

## 中炬高新 (600872)

# 调味品营收稳定增长，盈利能力显著提升

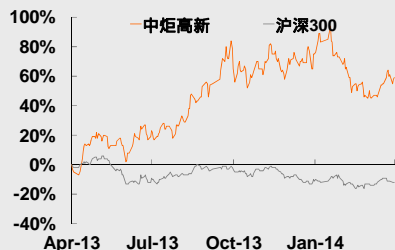
### 推荐 (维持)

现价：9.83元

#### 主要数据

行业	平安食品饮料
公司网址	www.jonjee.com
大股东/持股	中山火炬集团有限公司 /10.72%
实际控制人/持股	中山火炬高技术产业 开发区管理委员会 /10.72%
总股本(百万股)	797
流通A股(百万股)	797
流通B/H股(百万股)	0
总市值(亿元)	81.02
流通A股市值(亿元)	81.02
每股净资产(元)	2.68
资产负债率(%)	35.5

#### 行情走势图



#### 研究助理

**张宇光** 一般从业资格编号  
S1060113090015  
0755-22627694  
zhangyuguang467@pingan.com.cn

**王俏怡** 一般从业资格编号  
S1060113110013  
wangqiaoyi597@pingan.com.cn

#### 证券分析师

**文献** 投资咨询资格编号  
1060209040123  
wenxian@pingan.com.cn

**汤玮亮** 投资咨询资格编号  
S1060512040001  
tangweiliang978@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

**事项** 中炬高新公布2014年一季报。1Q14实现营收6.75亿元，同比增31.3%，归属母公司股东净利润0.79亿元，同比增105.7%，每股收益0.0994元。一季报业绩与此前净利增长105%的业绩预告相符。

#### 平安观点：

■ **调味品营收稳定增长，转让自有物业母公司扭亏为盈。**我们估计1Q14公司调味品收入增速在25%左右，营收增长主因在于渠道拓展带来销量增加，估计东北、华北地区收入增速均超40%。母公司由于转让部分物业及自有土地，1Q14收入0.56亿，同比增422%；净利0.02亿，实现扭亏为盈。当前公司处于渠道分级拓展，多产品推进阶段，预计14年调味品收入增速可达21%。

■ **毛利率显著提升，销售费用投入加大。**1Q14毛利率为33.9%，较1Q13提升6.4个pct，原因在于：(1)1Q14原料价格下跌降低成本，大豆、白砂糖价格分别下降约6%、17%；(2)“厨邦智造”模式提高生产效率；(3)厨邦纯酿等高毛利新品陆续推出，结构升级持续推进。销售费用同比增44.5%，源于公司渠道扩张，运输费用、促销费用及广告费用投入增加。预计14年调味品毛利率可提升1.98个百分点，3Q14由于阳西基地投产设备调试，毛利率可能出现阶段性下滑。

■ **看好中炬高新未来成长性。**原因在于：公司当前战略是通过渠道多层次拓展来实现空白地区的逐步覆盖与非空白地区的深度挖掘，同时借助成熟渠道实现多产品扩张。两个因素促进该战略推进：一是激励方案落地，员工积极性提高，营收增长有明显动力；二是阳西基地产能释放为销量增长提供保证。此外，随着产品结构持续升级与“厨邦智造”精益化生产，盈利能力也将稳步提升。

■ **盈利预测与估值：**预计公司14-16年实现每股收益0.36、0.52和0.71元，同比分别增35%、45%和35%，最新收盘价对应PE为27、19和14倍；看好公司未来调味品业务的成长性，维持“推荐”投资评级。公司新品销售超预期增长及地产收入提前确认可能成为未来股价提升的催化剂。

