

中炬高新 (600872.SH)

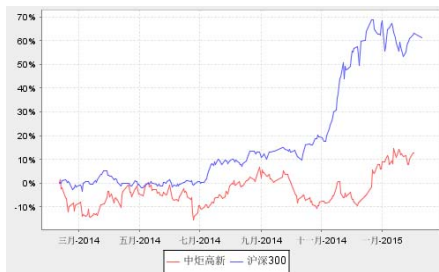
增长潜力巨大的国企改革标的, 重申买入

评级: 买入 前次: 买入
目标价(元): -16.48
 分析师 黄文婧
 胡彦超
 S0740512070001 S0740514050002
 021-20315176 021-20315138
 huyc@r.qlzq.com.cn huangwj@r.qlzq.com.cn
 2015年2月25日

基本状况

总股本(百万股)	796.64
流通股本(百万股)	796.64
市价(元)	12.33
市值(百万元)	9822.54
流通市值(百万元)	9822.54

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1745.34	2318.19	2696.09	3190.84	3923.73
营业收入增速	1.09%	32.14%	16.30%	18.35%	22.97%
净利润增长率	-3.65%	69.31%	31.93%	30.79%	30.97%
摊薄每股收益(元)	0.16	0.27	0.35	0.46	0.60
前次预测每股收益(元)	0.16	0.27	0.35	0.46	0.60
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市)					
市盈率(倍)	29.15	42.56	29.14	22.28	17.01
PEG	—	0.61	0.91	0.72	0.55
每股净资产(元)	2.45	2.68	2.95	3.32	3.82
每股现金流量(元)	0.30	0.17	0.58	0.40	0.59
净资产收益率	6.45%	9.98%	11.95%	13.89%	15.79%
市净率	1.88	4.25	3.48	3.09	2.69
总股本(百万元)	796.64	796.64	796.64	796.64	796.64

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 事件:** 羊年首个交易日, 中炬高新股价大涨 7.14% 至 13.21, 创历史新高。
- 我们对中炬高新的推荐逻辑仍然不变, 详情请参见年度策略和 1 月 13 日深度报告《错位竞争优势持续凸显, 高成长的国企改革优选标的》中, 近期大涨仍未充分体现公司投资价值, 重申“买入”评级。
- 近期大涨原因之一在于调味品业务良好的销售数据。2014 年前三季度调味品单季业务收入为 6.0、5.6、5.8 亿元, 但随着阳西基地新产能逐步释放, 我们预计 2014Q4 调味品业务收入从 2013Q4 近 5 个亿增长至 6.5 亿元左右, 同比增速提升至 30% 左右; 2015Q1 春节前终端观察动销良好, 虽然 14Q1 基数较高, 但我们预计 15Q1 收入端仍将录得不错的同比和环比增长。
- 近期大涨原因之二在于潜在的国企改革预期升温。2015 年将是国资全局改革推进阶段, 公司质地优秀但目前增长潜力受到国有体制束缚。若公司完成混改, 提升管理层积极性, 不仅可以带动毛利率和净利率的稳步提升, 逐步缩小与海天、李锦记的差距, 还有望加速公司区域扩张和品类扩张的步伐。换言之, 我们预计公司在混改完成后, 将出现年均收入增速超过 20%, 净利润率从 10% 向 20% 靠近的快速增长期。
- 预计 2014-16 年 EPS 为 0.35/0.46/0.60 元, 同比增长 32%/31%/31%, 目标价 16.48 元, 重申“买入”。酱油行业份额集中和消费升级同步进行中, 行业正在快速增长, 而公司作为行业龙头企业之一, 区域拓展配合产能扩张打开了公司新一轮增长空间, 并已处于多品类经营初期。不过身为国企, 目前公司业绩释放的动力上可能会趋于保守, 但公司未来潜力空间巨大, 且国企改革有望提供超预期机会, 所以我们在这个时点上继续推荐。
- 风险提示:** 食品安全问题、国企改革启动前公司业绩释放的动力有可能相对不足。

