

中炬高新 (600872.SH)

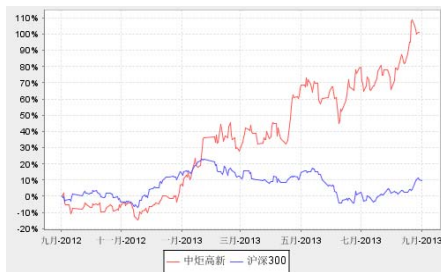
年报再次超预期, 调味品业务持续高增长

评级: 买入 **前次: 买入**
目标价 (元): 17
 分析师: 谢刚 联系人: 魏晓康 021-20315162
 S0740510120005 weixk@r.qizq.com.cn
 021-20315178 王颖华 021-20315161
 xiegang@r.qizq.com.cn 黄文婧 021-20315138
 2014年1月26日 齐鲁食品饮料行业小组

基本状况

总股本(百万股)	796.64
流通股本(百万股)	796.64
市价(元)	11.38
市值(百万元)	9066
流通市值(百万元)	9066

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	2,345.0	2,695.0	3450.0
营业收入增速	35.80%	1.12%	33.69%	22.78%	28.01%
净利润增长率	41.76%	-3.34%	70%	36%	34.30%
摊薄每股收益 (元)	0.16	0.16	0.27	0.34	0.48
前次预测每股收益 (元)	—	—	0.25	0.34	0.48
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 年年度业绩预增公告, 预计 2013 年年度归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长 70%左右。净利润约 2.14 亿元; 每股收益 0.27 元左右。主要原因: 1、子公司广东美味鲜调味食品有限公司主营业务收入、净利润保持稳定增长; 2、子公司广东中汇合创房地产有限公司首次实现主营业务收入。**
- 净利润同比增长 70%左右, 超出市场预期, 预计调味品业务利润同比增长约 37%。** 主要原因是调味品业务持续高速增长, 预计 2014 调味品业务收入增速保持在 27-30%左右, 全年收入约为 20.5 亿元-21 亿元, 预计毛利率将持续改善, 预计公司 2013 年调味品业务利润在 2.2-2.3 亿元左右, 同比增长约 37%。五大重点区域收入增速保持在 20-38%。东北、华北等地区收入增速均在 40%左右, 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。草根调研显示, 公司东北、华北区域有望在 2014 年成为公司第六个重点区域, 预计公司公司在 2014 年将积极推进新品市场投放和新区域的开拓 (如上海等)。
- 业绩预告分析显示, 调味品净利润率继续提升至 10.6%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。
- 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。** 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。

- 公司“厨邦智造”项目在日本专家的指导下，生产流程等环节不断优化，有力支持公司持续提升毛利率、净利润率。预计今年阳西基地投产顺利，2季度或有产品产出，有力的缓解了公司产能不足的瓶颈。
- 在研发方面，公司申请“微生物技术国家重点实验室美味鲜中山联合实验室”获得批准建设，微生物技术国家重点实验室美味鲜中山联合实验室是与山东大学微生物技术国家重点实验室合作共建，将充分发挥山东大学微生物技术国家重点实验室及美味鲜公司的优势，重点从事酿造生产过程相关的微生物菌种筛选、微生物应用技术体系研究及产业化。从发酵产品原材料质量检测与控制、发酵工艺技术和设备改良与革新、发酵菌种的优选与改良、发酵菌种标准化制定等几个方面进行深层次研究，形成可行的共性技术成果，这些成果一方面可以用于解决发酵调味品行业存在的共性关键问题，推动行业的整体技术进步，同时还可以将相关成果应用于食品产业的各个领域，涉及发酵酿造食品、发酵食品添加剂及配料业和发酵健康食品业等，对相关产业的发展具有积极的带动作用。
- 基于调味品业务持续超预期，预计公司2013-2015年EPS分别为0.27/0.34/0.48元，重申“买入”评级，目标价17元，考虑到春节后海天味业即将上市，调味品板块市值将大幅提升，建议投资者积极关注中炬高新持续快速成长的机会，长期持有，享受传统调味品的黄金十年。

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 年预测值
销售收入 (不含税)	646	801.54	1045.14	1289	1611	2070
净利润	36	65.91	67.85	102	148	220
净利润率	5.57%	8.22%	6.49%	7.88%	9.13%	10.6%

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。