■ **风险提示：**食品安全问题及原材料价格上涨。

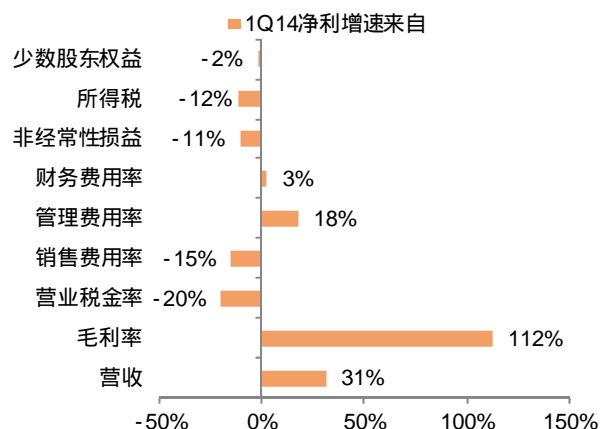
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1,754	2,318	2,730	3,361	4,052
YoY(%)	1.1	32.1	17.7	23.1	20.6
净利润(百万元)	126	213	288	418	566
YoY(%)	-3.7	69.3	35.2	45.3	35.4
毛利率(%)	28.5	31.3	32.0	32.9	33.7
净利率(%)	7.0	9.5	10.9	12.9	14.5
ROE(%)	6.7	10.4	12.6	15.9	18.1
EPS(摊薄/元)	0.16	0.27	0.36	0.52	0.71
P/E(倍)	62.3	36.8	27.2	18.7	13.8
P/B(倍)	4.0	3.7	3.2	2.8	2.3

图表1 一季报快读：收入增长31.3%，净利增长105.7%，

	1Q13	1Q14	QoQ	
营业收入	514	675	31.3%	估计 1Q14 调味品营收增长 25%左右，母公司转让土地及自有物业实现扭亏为盈
营业成本	373	446	19.7%	
<b>毛利率</b>	27.5%	33.9%	<b>6.4%</b>	毛利率提升原因是原料价格下降与产品结构升级
<b>毛利</b>	142	229	<b>61.9%</b>	
营业税金及附加	4	13	222.6%	
销售费用	43	62	44.5%	运输、促销及广告费用增加
管理费用	45	52	16.0%	
财务费用	7	9	17.9%	
资产减值损失	0	1	549.5%	母公司应收帐款增加
公允价值变动收益	0		-100.0%	母公司 1Q13 有购买基金产品，该基金已赎回
投资收益	3	2	-33.7%	
营业利润	45	95	109.5%	
营业利润率	8.8%	14.0%	5.2%	
营业外收入	1	2	222.4%	母公司增加合同违约金收入
营业外支出	1	4	446.8%	美味鲜捐赠支出增加
利润总额	45	93	106.1%	
所得税	7	14	91.1%	
所得税率	17.5%	15.3%	-2.2%	
少数股东权益	-1	-0	65.3%	
归属于母公司净利润	38	79	105.7%	
<b>净利率</b>	7.5%	11.7%	<b>4.2%</b>	
<b>EPS</b>	0.05	0.10	<b>105.7%</b>	

