

沪港通股票

中炬高新

看好公司盈利能力提升，上调盈利预测和目标价

14年业绩前瞻：预计净利润同比增长40%左右

我们预计，公司14年收入同比增长14%，净利润同比增长40%，EPS为0.37元，对应四季度收入和净利润分别同比增长8%/15%。其中，2014年调味品收入增长20%。

15年展望：盈利能力有望提升

我们认为，公司15年净利率还有提升空间：1) 产品结构提升。我们预计，厨邦（高端产品）2014年占酱油收入的50%，公司计划将厨邦推广到更多区域，未来2-3年收入复合增速有望达到30%；2) 原材料和包装材料成本较为平稳；3) 产能提升后的规模效应；4) 费用可控。

产能陆续投放助推区域扩张

阳西基地产能陆续投放，我们预计一期15年底有10万吨产能投放，二期16年底投放20万吨，三期18年底投放46.8万吨。我们认为，阳西基地建成后将覆盖广西、福建、海南等区域。随着产能提升，公司有望向东北、华北等非传统区域继续扩张。

估值：目标价上调至16.5元（原13.4元），维持“买入”评级

我们看好公司市占率提高，以及结构升级和规模效应带来的盈利能力提升。我们对调味品和房地产分部估值，预计调味品14-16年EPS为0.38/0.49/0.63元，给予15年32倍P/E，得到调味品估值15.5元；我们用NAV法估算出房地产15年每股净资产1.0元，总体我们得出目标价16.5元。由于14年四季度调味品收入增速加快，我们预计公司14-16年EPS为0.37/0.50/0.63（原0.35/0.46/0.61）元，目标价对应公司14/15/16年P/E为45/33/26倍。

Equities

中国

食品加工

12个月评级 **买入**
保持**不变**

12个月目标价 **Rmb16.50**
之前: **Rmb13.40**

股价 **Rmb14.30**

路透代码: 600872.SS 彭博代码 600872 CH

交易数据和主要指标

52周股价波动范围 Rmb14.30-9.26

市值 Rmb11.4十亿/US\$1.82十亿

已发行股本 797百万 (ORDA)

流通股比例 83%

日均成交量(千股) 16,566

日均成交额(Rmb百万) Rmb193.9

普通股股东权益(12/14E) Rmb2.37十亿

市净率(12/14E) 4.8x

净债务/EBITDA NM

每股收益(UBS稀释后)(Rmb)

	从	到	%市场预测	
12/14E	0.35	0.37	7.09	0.37
12/15E	0.46	0.50	8.15	0.48
12/16E	0.61	0.63	4.81	0.63

赵琳

分析师

S1460511020005

lin.zhao@ubssecurities.com

+86-105-832 8186

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	1,735	1,754	2,318	2,649	3,276	3,831	4,389	5,108
息税前利润(UBS)	157	147	277	406	515	646	784	965
净利润(UBS)	130	126	213	298	396	506	625	779
每股收益(UBS稀释后)(Rmb)	0.16	0.16	0.27	0.37	0.50	0.63	0.78	0.98
每股股息 (Rmb)	0.00	0.05	0.08	0.11	0.15	0.19	0.24	0.29
现金/(净债务)	68	223	(3)	42	216	450	831	1,250
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	9.1	8.4	11.9	15.3	15.7	16.9	17.9	18.9
ROIC (EBIT) (%)	8.3	8.0	13.4	17.1	20.2	23.9	27.6	32.1
EV/EBITDA(core)x	25.6	18.3	18.7	23.8	19.2	15.7	12.9	10.2
市盈率(UBS, 稀释后) (x)	40.5	29.8	30.2	38.2	28.8	22.5	18.2	14.6
权益自由现金流(UBS)收益率%	(0.4)	(0.6)	(3.9)	1.3	2.6	3.3	4.9	5.5
净股息收益率(%)	0.0	1.1	1.0	0.8	1.0	1.3	1.6	2.1

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出。(E)：根据2015年03月09日22时40分的股价(Rmb14.30)得出。

投资主题

中炬高新

投资理由

我们认为中炬高新收入驱动因素是产品力、渠道改善推动的渠道渗透和区域扩张：1) 产品力：高盐稀态工艺发酵最充分，品质最好的代表，以生抽、中高端产品为主的产品结构有望更受益于结构升级和生抽普及的行业趋势；2) 渠道改善：公司销售网络逐渐成熟，对经销商掌控力提高，渠道利润率高，经销商动力充足，单个经销商销售额快速增长。

