

中炬高新 (600872)

2Q15净利低于预期，关注改革后激励机制转变

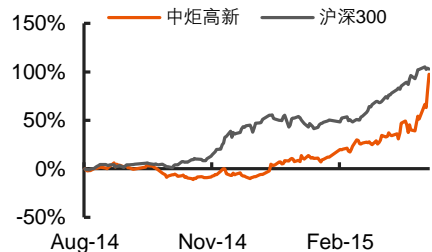
推荐 (维持)

现价: 21.62 元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.jonjee.com
大股东/持股	中山火炬集团有限公司 /10.72%
实际控制人/持股	中山火炬高技术产业开发区管理委员会/10.72%
总股本(百万股)	797
流通 A 股(百万股)	797
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	173.11
流通 A 股市值(亿元)	173.11
每股净资产(元)	2.98
资产负债率(%)	39.50

行情走势图



单击此处输入文字。

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
0755-22626689
WANGQIAOYI597@pingan.com.cn

证券分析师

文献 投资咨询资格编号
S1060511010014
0755-22627143
WENXIAN001@pingan.com.cn

汤玮亮 投资咨询资格编号
S1060512040001
0755-22624571
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。

投资要点

事项:

中炬高新公布15年中报，1H15营收13.21亿，同比降0.7%，归属母公司净利1.03亿，同比降32.7%，每股收益0.13元。2Q15营收6.64亿，同比增1.4%，归属母公司净利0.50亿，同比降32.7%，每股收益0.06元。

平安观点:

■ **2Q15 净利低于预期。**2Q15 净利降 32.7%，主要源于期间费用率提升 4.1pct、毛利率下降 0.6pct。

■ **成熟区域稳定增长，北方市场重点开拓。**1H15 公司调味品业务同比增 9%，测算 2Q15 增 12%，高于 1Q15 的 5%增速，主要是 14 年首次季度考核抬高 1Q14 基数所致。剔除地产等其他业务影响，调味品 1H15 在南部、东部地区营收增速分别为 9%、7%，表明成熟地区仍有增长空间；中西部区域 16%增速最快，北方区域增 11%，主要源于公司以新品加大力度对该市场进行重点开拓。往 2H15 看，公司渠道上强化餐饮、电商；区域上主攻北方市场，下半年营收增速有望加快。

■ **调味品毛利率持续提升，费用投入增加影响盈利能力。**受地产业务拖累，2Q15 毛利率同比降 0.6pct；1H15 调味品毛利率增 1.27pct，应是受到原料降价、产线效率提升与转固折旧费用等因素综合影响。净利下降主要源于期间费用率提升：2Q15 销售与管理费用率分别提升 1.1pct 与 1.7pct，是与渠道拓展、研发投入、员工薪酬、阳西产能投放转固折旧增加有关；财务费用率增 1.3pct，是由于公司债券利息支出增加所致。年内高费用投入几成定局，估计 15 年净利率在 8.7%水平。

■ **国企改革是关注焦点，期待落地后激励机制转变。**短期业绩下滑不改长期向好趋势，调味品行业景气度高，公司经营能力优秀，受到国有体制束缚难以形成有效激励。前海人寿举牌倒逼公司进行国企改革，估计大股东易主，完成混改可能性较大。改革落地后公司治理结构得到完善，激励到位提升管理层积极性，长期看利于公司加速发展。

■ **盈利预测与估值：**我们下调收入预测值，下调 15 年 EPS 约 7%，预计公司 15-16 年实现每股收益 0.28、0.32 元，同比增-23%、14%，最新收盘价对应的 PE 分别为 77、68 倍。考虑到公司渠道拓展稳步推进，同时国企改革预期强烈，维持“推荐”投资评级。

■ **风险提示：**国改效果不达预期及食品安全事件。

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1754	2318	2642	2744	3127
YoY(%)	1.1	32.1	14.0	3.9	13.9
净利润(百万元)	126	213	287	222	253
YoY(%)	-3.7	69.3	34.7	-22.4	13.8
毛利率(%)	28.5	31.3	34.5	35.6	35.8
净利率(%)	7.0	9.5	11.1	8.7	8.7
ROE(%)	6.7	10.4	12.8	9.4	10.2
EPS(摊薄/元)	0.16	0.27	0.36	0.28	0.32
P/E(倍)	137.0	80.9	60.1	77.4	68.1
P/B(倍)	8.8	8.1	7.3	7.2	6.7

