

厨邦产品多元化发展，向大食品方向转化

—— 中炬高新（600872）调研快报

2014年04月17日

强烈推荐/维持

中炬高新 调研快报

关注 1: 公司 2014 年经营计划谨慎，美味鲜稳步发展、本部减亏。公司对 2014 年的预算：在不考虑子公司中汇合创房地产业务的基础上营业收入 26 亿元，同比增长 12.16%，公司预算略微谨慎，低于 13 年剔除房地产营收后约 23% 的增速。

其中美味鲜子公司预算营收 23.1 亿元，较 2013 年增长 16%，相比历年 20% 以上的增速也是略显谨慎，我们预计公司通过工艺革新+厨邦智造+产品结构优化+阳西基地的投产+渠道下沉，美味鲜子公司有望保持以往年份的增速；本部在 2013 年剔除 3760 万的投资收益后亏损近 4000 万元，公司预算 2014 年减亏至 2000 万元，主要是处置 2 块闲置物业，减少出血点，这一点在一季度业绩快报中已经有所体现。净利润方面：美味鲜子公司 2.5 亿元，同比增长约 16%。

关注 2: 阳西一期下半年投产，渠道不断下沉

2013 年公司中山基地四期投产，酱油产能达 20 多万吨，预定今年 7 月初阳西一期项目投产，包括 5.1 万吨酱油在内的 6.14 万吨调味品产能将部分释放，部分缓解产能不足的压力，我们预计今年除去调试、磨合阶段，预计 4 季度初显成效，2015 年阳西一期能够达产，2016 年阳西二期初步投产，公司产能投放衔接较好，较大程度配合公司市场的扩张。

在市场开拓方面，公司将市场划分为五级，一级市场是成熟市场，包括广东、福建、海南、浙江；二级市场包括广西、江西等；三级市场包括东北地区等、四级华北、五级西北等地区。在渠道下沉方面，一级市场要辐射到村一级，二级市场辐射到县乡一级，三级市场辐射到地级市，可能还有空白市场，甚至到省会城市，在渠道不断下沉过程中，公司还将加大市场投入，进行市场升级，将二级市场转化为一级市场，三级市场转化为二级市场，以此类推。产能投放配合市场的开拓保证了公司规模扩大和业绩的提升。

关注 3: 厨邦产品多元化发展，向大食品方向转化

目前公司主要盈利来自美味鲜子公司，该子公司有厨邦和美味鲜两个品牌，其中厨邦占 80-90% 的收入比重，厨邦品牌主要产品是酱油、鸡粉，走高端产品路线，目前厨邦品牌除了酱油、鸡粉，还有

分析师：焦凯

Tel:010-66554144

Email: jiaokai@dxzq.net

执业证书编号：

证书编号

S1480512090001

联系人：徐昊

Tel:010-66554017

Email: xuhao@dxzq.net

交易数据

52 周股价区间 (元)	6.26-10.41
总市值 (亿元)	84.28
流通市值 (亿元)	84.28
总股本/流通 A 股 (亿股)	7.97/7.97
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	389.15%

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

醋、植物油、佐餐酱等，随着阳西基地的投产，还将推出有资源优势的罐头等产品，利用酱油作为通道产品、渠道的重合，厨邦品牌未来将逐步向大食品方面转化。

结论：

我们预计公司 14、15、16 年 EPS0.38 元、0.5 元、0.67 元，对应 PE28 倍、21 倍、16 倍，维持强烈推荐评级。

公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
单位: 百万元					单位: 百万元						
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	2039	1974	2534	3105	3845	营业收入	1754	2318	2899	3496	4330
货币资金	355	355	580	699	866	营业成本	1254	1593	1975	2348	2868
应收账款	41	54	68	81	101	营业税金及附加	38	43	52	65	81
其他应收款	8	69	87	104	129	营业费用	160	185	232	280	346
预付款项	84	225	383	548	720	管理费用	175	225	275	332	411
存货	1246	1208	1353	1608	1964	财务费用	41	34	15	14	12
其他流动资产	222	59	59	59	59	资产减值损失	8.35	0.79	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1456	1722	1200	1158	1187	公允价值变动收益	0.07	-0.17	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	93	114	150	150	150	投资净收益	19.93	12.14	15.00	15.00	15.00
固定资产	588	670	743	799	837	营业利润	118	254	373	485	642
无形资产	90	106	95	85	74	营业外收入	31.57	15.00	9.00	9.00	9.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	3.98	6.89	1.50	1.50	1.50
资产总计	3495	3696	3733	4263	5033	利润总额	145	262	380	493	650
流动负债合计	1218	1180	873	1030	1244	所得税	23	42	61	79	104
短期借款	10	164	164	163	162	净利润	122	220	299	396	531
应付账款	301	287	379	450	550	少数股东损益	-3	8	0	0	0
预收款项	216	96	154	224	311	归属母公司净利润	126	213	299	396	531
一年内到期的非	50	77	0	0	0	EBITDA	217	357	475	604	777
非流动负债合计	88	132	132	132	132	BPS (元)	0.16	0.27	0.38	0.50	0.67
长期借款	75	120	120	120	120	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	1306	1311	1005	1162	1375	成长能力					
少数股东权益	242	252	252	252	252	营业收入增长	1.09%	32.14%	25.07%	20.57%	23.86%
实收资本 (或股	797	797	797	797	797	营业利润增长	-15.72%	115.95	46.54%	30.20%	32.44%
资本公积	285	297	297	297	297	归属于母公司净利润	-3.65%	69.31%	40.61%	32.25%	34.16%
未分配利润	693	866	1061	1318	1663	获利能力					
归属母公司股东	1948	2133	2328	2586	2931	毛利率 (%)	1%	32%	25%	21%	24%
负债和所有者权	3495	3696	3586	4000	4558	净利率 (%)	7%	9%	10%	11%	12%
现金流量表					单位: 百万元						
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	总资产净利润 (%)	39%	93%	219%	1602%	150%
经营活动现金流			-180	203	290	ROE (%)	6%	10%	13%	15%	18%
净利润			299	396	531	偿债能力					
折旧摊销			87	105	122	资产负债率 (%)	37%	35%	27%	27%	27%
财务费用			15	14	12	流动比率				3.01	3.09
应付帐款的变化			92	71	100	速动比率				1.45	1.51
预收帐款的变化			58	70	87	营运能力					
投资活动现金流			326	-135	-135	总资产周转率	0.52	0.64	0.78	0.87	0.93
公允价值变动收			0	0	0	应收账款周转率	0	0	0	0	0
长期股权投资减			458	0	0	应付账款周转率					
投资收益			15	15	15	每股指标 (元)					
筹资活动现金流			-198	-153	-199	每股收益 (最新摊薄)	0.16	0.27	0.38	0.50	0.67
应付债券增加			-77	0	0	每股净现金流 (最新)	-0.11	0.00	-0.07	-0.11	-0.06
长期借款增加			0	0	0	每股净资产 (最新摊)	2.45	2.68	2.92	3.25	3.68
普通股增加			0	0	0	估值比率					
资本公积增加			0	0	0	P/E	67.05	39.60	28.16	21.30	15.87
现金净增加额			-53	-85	-44	P/B	4.33	3.95	3.62	3.26	2.88
						EV/EBITDA	37.90	23.60	17.11	13.27	10.09

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

分析师：焦凯

2010年加盟天相投资顾问有限公司，从事煤炭行业研究；2012年加盟东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究，1年食品饮料行业研究经验。

联系人简介

联系人：徐昊

会计学学硕士，2008年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，5年食品饮料行业研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。