

房地产/金融

中炬高新 (600872)

调味品收入 Q4 有望回升，长期成长逻辑延续

——中炬高新调研报告

 胡春霞 (分析师)	柯海东 (分析师)
 021-38676186	0755-23976221
 huchunxia@gtjas.com	kehaidong013145@gtjas.com
证书编号 S0880511010015	S0880513050001

本报告导读:

阳西新产能处于磨合期及销售策略微调使公司三季度业绩增速放缓，但预计四季度公司调味品收入增速有望回升，长期成长逻辑仍延续，维持“增持”评级。

投资要点:

- **维持“增持”。**维持 2014 年 EPS 预测为 0.35 元，因 2015 年房地产业务盈利存在不确定性，略微下调 2015 年 EPS 预测为 0.47 元（此前为 0.48 元），仍看好公司中长期持续成长能力，及沪港通提升估值，维持目标价 15 元（对应 2015 年 32 倍 PE），“增持”。
- **阳西新产能处于磨合期，销售策略微调使得公司 Q3 增速放缓：**1）阳西新产能处于磨合期，短期增量较少，而单季度的折旧额及调试费用较大，拖累了公司三季度的净利增速表现；2）渠道调研显示，公司三季度在销售策略上进行了微调，延长了经销商账期，也借此提升产品终端价格体系维护了渠道利润。
- **预计 Q4 增速有望回升，未来收入仍能保持 20% 以上增长：**1）参考中山老产能基地的产能爬坡周期，我们认为 2014Q4 公司阳西产能利用率有望逐步提升，预计全年能释放 3 万吨产量，Q4 单季度能贡献 1-1.5 亿收入，预计到 2015 年将逐步达到 6 万吨满产状态。随着规模提升，公司毛利率有望持续改善；2）渠道调研显示目前公司终端销售良好，渠道库存偏低，公司销售调整目标逐步实现，为 Q4 增速回升打下了基础；3）行业集中度仍较低，公司在结构升级、品类拓展，区域开发上尚有较大提升空间，未来有望恢复 20% 左右的增长。
- **预计 2015 年公司房地产业务仍存在不确定性：**房地产行业景气度下行，且中山市面临整体规划调整，使得公司地产业务在 2015 年贡献盈利的能力仍存在不确定性。
- **风险分析：**调味品竞争激烈，费用投入增大；产能达产进度不达预期

财务摘要 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,754	2,318	2,632	3,272	3,959
(+/-)%	1.1%	32.1%	13.5%	24.3%	21.0%
经营利润 (EBIT)	159	288	352	490	642
(+/-)%	6.7%	81.6%	22.2%	39.3%	31.0%
净利润	126	213	280	374	496
(+/-)%	7.2%	69.3%	31.4%	33.7%	32.6%
每股净收益 (元)	0.16	0.27	0.35	0.47	0.62
每股股利 (元)	0.05	0.08	0.11	0.14	0.19
利润率和估值指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	9.0%	12.4%	13.4%	15.0%	16.2%
净资产收益率 (%)	6.5%	10.0%	11.9%	14.2%	16.4%
投入资本回报率 (%)	10.8%	13.8%	14.3%	17.4%	19.9%
EV/EBITDA	35.2	21.5	18.6	13.4	10.3
市盈率	64.4	38.0	28.9	21.6	16.3
股息率 (%)	0.5%	0.8%	1.0%	1.4%	1.8%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **15.00**

上次预测: 15.00

当前价格: 10.29

2014.11.03

交易数据

52 周内股价区间 (元)	9.12-12.82
总市值 (百万元)	8,197
总股本/流通 A 股 (百万股)	797/797
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	11.38
日均成交值 (百万元)	123.28

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,277
每股净资产	2.86
市净率	3.6
净负债率	15.99%

EPS (元)	2013	2014E
Q1	0.05	0.10
Q2	0.06	0.09
Q3	0.06	0.07
Q4	0.10	0.09
全年	0.27	0.35