我们看好公司市占率提高，以及结构升级和规模效应带来的盈利能力提升。我们对调味品和房地产分部估值。对于调味品，给予 15 年 32 倍 P/E，得到调味品估值 15.5 元；我们用 NAV 法估算房地产 15 年每股净资产 1.0 元。我们预计公司 14-16 年的 EPS 为 0.37/0.50/0.63 元（市场一致预期 0.36/0.48/0.62 元）。

乐观情景

如果调味品新品推广和区域扩张超我们基准预期，2015-16 年调味品收入增速达到 30%/30%；产品结构升级超预期，调味品利润率上升，2015-16 年分别为 14%/15%，我们估算 2015-16 年调味品 EPS 为 0.55/0.69 元，通过分部估值法，我们预计每股估值 18 元。

悲观情景

如果调味品新品推广和区域扩张低于预期，2015-16 年调味品收入增速降低为 10%/10%；产能释放之后销售增速不达预期而折旧成本增加，导致调味品利润率降低，2015-16 年分别为 12%/13%，我们估算 2015-16 年调味品 EPS 为 0.4/0.55 元，通过分部估值法，我们预计每股估值为 11 元。

近期催化剂

我们认为对股价正面的催化剂：1) 15 年厨邦纯酿系列推广和销售情况有望超市场预期，2) 15 年公司毛利率提升幅度超市场预期。若 15 年房地产业务收入确认减少有可能成为负面催化剂。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb16.50

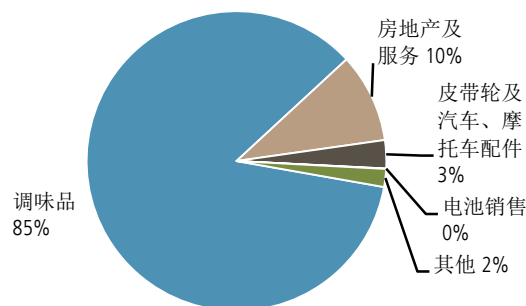
公司简介

中炬高新主营业务为调味品和房地产，分别占 2013 年公司收入的 85%和 10%。公司旗下全资子公司美味鲜主营酱油、鸡粉、酱类等调味品，酱油销售额约占 5%的市场份额，排名行业第二。公司业务主要分布于广东、浙江、广西、海南和福建，未来将向华北、华东拓展。美味鲜 2012 年宣布投资约 15 亿建设阳西基地，新建调味品产能 47 万吨，于 2014-2020 年陆续投产，布局未来调味品增长。

行业展望

我们预计在产品结构升级、生抽普及的行业趋势下，酱油行业未来 5 年的收入年复合增速将达到 15%左右，其中吨价上涨 CAGR 为 9%，销量提升 CAGR 为 6%，行业空间在 2016 年将达到 470 亿。同时，我们相信行业景气度将持续上升，产品结构升级提升毛利率水平，毛利率提高和规模优势继续拉动净利率的提升，整个行业的盈利能力有望持续提高。

2013 年分业务收入占比



来源：公司数据

各类产品毛利

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
调味品	461	615	809	976	1,175
房地产	28	74	25	83	88
汽车配件	10	20	22	22	22
电池销售	0	0	0	0	0
其他	0	16	70	74	78
总计	500	725	926	1,155	1,364

来源：公司数据，瑞银证券估算

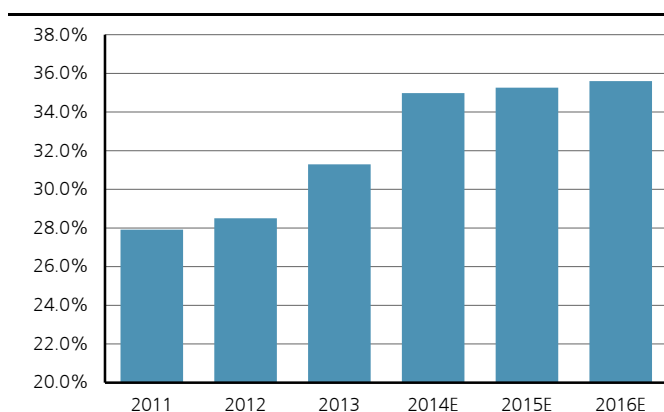
14 年业绩前瞻：预计净利润同比增长 40%左右

我们预计，公司 14 年收入同比增长 14%，净利润同比增长 40%，EPS 为 0.37 元，对应四季度收入和净利润分别同比增长 8%/15%。其中，2014 年调味品收入增长 20%。

