

中炬高新(600872.SH)

三季度报点评：业绩超预期，机制转变后有 望实现跨越式发展

 评级：**买入**

 前次：**买入**

 目标价(元)：**-18**

分析师

联系人

胡彦超

张帅

S0740512070001

zhangshuai@r.qlzq.com.cn

021-20315176

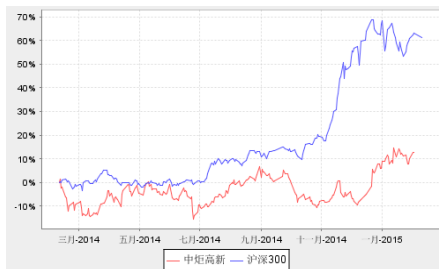
huyc@r.qlzq.com.cn

2015年10月27日

基本状况

总股本(百万股)	796.64
流通股本(百万股)	796.64
市价(元)	14.59
市值(百万元)	11622.98
流通市值(百万元)	11622.98

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2,318.1	2,641.9	2,729.1	3,159.1	3,747.9
营业收入增速	32.14%	13.96%	3.30%	15.76%	18.64%
净利润增长率	69.31%	34.74%	-19.40%	55.62%	43.94%
摊薄每股收益(元)	0.27	0.36	0.29	0.45	0.65
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市 市盈率(倍)	42.56	28.83	50.87	32.69	22.71
PEG	0.61	0.83	—	0.59	0.52
每股净资产(元)	2.66	2.94	3.12	3.48	4.03
每股现金流量(元)	0.17	0.42	0.60	0.55	0.83
净资产收益率	10.06%	12.27%	9.31%	12.99%	16.14%
市净率	4.28	3.54	4.74	4.25	3.67
总股本(百万元)	796.64	796.64	796.64	796.64	796.64

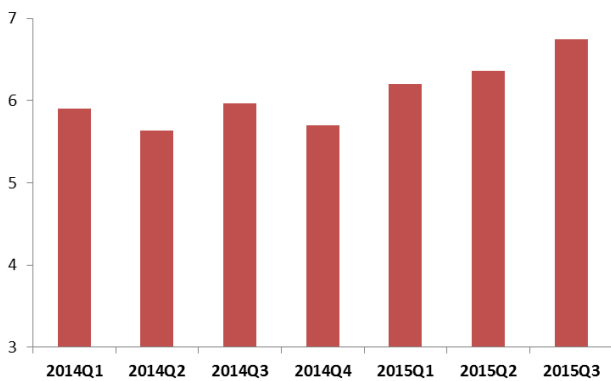
备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

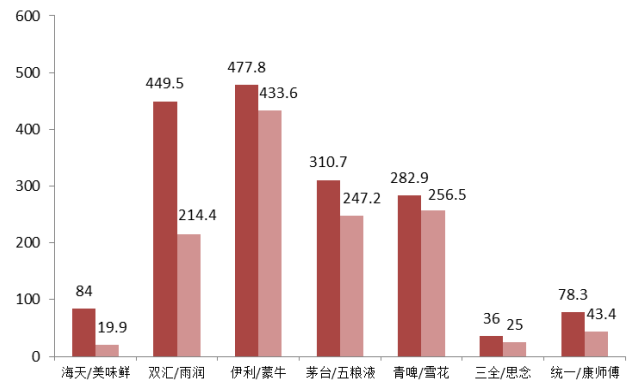
- **中炬高新公布 2015 年三季度报，业绩超出市场预期。**前三季度公司实现销售收入 20.3 亿元，同比增长 4.60%，其中单 Q3 收入同比增长 16.29%；前三年季度实现归属母公司股东净利润 1.69 亿元，同比减少 19.23%，扣非后同比减少 19.85%，对应 EPS 为 0.21 元，单 Q3 公司净利润达到 6555 万元，大幅扭转上半年下滑态势，同比增长 17.87%，其中美味鲜 Q3 净利润同比增长 15%左右。前三季度公司毛利率为 34.99%，与去年同期基本持平。
- **Q3 调味品主业增速继续改善，美味鲜全年收入预计 27 亿元。**前三季度公司调味品业务（美味鲜）收入 19.3 亿元，同比增长 10%，单就 Q3 来看，由于阳西基地产能效率逐步提升，美味鲜收入增速较 Q2 继续改善，同比增长 13%以上，除了调味品主业的良好表现外，中炬精工等业务版块也有所贡献，且由于去年基数相对较低，从而使得公司三季度收入同比大幅增加，也使得前三季度收入增速转正，全年来看预计美味鲜收入接近 27 亿元。
- **Q3 净利润增幅较大源于销售费用率下降及基数较低，预计全年将超过年报业绩指引。**Q3 净利润同比增长 17.87%，除了去年基数较低的原因外，三季度旺季费用率下降也较为明显——Q3 公司销售费用率仅为 7.89%，同比下降 2.57 个百分点，环比 Q1、Q2 分别下降 2.99、2.47 个百分点，但下半年整体仍将相对平稳。全年来看，由于阳西基地转固、土地/物业转让大幅减少以及发行公司债，本部亏损额扩大至 4000-5000 万元，公司业绩仍将出现下滑，但预计将好于 2014 年报中 2.2 亿元的目标指引，达到 2.3 亿元左右。
- **前海人寿持续增持，看好公司长期价值和调味品行业空间，美味鲜有望实现跨越式发展。**前海人寿近期持续在二级市场上对中炬高新进行增持，目前持股比例增加至 20.11%，加上计划定增部分（预计明年 5、