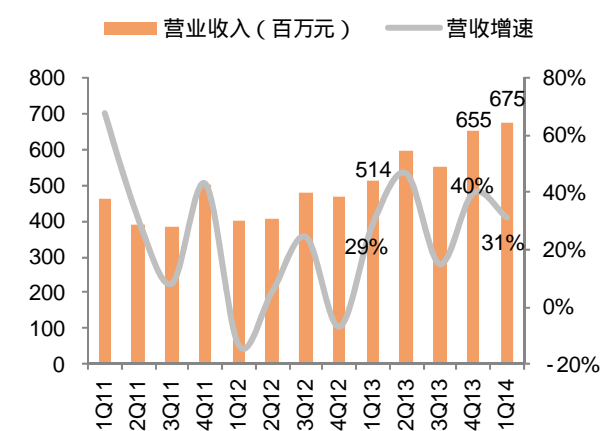
资料来源：公司年报、平安证券研究所、wind

图表2 毛利率提升是1Q14净利增长主因



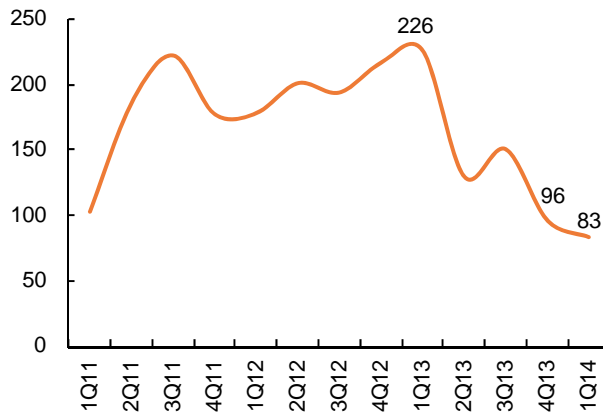
资料来源：公司年报、平安证券研究所、Wind

图表3 1Q14公司营收同比增长31%



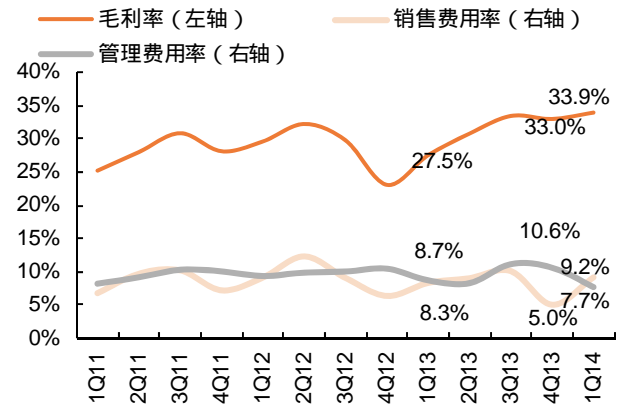
资料来源：公司年报、平安证券研究所、wind

图表4 1Q14预收款同比降63.1%，环比降13.5%



资料来源：公司年报、平安证券研究所、Wind

图表5 1Q14毛利率与销售费用率同比上升，管理费用率同比下降



资料来源：公司年报、平安证券研究所、wind

图表6 平安重点公司盈利预测及最近一月调整情况

股票名称	股价 (元)		EPS (元/股)				PE (倍)				评级	业绩预测最新调整 2014 年
	04 月 28 日	12A	13E	14E	15E	12A	13E	14E	15E			
贵州茅台	162.79	12.82	14.58	14.25	15.04	12.7	11.2	11.4	10.8	中性		
五粮液	17.21	2.62	2.10	1.58	1.80	6.6	8.2	10.9	9.6	中性		
洋河股份	56.15	5.70	4.63	4.20	4.72	9.9	12.1	13.4	11.9	中性		
泸州老窖	16.31	3.13	2.45	1.43	1.47	5.2	6.7	11.4	11.1	中性	(18%)4月12日	
青青稞酒	14.91	0.67	0.83	0.85	0.98	22.3	18.0	17.5	15.2	中性	(6.2%)4月27日	
山西汾酒	14.66	1.53	1.11	0.83	0.97	9.6	13.2	17.7	15.1	中性	(10.5%)4月27日	
顺鑫农业	14.35	0.29	0.45	1.13	1.18	50.0	31.8	12.7	12.1	推荐	(18%)4月7日	
张裕 A	24.77	2.48	1.53	1.09	0.98	10.0	16.2	22.7	25.2	中性	(43%)4月27日	
青岛啤酒	38.31	1.30	1.46	1.58	1.77	29.4	26.2	24.3	21.6	推荐	(0.6%)3月30日	
海天味业	66.59	1.70	2.15	2.94	3.80	39.2	31.0	22.6	17.5	推荐	(11%)4月20日	
中炬高新	9.83	0.16	0.27	0.36	0.52	62.3	36.8	27.2	18.7	推荐	(3%)4月20日	
伊利股份	34.39	0.84	1.51	1.64	2.07	40.9	22.8	20.9	16.6	强烈推荐		
贝因美	25.68	0.80	1.13	0.89	1.25	32.2	22.8	28.8	20.5	中性	(32%)4月29日	
南方食品	11.48	0.08	0.17	0.41	0.77	152.0	68.6	28.0	15.0	推荐		
安琪酵母	14.08	0.74	0.44	0.51	0.81	19.1	31.7	27.5	17.3	推荐	(6.6%)4月12日	
双汇发展	36.02	1.31	1.75	2.20	2.60	27.5	20.5	16.4	13.9	强烈推荐		
大北农	10.74	0.41	0.47	0.68	1.16	26.1	22.9	15.8	9.3	强烈推荐	(6%)4月22日	
均值						32.6	23.6	18.8	15.0			