15 年展望：盈利能力有望提升

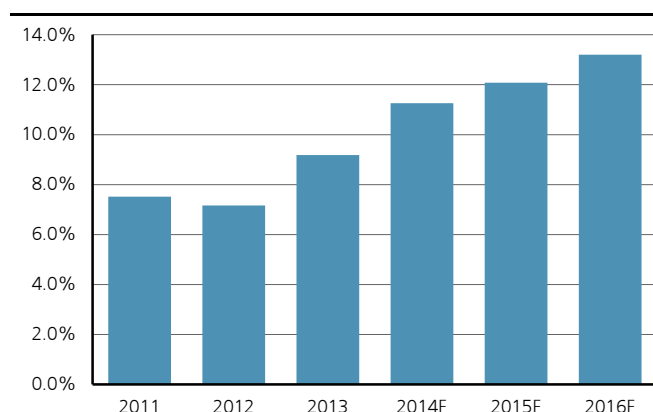
我们认为，公司 15 年收入将稳步提升，15 年净利率还有提升空间：1) 产品结构提升。我们预计，厨邦（高端产品）2014 年占酱油收入的 50%，公司计划将厨邦推广到更多区域，未来 2-3 年收入复合增速有望达到 30%；2) 原材料和包装材料成本较为平稳；3) 产能提升后的规模效应；4) 费用可控，广告促销费用增速低于收入增速。

图表 24: 中炬高新毛利率还有提升空间



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 25: 净利率有望提升



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

差异化渠道策略

目前厨邦品牌拥有约 7000 个经销商，依靠高周转获得较高资金回报率：一批经销商的平均利润率约为 5-10%，年周转率为 6 次以上，整体盈利水平较高。中炬高新具有差异化的渠道策略，主攻家庭消费，避开与海天在餐饮渠道的正面竞争。从渠道占比来看，居民渠道占比 60%以上，餐饮 10%多，KA 渠道 20%。我们认为，与竞争对手相比，中炬高新的国企体制限制了其渠道效率的提高，如果后续国企改革能提供更灵活的激励机制，渠道力有望进一步提高。

产能陆续投放助推区域扩张

我们估计，2014 年整个酱油行业市场规模在 721 万吨左右（规模以上企业口径），中炬市占率为 5%左右，而在整个调味品行业市占率仅为 1%左右。我们认为，未来 3-5 年，随着消费者观念提升，品牌集中度也将逐步提高。公司产品力、渠道力较强，有望提高在酱油和整个调味品行业中的市占率。

阳西基地产能陆续投放，我们预计一期 15 年底有 10 万吨产能投放，二期 16 年底投放 20 万吨，三期 18 年底投放 46.8 万吨，产能将不再是区域扩张的瓶颈。我们认为，阳西基地建成后将覆盖广西、福建、海南等区域。随着产能提升，公司将向东北、华北等非传统区域继续扩张。

盈利预测和目标价调整

我们看好公司市占率提高，以及结构升级和规模效应带来的盈利能力提升。我们对调味品和房地产分部估值，预计调味品 14-16 年 EPS 为 0.38/0.49/0.63 元，给予 15 年 32 倍 P/E，得到调味品估值 15.5 元；我们用 NAV 法估算出房地产 15 年每股净资产 1.0 元，总体我们得出目标价 16.5 元。我们预计公司 14-16 年 EPS 为 0.37/0.50/0.63（原 0.35/0.46/0.61）元，目标价对应公司 14/15/16 年 P/E 为 45/33/26 倍。

图表 26: 盈利预测调整

	目前预测			之前预测		
	14E	15E	16E	14E	15E	16E
收入（百万元）	2,649	3,276	3,831	2,601	3,239	3,852
YoY	14.3%	23.7%	16.9%	17.2%	24.5%	18.9%
毛利率	35.0%	35.3%	35.6%	33.9%	33.3%	33.8%
销售费用率	8.7%	8.7%	8.3%	8.7%	8.1%	7.7%
管理费用率	9.7%	9.7%	9.4%	9.7%	9.3%	9.0%
净利润（百万元）	298	396	506	278	366	482
YoY	40.1%	32.7%	27.8%	30.8%	31.7%	31.7%
净利润率	11.3%	12.1%	13.2%	10.7%	11.3%	12.5%
EPS（元）	0.37	0.50	0.63	0.35	0.46	0.61

