

## 中炬高新（600872）半年报点评：

## 调味品助推业绩快速增长,看好产能释放和激励机制

分析师：丁思德

执业证书编号：S0300511010008

研究助理：李国锋

Email: dingside@lxzq.com.cn

日期：2014年8月27日

[www.lxzq.com.cn](http://www.lxzq.com.cn)

**事件：**

2014年1-6月,公司实现营业收入13.3亿元,同比增长19.6%;归属于上市公司股东的净利润1.53亿元,同比增长77%;扣除非经常性损益的净利润1.5亿元,同比增长81.8%;基本每股收益0.19元。

**点评：****1、调味品业务持续快速增长**

调味品是公司的主要收入来源,今年上半年,公司的调味品实现营业收入11.5亿元,同比增长20%,调味品收入已经占到公司总营业收入的86.7%;调味品实现净利润1.43亿元,同比增长47.15%,对公司净利润的贡献占比达到93.76%。公司调味品产品的增速远超过行业的平均增长,市场份额稳步提升,竞争实力日益增强。

**2、调味品的毛利率和净利率大幅提升**

公司的调味品包括酱油、蚝油、鸡粉、食用油、腐乳等,目前酱油占到调味品收入的70%左右,鸡粉占到收入的15%左右,酱油是公司的核心业务。公司的酱油具有厨邦和美味鲜两大品牌,分别定位于高端和中低端市场。其中,厨邦酱油是近年来公司的主打产品,主要通过商超渠道,其收入占到酱油收入的90%;美味鲜酱油主要通过餐饮渠道,其收入占到酱油收入的10%。随着厨邦酱油产品的持续升级,调味品的盈利能力不断提升。今年上半年,调味品的毛利率和净利率为34.56%、12.3%,分别同比提升5.05个百分点、2.25个百分点。

**3、中西部和北部地区增速远超南部地区**

从分地区来看,今年上半年中西部、北部地区收入分别增长23.5%、34.5%,远高于公司的传统优势南部地区2.1%的增长率。我们认为,随着公司向全国市场的扩张、调味品产能的逐步释放以及品牌影响力的增强,中西部和北部地区将继续保持快速增长,从而带动公司整个业绩的增长。



#### 4、产能释放和激励机制将推动业绩持续增长

目前，公司调味品的产能达到35万吨，其中酱油占到70%。中山基地四期项目已于去年投产，该项目产能为10万吨，由于从原料的投放到产成品需要大约6个月的时间，导致该项目的产能未能完全释放，去年只实现了5万吨，今年将逐步释放。另外，公司的阳山基地一期今年下半年将投产，产能设计是6.14万吨，其中酱油占到5.1万吨，预计今年将释放50%的产能，达到3万吨。因此，今年年底公司的调味品产能将达到43万吨，产能的不断释放保证了以厨邦酱油为代表的高端产品持续快速增长，调味品的毛利率也将稳步提升。

今年3月17日，公司发布《董事、监事、高管等核心管理人员薪酬与绩效考核管理制度》，将核心管理人员的绩效奖励与营业收入、净利润、净资产收益率等业绩指标直接挂钩，将有效调动管理人员的积极性，完成公司的经营管理目标。

#### 5、盈利预测及评级

预计公司2014-2016年净利润增速分别为35.8%、30.2%和22.0%，EPS分别为0.36、0.47和0.57元，上一交易日收盘股价对应PE分别为30、23和19倍。本报告为首次覆盖，给予公司“增持”投资评级。

#### 6、风险提示：

1) 产能释放低于预期；2) 调味品行业市场竞争加剧；3) 原材料价格上涨。

图表1 盈利预测表

万元（人民币）	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	175,434	231,819	273,981	334,321	406,593
增速	1.1%	32.1%	18.2%	22.0%	21.6%
营业成本	125,436	159,276	183,721	220,357	267,829
毛利率	28.5%	31.3%	32.9%	34.1%	34.1%
销售费用	15,986	18,546	24,658	30,757	37,407
管理费用	17,461	22,536	24,110	30,089	36,593
财务费用	4,093	3,383	3,562	4,680	5,692
营业利润	11,774	25,425	33,984	44,091	53,787
利润总额	14,532	26,236	34,121	44,425	54,193
归属母公司净利润	12,571	21,284	28,893	37,610	45,878
增速	-3.7%	69.3%	35.8%	30.2%	22.0%
EPS	0.16	0.27	0.36	0.47	0.57

资料来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

## 信息披露

### 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，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。

### 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

### 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

#### 股票投资评级标准

买入：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

#### 行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 风险提示

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。