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-6%	2%	-2%
相对指数	-7%	-6%	-12%

相关报告

《新产能处爬坡期致短期增速放缓，无碍长期价值》2014.10.19

《盈利持续高增长，市场疑虑有望得到消除》2014.07.21

《激励完善、管理改善将助力规模经济效益加速显现》2014.04.30

《调味品盈利弹性显现，继续看好未来成长》2014.04.15

《激励机制更完善，三年业绩图翻番》2014.04.13

模型更新时间: 2014.10.31

股票研究

金融
房地产

中炬高新 (600872)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 15.00

上次预测: 15.00

当前价格: 10.29

公司网址

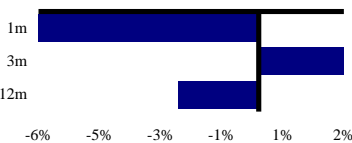
www.jonjee.com

公司简介

公司依托中山火炬高技术产业开发区, 是一家以高新技术产业为主导、资本为纽带, 多元发展的国际化高新技术企业集团。

公司主营为高新技术产业投资和国家级开发区招商, 公司可提供完善的基础设施、群集的产业配套、高效的后勤服务和便捷的物流配送。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

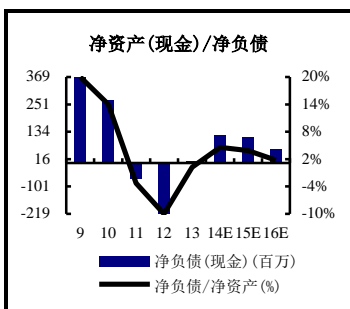
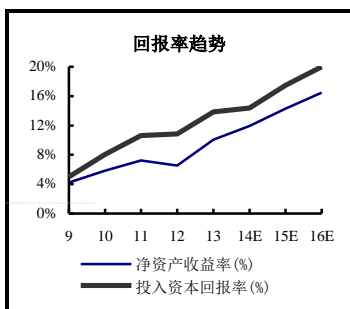
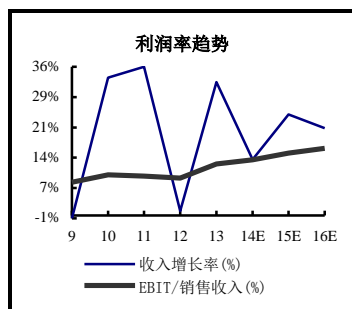
9.12-12.82

市值 (百万)

