

消费品及服务 - 食品

产品升级和厨邦智造推动毛利率大幅提升

—中炬高新（600872）2014 年半年报点评

2014 年 9 月 3 日

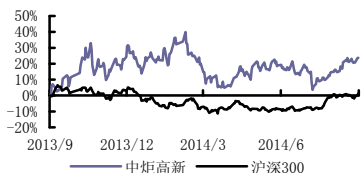
评级：**增持(维持)**

市场数据	2014 年 9 月 2 日
当前价格(元)	11.06
52 周价格区间(元)	8.60-12.51
总市值(百万)	8810.81
流通市值(百万)	8810.81
总股本(百万股)	796.64
流通股(百万股)	796.64
日均成交额(百万)	108.30
近一月换手(%)	26.91%
Beta(2 年)	
第一大股东	中山火炬集团有限公司
公司网址	http://www.JONJEE.COM

预测指标	2013E	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	2318.19	2612.24	3257.03	4061.86
净利润(百万元)	212.84	304.78	385.53	510.98
每股收益(元)	0.27	0.38	0.48	0.64
净利润增长率%	69.3%	43.2%	26.5%	32.5%
每股净资产(元)	2.68	2.98	3.36	3.87
市盈率	41.47	28.96	22.89	17.27
市净率	4.14	3.72	3.29	2.86
EV/EBITDA	23.52	18.43	14.40	11.10

资料来源：世纪证券研究所

一年期行情走势比较



梁希民

执业证书号：S1030510120001
0755-83199427

liangxm@csc.com.cn

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人，梁希民，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- **收入和净利润同比增长 19.6%和 77.0%，符合市场预期。** 1H2014 公司实现营业收入 13.3 亿元，同比增长 19.6%；归母净利润 1.5 亿元，同比增长 76.96%；EPS 为 0.19 元。综合毛利率为 34.9%，同比提高 5.6 个百分点，期间费率 19.5%，同比提高 0.9 个百分点。净利率为 11.5%，较去年同期提高 3.5 个百分点。
- **调味品继续保持了良好的增长势头，房地产业务存在不确定性。** 1H14 公司调味品业务营业收入 11.5 亿元，同比增长 20.0%，净利润 1.43 亿元，同比增长 47.2%，毛利率为 34.56%，较去年同期提高了 5.05 个百分点。公司两大品牌厨邦和美味鲜（酱油+鸡精）产品定位清晰，营销网络覆盖全国，产能不断扩张、产品不断升级。阳西基地及意在精细化管理生产的厨邦智造等工作有序推进。房地产及中炬精工分别实现营业收入 3450 万元和 3827 万元，同比增长-67.7%和 9.3%，由于中山市总体规划面临完善调整，公司地产项目后续规划和开发需在有关规划落实后再行启动。
- **未来高增长有望持续。** 中山项目投产后，公司总产能达到 30 万吨。14 年之后，阳西项目持续接力，并保持调味品业务的长期增长趋势。阳西基地项目 2012 年开始建设，计划分三期用 6 年时间建设，达产后产能将提升 180%至 73 万吨。预计一期工程可在 2014 年 7 月竣工投产。项目每年可为公司增加 3-4 亿元的收入。公司拥有 1680 亩的低成本土地，计划未来每年投入 1 亿稳步持续开发。
- **盈利预测及投资评级。** 2014 年-2016 年的每股收益为 0.35 元、0.45 元和 0.57 元。公司 PE 水平不低，但考虑到主营调味品业务未来可望保持 20%-30%的稳定增长，维持“增持”评级。
- **风险提示：** 产品扩产和销售进度未达预期；非主营亏损加大。

Figure 1 公司主营收入及增长

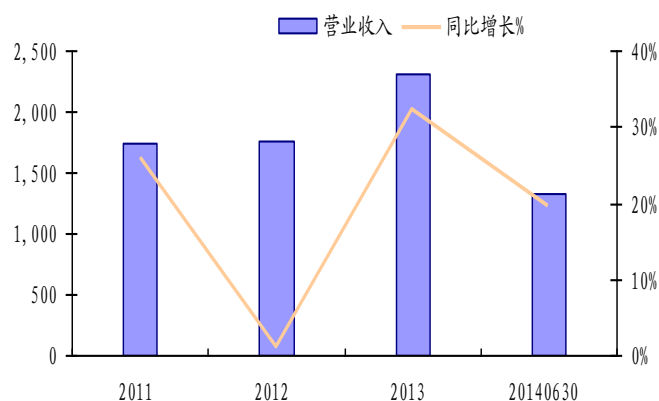
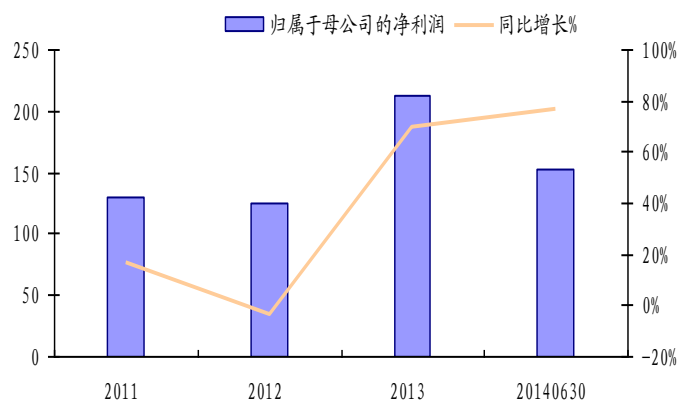