图表1 中报快读：2Q15收入增1.4%，净利降32.7% 单位：百万元，元/股

	2Q14	2Q15	同比变化	1H14	1H15	同比变化	
营业收入	655	664	1.4%	1,330	1,321	-0.7%	调味品收入增 9%
营业成本	420	430	2.4%	866	855	-1.3%	
毛利率	35.9%	35.3%	-0.6%	34.9%	35.2%	0.3%	调味品毛利率增 1.27pct
毛利	235	235	-0.2%	464	465	0.2%	
营业税金及附加	14	9	-36.5%	27	15	-44.2%	
销售费用	60	69	13.9%	122	140	14.6%	广告、市场费用、人员费用增加
管理费用	69	82	18.0%	121	155	27.4%	职工薪酬、研发费用增加、阳西投产固定资产折旧增加
财务费用	8	16	111.9%	16	30	84.6%	公司债利息支出增加
资产减值损失	-1	0	143.9%	-0	1	1993.2%	坏帐损失增加
公允价值变动收益	0	-2	-1766.1%	0	-2	-1831.0%	
投资收益	2	11	582.3%	3	18	427.1%	委托贷款、理财产品取得收益
营业利润	86	68	-21.5%	181	141	-22.3%	
营业利润率	13.2%	10.2%	-3.0%	13.6%	10.7%	-2.9%	
营业外收入	2	4	86.5%	4	4	-3.8%	
营业外支出	1	0	-59.4%	4	1	-79.7%	
利润总额	88	71	-18.8%	181	144	-20.4%	
所得税	14	15	8.2%	28	29	3.6%	
所得税率	16.7%	27.2%	10.4%	16.0%	24.0%	8.0%	
少数股东权益	-0	6	1996.5%	-1	12	2080.6%	
归属于母公司净利润	74	50	-32.7%	153	103	-32.7%	
净利率	11.2%	8.4%	-2.8%	11.5%	8.7%	-2.8%	
EPS	655	664	1.4%	1,330	1,321	-0.7%	

资料来源：公司公告、平安证券研究所、wind

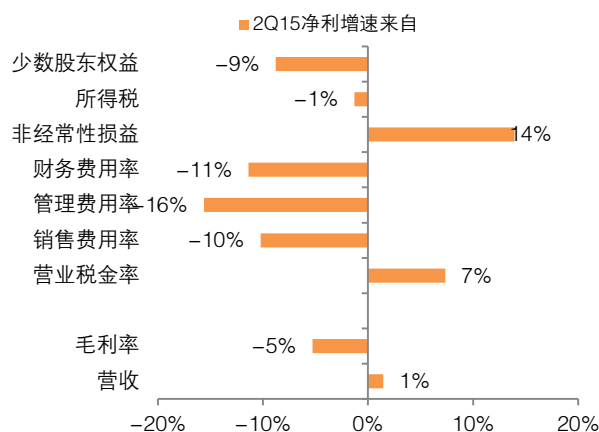
图表2 1H15调味品收入增长9.1% 单位：百万元

	1H12	2H12	1H13	2H13	1H14	2H14	1H15
调味品	749	863	961	1018	1153	1167	1258
同比增长	22.5%	27.3%	28.4%	17.9%	20.0%	14.6%	9.1%
毛利率	31.3%	26.3%	29.5%	32.6%	34.6%	35.1%	35.8%
同比变化	4.5%	-2.9%	-1.8%	6.3%	5.1%	2.5%	1.27%
皮带轮及汽车、摩托车配件	20	28	33	37	36	35	33
同比增长	-13.4%	6.9%	65.6%	31.4%	7.8%	-5.0%	-9.0%
毛利率	17.5%	24.1%	22.9%	34.4%	27.4%	33.9%	33.4%
同比变化	2.2%	12.0%	5.4%	10.3%	4.5%	-0.5%	6.0%
房地产及服务	32	52	107	116	34	19	19

	1H12	2H12	1H13	2H13	1H14	2H14	1H15
同比增长	-59.2%	-63.7%	229.7%	124.9%	-67.7%	-83.9%	-44.7%
毛利率	36.7%	31.9%	30.6%	35.6%	16.8%	22.8%	-5.0%
同比变化	9.0%	-2.0%	-6.1%	-	-13.8%	-12.8%	-21.8%