8,197

财务预测 (单位: 百万元)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
损益表								
营业收入	960	1,278	1,735	1,754	2,318	2,632	3,272	3,959
营业成本	700	906	1,251	1,254	1,593	1,778	2,170	2,583
税金及附加	10	10	19	18	38	43	53	64
营业费用	85	114	144	160	185	207	252	301
管理费用	101	131	163	175	225	263	314	376
EBIT	77	125	166	159	288	352	490	642
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	14	14	12	20	12	11	8	8
财务费用	18	23	26	41	34	23	-49	-49
营业利润	58	102	140	118	254	329	462	613
所得税	15	20	28	23	42	55	74	98
少数股东损益	-2	3	-8	-3	8	10	14	18
净利润	69	98	130	126	213	280	374	496
资产负债表								
货币资金、交易性金融资产	236	274	442	358	358	263	327	396
其他流动资产	0	0	111	222	59	0	0	0
长期投资	928	851	664	613	608	608	610	608
固定资产合计	192	404	525	590	670	920	1,185	1,265
无形及其他资产	93	97	89	117	126	132	115	110
资产合计	2,736	2,915	3,242	3,495	3,696	3,744	4,224	4,725
流动负债	550	708	1,049	1,218	1,180	1,012	1,188	1,286
长期负债	324	274	145	88	132	122	122	122
股东权益	1,862	1,933	2,048	2,190	2,385	2,611	2,915	3,317
投入资本(IC)	1,260	1,301	1,275	1,236	1,752	2,063	2,363	2,706
现金流量表								
NOPLAT	63	104	135	134	242	296	412	540
折旧与摊销	37	42	58	61	72	65	88	107
流动资金增量	83	(123)	(183)	(139)	228	193	192	254
资本支出	32	168	162	82	260	200	200	200
自由现金流	215	192	172	138	802	753	892	1,100
经营现金流	34	268	369	358	81	160	317	390
投资现金流	(109)	(78)	52	(128)	(181)	(189)	(197)	(193)
融资现金流	146	(122)	(200)	(281)	164	(63)	(56)	(129)
现金流净增加额	71	69	221	(51)	64	(92)	64	69
财务指标								
成长性								
收入增长率	-0.7%	33.2%	35.8%	1.1%	32.1%	13.5%	24.3%	21.0%
EBIT 增长率	-25.1%	63.0%	32.4%	-4.2%	81.6%	22.2%	39.3%	31.0%
净利润增长率	-18.1%	43.6%	21.3%	0.0%	80.0%	31.3%	34.1%	32.6%
利润率								
毛利率	27.1%	29.1%	27.9%	28.5%	31.3%	32.4%	33.7%	34.8%
EBIT 率	8.0%	9.8%	9.5%	9.0%	12.4%	13.4%	15.0%	16.2%
净利润率	7.3%	7.9%	7.1%	7.0%	9.5%	11.0%	11.9%	13.0%
收益率								
净资产收益率(ROE)	4.2%	5.8%	7.2%	6.5%	10.0%	11.9%	14.2%	16.4%
总资产收益率(ROA)	2.5%	3.4%	4.0%	3.6%	5.8%	7.5%	8.9%	10.5%
投入资本回报率(ROIC)	5.0%	8.0%	10.6%	10.8%	13.8%	14.3%	17.4%	19.9%
运营能力								
存货周转天数	447	367	295	336	278	259	248	251
应收账款周转天数	18	13	12	11	8	8	6	6
总资产周转天数	1041	833	682	727	582	519	471	436
净利润现金含量	0.50	2.73	2.83	2.85	0.38	0.57	0.85	0.79
资本支出/收入	3.33%	13.17%	9.31%	4.69%	11.20%	7.60%	6.11%	5.05%
偿债能力								
资产负债率	32.0%	33.7%	36.8%	37.4%	35.5%	30.3%	31.0%	29.8%
净负债率	19.8%	13.9%	-3.3%	-10.0%	0.2%	4.5%	3.8%	1.7%
估值比率								
PE	107.2	82.4	62.0	64.4	38.0	28.9	21.6	16.3
PB	4.5	4.8	4.4	4.2	3.8	3.4	3.1	2.7
EV/EBITDA	68.0	46.2	34.6	35.2	21.5	18.6	13.4	10.3
P/S	8.44	6.33	4.66	4.61	3.49	3.08	2.47	2.04
股息率	0.1%	0.0%	0.0%	0.5%	0.8%	1.0%	1.4%	1.8%



目 录

1. 调味品业务收入增速有望自 Q4 起逐步恢复.....	4
1.1. 产能问题、销售策略微调使得 Q3 收入、利润增速放缓.....	4
1.2. 预计 Q4 收入有望回升, 未来收入增速仍能保持 20% 以上.....	5
2. 预计 2015 年房地产业务仍存在不确定性.....	6
3. 国企改革进展仍待跟踪.....	7
4. 投资建议: 长期稳健成长仍可期, 维持“增持”.....	7
5. 风险分析: 竞争加剧、产能释放进度.....	7
图 1: 餐饮行业收入增速放缓.....	4
图 2: 酱醋行业收入增速表现疲弱.....	4
图 3: 公司 2014Q3 调味品收入增速放缓.....	5
图 4: 公司 2014Q3 调味品净利润增速放缓.....	5
图 5: 2014H1 各区域市场收入增长情况.....	6
图 6: 公司终端销售增速仍较为平稳.....	6
表 1: 公司阳西一期项目投资额规划及折旧率估算.....	5