资料来源：平安证券研究所、Wind

损益表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,318	2,730	3,361	4,052
YoY	32.1%	17.7%	23.1%	20.6%
营业成本	1,593	1,856	2,256	2,686
毛利率	31.3%	32.0%	32.9%	33.7%
营业税金及附加	38	34	44	57
股权激励费用	0	0	0	0
销售费用	185	214	251	293
管理费用	225	251	279	310
财务费用	34	39	34	27
投资净收益	12	14	16	18
营业利润	254	348	511	697
加: 营业外收入	15	15	15	15
减: 营业外支出	7	7	7	7
利润总额	262	356	520	705
减: 所得税	42	58	86	118
净利润	220	298	433	587
减: 少数股东损益	8	10	15	21
归属母公司所有者净利润	213	288	418	566
YoY	69.3%	35.2%	45.3%	35.4%
销售净利率	9.5%	10.9%	12.9%	14.5%
EPS (当年股本)	0.27	0.36	0.52	0.71
EPS (最新股本摊薄)	0.27	0.36	0.52	0.71

重要指标速览	2013A	2014E	2015E	2016E
估值				
PE	36.8	27.2	18.7	13.8
PEG	1.0	0.8	0.6	0.5
PB	3.7	3.2	2.8	2.3
PS	3.4	2.9	2.3	1.9
EV/EBITDA	22.6	16.2	12.0	9.8
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
经营回报率				
ROE	10.4%	12.6%	15.9%	18.1%
ROA	6.6%	7.8%	9.5%	10.8%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	35.5%	40.0%	38.0%	38.7%
速动比率	0.6	0.6	0.8	0.9
运营效率				
存货周转率	1.3	1.3	1.3	1.3
流动资产周转率	1.2	1.2	1.1	1.1
固定资产周转率	2.9	2.6	3.1	3.7

现金流量表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
净利润	220	298	433	587
折旧摊销	72	115	136	107
营运资金投资	-261	-61	-223	-173
经营活动现金净流量	-85	408	414	581
资本开支	-64	-217	-136	-162
投资活动现金净流量	-64	-217	-136	-162
债务融资	225	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
支付红利	0	0	0	0
融资活动现金净流量	-269	191	-39	-34
当年现金净流量	42	152	244	392

资产负债表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	355	507	750	1,143
应收款项	55	64	79	95
预付款项	225	193	277	305
存货	1,208	1,626	1,843	2,273
其他流动资产	131	257	252	342
流动资产合计	1,974	2,647	3,202	4,158
长期股权投资	114	114	114	114
固定资产	988	1,087	1,096	1,118
无形资产	106	106	106	107
其他非流动资产	514	521	509	543
非流动资产合计	1,722	1,827	1,826	1,882
资产总计	3,696	4,474	5,028	6,039
短期借款	164	164	164	164
应付款项	346	463	527	649
预收款项	96	225	208	293
应付股利	1	1	1	1
其他流动负债	572	807	881	1,099
流动负债合计	1,180	1,660	1,781	2,205
长期借款	120	120	120	120
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	12	12	12	12
非流动负债合计	132	132	132	132
负债合计	1,311	1,792	1,912	2,337
归属母公司所有者权益	2,133	2,420	2,838	3,404
其中: 实收资本	797	797	797	797
少数股东权益	252	262	277	298
股东权益合计	2,385	2,682	3,115	3,702
负债及股东权益总计	3,696	4,474	5,028	6,039

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣 超大厦 16 楼 邮编：518048 传真：(0755) 82449257	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融 大厦 25 楼 邮编：200120 传真：(021) 33830395	北京市西城区金融大街 23 号平安 大厦 6 楼 601 室 邮编：100031