

研究所

证券分析师：崔励 S0350513060001
0755-23618502 cui101@ghzq.com.cn

看产品结构升级背景下的消费习惯改变

——中炬高新（600872）一季报点评

近一年股价表现：



相对沪深300表现

表现	1m	3m	12m
中炬高新	4.8	-17.4	63.2
沪深300	-0.8	-1.3	-12.8

市场数据

2014/4/28

当前价格（元）	9.83
52周价格区间（元）	6-12.82
总市值（百万）	7830.94
流通市值（百万）	7830.94
总股本（万股）	79663.72
流通股（万股）	79663.72
日均成交额（百万）	118.15
近一月换手（%）	22.34

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%

事件：

中炬高新公告2014年一季报，期间实现营业收入6.75亿元，同比增长31.30%，扣非后归属上市公司股东净利润7913万元，同比增长117.09%，每股收益0.099元。

主要观点：

- 调味品增长态势良好，房产处置做贡献** 一季度公司收入、净利润高速增长的主要原因是美味鲜销售收入的增加以及本部转让房产所致，其中调味品业务的收入和净利润增长幅度预计在20%-25%之间。二季度草根调研显示，美味鲜产品在经销商、商超和农贸市场的库存情况良好（较低），销售与广告力度也在进一步加强，主力产品鲜味酱油有望持续放量。
- 未来看产品结构升级背景下的消费习惯改变** 酱油企业（生产者）的产品结构升级已接近完成，大公司纷纷推出各自的“原生态”或“功能化”产品，目前情况看，新产品尚未被消费者大范围接受；而消费习惯的改变既包括消费者对生抽、蚝油、调味酱以及功能化产品的认可过程，也包括饮食健康化（如生抽比老抽健康）和饮食习惯的改变（如蚝油应用在更多的菜式上）。我们认为，消费习惯改变的过程会比较漫长，在此期间，调味品量价齐升的趋势将是长期而稳定的。
- 维持“增持”评级** 我们认为美味鲜的错位竞争优势依旧明显，阳西基地投产、新产品上线以及行业集中度提高等因素都是公司业绩增长的有力保证。预计2014-2016年EPS分别为0.33/0.44/0.57元，对应当前股价PE分别为30.0/22.5/17.3倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：原材料价格巨幅波动以及食品安全问题对公司业绩产生的不利影响。**

预测指标	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入（百万元）	2318	2967	3709	4636
增长率（%）	32%	28%	25%	25%
净利润（百万元）	212.8	261	348	454
增长率（%）	69%	23%	33%	30%
摊薄每股收益（元）	0.27	0.33	0.44	0.57
ROE（%）	8.92%	10.17%	12.41%	14.56%

表 1、盈利预测

证券代码:		600872.sh		股票价格:		9.83		投资评级:		增持		日期:		2014/4/28	
财务指标	2013	2014E	2015E	2016E	每股指标与估值	2013	2014E	2015E	2016E						
盈利能力					每股指标										
ROE	9%	10%	12%	15%	EPS	0.27	0.33	0.44	0.57						
毛利率	31%	31%	32%	32%	BVPS	2.68	2.89	3.18	3.55						
期间费率	21%	20%	20%	20%	估值										
销售净利率	9%	9%	9%	10%	P/E	36.79	30.01	22.51	17.26						
成长能力					P/B	3.67	3.40	3.10	2.77						
收入增长率	32%	28%	25%	25%	P/S	3.38	2.64	2.11	1.69						
利润增长率	69%	23%	33%	30%											
营运能力					利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E						
总资产周转率	0.63	0.74	0.84	0.95	营业收入	2318	2967	3709	4636						
应收账款周转率	18.69	18.69	18.69	18.69	营业成本	1593	2047	2537	3153						
存货周转率	1.32	1.32	1.32	1.32	营业税金及附加	38	48	60	75						
偿债能力					销售费用	185	237	297	371						
资产负债率	35%	36%	36%	36%	管理费用	225	288	361	451						
流动比	1.67	1.65	1.73	1.82	财务费用	34	22	24	25						
速动比	0.65	0.45	0.38	0.32	其他费用/(-收入)	11	2	2	2						
资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E	营业利润	254	326	433	563						
现金及现金等价物	355	65	(106)	(293)	营业外净收支	8	(4)	(4)	(4)						
应收款项	124	159	198	248	利润总额	262	322	429	559						
存货净额	1208	1589	1969	2447	所得税费用	42	51	69	90						
其他流动资产	287	367	458	572	净利润	220	270	360	470						
流动资产合计	1974	2177	2517	2972	少数股东损益	8	9	12	16						
固定资产	670	703	762	806	归属于母公司净利润	213	261	348	454						
在建工程	319	399	389	389	现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E						
无形资产及其他	106	106	95	85	经营活动现金流	135	(275)	(198)	(246)						
长期股权投资	114	114	114	114	净利润	220	270	360	470						
资产总计	3696	4012	4391	4879	少数股东权益	8	9	12	16						
短期借款	164	164	164	164	折旧摊销	69	78	81	86						
应付款项	346	456	565	702	公允价值变动	(0)	0	0	0						
预收帐款	96	123	154	193	营运资金变动	(162)	(632)	(651)	(817)						
其他流动负债	573	573	573	573	投资活动现金流	(136)	(113)	(50)	(44)						
流动负债合计	1180	1316	1456	1632	资本支出	(262)	(113)	(50)	(44)						
长期借款及应付债券	120	120	120	120	长期投资	(21)	0	0	0						
其他长期负债	12	12	12	12	其他	147	0	0	0						
长期负债合计	132	132	132	132	筹资活动现金流	(289)	(91)	(121)	(157)						
负债合计	1311	1448	1588	1763	债务融资	199	0	0	0						
股本	797	797	797	797	权益融资	0	0	0	0						
股东权益	2385	2564	2804	3116	其它	(488)	(91)	(121)	(157)						
负债和股东权益总计	3696	4012	4391	4879	现金净增加额	(290)	(479)	(368)	(447)						

资料来源: 国海证券研究所

【分析师承诺】

崔励，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街 168 号腾达大厦 1509 室

姓名	固话	手机	邮箱
白丹	010-88576898-803	18801090832	baid@ghzq.com.cn
顾科嘉	010-88576833-810	13466400185	gukj@ghzq.com.cn

上海区：上海市浦东新区世纪大道 787 号 4 楼

姓名	固话	手机	邮箱
陈蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
胡超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
梁柳欣	021-20281099	13524364843	lianglx@ghzq.com.cn
刘云志	021-68591565	13918449204	liuyz01@ghzq.com.cn
颜彦	0771-5539092	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦 3 楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
马鑫	0755-83702072	18899776696	max01@ghzq.com.cn
周振宁	0755-82835810	15220268966	zhouzn@ghzq.com.cn
李慧	0755-83704850	13823570518	lih03@ghzq.com.cn
张玉霞	0755-83707413	18520881700	zhangyx02@ghzq.com.cn
李芬	0755-83700919	13570866113	lif@ghzq.com.cn