

证券研究报告—动态报告/公司快评

食品饮料

中炬高新 (600872)

推荐

食品

重大事件快评

(首次评级)

2014年04月16日

稳中求进，一季度业绩增幅大超预期

证券分析师： 龙飞

0755-82133920

longfei@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513080001

事项：

中炬高新一季度业绩预增公告：经公司财务部门初步测算，预计 2014 年第一季度归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长 105%左右。

评论：

■ 稳中求进，一季度预喜打开全年业绩想象空间

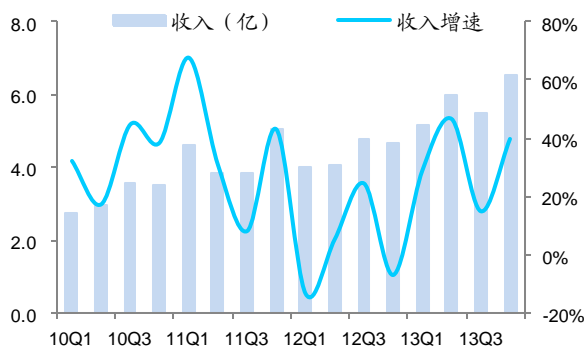
基于一季度净利润预增幅度，我们判断：

一季度收入增速在 25%以上：去年 10 月公司推出高端新品纯酿酱油，重点经销商已全面推广铺货。去年四季度收入同比增速环比提升 25 个百分点至 40%，反映新品推广良好。一季度另有春节提前因素，我们判断收入规模与去年四季度相当，对应收入同比增速在 25%左右。

毛利率水平稳步上升：1、公司产品线已延伸至高端佐餐酱料，通过逐步淘汰低毛利产品并推出高毛利产品，综合毛利率水平稳步上升。2、去年 7 月公司提出“厨邦智造”理念，聘请日本专家进行指导，在提升生产效率和控制生产成本方面已初显成效。另外，今年主要原料价格走势平稳，成本端压力不大。3、预计阳西一期项目 5 万吨产能于下半年投产，下半年将新增折旧费用约 1000 万元，三季度毛利率或有短期波动，但对全年整体影响不大。对比海天味业 40%的毛利率水平，我们认为公司毛利率水平未来仍有上升空间。

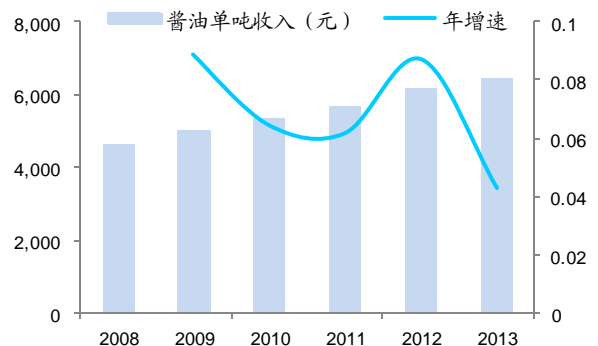
销售费用率维持低位水平：公司营销策略和费用投放保持一贯的稳健作风，预计今年费用投放增速将小于收入增速，销售费用率有望维持低位水平。

图 1：公司历年单季度收入和收入增速情况



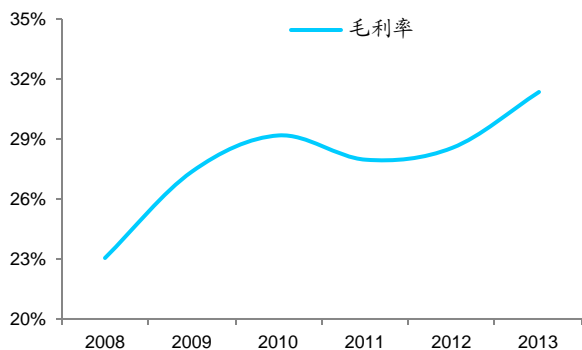
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司酱油单吨收入稳步上升



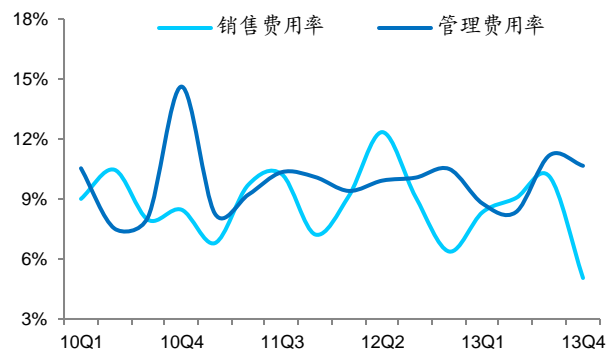
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司综合毛利率水平稳定攀升



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司销售费用率去年四季度大幅回落



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 14 年经营目标确定增长底线, 激励机制提升业绩向上弹性