1. 调味品业务收入增速有望自 Q4 起逐步恢复

1.1. 产能问题、销售策略微调使得 Q3 收入、利润增速放缓

公司调味品业务前三季度收入增速约 17%，利润增速约 33%，单三季度调味品收入、利润增速均低于 15%，比上半年放缓，原因是：

- **宏观经济增速放缓，酱醋行业收入增速下半年仍处于低位：**此前我们预期餐饮行业 3 月份改善后，将有助于酱醋行业收入增速在下半年回升，但宏观经济增速放缓，餐饮行业收入在 8、9 月份重归负增长，三季度酱醋行业收入增速仍与上半年相当，为 10% 左右。
- **新产能处于磨合期，短期增量较少，而单季度的折旧额及调试费用较大：**1) 6 月 28 日阳西一期产能正式投产后，由于是公司首次异地扩张（此前产能皆为中山老产能基地），公司刚开始满负荷生产对生产线进行测试，但测试品是不能直接销售的，产生了较大的测试费用，测试完成后公司在成品供应衔接上仍处于磨合期，预计 Q3 阳西新产能只贡献了几千万收入；2) 随着阳西产能投产，前三季度公司固定资产比上半年增加了 2.82 亿元，比年初高了 3.3 亿元，按此数据假设三季度转固的资产为 3 亿元，按照 18 年的平均折旧年限计算，单三季度新增折旧费用 416 万元，单季度新增折旧费用较大。据公司此前公告的投资计划，我们预计 Q4 固定资产仍可能增加 1 亿元，据测算（见表 1），阳西一期项目建成后年折旧费用 2122 万元，则 2014 年全年因阳西一期项目而新增折旧费用为 1061 万元，将集中在 Q3、Q4 发生。我们估算公司中山老厂四期在 2012 年末完工后，对应 2013 年全年新增折旧 1159 万元，因此从 2014 年全年折旧额的增幅看，并未显著高于 2013 年。
- **三季度公司微调了销售策略：**1) 延长经销商账期。三季度公司开始效仿海天味业，延长经销商账款，挤占下游货款提高资金使用效率，三季报公司预收账款比上半年多了 1344 万，因房地产并未预售，预收账款增加主要来自于调味品业务，从渠道调研来看，目前公司对经销商发货周期从现款现货延长到了三天发货周期。2) 提升产品终端价格体系。预计公司三季度通过放缓供货提升终端价格体系，保持出厂价稳定，提升渠道利润，预计此举对短期出货也产生了一定的影响，但是有利于公司长远的发展。

图 1: 餐饮行业收入增速放缓

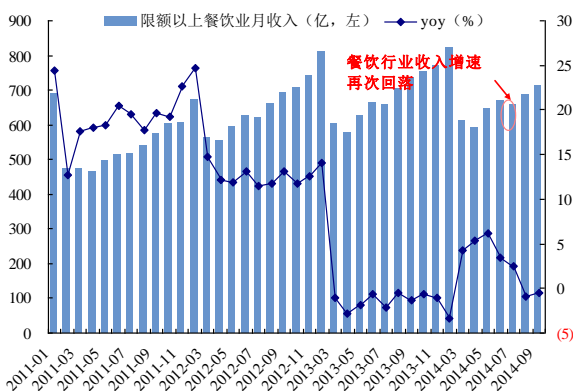
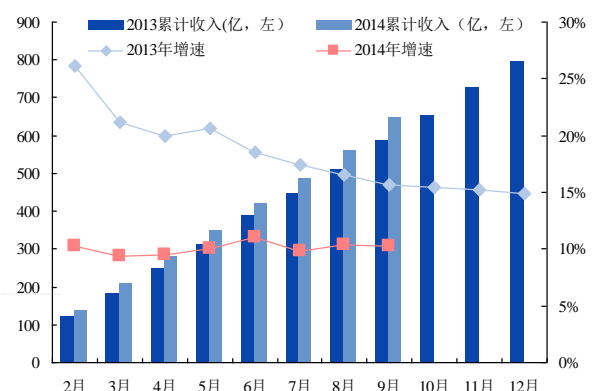


