

# 中炬高新 (600872)

2015年9月23日

分析师: 马浩博

执业资格证书编号: S0850513090003

联系电话: 18917609091

mahb@research.dwstock.com.cn

联系人: 丁一

联系电话: 0512-62936057

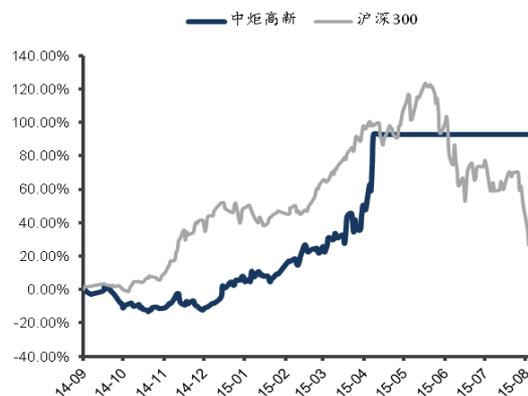
## 民企机制激活, 成长潜力激增

### 增持 (首次)

盈利预测与估值	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2,642	2,817	3,260	3,746
同比(+/-%)	14.0%	6.6%	15.7%	15.29%
净利润(百万元)	286.79	405.96	653.55	805.39
同比(+/-%)	34.7%	41.6%	61.0%	23.2%
毛利率(%)	32.8%	33.8%	35.7%	37.5%
净资产收益率(%)	12.2%	15.5%	21.3%	22.3%
每股收益(元)	0.36	0.29	0.35	0.44
PE	54.06	38.20	23.73	19.26
PB	6.58	5.90	5.06	4.30

- **改制激发活力, 期待公司业务发展更上一层楼:** 公司变更为民营企业, 不断改善经营, 目前公司的薪酬和奖励机制已经逐步到位, 管理团队也在逐步上升阶段。公司高层积极鼓励美味鲜经营团队的发展, 但短时期内, 大股东变更影响和战略灌输都还没看到明确的路径。
- **行业增速放缓, 业绩跟随行业承压:** 目前宏观经济下行, 行业增速放缓, 主消费端 7-8 块中位数, 继续提高或为瓶颈。行业集中度仍较低, CR5 从之前的 20% 提高到现在 50% 以上, 未来提升将是一个缓慢的过程。公司目前产品结构以中高端产品为主导, 此前主要针对高端餐饮进行营销, 但现阶段高端餐饮萎缩, 大众餐饮扩张, 因此为了配合餐饮渠道的改变, 公司将加大针对性产品的销售, 如明确美味鲜针对大排档的定位等。
- **行业竞争激烈, 销售费用和管理费用短期有所增加:** 2015Q2 管理费用率为 11.7%, 远高于海天的 5.5% 和加加的 4.99%, 未来随着自动化水平逐步提升, 以及收入规模的提升, 管理费用率有望不断降低, 逐步向龙头靠拢。
- **加强自动化水平, 提高劳动生产率, 不断缩小与龙头企业的差距:** 目前和海天相比还是有一定的差距, 自动化水平稍差, 劳动生产率稍偏低。公司以中高端产品为主导, 吨价相比较, 但成本也相对较高, 因此无法保证毛利率一定较高。
- **充分发挥品牌和渠道竞争优势, 逐步完善电商平台:** 公司发挥品牌和渠道竞争优势, 完善电商平台。由于酱油是液体, 单位重量比较大, 货值比较低, 通过网上销售平台, 结合配送网络和经销商, 能大大提高效率。
- **盈利预测与投资建议:** 非公开发行改变了国有机制, 进一步完善了治理结构, 产业资本 15 元全额参与定增、3 年锁定期提供安全边际, 未来发展潜力巨大。预计公司 15-17 年 EPS 分别为 0.29/0.35/0.44 元, 收入分别为 28.17/32.60/37.46 亿元, 给予“增持”评级。
- **风险因素:** 营收增长不达预期; 食品安全问题。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	13.96
一年最低价/最高价(元)	9.45/21.62
市净率	4.69
流通 A 股市值(百万元)	11100

