

# 中炬高新 (600872)

## 推荐

### 行业：调味发酵品

## 产能释放加速收入增长，相对估值处于底部

近日我们调研了公司，我们认为伴随四季度产能的投放，销售情况有所好转，未来将保持较快增长，不断提升份额和盈利水平。

✧ **阳西基地产能释放后，预计四季度调味品收入增长加速。**2013年公司中山基地产能30万吨，阳西基地2014年6月底一期竣工投产，新增了3万吨产能，9月底开始出产品，预计四季度贡献了较多收入，我们预计2014年调味品收入增长超过20%，调味品净利润增长超过30%。未来的销量增长主要依赖阳西新产能投放，2015年产能将再增加5-6万吨，预计将保持20%多的增长。

✧ **至2020年满产后公司产能将超过77万吨，产能复合增速17%，空白区域和市占率提升空间大，未来5年将随产能投放实现稳定增长。**目前行业CR5仅20%，提升空间大。公司在选择主销渠道和区域时是从性价比考虑的，以较少的费用获得较多的收入，所以农贸渠道占比较高，二三线城市占比较高。主销区域广东及其周边省份继续渠道下沉，收入增长在10%以上，东北、华北等新扩展区域仍在布局网络，收入增长在30%以上。目前有700多家经销商，经销商数量每年保持5%-8%的增长，主要是新产品的招商。2014年对终端价格提高了约5%，出厂价没有调整，改善了经销商利益。

✧ **2014年公司推出新产品纯酿酱油和四款下饭酱类，2015年会推出耗罐头、鱼罐头等新产品。**2014年预计纯酿酱油和酱类合计收入接近5千万元，仍处于试销，2015年会有营销策划，并利用阳西的水产资源推出相应新产品。

✧ **随着产能利用率提升和规模效应显现，毛利率将继续提升。**阳西比中山基地自动化程度更高，高速生产线效率提高1.5倍。过去几年毛利率提升主要是靠中山基地产能利用率提升，在2020年阳西基地满产之前，毛利率将继续上升。但公司定位高端，使用较贵的原料、原料使用效率低、规模小溢价能力弱，使得毛利率低于竞品。公司的毛利率和净利率分别低出海天6和10个百分点。

✧ **房地产业务2016年贡献收入。**2014年受中山市岐江新城规划重新调整，公司房地产项目延后。2015年二期楼盘会启动，但预计2016年才能贡献收入。

✧ **股权激励需静待政策更大的放开。**国资委股权激励的暂行办法规定高管激励不能超过年薪的40%，激励少效果不明显，只能静待政策更大的放开。

✧ **预计14-16年EPS分别为0.36/0.47/0.60元，目标价15元，推荐评级。**

✧ **风险提示：行业景气下滑、竞争加剧**

### 主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2318	2737	3249	3920
收入同比(%)	32%	18%	19%	21%
归属母公司净利润	213	289	375	482
净利润同比(%)	69%	36%	30%	28%
毛利率(%)	31.3%	33.8%	34.9%	35.9%
ROE(%)	10.0%	12.3%	13.7%	15.0%
每股收益(元)	0.27	0.36	0.47	0.60
P/E	43.38	31.91	24.59	19.17
P/B	4.33	3.91	3.38	2.87
EV/EBITDA	25	19	15	12