核心管理人员的薪酬和绩效奖金考核机制充分强调净利润指标的绝对重要性(权重为 6 成,按净利润的 5%计提奖金包), 我们认为公司 14 年经营目标仅可视为增长底线, 而一季报业绩大幅超预期便是公司经营活力大幅提升的重要体现。

表 1: 公司 2014 年年度预算和经营目标

(亿元)	合并主营业务收入	子公司	公司本部	美味鲜	中炬精工	创新科技	物业公司
收入规模	26.00	24.50	1.50	23.10	0.72	0.55	0.08
收入增速	12.2%	9.2%	99.4%	16.3%			
利润规模	2.50	2.70	-0.20	2.50	0.03	0.17	
利润增速	17.5%			16.5%			

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 2: 公司核心管理人员薪酬及绩效考核管理制度 (2014 年实施)

考核指标	年度经营目标加权完成率	$0.2 \times K1 + 0.6 \times K2 + 0.2 \times K3$
	具体指标解释	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
薪酬评定	年度经营目标加权完成率 < 0.8	高级管理人员基本年薪减少 20%, 不计提绩效年薪
	$0.8 \leq$ 年度经营目标加权完成率 < 1	高级管理人员只领取基本年薪
	年度经营目标加权完成率 ≥ 1	高级管理人员除基本年薪还可与业务骨干按公司年度净利润的 5%计提绩效年薪奖金包进行奖励。

资料来源: 公司资料、国信证券经济研究所整理

■ 未来三年业绩有望翻番, 给予“推荐”评级

未来三年调味品行业仍将处于量价齐升阶段, 而目前 CR4 不到 30%、行业龙头市占率仍有明显提升空间。公司品牌优势突出, 在阳西产能释放和产品结构持续提升下, 我们认为公司提出的 2016 年业绩再翻番的宏伟蓝图有望实现。

我们预计 14/15/16 年 EPS 为 0.38/0.46/0.56, 同比增长 41%/22%/21%, 给予“推荐”评级, 一年期合理估值 13.3 元 (对应 14 年 PE 为 35x)。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	355	506	654	855
应收款项	124	76	91	107
存货净额	1208	1749	2057	2426
其他流动资产	285	414	497	586
流动资产合计	1974	2747	3300	3977
固定资产	988	1009	1014	1011
无形资产及其他	106	103	99	96
投资性房地产	514	514	514	514
长期股权投资	114	114	114	114
资产总计	3696	4487	5041	5712
短期借款及交易性金融负债	241	100	100	100
应付款项	346	500	588	693
其他流动负债	592	1153	1354	1597
流动负债合计	1180	1753	2042	2390
长期借款及应付债券	120	120	120	120
其他长期负债	12	12	12	12
长期负债合计	132	132	132	132
负债合计	1311	1885	2173	2522
少数股东权益	252	259	270	282
股东权益	2133	2343	2598	2908
负债和股东权益总计	3696	4487	5041	5712

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.27	0.38	0.46	0.56
每股红利	0.09	0.11	0.14	0.17
每股净资产	2.68	2.94	3.26	3.65
ROIC	10%	12%	15%	17%
ROE	10%	13%	14%	15%
毛利率	31%	32%	33%	34%
EBIT Margin	12%	13%	15%	15%
EBITDA Margin	15%	16%	18%	18%
收入增长	32%	19%	20%	18%
净利润增长率	69%	41%	22%	21%
资产负债率	42%	48%	48%	49%
息率	1%	1%	1%	2%
P/E	39.5	28.0	23.0	19.0
P/B	3.9	3.6	3.2	2.9
EV/EBITDA	28.1	22.8	17.6	15.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2318	2759	3310	3906
营业成本	1593	1870	2204	2590
营业税金及附加	38	33	36	43
销售费用	185	221	248	293
管理费用	225	266	319	375
财务费用	34	3	(4)	(8)
投资收益	12	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(1)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	254	365	507	613
营业外净收支	8	0	0	0
利润总额	262	365	507	613
所得税费用	42	55	127	153
少数股东损益	8	10	15	18
归属于母公司净利润	213	300	365	442

现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	213	300	365	442
资产减值准备	(8)	0	0	0
折旧摊销	69	83	99	107
公允价值变动损失	1	0	0	0
财务费用	34	3	(4)	(8)
营运资本变动	(210)	92	(117)	(126)
其它	12	7	10	12
经营活动现金流	78	483	358	436
资本开支	(320)	(101)	(101)	(101)
其它投资现金流	81	0	0	0
投资活动现金流	(260)	(101)	(101)	(101)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	45	0	0	0
支付股利、利息	(74)	(90)	(110)	(133)
其它融资现金流	241	(141)	0	0
融资活动现金流	182	(231)	(110)	(133)
现金净变动	1	151	147	202
货币资金的期初余额	355	355	506	654
货币资金的期末余额	355	506	654	855
企业自由现金流	(228)	388	258	334
权益自由现金流	58	244	261	340

相关研究报告:

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。