### 基础数据

每股净资产(元)	2.98
资产负债率(%)	39.53
总股本(百万股)	797
流通 A 股(百万股)	797

## 1、改制激发活力，期待公司业务发展更上一层楼

公司变更为民营企业，不断改善经营，目前公司的薪酬和奖励机制已经逐步到位，管理团队也在逐步上升阶段。公司高层积极鼓励美味鲜经营团队的发展，但短时期内，大股东变更影响和战略灌输都还没看到明确的路径。公司希望用初始创业投资来实现投资收益，实现主业的回归，响应国家号召，计划投资 20 亿元（逐步投入）在 3-5 年内建设孵化园项目，完成后预计效益翻两番。此外，未来企业将放开思路，渠道共享，产品互补，不排除采取收购兼并的方式。

## 2、行业增速放缓，业绩跟随行业承压

目前宏观经济下行，行业增速放缓，主消费端 7-8 块中位数，继续提高或为瓶颈。行业集中度仍较低，CR5 从之前的 20%提高到现在 50%以上，未来提升将是一个缓慢的过程。公司目前产品结构以中高端产品为主导，此前主要针对高端餐饮进行营销，但现阶段高端餐饮萎缩，大众餐饮扩张，因此为了配合餐饮渠道的改变，公司将加大针对性产品的销售，如明确美味鲜针对大排档的定位等。公司目前的消费区域主要集中在国内，市占率 3%-4%左右，每一个县级有一级经销商。东南沿海为主营销区，东北地区是近四五年新增市场，通过四五年的耕耘，增长情况令人满意。

整体来看，调味品全年目标 28 亿，收入增长 18%-19%，上半年为 9%，因此下半年要达到 20%，略有难度。预计主营销区未来会有 10%-15%的增长，未来几年保持在 20%左右。非主要营销区会加大投入，实现全国化覆盖，预计 4-5 年不会有太多贡献，但从长远来看，非主要营销区有着更重要的作用。

## 3、行业竞争激烈，销售费用和管理费用短期有所增加

目前行业竞争较为激烈，有突发原因，也有一定的行业规律。面对激烈的市场竞争，企业积极主动的进行策划，开发有实力的经销商，加强营销手段，举办顶级厨师厨艺交流会等。目前降价促销方式采用较少，主要体现在广告、品牌、终端节流（操作方式有几种，第一种导购员引导；第二种买断货架。）等方面。同时，社保和雇佣标准都会提高，因此销售费用和管理费用短期可能有所增长。2015Q2 管理费用率为 11.7%，远高于海天的 5.5%和加加的 4.99%，未来随着自动化水平逐步提升，以及收入规模的提升，管理费用率有望不断降低，

逐步向龙头靠拢。

#### 4、加强自动化水平，提高劳动生产率，不断缩小与龙头企业的差距

目前和海天相比还是有一定的差距，自动化水平稍差，劳动生产率稍偏低。公司以中高端产品为主导，吨价相比较较高，但成本也相对较高，因此无法保证毛利率一定较高。原材料和工艺方面虽然与海天不同，但并不存在孰优孰劣。同时目前阳西的生产率大大提高，中山基地通过技术改造，机械化设备带动人手，员工人数减少一半，有效的控制了成本。此外，未来整体的平均售价也会有所提高。

#### 5、充分发挥品牌和渠道竞争优势，逐步完善电商平台

公司发挥品牌和渠道竞争优势，完善电商平台。由于酱油是液体，单位重量比较大，货值比较低，通过网上销售平台，结合配送网络和经销商，能大大提高效率。

#### 6、盈利预测与投资建议：

非公开发行改变了国有机制，进一步完善了治理结构，产业资本 15 元全额参与定增、3 年锁定期提供安全边际，未来发展潜力巨大。预计公司 15-17 年 EPS 分别为 0.29/0.35/0.44 元，收入分别为 28.17/32.60/37.46 亿元，给予“增持”评级。

#### 7、风险因素：

营收增长不达预期；食品安全问题。

图表 1：财务指标汇总（单位：%）

	毛利率	净利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	期间费用率
中炬高新	35.2334	8.6748	10.6144	11.7066	11.7066	34.0276
海天味业	43.9216	23.6492	10.9390	4.8939	4.8939	20.7268
加加食品	29.8291	16.3454	11.4081	5.1277	5.1277	21.6635
涪林榨菜	45.1779	19.1163	18.7710	4.6246	4.6246	28.0202