资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

### 作者

署名人：蒋鑫

S0960512080006

0755-82026708

jiangxin@china-invs.cn

6-12个月目标价：15.00

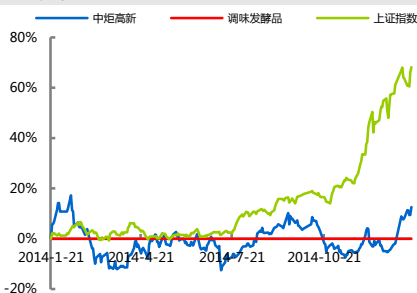
当前股价：11.59

评级调整：首次

### 基本资料

总股本(百万股)	797
流通股本(百万股)	797
总市值(亿元)	95
流通市值(亿元)	95
成交量(百万股)	37.47
成交额(百万元)	451.45

### 股价表现



### 相关报告

## 附：财务预测表

**资产负债表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	1974	2211	2622	3215
现金	355	430	551	762
应收账款	54	64	76	92
其它应收款	69	26	31	37
预付账款	225	254	296	352
存货	1208	1376	1607	1911
其他	63	61	61	62
<b>非流动资产</b>	1722	1867	1957	2033
长期投资	114	115	115	115
固定资产	670	892	1029	1114
无形资产	106	118	130	142
其他	833	742	683	662
<b>资产总计</b>	3696	4078	4579	5249
<b>流动负债</b>	1180	1294	1376	1516
短期借款	164	170	180	190
应付账款	287	326	381	453
其他	728	798	816	874
<b>非流动负债</b>	132	162	192	222
长期借款	120	150	180	210
其他	12	12	12	12
<b>负债合计</b>	1311	1456	1568	1738
少数股东权益	252	263	277	295
股本	797	797	797	797
资本公积	297	297	297	297
留存收益	1040	1265	1641	2122
归属母公司股东权益	2133	2359	2734	3216
<b>负债和股东权益</b>	3696	4078	4579	5249

**现金流量表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	135	338	316	407
净利润	220	300	389	499
折旧摊销	72	90	120	146
财务费用	34	23	25	27
投资损失	-12	-10	-10	-10
营运资金变动	-176	-52	-220	-256
其它	-3	-14	11	1
<b>投资活动现金流</b>	-136	-209	-210	-210
资本支出	431	205	205	205
长期投资	246	1	0	0
其他	541	-3	-5	-5
<b>筹资活动现金流</b>	2	-54	16	14
短期借款	154	6	10	10
长期借款	45	30	30	30
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	12	0	0	0
其他	-209	-90	-24	-26
<b>现金净增加额</b>	1	75	121	211

**利润表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	2318	2737	3249	3920
营业成本	1593	1811	2114	2514
营业税金及附加	38	49	58	71
营业费用	185	230	273	329
管理费用	225	289	335	404
财务费用	34	23	25	27
资产减值损失	1	-2	0	0
公允价值变动收益	-0	0	0	0
投资净收益	12	10	10	10
<b>营业利润</b>	254	347	454	585
营业外收入	15	16	16	16
营业外支出	7	6	6	6
<b>利润总额</b>	262	357	464	595
所得税	42	57	74	95
<b>净利润</b>	220	300	389	499
少数股东损益	8	11	14	18
<b>归属母公司净利润</b>	213	289	375	482
EBITDA	360	461	599	758
EPS (元)	0.27	0.36	0.47	0.60

**主要财务比率**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力</b>				
营业收入	32.1%	18.1%	18.7%	20.7%
营业利润	115.9%	36.6%	30.6%	28.9%
归属于母公司净利润	69.3%	35.9%	29.8%	28.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率	31.3%	33.8%	34.9%	35.9%
净利率	9.2%	10.6%	11.6%	12.3%
ROE	10.0%	12.3%	13.7%	15.0%
ROIC	13.8%	16.1%	17.8%	19.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	35.5%	35.7%	34.2%	33.1%
净负债比率	27.51%	27.24%	27.85%	27.42%
流动比率	1.67	1.71	1.91	2.12
速动比率	0.65	0.64	0.74	0.86
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.64	0.70	0.75	0.80
应收账款周转率	43	42	42	42
应付账款周转率	5.41	5.91	5.98	6.04
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.36	0.47	0.60
每股经营现金流(最新摊薄)	0.17	0.42	0.40	0.51
每股净资产(最新摊薄)	2.68	2.96	3.43	4.04
<b>估值比率</b>				
P/E	43.38	31.91	24.59	19.17
P/B	4.33	3.91	3.38	2.87
EV/EBITDA	25	19	15	12

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上  
推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间  
中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间  
回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上  
中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平  
看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

蒋鑫：中国中投证券研究所食品行业分析师，2010 年加入中投证券，南开大学经济学硕士，天津大学信息工程工学学士。

重点覆盖：伊利股份、双汇发展、汤臣倍健、洋河股份、海天味业、贝因美、光明乳业、中炬高新、三全食品、洽洽食品、承德露露、涪陵榨菜、克明面业、煌上煌、好想你

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，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。

本报告基于中国中投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。中国中投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。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。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报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：( 0755 ) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：( 010 ) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：( 021 ) 62171434