

**中炬高新 (600872.SH)**
**三季报超预期, 调味品业务精彩持续绽放**

 评级: **买入**      前次: **买入**

 目标价 (元): **17**

分析师

联系人

谢刚

魏晓康

S0740510120005

食品饮料行业小组

021-20315178

021-20315162

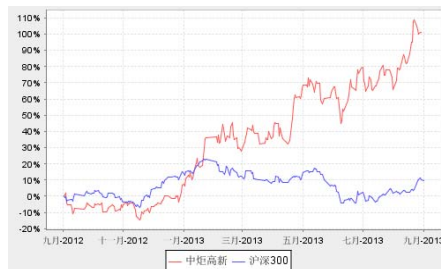
xiegang@r.qlzq.com.cn

weixk@r.qlzq.com.cn

2013年10月29日

**基本状况**

总股本(百万股)	796.64
流通股本(百万股)	796.64
市价(元)	10.46
市值(百万元)	8333.03
流通市值(百万元)	8333.03

**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%	56%	36%	34.30%
摊薄每股收益 (元)	0.16	0.16	0.25	0.34	0.48
前次预测每股收益 (元)	—	—	0.24	0.33	0.45
市场预测每股收益 (元)	—	—	—	—	—
偏差率 (本 - 场/市)	—	—	—	—	—
市盈率 (倍)	59	59	39.33	28.60	21.95
PEG	1.46	-	0.79	0.85	0.65
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**

- 事件: 中炬高新披露 2013 年三季报, 1-9 月, 公司实现营业收入 16.63 亿元, 同比增长 29.36%; 归属于上市公司股东的净利润 1.35 亿元, 同比增长 48.52%; 每股收益 0.1694 元。另外公司拟发行不超过发行前最近一期末公司净资产额 40% 的公司债。期限不超过 10 年。募集资金拟用于补充公司营运资金, 改善公司财务结构及支持公司调味食品业务扩产发展。
- 三季度单季度净利润同比增长超过 50%, 超出市场预期。主要原因是调味品业务持续高速增长, 预计 1-9 月份调味品业务收入增速保持在 25% 左右(财务报表分析显示 3 季度没有结算房地产开发收入), 五大重点区域收入增速保持在 20-35%。东北、华北等地区收入增速均在 40% 左右, 根据我们预计毛利率将持续改善。预计公司前三季度调味品业务利润将超过 1.5 亿元。显示公司全国化布局和渠道定点突破不断取得成果, 预计未来公司全国化布局将进一步深入, 最终品牌与渠道均实现深度全国化。
- 三季报分析显示, 调味品净利润率继续大幅提升至 10.5% 左右, 高于半年报 10.07% 的水平 (2012 年为 9.13%)。再次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。随着未来规模效应、效率的进一步显现, 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。
- 持续推进高端酱油厨邦纯酿酱油系列、厨邦佐餐酱系列, 预计公司从 2014 年进入“微创新”大年。在阳西基地建成后将为新品酱油、酱汁不断推陈出新提供产能保障。
- 公司债的发行将有力降低公司融资的成本, 支持公司各项业务扩张。

- 我们预计公司未来将不断推出新的重点产品，近期将围绕高端酱油做进一步的深挖。目前市场上海天金标生抽，海天草菇老抽，李锦记蒸鱼豉油是酱油行业3个年销售过10亿的品种，厨邦特级高鲜度酱油年销售已经超过5亿，我们认为这将是酱油行业第四个销售超10亿的品种。未来公司将充分利用广东特别是阳西的优势资源围绕调味品主业发展，我们预计未来阳西基地建成后，公司将在调味、佐餐食品上持续发力。
- 基于调味品业务持续超预期，小幅上调盈利预测，预计公司未来3年EPS分别为0.25/0.34/0.48元，重申“买入”评级，上调12个月目标价至17元，建议投资者积极关注。

**图表 1: 调味品业务净利润率从 2008 年的 5.57% 提升到 2013 年 1-9 月 10.5% 左右 (单位: 百万元)**

调味品	2008	2009	2010	2011	2012	2013 年 1-9 月 预测值
销售收入 (不含税)	646	801.54	1045.14	1289	1611	1480
净利润	36	65.91	67.85	102	148	158
净利润率	5.57%	8.22%	6.49%	7.88%	9.13%	10.5%

来源: 齐鲁证券研究所, 公司公告

**图表 2: 中炬高新研究推荐成果展示, 自我们推荐以来涨幅 157%**

报告名称	日期	备注
中炬高新: 设立调味品营销后勤公司大幅提升效率和净利润率	2013/9/16	独家解析公司新成立子公司, 指出净利润率和效率将大幅提升
中炬高新: 品牌、渠道双轮驱动调味品收入超预期	2013/8/20	强调公司调味品全国化已经取得重大突破, 建议积极买入
中报前瞻: 关注超预期的乳制品和调味品	2013/7/4	对中炬高新中报盈利预测增长 40%, 再次强力推荐
调味品行业: 暴跌带来介入调味品龙头的良机	2013/6/26	及时提示暴跌带来的介入机会
中炬高新: 调味品业务全国化布局成效初显	2013/5/22	
中炬高新: 出售基金公司股权, 全心全意聚焦调味品	2013/5/14	
一季度收入增长 29% 略超市场预期	2013/4/26	
调味品行业二季度策略: 把握行业品牌化、高端化带来的趋势性机会	2013/4/9	二季度重点指出中炬高新最受益于调味品, 特别是酱油消费高端化、品牌化的趋势
糖酒会见闻录: 厨房没有小品类, 白酒步入冰河期	2013/4/1	
中炬高新: 调味品业务精彩刚刚开始	2013/3/12	对中炬高新首次进行草根调研
中炬高新: 调味品业务快速增长符合预期	2013/2/27	
中炬高新: 调味品业务量价齐升推动公司快速成长	2013/1/31	重点深度报告, 首次指出公司鲜味酱油优势, 渠道定点突破模式
调味品行业 2013 年年度投资策略报告-开启传统调味品的黄金十年	2012/12/6	首次推荐中炬高新, 股价 4.06 元

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。