6月份过会),前海人寿及其一致行动人持股比例预计将达到42%以上。前海人寿持续增持表明其对公司价值的长期看好及发展决心,且前海人寿董事长、“宝能系”控制人姚振华也非常看好调味品行业——除海天外没有太强的竞争对手,且行业空间巨大,2014年产值超过2500亿元,目前美味鲜销售收入不到老大海天的1/4,是食品饮料各子行业前两名中差距最大的(按照传统经验,行业第二名收入应该至少可以达到行业第一名的一半)。本次定增资金中的36亿将用于发展调味品主业,且随着公司机制转变、完善激励制度,将加快品类扩张和区域扩展的步伐(我们看到公司已然加速品类扩张:6月推出鲑鱼和蚝罐头、9月推出醋和料酒新品),改变之前国有机制下稳步增长的发展模式、以收入导向,且不排除通过收购兼并迅速实现全国化及跨越式发展。预计未来几年公司将出现年均收入增速超过20%,净利润率从10%向20%靠近的快速增长期,5年后美味鲜收入规模有望接近70-80亿元,达到海天一半。

- **维持“买入”评级,目标价18元。**公司质地优秀、潜力巨大,区域拓展配合产能扩张打开了公司新一轮增长空间,并已处于多品类经营初期,前海人寿谋求控制权,将改变公司国有机制束缚、释放增长潜力。短期看公司估值偏贵,但长期看公司价值显现,且前海人寿14.96元全额参与定增、3年锁定期提供安全边际。预计公司2015-17年EPS为0.29、0.45、0.65元,同比增长-19%、56%、44%,目标价18元,对应2016年40倍PE。
- **风险提示:**食品安全问题、非公开发行不能按预期进行。

图表1: 美味鲜季度收入情况


来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图表2: 酱油前二差距在食品饮料各子行业中最大


来源: 公司年报、齐鲁证券研究所(注:采用2013年收入,统一/康师傅为方便面业务)

