证券研究报告

平安食品饮料

推荐（维持）

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。

中炬高新(600872)

2Q14 净利增速超预期，调味品营收增速略降

事项：中炬高新披露 2014 年半年度业绩预增公告，预计 1H14 归属上市公司的净利约 1.51 亿，同比增 75%，每股收益 0.19 元；测算 2Q14 净利 0.72 亿，同比增 50.4%，每股收益 0.09 元。

平安观点：

■ **2Q14 净利增速超预期**。2Q14 净利增 50%，来源于美味鲜净利同比增 40%，以及中炬精工营收增加、创新科技转让物业带来净利增长。美味鲜净利增长来源于收入增 17%，毛利率提升以及费用率的下降。

■ **调味品营收增速略有下滑**。我们测算 2Q14 调味品营收同比增 17%，低于 1Q14 的 23%。增速下滑可能的原因在于海天渠道下沉对中炬产生一定压力。美味鲜公司新品纯酿还在试销阶段，定位高端，主打 KA 渠道，目前只做概念，并未做重点推广，重点仍在于原有酱油产品的销售。考虑到中炬高新未来增长空间较大，7 月阳西基地产能释放，预计 14 年全年调味品营收将增长 20%。

■ **毛利率仍可提升，但幅度有限**。我们测算 2Q14 调味品毛利率在 33%左右，毛利率提升主要源于原料价格下降，产品结构升级与“厨邦智造”提升生产效率。考虑到 3Q14 阳西基地投产调试设备，预计 3Q14 毛利率较 2Q14 略低，往 15 年看，预计毛利率可提升但幅度有限，原因在于一方面当前厨邦品牌占比已超 90%，后续产品结构提升空间不大；另一方面厨邦智邦项目已近尾声，生产线效率改良效果大部分已经体现，因此后续毛利率提升主要来自于原料价格下降以及扩产后的规模效应。

■ **14 年地产结算收入降低，中炬精工表现良好。**由于中山市政府相关政策未落地，公司地产开发业务进展缓慢。预计国庆前后“汇景东方”二期开盘，按 5000 元/m2 测算将会有约 1 亿收入，但在 14 年不会结算太多。总体来看政府重视岐江新城开发，长期向好。中炬精工 13 年开拓欧洲新客户，目前产品销路比较稳定，估计 14 年可实现净利 1000 万。

■ **盈利预测与估值：**预计公司 14-16 年营收增长 15%、19%与 18%，实现每股收益 0.38、0.50 和 0.63 元，同比分别增 42%、33%和 25%，最新收盘价对应 PE 为 26、20 和 16 倍；看好公司未来调味品业务的成长性，维持“推荐”投资评级。

■ **风险提示：**食品安全问题及原材料价格上涨。

损益表（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	**2,318**	**2,667**	**3,164**	**3,731**
YoY	32.1%	15.0%	18.7%	17.9%
营业成本	1,593	1,794	2,108	2,485
毛利率	31.3%	32.7%	33.4%	33.4%
营业税金及附加	38	28	39	49
股权激励费用	0	0	0	0
销售费用	185	205	232	263
管理费用	225	250	281	317
财务费用	34	36	29	22
投资净收益	12	14	16	18
营业利润	**254**	**367**	**490**	**613**
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**	**375**	**498**	**621**
减：所得税	42	61	83	104
净利润	**220**	**313**	**416**	**517**
减：少数股东损益	8	11	14	18
归属母公司所有者净利	**213**	**302**	**401**	**499**
YoY	69.3%	42.1%	32.7%	24.5%
销售净利率	9.5%	11.7%	13.1%	13.9%
EPS（当年股本）	**0.27**	**0.38**	**0.50**	**0.63**
EPS（最新股本摊薄）	**0.27**	**0.38**	**0.50**	**0.63**

重要指标速览	2013A	2014E	2015E	2016E
估值				
PE	36.8	25.9	19.5	15.7
PEG	1.1	1.0	0.8	0.7
PB	3.7	3.2	2.8	2.3
PS	3.4	2.9	2.5	2.1
EV/EBITDA	22.6	15.7	12.7	11.2
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
经营回报率				
ROE	10.4%	13.2%	15.2%	16.2%
ROA	6.6%	8.2%	9.2%	9.8%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	35.5%	39.3%	36.8%	37.6%
速动比率	0.6	0.7	0.9	1.0
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	1.1	1.1	1.0
固定资产周转率	2.9	2.7	3.3	3.8

现金流量表（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E
净利润	220	313	416	517
折旧摊销	72	115	121	94
营运资金投资	-261	-35	-180	-152
经营活动现金净流量	135	444	413	509
资本开支	-62	-84	-134	-141
投资活动现金净流量	-136	-84	-134	-141
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	-110	2	-36	-29
当年现金净流量	1	323	249	346

资产负债表（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	355	678	926	1,272
应收款项	55	62	74	88
预付款项	225	187	259	282
存货	1,208	1,571	1,722	2,103
其他流动资产	131	251	237	315
流动资产合计	**1,974**	**2,749**	**3,219**	**4,060**
长期股权投资	114	114	114	114
固定资产	988	954	977	992
无形资产	106	106	106	107
其他非流动资产	514	521	509	541
非流动资产合计	**1,722**	**1,695**	**1,707**	**1,754**
资产总计	**3,696**	**4,444**	**4,926**	**5,814**
短期借款	164	164	164	164
应付款项	346	448	492	600
预收款项	96	220	196	269
应付股利	1	1	1	1
其他流动负债	572	783	828	1,018
流动负债合计	**1,180**	**1,615**	**1,681**	**2,052**
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**	**1,747**	**1,813**	**2,184**
归属母公司所有者权益	2,133	2,434	2,836	3,335
其中：实收资本	797	797	797	797
少数股东权益	252	263	277	295
股东权益合计	**2,385**	**2,697**	**3,113**	**3,630**
负债及股东权益总计	**3,696**	**4,444**	**4,926**	**5,814**

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±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±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：

此报告旨为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 PING AN

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	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：（0755）82449257	传真：（021）33830395	