

2014年08月28日

证券研究报告·公司研究·食品饮料

中炬高新(600872)调研报告

买入(首次)

当前价: 10.8元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

调味品增长确定, 买入评级

投资要点

- **事件:** 日前, 我们与中炬高新管理层就公司业务和未来发展情况进行了交流。
- **经营回顾:** 2014H1 实现收入 13.3 亿元、+20%, 净利润 1.5 亿元、+77%, EPS0.19 元。Q2 收入 6.6 亿元、+10%, 净利润 0.7 亿元、+74%, EPS0.10 元, 单季收入净利增速有所放缓。2014H1 分产品结构: 调味品收入 11.5 亿元, +20%, 毛利率 34.56%, 升 5.05pct; 房地产业务收入 0.3 亿元, -68%, 毛利率 16.81%, 降 13.77pct; 配件收入 0.4 亿元, +8%, 毛利率 27.41%, 升 4.47pct。
- **调味品保持稳定增长, 中炬精工有起色。** 2014H1 调味品业务受益于行业高景气, 继续保持稳定增长, 其中南部和东部市场分别实现 18% (剔除地产及配件收入 7051 万元)、16% 增速, “厨邦顶级厨师厨艺品鉴交流会” 起到很好的推动作用, 餐饮渠道得到快速增长。中西部、北部地区分别实现 24%, 35% 快速增长。随着阳西基地投产, 产能逐步释放 (一期 6 万吨, 预计今年达产 3 万吨, 明年满产), 同时大力开拓中西部及北部地区市场, 调味品业务稳定增长较为确定。中炬精工收入 0.4 亿元, +9%, 净利润 306 万元, +45%, 得益于欧洲客户的开发。
- **净利润增速超预期得益于毛利率大幅提升 5.63pct。** 1、规模效应逐步凸显, 单位成本下降 (预计阳西转固在三季度, 但对公司影响有限, 即使 4 亿元在建工程全部转固, 仅增加折旧 1400 万左右); 同时, “厨邦智造” 降低成本, 提高效率, 精细化管理促使毛利率提升。2、中西部及北区地区增速较快, 产品价格有所提升 (运费加价, 反映在销售费用中, 增加 635 万元)。3、原材料价格较为稳定, 其中糖类采购价格下降。4、母公司及子公司变现物业资产, 实现其他业务收入 1.1 亿元, 成本仅为 0.6 亿元, 毛利率 46.82%, 提升总体毛利率 1.03pct (主营业务提升总体毛利率 4.59pct), 估计贡献净利润 2600 万元左右 (母公司减亏 1355 万元, 子公司中山创新实现净利润 1366 万元)。
- **房地产业务短期难以贡献较大业绩, 市占率和净利率提升依然是主逻辑。** 公司土地储备 1600 亩左右, 同时有 30 万平方米的工业厂房, 由于中山市总体及岐江新城进行分区规划的影响, 预计汇景东方二期项目短期内难以贡献较大业绩, 工业厂房公司将择机处置。调味品行业稳定增长, 且具有大行业小公司的特征 (调味品 CR5 为 9%, 酱油 CR3 为 26%), 随着阳西生产基地产能逐步释放, 公司作为区域龙头充分享受二三线城市及县镇市场的开拓, 市占率将逐步提升。
- **估值与评级:** 2014-2016 年 EPS 分别为 0.35 元、0.43 元、0.55 元, 对应动态 PE 分别为 30.44 倍、24.93 倍、19.75 倍, 剔除地产业务外, 调味品估值在 22-24 倍左右, 首次给予“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料大幅波动; 房地产业务未达预期。

指标年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	2318.19	2566.54	2996.76	3624.46
增长率	32.14%	10.71%	16.76%	20.95%
归属母公司净利润(百万元)	212.84	282.67	345.05	435.56
增长率	69.31%	32.81%	22.07%	26.23%
每股收益 EPS(元)	0.27	0.35	0.43	0.55
净资产收益率 ROE	9.98%	11.79%	12.68%	13.92%
PE	40.42	30.44	24.93	19.75
PB	4.03	3.59	3.16	2.75

数据来源: 西南证券

西南证券研究发展中心

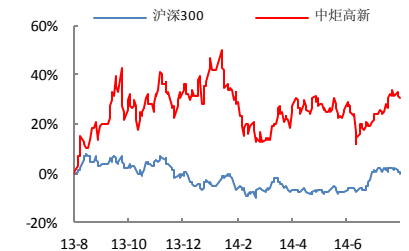
分析师: 朱会振

执业证号: S1250513110001

电话: 023-63786049

邮箱: zhzh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	7.97
流通 A 股(亿股)	7.97
52 周内股价区间(元)	8.17-12.72
总市值(亿元)	85.88
总资产(亿元)	37.89
每股净资产(元)	2.79

相关研究

请务必阅读正文后的免责声明部分

附：财务预测表 (单位：百万元)

资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E	利润表	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	269.91	549.74	401.43	363.42	营业收入	2318.1	2566.54	2996.76	3624.46
应收和预付款项	349.48	271.16	302.63	314.29	减:营业成本	1592.7	1702.13	1974.32	2367.96
存货	1207.53	1411.13	1626.28	1756.51	营业税金及附加	37.72	41.76	48.76	58.98
其他流动资产	61.54	61.54	61.54	61.54	营业费用	185.46	218.16	254.72	308.08
长期股权投资	114.04	114.04	114.04	114.04	管理费用	225.36	243.82	284.69	344.32
投资性房地产	494.12	487.25	480.38	473.52	财务费用	33.83	32.27	28.98	28.29
固定资产和在建工程	988.22	1139.39	1379.85	1706.03	资产减值损失	0.79	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	107.35	113.08	123.32	137.89	加:投资收益	12.14	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	6.44	3.22	0.00	0.00	公允价值变动损益	-0.17	0.00	0.00	0.00
资产总计	3598.64	4150.57	4489.48	4927.24	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	164.12	104.12	84.12	69.12	营业利润	254.25	328.40	405.28	516.84
应付和预收款项	537.47	635.01	678.21	727.20	加:其他非经营损益	8.11	20.00	20.00	20.00
长期借款	119.57	419.57	419.57	419.57	利润总额	262.36	348.40	425.28	536.84
其他负债	392.66	332.03	312.03	292.03	减:所得税	42.00	55.74	68.04	85.89
负债合计	1213.82	1490.73	1493.93	1507.92	净利润	220.35	292.65	357.23	450.94
股本	796.64	796.64	796.64	796.64	减:少数股东损益	7.51	9.98	12.18	15.38
资本公积	296.92	296.92	296.92	296.92	归属母公司股东净利润	212.84	282.67	345.05	435.56
留存收益	1039.12	1304.16	1627.68	2036.08	现金流量表	2013	2014E	2015E	2016E
归属母公司股东权益	2132.67	2397.71	2721.24	3129.63	经营性现金净流量	137.78	272.93	220.40	435.65
少数股东权益	252.15	262.13	274.31	289.69	投资性现金净流量	-136.1	-193.20	-298.20	-403.20
股东权益合计	2384.82	2659.84	2995.55	3419.32	筹资性现金净流量	1.83	200.09	-70.51	-70.46
负债和股东权益合计	3598.64	4150.57	4489.48	4927.24	现金流量净额	3.45	279.82	-148.31	-38.01

数据来源: 西南证券

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
电话：(023) 63725713
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：(010) 57631234
邮箱：research@swsc.com.cn