图表 3: 中炬高新销售预测表
产品销售收入

单位: 人民币百万元

项 目	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
调味品							
销售收入	1,289.00	1,612.00	1,979.00	2,330.23	2,628.13	3,024.11	3,587.99
增长率 (YOY)	—	25.06%	22.77%	17.75%	12.78%	15.07%	18.65%
毛利率	28.05%	28.61%	31.08%	34.02%	35.19%	37.40%	39.58%
销售成本	927.44	1,150.81	1,363.93	1,537.38	1,703.35	1,893.01	2,167.73
增长率 (YOY)	—	24.08%	18.52%	12.72%	10.80%	11.13%	14.51%
毛利	361.56	461.19	615.07	792.85	924.78	1,131.10	1,420.25
增长率 (YOY)	—	27.55%	33.37%	28.90%	16.64%	22.31%	25.56%
占总销售额比重	82.26%	92.38%	87.07%	94.26%	97.37%	97.27%	97.55%
占主营业务利润比重	82.29%	92.26%	86.72%	95.48%	97.96%	97.84%	98.03%
房地产及园区物业							
销售收入	222.00	84.00	223.00	70.00	26.00	35.00	40.00
增长率 (YOY)	—	-62.16%	165.48%	-68.61%	-62.86%	34.62%	14.29%
毛利率	31.64%	33.73%	33.18%	25.00%	25.00%	30.00%	35.00%
销售成本	151.76	55.67	149.01	52.50	19.50	24.50	26.00
增长率 (YOY)	—	-63.32%	167.68%	-64.77%	-62.86%	25.64%	6.12%
毛利	70.24	28.33	73.99	17.50	6.50	10.50	14.00
增长率 (YOY)	—	-59.66%	161.15%	-76.35%	-62.86%	61.54%	33.33%
占总销售额比重	14.17%	4.81%	9.81%	2.83%	0.96%	1.13%	1.09%
占主营业务利润比重	15.99%	5.67%	10.43%	2.11%	0.69%	0.91%	0.97%
汽车配件、电池等其他							
销售收入	56.00	49.00	71.00	72.00	45.00	50.00	50.00
增长率 (YOY)	—	-12.50%	44.90%	1.41%	-37.50%	11.11%	0.00%
毛利率	13.56%	21.11%	28.50%	27.80%	28.30%	29.00%	29.00%
销售成本	48.41	38.66	50.77	51.98	32.27	35.50	35.50
增长率 (YOY)	—	-20.14%	31.32%	2.40%	-37.93%	10.03%	0.00%
毛利	7.59	10.34	20.24	20.02	12.74	14.50	14.50
增长率 (YOY)	—	36.22%	95.62%	-1.08%	-36.38%	13.86%	0.00%
占总销售额比重	3.57%	2.81%	3.12%	2.91%	1.67%	1.61%	1.36%
占主营业务利润比重	1.73%	2.07%	2.85%	2.41%	1.35%	1.25%	1.00%
销售收入小计	1567.00	1745.00	2273.00	2472.23	2699.13	3109.11	3677.99
销售成本小计	1127.60	1245.13	1563.70	1641.86	1755.11	1953.01	2229.23
毛利	439.40	499.87	709.30	830.37	944.02	1156.10	1448.75
平均毛利率	28.04%	28.65%	31.21%	33.59%	34.97%	37.18%	39.39%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 4：中炬高新财务预测三张表