图表 1: 中炬高新销售收入分项详细预测——酱油

酱油 (主)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销量 (万吨)	9.46	10.86	13.79	16.19	19.15	22.29	26.24	30.69	35.64
销量yoy	-	14.8%	27.0%	17.4%	18.3%	16.4%	16.5%	17.0%	16.1%
产能 (万吨)	10.95	11.02	26.54	29.70	29.84	29.49	34.60	38.50	43.00
产量 (万吨)	9.7	11.00	14.12	16.06	19.34	22.52	26.5	31	36
产能利用率 (%)	88.6%	99.8%	53.2%	54.1%	64.8%	76.4%	76.6%	80.5%	83.7%
平均售价 (元/吨)	4619	5028	5352	5683	6012	6331	6584	6880	7224
价格yoy	-	8.8%	6.4%	6.2%	5.8%	5.3%	4.0%	4.5%	5.0%
销售收入 (百万元)	437	546	738	920	1151	1411	1727	2112	2575
收入yoy	-	24.9%	35.2%	24.7%	25.1%	22.6%	22.4%	22.2%	21.9%
单位成本 (元/吨)	3626	3609	3930	4098	4287	4356	4345	4403	4479
单位成本yoy	-	-0.5%	8.9%	4.3%	4.6%	1.6%	-0.2%	1.3%	1.7%
销售成本 (百万元)	343	392	542	663	821	971	1140	1351	1596
毛利率 (%)	21.5%	28.2%	26.6%	27.9%	28.7%	31.2%	34.0%	36.0%	38.0%
毛利率 (+/-)	-	6.7%	-1.7%	1.3%	0.8%	2.5%	2.8%	2.0%	2.0%
毛利 (百万元)	94	154	196	257	330	440	587	760	978
单位毛利 (元/吨)	994	1418	1421	1585	1725	1975	2239	2477	2745
占调味品业务收入比例	67.6%	68.3%	70.8%	71.4%	71.4%	71.3%	72.5%	71.9%	71.5%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 中炬高新销售收入分项详细预测——鸡粉、鸡精

鸡粉、鸡精	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销量 (万吨)	0.6	0.79	0.93	1.11	1.33	1.56	1.68	2.09	2.54
销量yoy	-	31.7%	17.7%	19.4%	19.8%	17.6%	7.6%	24.2%	21.4%
产能 (万吨)	0.80	0.85	2.42	2.34	2.34	2.34	2.65	2.85	3.35
产量 (万吨)	0.63	0.81	0.95	1.14	1.30	1.58	1.87	2.20	2.67
产能利用率 (%)	78.8%	95.3%	39.3%	48.7%	55.6%	67.5%	70.6%	77.2%	79.7%
平均售价 (元/吨)	17833	17595	18817	19009	19173	19403	19694	20108	20449
价格yoy	-	-1.3%	6.9%	1.0%	0.9%	1.2%	1.5%	2.1%	1.7%
销售收入 (百万元)	107	139	175	211	255	304	331	420	519
收入yoy	-	29.9%	25.9%	20.6%	20.9%	19.0%	9.2%	26.8%	23.4%
单位成本 (元/吨)	13334	12404	13656	13325	13114	13175	12900	13331	13538
单位成本yoy	-	-7.0%	10.1%	-2.4%	-1.6%	0.5%	-2.1%	3.3%	1.5%
销售成本 (百万元)	80	98	127	148	174	206	217	279	343
毛利率 (%)	25.2%	29.5%	27.4%	29.9%	31.6%	32.1%	34.5%	33.7%	33.8%
毛利率 (+/-)	-	4.3%	-2.1%	2.5%	1.7%	0.5%	2.4%	-0.8%	0.1%
毛利 (百万元)	27	41	48	63	81	97	114	142	175
单位毛利 (元/吨)	4499	5191	5162	5684	6059	6228	6794	6776	6912
占调味品业务收入比例	16.6%	17.4%	16.8%	16.4%	15.8%	15.3%	13.9%	14.3%	14.4%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 3: 中炬高新销售收入分项详细预测——酱料、耗油、醋汁等其他调味品

