

中炬高新 (600872)

定增后主业力度加大，美味鲜或迎来高速发展

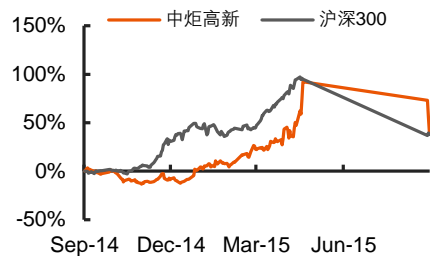
推荐 (维持)

现价: 15.76 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)	125.55
流通 A 股市值(亿元)	125.55
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:

■ **加大渠道覆盖面是第一要务，多方面推动全渠道经营。**公司定增资金中 36 亿用于发展主业，资金充足后厨邦将加速全国化进程，加大渠道覆盖面应是首要任务：一方面扩充销售队伍，计划 3-5 年内销售办事处由目前 90 家增至 270 家；经销商由 600 家增至 1800 家；销售员工由 900 人扩展至 2000 人。另一方面推动全渠道经营：一是扩大 KA 渠道优势，门店计划由 6000 家增至 10000 家；二是加大流通渠道网点布局，计划占比由当前 25% 提升至 60%；三是通过与厨师互动来强化餐饮渠道，计划占比由 18% 升至 40%；四是新增电商渠道，前期借助阿里、天猫等第三方平台，后续成立自身平台及跨境电商，建立起全渠道、全网络的营销模式。

■ **食用油可能成为第三大品类，产品多元化逐步推进。**公司选择食用油作为后续推广重点产品，原因在于：一是行业市场容量较大；二是食用油渠道与现有产品共享；三是投资回报率与周转率较高，该产品估计年内规模 1.5-2 亿，未来很可能成为继酱油、鸡粉之后第三大品类。阳西基地水产品资源丰富，蚝、鲮鱼罐头类产品引入原产地概念，卖点更加突出，加之现有罐头企业规模不大，产能放量后很可能成为未来收入增长点。蚝油、醋、调味酱等品类均在有序扩张，产品多元化逐步推进。

■ **短期看 2H15 收入增速将明显提升，长期看公司或迎来高速发展阶段。**1H15 公司收入增速下滑，核心原因在于 3Q14 调价终端价格对销量产生负面影响。调价目的在于让利于经销商，利润率提升有较高积极性，利于渠道长期发展。目前负面影响已基本消除，8 月销售已有明显回暖，估计 2H15 营收增速提升是大概率事件。长期来看定增资金到位将加大渠道建设与宣传投入，销售网络向全国铺设，预计 3-5 年美味鲜可达 70-80 亿收入规模，年复合增速约 20%-25%，公司或迎来高速发展阶段。募投技改项目将提高产出率与自动化水平，对毛利率起到正向刺激；渠道扩展导致费用投入加大，净利增速可能略低于营收。

■ **盈利预测与估值：**公司定增完成新控制人大概率派人进入董事会，猜测原有管理层不会发生较大变动，公司应可平稳过渡。变为民企机制灵活，期待后续激励机制得到完善。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-22%、14%，最新收盘价对应的 PE 分别为 56、50 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，前期股价下跌后系统性风险已释放，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)	99.9	59.0	43.8	56.4	49.6
P/B(倍)	6.4	5.9	5.3	5.2	4.9

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	36	30	28	26
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	59.0	43.8	56.4	49.6
P/B	5.9	5.3	5.2	4.9
EV/EBITDA	35.7	29.9	28.0	26.1

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