

中炬高新 (600872. SH)

 评级: **买入** 前次: **增持**

 目标价(元): **8.5**

分析师

联系人

谢刚

魏晓康

S0740510120005

021-20315162

021-20315178

weixk@r.qlzq.com.cn

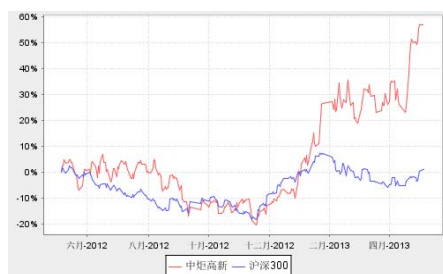
xiegang@r.qlzq.com.cn

食品饮料行业小组

2013年5月22日

调味品业务全国化布局成效初显
基本状况

总股本(百万股)	796.64
流通股本(百万股)	796.64
市价(元)	7.71
市值(百万元)	6142.07
流通市值(百万元)	6142.07

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1,735.4	1,754.8	2,195.0	2,695.0	3450.0
营业收入增速	35.80%	1.12%	18.30%	22.78%	28.01%
净利润增长率	41.76%	-3.34%	50%	37.50%	30.30%
摊薄每股收益(元)	0.16	0.16	0.24	0.33	0.43
前次预测每股收益(元)	—	—	0.24	0.35	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本-市场/市)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	39.56	39.56	26.37	23.24	17.83
PEG	1.46	-	0.53	0.62	0.58
每股净资产(元)	2.29	2.50	2.78	3.12	3.40
每股现金流量	0.16	0.30	0.32	0.33	0.35
净资产收益率	6.53%	6.67%	8.61%	11.06%	11.97%

市净率

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 近期我们参加了中炬高新股东大会, 同公司高管就调味品行业及公司发展情况进行了交流。
- 公司战略坚定不移的聚焦做大做强调味品相关食品业务。并通过扩产、渠道深耕+局部定向突破提升整体竞争力, 调味品业务将呈现持续稳定的高增长满足市场对高鲜度酱油、中高端高性价比产品的结构性消费需求。今年公司将继续推出差异化的高端新品。同时 2013 年将积极开拓东北、华北、江西、安徽市场, 并已经取得初步成效。在传统强势区域(广东、广西、海南、福建、浙江宁波五个地区占比超过 80%) 中海南的销售额已经超过海天, 市场份额第一名。
- 调味品净利润率继续大幅提升(2012 年为 9.13%) 也证明了公司调味品进入了良性的发展轨道, 在经历收入增长, 品牌力提升后已进入稳定的利润增长超过收入增长的阶段。考虑到近几年厂区搬迁、扩产和为打造新品牌高强度的营销投入, 以及未来规模效应的进一步显现, 与海天、李锦记同行相比, 我们坚定认为公司净利润率还有大幅提升空间。
- 阳西基地建设打开公司成长空间。2018 年阳西基地全部达产后, 公司产能将达到近 80 万吨。而且阳西食品资源丰富, 如水产, 调味品方面的阳江豆豉。公司将依托阳西丰富的资源, 拓展品类, 积极发展新品。同时不排除收购部分地方知名调味品、食品品牌。
- 公司大股东中山火炬集团有限公司仅持有股份公司 10.72% 的股权, 管理层与大股东也有多次沟通, 但未来没有增持股份公司计划。受制于国资委政策约束和国企体制, 股权激励几乎没有可能性, 但美味鲜(调味品业务)公司是市场化的激励机制, 能有效激发员工的积极性。
- 房地产业务将保持平稳发展。公司表示不会卖地, 拿地成本约 31 万元, 1600 亩商住用地自主开发为主。

目前中山房地产市场有限价，而且外地人买房不能落户，所以房价较低，公司将根据房地产市场热度调节开发进度。

- 预计公司未来3年EPS分别为0.24/0.33/0.43元，考虑到公司阳西基地建设最近受到天气因素影响，可能建设进度略低于市场预期。基于审慎原则，我们小幅下调2014年EPS为0.33元，维持“增持”评级，上调6个月目标价至8.5元。