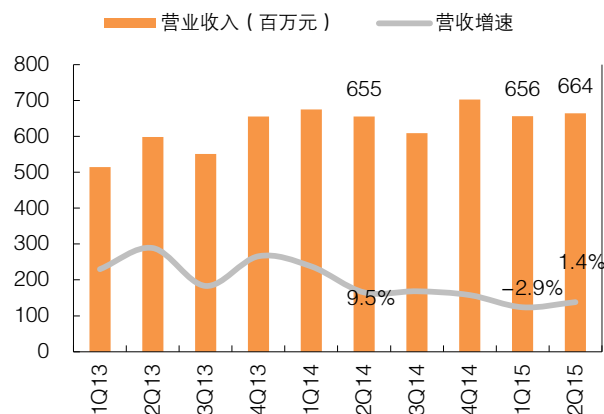
资料来源：公司公告、平安证券研究所、wind

图3 期间费用率提高与毛利率下降是2Q15净利下降主因



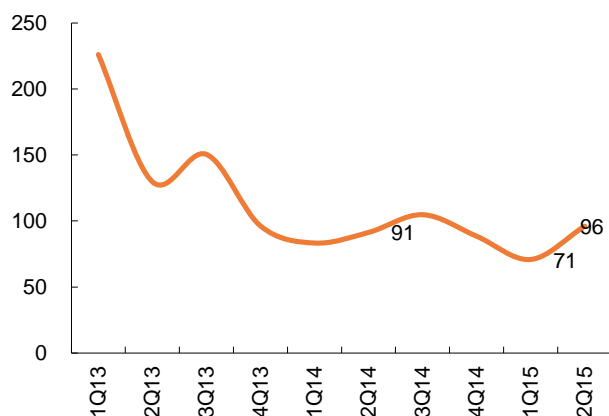
资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

图4 2Q15公司营收同比增1.4%



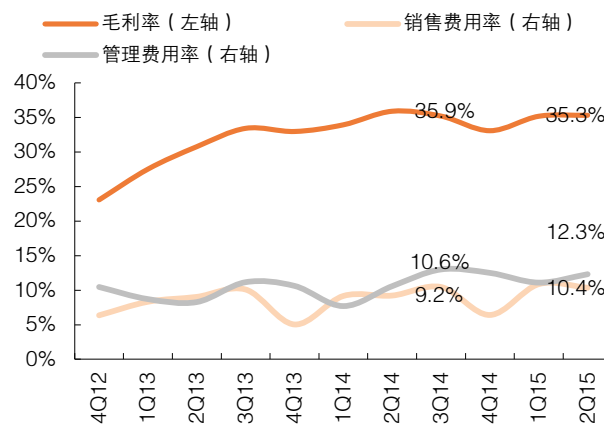
资料来源：公司公告、平安证券研究所、wind

图5 2Q15末预收款环比1Q15升至0.96亿（单位：百万元）



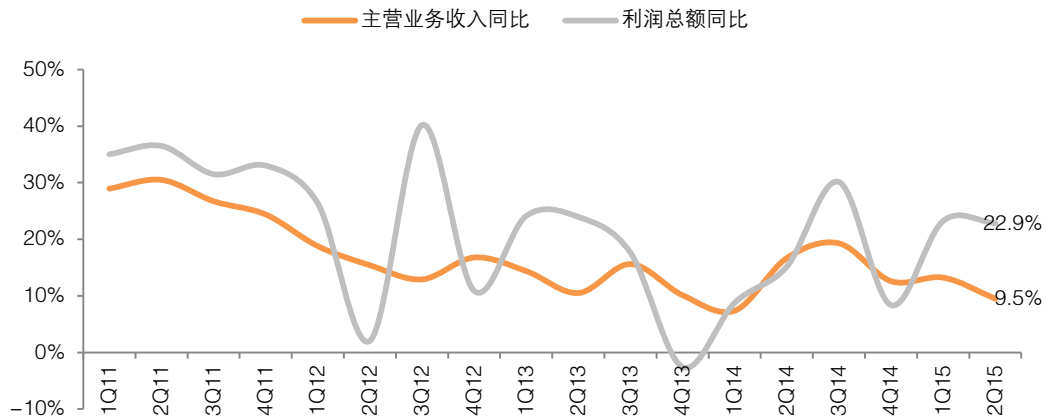
资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