酱料、耗油、醋汁等其他调味品	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销量(万吨)	2.95	3.14	3.26	3.84	4.43	5.21	5.92	7.25	8.69
销量yoy	-	6.4%	3.8%	17.8%	15.2%	17.7%	13.7%	22.4%	19.9%
产能(万吨)	3.30	3.30	12.71	13.20	13.20	13.20	13.93	14.50	15.96
产能利用率(%)	91.8%	95.2%	25.7%	29.2%	33.9%	39.8%	44.7%	50.5%	55.0%
平均售价(元/吨)	3458	3662	3957	4115	4652	5071	5497	5589	5825
销售收入(百万元)	102	115	129	158	206	264	325	405	506
收入yoy	-	12.7%	12.2%	22.5%	30.3%	28.3%	23.2%	24.5%	25.0%
单位成本(元/吨)	3147	3275	3432	3024	3517	3587	3644	3773	3908
单位成本yoy	-	4.1%	4.8%	-11.9%	16.3%	2.0%	1.6%	3.5%	3.6%
销售成本(百万元)	93	103	112	116	156	187	216	273	340
毛利率(%)	9.0%	10.6%	13.3%	26.5%	24.4%	29.3%	33.7%	32.5%	32.9%
毛利率(+/-)	-	1.6%	2.7%	13.2%	-2.1%	4.9%	4.4%	-1.2%	0.4%
毛利(百万元)	9	12	17	42	50	77	110	132	167
单位毛利(元/吨)	311	388	525	1091	1135	1484	1852	1817	1916
占调味品业务收入比例	15.8%	14.4%	12.4%	12.3%	12.8%	13.3%	13.6%	13.8%	14.1%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 4: 中炬高新销售收入分项详细预测——调味品合计

调味品(主)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
产量(万吨)	13.36	14.95	17.45	19.83	23.94	29.92	34.6	40.52	47.45
销量(万吨)	13.01	14.79	17.09	19.87	22.85	28.41	33.84	40.03	46.87
销量yoy	-	13.7%	15.6%	16.3%	15.0%	24.3%	19.1%	18.3%	17.1%
销售收入(百万元)	646	800	1042	1289	1612	1979	2384	2937	3600
收入yoy	-	24.1%	30.0%	23.7%	25.0%	22.8%	20.5%	23.2%	22.6%
毛利率(%)	20.2%	25.9%	25.1%	28.1%	28.6%	31.1%	34.0%	35.2%	36.7%
毛利率(+/-)	-	5.8%	-0.8%	3.0%	0.6%	2.5%	2.9%	1.2%	1.5%
毛利(百万元)	130	207	261	362	461	615	811	1033	1320

来源: 齐鲁证券研究所

图表 5: 中炬高新销售收入分项详细预测——房地产及园区物业

房地产及园区物业	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(百万元)	123	81	165	222	84	223	70	150	200
收入yoy	-	-34.5%	103.4%	34.9%	-62.1%	165.3%	-68.6%	114.3%	33.3%
毛利率(%)	38.5%	44.4%	62.4%	31.6%	33.7%	33.2%	25.0%	25.0%	30.0%
毛利率(+/-)	-	5.9%	18.0%	-30.7%	2.1%	-0.6%	-8.2%	0.0%	5.0%
毛利(百万元)	47	36	103	70	28	74	18	38	60

来源: 齐鲁证券研究所

图表 6: 中炬高新销售收入分项详细预测——汽车配件、电池等其他

汽车配件、电池等其他	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(百万元)	190	69	55	56	49	71	72	74	74
收入yoy	-	-63.7%	-20.3%	1.8%	-12.5%	44.9%	1.4%	2.8%	0.0%
毛利率(%)	21.1%	24.0%	11.8%	13.6%	21.1%	28.5%	27.8%	28.3%	29.0%
毛利率(+/-)	-	2.9%	-12.3%	1.8%	7.6%	7.4%	-0.7%	0.5%	0.7%
毛利(百万元)	40	17	6	8	10	20	20	21	21