图表 1: 中炬高新调味品业务预测表

调味品业务	2008年	2009年	2010年	2011年	2012E	2013E	2014E	2015E
主要调味品产品收入 (百万元)	645.94	801.45	1041.88	1288.97	1611.63	2021.93	2526.53	3231.38
酱油	437	546	738	920	1168.36	1498.54	1906.15	2444.82
YOY		24.94%	35.16%	24.66%	27.00%	28.26%	27.20%	28.26%
价格 (元/吨)	4619.45	5027.62	5351.70	5682.52	6013.81	6374.64	6757.12	7162.55
YOY		8.84%	6.45%	6.18%	5.83%	6.00%	6.00%	6.00%
产能 (万吨)		11.02	26.54	29.7				
产量 (万吨)	9.7	11	14.12	16.06				
销量 (万吨)	9.46	10.86	13.79	16.19	19.428	23.508	28.209	34.133
YOY		14.80%	26.98%	17.40%	20.00%	21.00%	20.00%	21.00%
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	351.45	459.46
YOY		29.91%	25.90%	20.57%	21.20%	17.16%	17.30%	30.73%
价格 (元/吨)	17833.33	17594.94	18817.20	19009.01	19199.10	19391.09	19778.91	19976.70
YOY		-1.34%	6.95%	1.02%	1.00%	1.00%	2.00%	1.00%
产能 (万吨)		0.85	2.42	2.34				
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	2.3
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	80.59
YOY		22.22%	11.36%	16.33%	7.59%	10.00%	15.00%	13.00%
价格 (元/吨)	6101.69	6285.71	6901.41	7916.67	8391.67	8811.25	9251.81	9714.40
YOY		3.02%	9.80%	14.71%	6.00%	5.00%	5.00%	5.00%
产能 (万吨)		0.75	2.88	2.88				
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	0.83
YOY		18.64%	1.43%	1.41%	1.50%	2.50%	3.50%	7.00%
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	246.51
YOY		9.87%	10.26%	26.40%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利率								
酱油	21.51%	28.21%	26.56%	27.89%	28.00%	31.50%	32.00%	32.30%
鸡粉	25.23%	29.50%	27.43%	29.90%	32.10%	33.50%	33.50%	33.80%
酱类	2.78%	11.36%	18.37%	11.35%	11.00%	11.00%	12.00%	14.00%
其他	14.19%	14.73%	10.16%	35.12%	36.00%	35.00%	35.00%	35.00%
主营业务成本 (百万元)	514.59	590.75	780.75	927.36	1150.22	1387.04	1721.20	2188.85
酱油	343.00	391.97	541.99	663.41	841.22	1026.50	1296.18	1655.15
单吨成本 (元/吨)	3625.81	3609.33	3930.29	4097.67	4329.94	4366.63	4594.84	4849.04
YOY		-0.45%	8.89%	4.26%	5.67%	0.85%	5.23%	5.53%
鸡粉	80.00	98.00	127.00	147.91	173.64	199.24	233.71	304.17
单吨成本 (元/吨)	13333.98	12404.43	13655.65	13325.32	13036.19	12895.07	13152.98	13224.58
YOY		-6.97%	10.09%	-2.42%	-2.17%	-1.08%	2.00%	0.54%
酱类	35.00	39.00	40.00	50.53	54.58	58.74	63.12	69.30
单吨成本 (元/吨)	5932.07	5571.66	5633.62	7018.13	7468.58	7842.01	8141.60	8354.39
YOY		-6.08%	1.11%	24.58%	6.42%	5.00%	3.82%	2.61%
其他调味品	56.59	61.78	71.77	65.51	80.78	102.55	128.18	160.23
YOY		9.18%	16.16%	-8.72%	23.31%	26.95%	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。