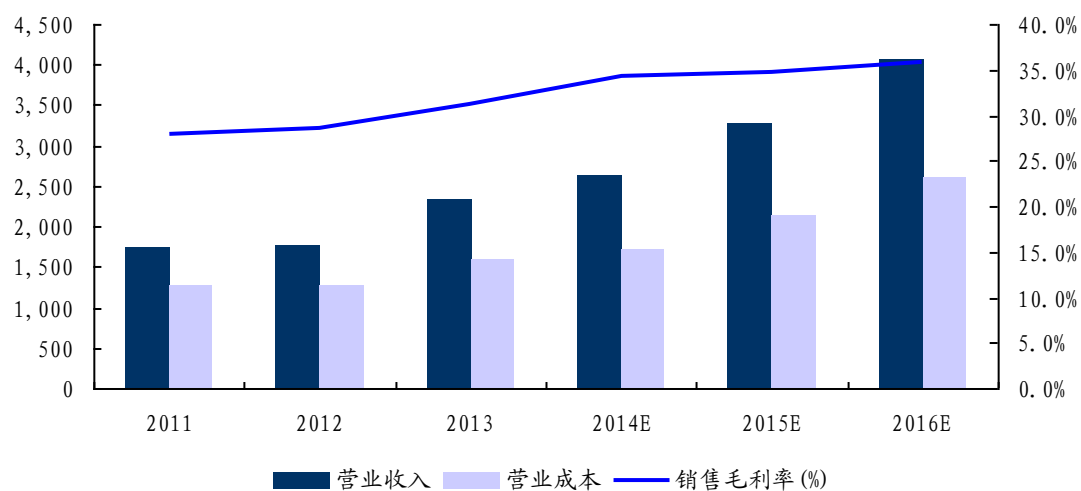
Figure 2 归属于母公司的净利润及增长



资料来源：公司年报；世纪证券研究所

资料来源：公司年报；世纪证券研究所

Figure 3 公司综合毛利率变化



资料来源：公司年报；世纪证券研究所

Figure 4 主要产品预测

项目(单位: 百万元、%)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入					
调味品	1,612	1,979	2,533	3,166	3,957
房地产及服务	84	223	1	1	1
皮带轮及汽车、摩托车配件	48	71	78	89	103
合计	1,745	2,273	2,612	3,257	4,062
毛利率					
调味品	28.6	31.1	34.5	35.0	36.0
房地产及服务	33.7	33.2	16.8	16.8	16.8
皮带轮及汽车、摩托车配件	21.3	29.0	29.0	29.0	29.0
合计	28.65	31.20	34.32	34.82	35.81

资料来源：WIND；世纪证券研究所

Figure 5 盈利预测

项目(单位:百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业利润					
营业收入	1,754	2,318	2,612	3,257	4,062
减: 营业成本	1,254	1,593	1,716	2,123	2,607
减: 营业税金及附加	18	38	38	49	60
减: 营业费用	160	185	248	309	386
减: 管理费用	175	225	254	317	395
减: 财务费用	41	34	8	8	9
加: 投资净收益	20	12	15	14	14
加: 其他	0	0	0	0	0
营业利润	118	254	361	462	616
二、利润总额					
加: 营业外收入	32	15	21	19	19
减: 营业外支出	4	7	6	6	6
加: 其他	0	0	0	0	0
利润总额	145	262	375	475	629
三、净利润					
减: 所得税	23	42	60	76	100
加: 未确认的投资损失	0	0	0	0	0
加: 其他	0	0	0	0	0
净利润	122	220	316	399	529
四、归属于母公司所有者净利润					
减: 少数股东损益	-3	8	11	14	18
加: 其他	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	126	213	305	386	511
五、股利分配					
总股本	797	797	797	797	797
EPS(摊薄、元)	0.16	0.27	0.38	0.48	0.64

资料来源: WIND; 世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

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。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我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或征价。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业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.