来源: 公司公告; 瑞银证券估算

中炬高新 (600872.SS)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	1,735	1,754	2,318	2,649	14.3	3,276	23.7	3,831	4,389	5,108
毛利	484	500	725	926	27.7	1,155	24.7	1,364	1,580	1,861
息税折旧摊销前利润(UBS)	212	205	346	484	39.9	596	23.1	715	847	1,034
折旧和摊销	(55)	(58)	(69)	(78)	12.7	(81)	4.2	(69)	(63)	(69)
息税前利润(UBS)	157	147	277	406	46.7	515	26.8	646	784	965
联营及投资收益	12	20	12	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	7	19	7	(8)	-	(1)	90.5	(1)	(1)	2
净利息	(26)	(41)	(34)	(35)	-2.5	(32)	7.4	(29)	(22)	(17)
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	150	145	262	363	38.4	482	32.7	616	761	949
税项	(28)	(23)	(42)	(54)	-29.7	(72)	-32.7	(92)	(114)	(142)
税后利润	122	122	220	309	40.1	410	32.7	523	647	807
优先股股息及少数股权	8	3	(8)	(11)	-40.1	(14)	-32.7	(18)	(22)	(28)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	130	126	213	298	40.1	396	32.7	506	625	779
净利润(UBS)	130	126	213	298	40.1	396	32.7	506	625	779
税率(%)	18.3	15.8	16.0	15.0	-6.3	15.0	0.0	15.0	15.0	15.0
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(UBS 稀释后)	0.16	0.16	0.27	0.37	40.1	0.50	32.7	0.63	0.78	0.98
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.16	0.16	0.27	0.37	40.1	0.50	32.7	0.63	0.78	0.98
每股收益(UBS, 基本)	0.16	0.16	0.27	0.37	40.1	0.50	32.7	0.63	0.78	0.98
每股股息净值(Rmb)	0.00	0.05	0.08	0.11	40.1	0.15	32.7	0.19	0.24	0.29
每股账面价值	2.29	2.45	2.68	2.97	10.9	3.35	12.9	3.84	4.43	5.18
平均股数(稀释后)	796.64	796.64	796.64	796.64	0.0	796.64	0.0	796.64	796.64	796.64
资产负债表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
现金和现金等价物	442	358	358	361	1.0	536	48.3	719	1,051	1,470
其他流动资产	1,389	1,681	1,616	1,729	7.0	1,931	11.7	2,126	2,306	2,615
流动资产总额	1,831	2,039	1,974	2,090	5.9	2,466	18.0	2,845	3,357	4,085
有形固定资产净值	525	588	670	832	24.3	961	15.5	1,093	1,200	1,301
无形固定资产净值	64	91	107	95	-11.3	85	-11.1	85	85	85
投资/其他资产	811	777	945	965	2.1	935	-3.1	905	855	805
总资产	3,231	3,495	3,696	3,983	7.8	4,448	11.7	4,928	5,497	6,275
应付账款和其他短期负债	808	1,158	939	1,023	9.0	1,167	14.1	1,293	1,416	1,575
短期债务	231	60	241	150	-37.79	150	0.00	150	100	100
流动负债总额	1,038	1,218	1,180	1,173	-0.6	1,317	12.3	1,443	1,516	1,675
长期债务	144	75	120	170	41.8	170	0.0	120	120	120
其它长期负债	1	13	12	12	0.0	12	0.0	12	12	12
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	1,183	1,306	1,311	1,354	3.3	1,499	10.7	1,574	1,648	1,807
普通股股东权益	1,824	1,948	2,133	2,366	10.9	2,672	12.9	3,059	3,532	4,124
少数股东权益	224	242	252	263	4.2	277	5.3	294	317	344
负债和权益总计	3,231	3,495	3,696	3,983	7.8	4,448	11.7	4,928	5,497	6,275
现金流量表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
净利润(支付优先股股息前)	130	126	213	298	40.1	396	32.7	506	625	779
折旧和摊销	55	58	69	78	12.7	81	4.2	69	63	69
营运资本变动净值	(16)	52	(176)	(40)	77.1	(63)	-55.8	(76)	(63)	(153)
其他营业性现金流	(42)	3	26	59	122.9	52	-11.5	53	51	48
经营性现金流	128	239	132	394	198.5	466	18.2	551	675	744
有形资本支出	(146)	(260)	(386)	(248)	35.6	(170)	31.6	(170)	(120)	(120)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	78	41	250	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(68)	(219)	(136)	(248)	-82.5	(170)	31.6	(170)	(120)	(120)
已付股息	0	0	(40)	(64)	-60.3	(89)	-40.1	(119)	(187)	(234)
股份发行/回购	0	20	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(27)	(40)	(34)	(37)	-10.09	(32)	14.30	(29)	14	29
债务及优先股变化	133	(89)	76	(41)	-	0	-	(50)	(50)	0
融资性现金流	106	(110)	2	(142)	-	(122)	14.7	(197)	(224)	(205)
现金流量中现金的增加/(减少)	166	(90)	(2)	3	-	174	NM	184	331	419
外汇/非现金项目	3	6	2	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	168	(85)	0	3	NM	174	NM	184	331	419