资料来源：东吴证券研究所

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	<b>1992.6</b>	<b>1926.2</b>	<b>2066.5</b>	<b>2296.2</b>	<b>营业收入</b>	<b>2641.9</b>	<b>2817.0</b>	<b>3260.1</b>	<b>3746.0</b>
现金	270.4	280.0	280.0	280.0	营业成本	1731.1	1794.8	1934.0	2169.9
应收款项	79.6	76.0	84.4	97.0	营业税金及附加	45.2	41.6	46.2	42.5
存货	1261.3	1229.3	1324.7	1486.3	营业费用	231.0	230.2	290.7	300.5
其他	381.4	340.9	377.5	432.9	管理费用	291.2	281.2	327.8	340.9
<b>非流动资产</b>	<b>2066.4</b>	<b>2514.6</b>	<b>2869.1</b>	<b>3273.7</b>	财务费用	33.2	14.0	20.3	22.6
长期股权投资	51.7	72.9	10.5	10.5	投资净收益	10.3	10.0	10.0	10.0
固定资产	1367.4	1794.3	2209.9	2613.4	其他	2.3	3.8	3.8	3.9
无形资产	114.1	114.3	115.5	116.7	<b>营业利润</b>	<b>322.8</b>	<b>462.0</b>	<b>749.9</b>	<b>926.5</b>
其他	533.1	533.1	533.1	533.1	营业外净收支	21.2	10.0	10.0	10.0
<b>资产总计</b>	<b>4059.0</b>	<b>4440.8</b>	<b>4935.6</b>	<b>5569.9</b>	<b>利润总额</b>	<b>344.0</b>	<b>472.0</b>	<b>759.9</b>	<b>936.5</b>
<b>流动负债</b>	<b>832.1</b>	<b>920.8</b>	<b>1040.0</b>	<b>1134.7</b>	所得税费用	51.4	66.1	106.4	131.1
短期借款	111.0	310.6	343.4	351.9	少数股东损益	5.8	0.0	0.0	0.0
应付账款	403.6	383.5	423.9	475.6	<b>归属母公司净利润</b>	<b>286.8</b>	<b>405.96</b>	<b>653.55</b>	<b>805.39</b>
其他	317.4	226.6	272.7	307.1	EBIT	346.3	466.0	760.2	939.1
<b>非流动负债</b>	<b>614.4</b>	<b>614.4</b>	<b>614.4</b>	<b>614.4</b>	EBITDA	429.1	602.6	927.9	1139.3
长期借款	108.6	108.6	108.6	108.6	<b>重要财务与估值指</b>				
其他	505.8	505.8	505.8	505.8	<b>标</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
<b>负债总计</b>	<b>1446.4</b>	<b>1535.2</b>	<b>1654.3</b>	<b>1749.0</b>	每股收益(元)	0.36	0.29	0.35	0.45
少数股东权益	257.9	257.9	257.9	257.9	每股净资产(元)	2.96	3.30	3.85	4.52
归属母公司股东权益	2354.6	2626.6	3064.5	3604.1	发行在外股份(百万股)	796.6	797.0	797.0	797.0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4059.0</b>	<b>4419.7</b>	<b>4976.7</b>	<b>5611.0</b>	ROIC(%)	10.0%	11.4%	16.4%	18.0%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	ROE(%)	12.2%	15.5%	21.3%	22.3%
经营活动现金流	335.0	512.1	767.3	862.1	毛利率(%)	32.8%	33.8%	35.7%	37.5%
投资活动现金流	-376.5	-568.1	-584.4	-604.9	EBIT Margin(%)	13.1%	16.8%	24.7%	26.5%
筹资活动现金流	-43.6	65.6	-182.9	-257.2	销售净利率(%)	10.9%	14.6%	21.2%	22.7%
现金净增加额	-84.9	9.6	0.0	0.0	资产负债率(%)	35.6%	34.6%	33.5%	31.4%
企业自由现金流	-376.7	-52.0	188.2	264.4	收入增长率(%)	14.0%	5.0%	11.0%	15.0%
					净利润增长率(%)	34.7%	41.6%	61.0%	23.2%

资料来源：东吴证券研究所

## 免責聲明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