来源：齐鲁证券研究所（注：2011年后电池业务剥离）

图表 7：中炬高新销售预测表
产品销售收入

单位：人民币百万元

项 目	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
调味品							
销售收入	1,042.00	1,289.00	1,612.00	1,979.00	2,384.09	2,936.84	3,599.73
增长率 (YOY)	—	23.70%	25.06%	22.77%	20.47%	23.18%	22.57%
毛利率	25.06%	28.05%	28.61%	31.08%	34.03%	35.19%	36.68%
销售成本	780.87	927.44	1,150.81	1,363.93	1,572.82	1,903.42	2,279.44
增长率 (YOY)	—	18.77%	24.08%	18.52%	15.32%	21.02%	19.75%
毛利	261.13	361.56	461.19	615.07	811.27	1,033.42	1,320.29
增长率 (YOY)	—	38.46%	27.55%	33.37%	31.90%	27.38%	27.76%
占总销售额比重	82.57%	82.26%	92.38%	87.07%	94.38%	92.91%	92.93%
占主营业务利润比重	70.48%	82.29%	92.26%	86.72%	95.58%	94.65%	94.19%
房地产及园区物业							
销售收入	165.00	222.00	84.00	223.00	70.00	150.00	200.00
增长率 (YOY)	—	34.55%	-62.16%	165.48%	-68.61%	114.29%	33.33%
毛利率	62.35%	31.64%	33.73%	33.18%	25.00%	25.00%	30.00%
销售成本	62.12	151.76	55.67	149.01	52.50	112.50	140.00
增长率 (YOY)	—	144.29%	-63.32%	167.68%	-64.77%	114.29%	24.44%
毛利	102.88	70.24	28.33	73.99	17.50	37.50	60.00
增长率 (YOY)	—	-31.72%	-59.66%	161.15%	-76.35%	114.29%	60.00%
占总销售额比重	13.07%	14.17%	4.81%	9.81%	2.77%	4.75%	5.16%
占主营业务利润比重	27.77%	15.99%	5.67%	10.43%	2.06%	3.43%	4.28%
汽车配件、电池等其他							
销售收入	55.00	56.00	49.00	71.00	72.00	74.00	74.00
增长率 (YOY)	—	1.82%	-12.50%	44.90%	1.41%	2.78%	0.00%
毛利率	11.76%	13.56%	21.11%	28.50%	27.80%	28.30%	29.00%
销售成本	48.53	48.41	38.66	50.77	51.98	53.06	52.54
增长率 (YOY)	—	-0.26%	-20.14%	31.32%	2.40%	2.07%	-0.98%
毛利	6.47	7.59	10.34	20.24	20.02	20.94	21.46
增长率 (YOY)	—	17.40%	36.22%	95.62%	-1.08%	4.63%	2.47%
占总销售额比重	4.36%	3.57%	2.81%	3.12%	2.85%	2.34%	1.91%
占主营业务利润比重	1.75%	1.73%	2.07%	2.85%	2.36%	1.92%	1.53%
销售收入小计	1262.00	1567.00	1745.00	2273.00	2526.09	3160.84	3873.73
销售成本小计	891.53	1127.60	1245.13	1563.70	1677.30	2068.98	2471.98
毛利	370.47	439.40	499.87	709.30	848.79	1091.86	1401.75
平均毛利率	29.36%	28.04%	28.65%	31.21%	33.60%	34.54%	36.19%

来源：齐鲁证券研究所

图表 8: 中炬高新财务预测三张表

损益表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	1,735	1,754	2,318	2,696	3,191	3,924
增长率	35.80%	1.1%	32.1%	16.3%	18.4%	23.0%
营业成本	-1,251	-1,254	-1,593	-1,804	-2,125	-2,598
%销售收入	72.1%	71.5%	68.7%	66.9%	66.6%	66.2%
毛利	484	500	725	892	1,066	1,326
%销售收入	27.9%	28.5%	31.3%	33.1%	33.4%	33.8%
营业税金及附加	-19	-18	-38	-40	-48	-55
%销售收入	1.1%	1.1%	1.6%	1.5%	1.5%	1.4%
营业费用	-144	-160	-185	-248	-274	-326
%销售收入	8.3%	9.1%	8.0%	9.2%	8.6%	8.3%
管理费用	-163	-175	-225	-267	-303	-353
%销售收入	9.4%	10.0%	9.7%	9.9%	9.5%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	157	147	277	337	440	592
%销售收入	9.1%	8.4%	11.9%	12.5%	13.8%	15.1%
财务费用	-26	-41	-34	-23	-19	-27
%销售收入	1.5%	2.3%	1.5%	0.8%	0.6%	0.7%
资产减值损失	-3	-8	-1	-2	2	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	12	20	12	15	15	15
%税前利润	8.0%	13.7%	4.6%	4.3%	3.3%	2.5%
营业利润	140	118	254	327	438	580
营业利润率	8.0%	6.7%	11.0%	12.1%	13.7%	14.8%
营业外收支	10	28	8	20	15	15
税前利润	150	145	262	347	453	595
利润率	8.6%	8.3%	11.3%	12.9%	14.2%	15.2%
所得税	-28	-23	-42	-55	-73	-96
所得税率	18.3%	15.8%	16.0%	16.0%	16.0%	16.2%
净利润	122	122	220	291	381	499
少数股东损益	-8	-3	8	10	14	18
归属于母公司的净利润	130	126	213	281	367	481
净利率	7.5%	7.2%	9.2%	10.4%	11.5%	12.3%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	122	122	220	291	381	499
少数股东损益	0	0	0	10	14	18
非现金支出	61	69	73	97	124	158
非经营收益	-37	20	21	0	2	13
营运资金变动	-16	30	-179	76	-185	-201
经营活动现金净流	131	242	135	473	335	487
资本开支	-10	260	386	302	300	520
投资	-85	-12	246	54	19	8
其他	7	52	3	15	15	15
投资活动现金净流	-68	-219	-136	-232	-266	-497
股权募资	0	20	0	0	0	0
债权募资	133	-89	76	-145	115	253
其他	-27	-40	-74	-36	-97	-115
筹资活动现金净流	106	-110	2	-182	19	138
现金净流量	169	-87	1	60	88	128