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	1,754	2,318	2,642	2,729	3,159	3,748
增长率	1.09%	32.1%	14.0%	3.3%	15.8%	18.6%
营业成本	-1,254	-1,593	-1,731	-1,805	-2,036	-2,355
%销售收入	71.5%	68.7%	65.5%	66.1%	64.4%	62.8%
毛利	500	725	911	924	1,123	1,393
%销售收入	28.5%	31.3%	34.5%	33.9%	35.6%	37.2%
营业税金及附加	-18	-38	-45	-33	-38	-45
%销售收入	1.1%	1.6%	1.7%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	-160	-185	-231	-276	-300	-330
%销售收入	9.1%	8.0%	8.7%	10.1%	9.5%	8.8%
管理费用	-175	-225	-288	-322	-332	-367
%销售收入	10.0%	9.7%	10.9%	11.8%	10.5%	9.8%
息税前利润 (EBIT)	147	277	346	294	453	651
%销售收入	8.4%	11.9%	13.1%	10.8%	14.4%	17.4%
财务费用	-41	-34	-33	-36	-36	-35
%销售收入	2.3%	1.5%	1.3%	1.3%	1.1%	0.9%
资产减值损失	-8	-1	-1	-2	2	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	20	12	10	10	10	10
%税前利润	13.7%	4.6%	3.0%	3.5%	2.3%	1.6%
营业利润	118	254	323	265	429	626
营业利润率	6.7%	11.0%	12.2%	9.7%	13.6%	16.7%
营业外收支	28	8	21	20	15	15
税前利润	145	262	344	285	444	641
利润率	8.3%	11.3%	13.0%	10.5%	14.1%	17.1%
所得税	-23	-42	-51	-46	-71	-104
所得税率	15.8%	16.0%	14.9%	16.0%	16.0%	16.2%
净利润	122	220	293	240	373	537
少数股东损益	-3	8	6	9	13	19
归属于母公司的净利润	126	213	287	231	360	518
净利率	7.2%	9.2%	10.9%	8.5%	11.4%	13.8%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	355	355	270	955	948	937
应收款项	48	124	80	88	102	119
存货	1,246	1,208	1,261	1,411	1,592	1,841
其他流动资产	390	287	381	377	384	396
流动资产	2,039	1,974	1,993	2,831	3,026	3,293
%总资产	58.3%	53.4%	49.1%	57.2%	55.3%	54.4%
长期投资	613	608	546	491	472	464
固定资产	727	988	1,367	1,461	1,800	2,112
%总资产	20.8%	26.7%	33.7%	29.5%	32.9%	34.9%
无形资产	99	114	131	140	152	163
非流动资产	1,456	1,722	2,066	2,115	2,446	2,762
%总资产	41.7%	46.6%	50.9%	42.8%	44.7%	45.6%
资产总计	3,495	3,696	4,059	4,947	5,472	6,055
短期借款	60	241	111	630	569	509
应付款项	646	537	601	789	841	982
其他流动负债	512	401	120	182	179	203
流动负债	1,218	1,180	832	1,601	1,589	1,694
长期贷款	75	120	109	75	105	125
其他长期负债	13	12	506	506	506	506
负债	1,306	1,311	1,446	2,182	2,200	2,325
普通股股东权益	1,948	2,116	2,338	2,482	2,770	3,208
少数股东权益	242	252	258	266	280	299
负债股东权益合计	3,495	3,680	4,043	4,930	5,249	6,032

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益 (元)	0.158	0.267	0.360	0.290	0.452	0.650
每股净资产 (元)	2.445	2.656	2.935	3.115	3.477	4.027
每股经营现金净流 (元)	0.304	0.170	0.420	0.604	0.555	0.830
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.110	0.110	0.090	0.100
回报率						
净资产收益率	6.45%	10.06%	12.27%	9.31%	12.99%	16.14%
总资产收益率	3.60%	5.78%	7.09%	4.69%	6.85%	8.88%
投入资本收益率	9.15%	13.19%	11.82%	9.87%	13.62%	16.87%
增长率						
营业总收入增长率	1.09%	32.14%	13.96%	3.30%	15.76%	18.64%
EBIT增长率	-6.62%	88.35%	25.05%	-15.21%	54.42%	43.52%
净利润增长率	-3.65%	69.31%	34.74%	-19.40%	55.62%	43.94%
总资产增长率	7.80%	5.28%	9.86%	21.87%	10.63%	10.65%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.2	7.4	7.4	10.0	10.0	10.0
存货周转天数	338.6	281.1	260.3	285.0	285.0	285.0
应付账款周转天数	67.8	67.4	67.3	60.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	115.8	99.0	127.5	170.3	172.1	166.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-10.17%	0.12%	17.01%	8.80%	7.17%	5.40%
EBIT利息保障倍数	3.6	8.2	10.4	8.2	12.5	18.8
资产负债率	37.35%	35.64%	35.78%	44.26%	41.91%	39.87%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	122	220	293	240	373	537
少数股东损益	0	0	0	9	13	19
非现金支出	69	73	87	212	169	211
非经营收益	20	21	-58	21	35	33
营运资金变动	30	-179	13	8	-135	-120
经营活动现金净流	242	135	335	490	455	681
资本开支	260	386	336	293	300	520
投资	-12	246	-66	54	19	8
其他	52	3	25	10	10	10
投资活动现金净流	-219	-136	-377	-229	-271	-502
股权募资	20	0	0	0	0	0
债权募资	-89	76	54	485	-30	-40
其他	-40	-74	-97	-53	-148	-130
筹资活动现金净流	-110	2	-43	432	-178	-170
现金净流量	-87	1	-85	693	6	8

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。