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

中炬高新 (600872.SS)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	40.5	29.8	30.2	38.2	28.8	22.5	18.2	14.6
市盈率 (UBS, 稀释后)	40.5	29.8	30.2	38.2	28.8	22.5	18.2	14.6
股价/每股现金收益	28.5	20.4	22.8	30.3	23.9	19.8	16.6	13.4
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(0.4)	(0.6)	(3.9)	1.3	2.6	3.3	4.9	5.5
净股息收益率(%)	0.0	1.1	1.0	0.8	1.0	1.3	1.6	2.1
市净率	2.9	1.9	3.0	4.8	4.3	3.7	3.2	2.8
企业价值/营业收入(核心)	3.1	2.1	2.8	4.3	3.5	2.9	2.5	2.1
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	25.6	18.3	18.7	23.8	19.2	15.7	12.9	10.2
企业价值/息税前利润(核心)	NM	25.5	23.3	28.4	22.2	17.4	14.0	11.0
企业价值/经营性自由现金流(核心)	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
企业价值/运营投入资本	2.9	2.0	3.1	4.9	4.5	4.2	3.8	3.5
企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值	5,290	3,748	6,432	11,392	11,392	11,392	11,392	11,392
净债务 (现金)	100	(145)	(110)	(19)	(129)	(333)	(641)	(1,041)
少数股东权益	224	242	252	263	277	294	317	344
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	5,614	3,844	6,574	11,635	11,540	11,353	11,068	10,695
非核心资产	(173)	(93)	(114)	(114)	(114)	(114)	(114)	(114)
核心企业价值	5,441	3,751	6,460	11,521	11,426	11,239	10,954	10,581
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	35.8	1.1	32.1	14.3	23.7	16.9	14.6	16.4
息税折旧摊销前利润(UBS)	33.9	-3.5	68.9	39.9	23.1	19.9	18.5	22.1
息税前利润(UBS)	34.1	-6.6	88.3	46.7	26.8	25.4	21.4	23.0
每股收益(UBS 稀释后)	32.8	-3.7	69.3	40.1	32.7	27.8	23.5	24.8
每股股息净值	-	NM	60.3	40.1	32.7	27.8	23.5	24.8
利润率与盈利能力(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
毛利率	27.9	28.5	31.3	35.0	35.3	35.6	36.0	36.4
息税折旧摊销前利润率	12.2	11.7	14.9	18.3	18.2	18.7	19.3	20.2
息税前利润率	9.1	8.4	11.9	15.3	15.7	16.9	17.9	18.9
净利 (UBS) 率	7.5	7.2	9.2	11.3	12.1	13.2	14.2	15.3
ROIC (EBIT)	8.3	8.0	13.4	17.1	20.2	23.9	27.6	32.1
税后投资资本回报率	6.7	6.7	11.2	14.5	17.2	20.3	23.4	27.3
净股东权益回报率(UBS)	7.4	6.7	10.4	13.3	15.7	17.6	19.0	20.4
资本结构与覆盖率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净债务/息税折旧摊销前利润	(0.3)	(1.1)	0.0	(0.1)	(0.4)	(0.6)	(1.0)	(1.2)
净债务/总权益 %	(3.3)	(10.2)	0.1	(1.6)	(7.3)	(13.4)	(21.6)	(28.0)
净债务 / (净债务 + 总权益) %	(3.4)	(11.3)	0.1	(1.6)	(7.9)	(15.5)	(27.5)	(38.8)
净债务/企业价值	(1.2)	(5.9)	0.0	(0.4)	(1.9)	(4.0)	(7.6)	(11.8)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	191.9	173.1
资本支出/营业收入(%)	8.4	14.8	16.6	9.4	5.2	4.4	2.7	2.3
息税前利润/净利息	6.1	3.6	8.2	11.7	16.0	22.6	35.5	55.4
股息保障倍数 (UBS)	NM	3.2	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
股息支付率 (UBS) %	0.0	31.7	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
分部门收入 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	1,735	1,754	2,318	2,649	3,276	3,831	4,389	5,108
总计	1,735	1,754	2,318	2,649	3,276	3,831	4,389	5,108
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	157	147	277	406	515	646	784	965
总计	157	147	277	406	515	646	784	965

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。