资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	442	355	355	404	479	589
应收账款	67	48	124	87	103	125
存货	1,081	1,246	1,208	1,410	1,660	2,030
其他流动资产	253	390	287	278	295	321
流动资产	1,843	2,039	1,974	2,179	2,538	3,064
%总资产	56.8%	58.3%	53.4%	53.5%	54.1%	54.8%
长期投资	664	613	608	554	535	527
固定资产	646	727	988	1,197	1,465	1,831
%总资产	19.9%	20.8%	26.7%	29.4%	31.2%	32.8%
无形资产	74	99	114	132	144	155
非流动资产	1,400	1,456	1,722	1,895	2,156	2,525
%总资产	43.2%	41.7%	46.6%	46.5%	45.9%	45.2%
资产总计	3,242	3,495	3,696	4,074	4,694	5,589
短期借款	231	60	241	129	215	447
应付账款	456	646	537	781	862	1,055
其他流动负债	362	512	401	454	477	508
流动负债	1,049	1,218	1,180	1,365	1,554	2,010
长期贷款	144	75	120	86	116	136
其他长期负债	1	13	12	12	12	12
负债总计	1,194	1,306	1,311	1,463	1,682	2,158
普通股股东权益	1,823	1,948	2,133	2,349	2,645	3,046
少数股东权益	225	242	252	263	276	294
负债股东权益合计	3,242	3,495	3,696	4,074	4,602	5,498

比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益 (元)	0.164	0.158	0.267	0.352	0.461	0.604
每股净资产 (元)	2.288	2.445	2.677	2.949	3.320	3.823
每股经营现金净流 (元)	0.164	0.304	0.170	0.581	0.404	0.589
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.081	0.081	0.090	0.100
回报率						
净资产收益率	7.16%	6.45%	9.98%	11.95%	13.89%	15.79%
总资产收益率	4.02%	3.60%	5.76%	6.89%	7.98%	8.75%
投入资本收益率	9.77%	9.15%	13.07%	15.17%	16.55%	17.70%
增长率						
营业总收入增长率	35.80%	1.09%	32.14%	16.30%	18.35%	22.97%
EBIT增长率	34.14%	-6.62%	88.35%	21.71%	30.66%	34.55%
净利润增长率	55.47%	-3.65%	69.31%	31.93%	30.79%	30.97%
总资产增长率	18.11%	7.80%	5.75%	10.23%	15.21%	19.08%
资产管理能力						
应收账款周转天数	11.0	10.2	7.4	10.0	10.0	10.0
存货周转天数	298.1	338.6	281.1	285.0	285.0	285.0
应付账款周转天数	51.0	67.8	67.4	60.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	97.7	115.8	99.0	111.6	121.5	118.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-3.31%	-10.17%	0.12%	-7.34%	-5.16%	-0.23%
EBIT利息保障倍数	6.1	3.6	8.2	14.7	23.3	22.0
资产负债率	36.83%	37.35%	35.48%	35.90%	36.54%	39.25%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。