

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)

短期净利增速下滑，长期向好趋势不变

平安观点：

■ **多因素致 3Q14 美味鲜收入净利增速下滑，估计 15 年可企稳。** 3Q14 美味鲜营收 5.8 亿，净利约 0.64 亿，收入与净利增速均降至 15% 以下。收入增速下滑原因在于：(1) 宏观经济下行，消费增速放缓导致调味品行业增速下滑；(2) 调整价格体系，在保持出厂价不变的同时上调终端价以扩大渠道利润空间，短期对终端需求产生负面影响，长期看利于渠道体系稳定。利润增速下降原因在于：(1) 3Q14 阳西基地进行竣工投产，3.3 亿在建工程转固新增约 400 万折旧费用，加之一次性投入调试费用，导致生产成本增加；(2) 公司调整薪酬体系与奖励机制致 3Q14 管理与销售费用率提高。往 15 年看，终端调价负面影响减弱，阳西基地放量后规模效应逐渐显现，估计美味鲜营收与净利增速均有望企稳回升。

■ **阳西基地产能释放，为公司渠道扩张及多品类发展提供支持。** 阳西基地 3Q14 正式投产，估计 14、15 年可分别释放调味品 3 万吨与 10 万吨，仍以酱油为主，产能释放为公司渠道扩张提供保证。阳西基地水产品资源丰富，非调味品产能将会在 15 年投产，主要以罐头等佐餐食品为主，助于公司实现品类扩张。

■ **经销商先款后货，公司话语权提升。** 公司此前一直实行经销商现款现款制度，3Q14 变更销售策略，要求经销商提前 2-3 天打款，春节期间销售旺季，打款时间可能提前至 1 个月左右。先款后货制度表明公司对下游话语权有所提升，货款与订单提前下达也有利于安排生产，提高资源使用效率。

■ **地产业务处于暂停状态，启动后确认收入可能要到 2016 年。** 公司地产业务受到中山政府市政规划限制，目前业务处于暂停状态，汇景东方二期未开盘，地产营销活动也未推动。估计 15 年政府规划完成后才可接受地产报建，公司地产业务可能要 2H15 启动，确认收入可能要到 2016 年。

■ **毛利率仍可提升但速度趋缓，公司暂无国企改革计划。** 公司毛利率仍有提升空间，主要来自于阳西基地产能释放后产生的规模效应，但提升速度趋缓，原因在于一方面厨邦品牌占比已超 90%，结构升级空间不大；另一方面厨邦智造所带来产线效率提升大部分效果已经体现。中山火炬开发区管委会间接持有公司 10.7% 股权，持股比例较低，公司目前暂无国企改革计划。

■ **盈利预测与估值：**我们维持 14 年盈利预测不变，预计公司 14-16 年实现每股收益 0.36、0.45 和 0.57 元，同比分别增 35%、26% 和 26%，最新收盘价对应的 PE 分别为 28、22 和 18 倍。考虑到公司长期成长动力仍然持续，且身为沪港通 A 股调味品标的，估值有望提升，维持“推荐”投资评级。

■ **风险提示：**原材料价格上涨以及食品安全事件。

损益表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>2,318</b>	<b>2,599</b>	<b>3,042</b>	<b>3,661</b>
YoY	32.1%	12.1%	17.0%	20.3%
营业成本	1,593	1,699	1,969	2,369
毛利率	31.3%	34.6%	35.3%	35.3%
营业税金及附加	38	42	44	57
股权激励费用	0	0	0	0
销售费用	185	232	276	321
管理费用	225	260	292	334
财务费用	34	34	38	39
投资净收益	12	8	8	8
<b>营业利润</b>	<b>254</b>	<b>340</b>	<b>433</b>	<b>547</b>
加：营业外收入	15	18	18	18
减：营业外支出	7	8	8	8
<b>利润总额</b>	<b>262</b>	<b>349</b>	<b>442</b>	<b>557</b>
减：所得税	42	57	74	93
<b>净利润</b>	<b>220</b>	<b>292</b>	<b>369</b>	<b>464</b>
减：少数股东损益	8	6	7	9
<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>213</b>	<b>287</b>	<b>362</b>	<b>454</b>
YoY	69.3%	34.6%	26.2%	25.7%
销售净利率	9.5%	11.2%	12.1%	12.7%
<b>EPS (当年股本)</b>	<b>0.27</b>	<b>0.36</b>	<b>0.45</b>	<b>0.57</b>
<b>EPS (最新股本摊薄)</b>	<b>0.27</b>	<b>0.36</b>	<b>0.45</b>	<b>0.57</b>

重要指标速览	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>估值</b>				
PE	37.7	28.0	22.2	17.7
PEG	1.3	1.1	1.0	0.9
PB	3.8	3.5	3.2	2.8
PS	3.5	3.1	2.6	2.2
EV/EBITDA	23.1	17.7	14.7	12.2
股息收益率	0.8%	1.1%	1.4%	1.7%
<b>经营回报率</b>				
ROE	10.4%	13.0%	15.1%	17.0%
ROA	6.6%	7.7%	8.7%	9.7%
<b>资本结构及偿债能力</b>				
资产负债率	35.5%	41.3%	39.7%	42.0%
速动比率	0.6	0.7	0.8	0.8
<b>运营效率</b>				
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	1.1
固定资产周转率	2.7	2.6	3.1	3.7

现金流量表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
净利润	220	292	369	464
折旧摊销	72	96	95	97
营运资金投资	-183	-47	-140	-192
经营活动现金净流量	135	386	386	438
资本开支	-61	-84	-115	-113
投资活动现金净流量	-136	-84	-115	-113
债务融资	225	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
支付红利	-40	-65	-87	-110
融资活动现金净流量	-110	2	-99	-125
当年现金净流量	1	204	146	175

资产负债表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	355	557	704	879
应收款项	55	61	72	86
预付款项	225	177	242	269
存货	1,208	1,488	1,608	2,005
其他流动资产	131	304	263	372
<b>流动资产合计</b>	<b>1,974</b>	<b>2,588</b>	<b>2,889</b>	<b>3,611</b>
长期股权投资	114	114	114	114
固定资产	988	975	993	1,009
无形资产	106	106	106	107
其他非流动资产	514	518	517	518
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,722</b>	<b>1,713</b>	<b>1,731</b>	<b>1,748</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,696</b>	<b>4,301</b>	<b>4,619</b>	<b>5,359</b>
短期借款	164	164	164	164
应付款项	346	424	460	572
预收款项	96	214	189	264
应付股利	2	87	110	138
其他流动负债	571	755	781	979
<b>流动负债合计</b>	<b>1,180</b>	<b>1,644</b>	<b>1,703</b>	<b>2,117</b>
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>132</b>	<b>132</b>	<b>132</b>	<b>132</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,311</b>	<b>1,775</b>	<b>1,835</b>	<b>2,249</b>
归属母公司所有者权益	2,133	2,267	2,519	2,836
其中：实收资本	797	797	797	797
少数股东权益	252	258	265	274
<b>股东权益合计</b>	<b>2,385</b>	<b>2,525</b>	<b>2,784</b>	<b>3,110</b>
<b>负债及股东权益总计</b>	<b>3,696</b>	<b>4,301</b>	<b>4,619</b>	<b>5,359</b>

## 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  $\pm 10\%$ 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  $\pm 5\%$ 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：

此报告旨在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 PINGAN

### 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	