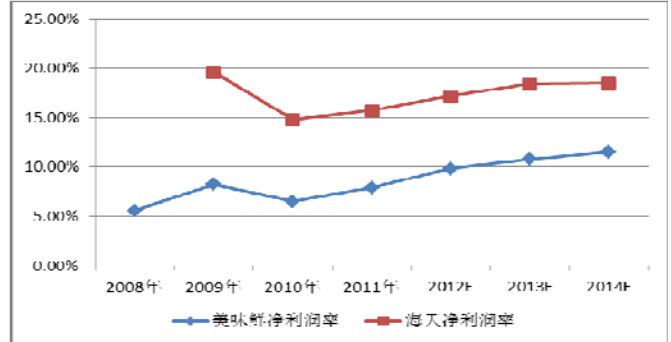
图表 1：中炬高新调味品业务收入稳健增长（单位：百万元）



来源：齐鲁证券研究所，公司公告

图表 1: 美味鲜酱油单价高于海天 (单位: 元/吨)


来源: 齐鲁证券研究所, 公司公告

图表 2: 净利润率虽低于海天, 但稳步提升


来源: 齐鲁证券研究所, 公司公告

图表 3: 调味品业务分项预测表

调味品业务	2008年	2009年	2010年	2011年	2012E	2013E	2014E
主要调味品产品收入 (百万元)	645.94	801.45	1041.88	1288.97	1650.92	2072.31	2587.17
酱油	437	546	738	920	1207.64	1548.92	1970.23
YOY		24.94%	35.16%	24.66%	31.27%	28.26%	27.20%
价格 (元/吨)	4619.45	5027.62	5351.70	5682.52	6300.00	6678.00	7078.68
YOY		8.84%	6.45%	6.18%	10.87%	6.00%	6.00%
产量 (万吨)	9.7	11	14.12	16.06			
销量 (万吨)	9.46	10.86	13.79	16.19	19.169	23.194	27.833
YOY		14.80%	26.98%	17.40%	18.40%	21.00%	20.00%
占调味品业务收入比例	67.65%	68.16%	70.83%	71.35%			
鸡粉	107	139	175	211	255.73	299.62	348.00
YOY		29.91%	25.90%	20.57%	21.20%	17.16%	16.15%
价格 (元/吨)	17833.33	17594.94	18817.20	19009.01	19199.10	19391.09	19585.00
YOY		-1.34%	6.95%	1.02%	1.00%	1.00%	1.00%
产量 (万吨)	0.63	0.81	0.95	1.14			
销量 (万吨)	0.6	0.79	0.93	1.11	1.33	1.55	1.78
YOY		31.67%	17.72%	19.35%	20.00%	16.00%	15.00%
占调味品业务收入比例	16.56%	17.35%	16.79%	16.14%			
酱类	36	44	49	57	61.33	66.00	71.73
YOY		22.22%	11.36%	16.33%	7.59%	10.00%	15.00%
价格 (元/吨)	6101.69	6285.71	6901.41	7916.67	8391.67	8811.25	9251.81
YOY		3.02%	9.80%	14.71%	6.00%	5.00%	5.00%
产量 (万吨)	0.61	0.7	0.71	0.75			
销量 (万吨)	0.59	0.7	0.71	0.72	0.73	0.75	0.78
YOY		18.64%	1.43%	1.41%	1.50%	2.50%	3.50%
占调味品业务收入比例	5.57%	5.49%	4.70%	4.38%			
其他调味品	65.94	72.45	79.88	100.97	126.21	157.77	197.21
YOY		9.87%	10.26%	26.40%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利率							
酱油	21.51%	28.21%	26.56%	27.89%	31.00%	31.50%	32.00%
鸡粉	25.23%	29.50%	27.43%	29.90%	33.50%	33.50%	33.50%
酱类	2.78%	11.36%	18.37%	11.35%	10.00%	11.00%	12.00%
其他	14.19%	14.73%	10.16%	35.12%	35.00%	35.00%	35.00%
主营业务成本 (百万元)	514.59	590.75	780.75	927.36	1140.57	1421.55	1762.49
酱油	343.00	391.97	541.99	663.41	833.27	1061.01	1339.76
单吨成本 (元/吨)	3625.81	3609.33	3930.29	4097.67	4347.00	4574.43	4813.50
YOY		-0.45%	8.89%	4.26%	6.08%	5.23%	5.23%
鸡粉	80.00	98.00	127.00	147.91	170.06	199.24	231.42
单吨成本 (元/吨)	13333.98	12404.43	13655.65	13325.32	12767.40	12895.07	13024.03
YOY		-6.97%	10.09%	-2.42%	-4.19%	1.00%	1.00%
酱类	35.00	39.00	40.00	50.53	55.19	58.74	63.12
单吨成本 (元/吨)	5932.07	5571.66	5633.62	7018.13	7552.50	7842.01	8141.60
YOY		-6.08%	1.11%	24.58%	7.61%	3.83%	3.82%
其他调味品	56.59	61.78	71.77	65.51	82.04	102.55	128.18
YOY		9.18%	16.16%	-8.72%	25.24%	25.00%	25.00%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%--+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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“齐鲁证券有限公司”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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。