图6 2Q15毛利率下降，销售与管理费用率均同比上升



资料来源：公司公告、平安证券研究所、wind

图7 2Q15调味品行业营收增9.5%，利润总额增22.9%



资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

图8 平安重点公司盈利预测及最近一月调整情况

股票名称	股价 (元) 8月24日	EPS (元/股)			P/E			评级	EPS 最新调整 2015E
		2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E		
贵州茅台	169.64	12.22	13.14	14.30	13.9	12.9	11.9	强烈推荐	
五粮液	25.73	1.54	1.66	1.92	16.7	15.5	13.4	强烈推荐	
洋河股份	51.30	2.99	3.26	3.59	17.2	15.7	14.3	中性	
泸州老窖	20.70	0.63	1.14	1.25	33.0	18.2	16.6	中性	
青青稞酒	21.15	0.71	0.73	0.80	30.0	29.1	26.6	中性	
山西汾酒	15.50	0.41	0.44	0.56	37.7	35.2	27.8	推荐	
顺鑫农业	16.21	0.63	0.69	0.78	25.7	23.6	20.8	推荐	
古井贡酒	29.85	1.19	1.29	1.48	25.2	23.2	20.1	中性	
张裕 A	33.82	1.45	1.47	1.57	23.4	23.0	21.5	中性	
青岛啤酒	31.15	1.47	1.41	1.55	21.1	22.0	20.1	中性	
海天味业	27.53	0.77	0.90	1.06	35.6	30.6	25.9	强烈推荐	
中炬高新	21.62	0.36	0.28	0.32	60.1	77.2	67.6	推荐	↓ 7% (8月25日)
伊利股份	14.58	0.68	0.87	1.07	21.6	16.8	13.6	强烈推荐	↓ 9% (7月29日)
贝因美	13.19	0.07	-0.30	-0.27	195.8	-44.0	-48.9	中性	↓ 892% (8月25日)
光明乳业	16.71	0.32	0.92	1.19	52.2	18.2	14.1	推荐	
黑芝麻	13.03	0.20	0.22	0.25	66.7	59.2	52.1	中性	↓ 57% (8月4日)
安琪酵母	29.34	0.45	0.87	1.40	65.7	33.8	20.9	强烈推荐	↑ 9% (7月24日)
双汇发展	17.10	1.22	1.23	1.25	14.0	13.9	13.7	推荐	↓ 9% (8月13日)
大北农	11.41	0.29	0.27	0.44	39.3	42.2	25.9	强烈推荐	↓ 29% (8月19日)
三全食品	11.45	0.10	0.13	0.25	113.9	87.0	45.0	强烈推荐	
均值					45.4	47.1	49.3		

资料来源：平安证券研究所、Wind

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
流动资产	1974	1993	2334	2549
现金	355	270	548	534
应收账款	55	53	60	66
其他应收款	69	26	55	47
预付账款	225	221	238	263
存货	1208	1261	1314	1477
其他流动资产	62	160	119	162
非流动资产	1722	2066	2037	2060
长期投资	114	52	52	52
固定资产	988	1367	1348	1363
无形资产	106	114	114	115
其他非流动资产	514	533	524	530
资产总计	3696	4059	4371	4608
流动负债	1180	832	1080	1122
短期借款	164	100	100	100
应付账款	346	404	398	460
其他流动负债	669	328	582	562
非流动负债	132	614	614	614
长期借款	120	109	109	109
其他非流动负债	12	506	506	506
负债合计	1311	1446	1695	1737
少数股东权益	252	258	273	293
股本	797	797	797	797
资本公积	297	279	279	279
留存收益	1040	1262	1329	1505
归属母公司股东权益	2133	2355	2403	2579
负债和股东权益	3696	4059	4371	4608

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
经营活动现金流	135	335	542	247
净利润	213	287	222	253
折旧摊销	72	86	122	118
财务费用	34	33	59	56
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-183	-337	113	-216
其他经营现金流	-1	266	26	36
投资活动现金流	-136	-377	-98	-138
资本支出	-62	-70	-98	-138
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-74	-306	0	0
筹资活动现金流	2	-44	-146	-124
短期借款	154	-64	0	0
长期借款	72	-77	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-224	98	-146	-124
现金净增加额	1	-85	298	-14

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	2318	2642	2744	3127
营业成本	1593	1731	1767	2006
营业税金及附加	38	45	47	54
营业费用	185	231	291	343
管理费用	225	288	319	349
财务费用	34	33	59	56
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	12	10	31	15
营业利润	254	323	291	334
营业外收入	15	29	9	9
营业外支出	7	8	2	2
利润总额	262	344	297	340
所得税	42	51	59	68
净利润	220	293	238	272
少数股东损益	8	6	16	19
归属母公司净利润	213	287	222	253
EBITDA	49	40	38	35
EPS (元)	0.27	0.36	0.28	0.32

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
成长能力				
营业收入(%)	32.1	14.0	3.9	13.9
营业利润(%)	115.9	27.0	-9.8	14.8
归属于母公司净利润(%)	69.3	34.7	-22.4	13.8
获利能力				
毛利率(%)	31.3	34.5	35.6	35.8
净利率(%)	9.5	11.1	8.7	8.7
ROE(%)	10.4	12.8	9.4	10.2
ROIC(%)	10.4	10.4	8.9	9.8
偿债能力				
资产负债率(%)	35.5	35.6	38.8	37.7
净负债比率(%)	0.6	17.3	6.5	6.6
流动比率	1.67	2.39	2.16	2.27
速动比率	0.65	0.88	0.94	0.96
营运能力				
总资产周转率	0.64	0.68	0.65	0.70
应收账款周转率	49.1	49.6	49.0	50.3
应付账款周转率	5.4	5.4	5.1	5.5
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.36	0.28	0.32
每股经营现金流(最新摊薄)	0.17	0.42	0.68	0.31
每股净资产(最新摊薄)	2.99	3.28	3.36	3.60
估值比率				
P/E	80.9	60.1	77.4	68.1
P/B	8.1	7.3	7.2	6.7
EV/EBITDA	48.6	40.4	37.9	35.3

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±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±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替行使独立判断。

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 2015 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

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033