

# 中炬高新 (600872)

## 成长动力持续，国改落地将加速公司发展

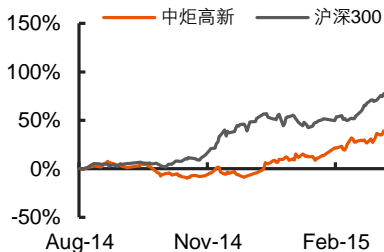
### 推荐 (维持)

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



#### 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

#### 平安观点:

■ **品类依次拓展，渠道稳步扩张。**公司目前两大品类，酱油与鸡粉分别占调味品营收比重约 75%与 14%。食用油近年比重增加，包括花生油与调和油等，可能成为未来第三大品类。新品下饭酱 14 年开始试销，目前反馈效果良好；罐头 15 年推出，有望成为新增长点。渠道上巩固流通市场优势地位，积极拓展餐饮市场：开发适合餐饮使用的大包装产品，同时完善高端餐饮建设，与厨师协会合作开展厨艺品鉴会，加大厨邦品牌宣传。上半年受到宏观经济下行、竞争加剧、基数效应等影响，调味品营收增 9%增速下滑，估计年内仍有压力，但应看到公司在品类与渠道上积极布局，为后续成长奠定基础，长期来看仍为调味品领域优秀标的。

■ **阳西基地产能调配，非酱油调味品可能成未来增长点。**阳西基地二期即将投产，目前进行产能调配：一方面原有中山基地鸡精、鸡粉产能搬迁至阳西，另一方面将二期酱油产能提前释放，15 年可新增酱油产能约 10 万吨。后续阳西放量可能以非酱油类调味品为主，包括新品罐头、调味酱等，下半年可能上线量产，估计阳西基地 15 年可实现收入约 10 亿。

■ **国企改革落地在即，期待治理结构转变与激励机制完善。**公司已公告筹划非公开发行事项，猜测前海人寿大概率成为公司大股东，国企改革可能一步到位，直接转为民营企业。我们估计将产生三方面影响：一是国企发展目标相对保守，改制后目标制定可能趋于激进；二是定增后资本实力增强，可能会在营销网络、产能建设等方面加大投放力度；三是激励制度将得到完善。调味品行业景气度高，公司管理经营能力优秀，机制转变后将突破国企束缚，盈利能力有望提升。

■ **盈利预测与估值：**暂维持盈利预测不变，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，国企改革落地将利好公司长期发展，维持“推荐”投资评级。

■ **风险提示：**营收增长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

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	3696	4059	4371	4608
<b>流动负债</b>	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
<b>非流动负债</b>	132	614	614	614
长期借款	120	109	109	109
其他非流动负债	12	506	506	506
<b>负债合计</b>	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
<b>归属母公司股东权益</b>	2133	2355	2403	2579
<b>负债和股东权益</b>	3696	4059	4371	4608

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	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
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	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
<b>现金净增加额</b>	1	-85	298	-14

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	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
<b>营业利润</b>	254	323	291	334
营业外收入	15	29	9	9
营业外支出	7	8	2	2
<b>利润总额</b>	262	344	297	340
所得税	42	51	59	68
<b>净利润</b>	220	293	238	272
少数股东损益	8	6	16	19
<b>归属母公司净利润</b>	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
<b>成长能力</b>				
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
<b>获利能力</b>				
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
<b>偿债能力</b>				
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
<b>营运能力</b>				
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
<b>每股指标(元)</b>				
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
<b>估值比率</b>				
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