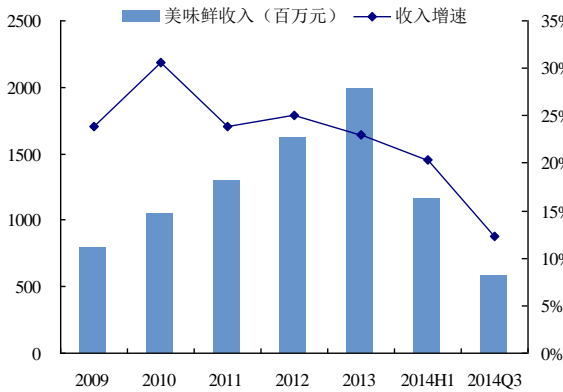
图 2: 三季度酱醋行业收入增速表现一般



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

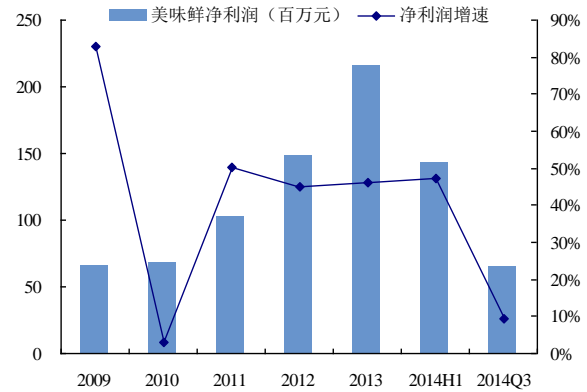
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 3: 公司 2014Q3 调味品收入增速放缓



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 4: 公司 2014Q3 调味品净利润增速放缓



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

表 1: 公司阳西一期项目投资额规划及折旧率估算

序号	项目	一期工程 (万元)	预计年折旧率
	项目总投资(1+2)	41195	
1	建设投资	39683	
1.1	工程费用	30281	
1.1.1	建筑工程费	16146	2.38%
1.1.2	设备及工器具购置费	12391	9.5%
1.1.3	安装工程费	1744	9.5%
1.2	工程建设其他费用	6998	2.38%
1.3	预备费	1864	9.5%
1.4	建设期利息	540	9.5%
2	流动资金投资	1511	

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究, 注年折旧率根据公司年报给出的固定资产分类折旧率给出

1.2. 预计 Q4 收入有望回升, 未来收入增速仍能保持 20% 以上

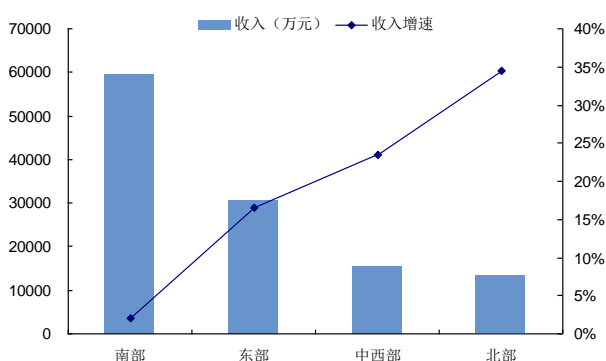
我们认为公司 Q4 收入增速有望逐步回升, 预计 2014Q4 公司单季度收入增速有望回升至 20% 以上, 从全年及 2015 年来看, 我们对公司收入保持 20% 左右的稳定增长仍持信心:

- **行业集中度仍有提升空间, 给龙头企业提供长期成长机会:** 1) 预计酱醋行业收入增速仍能保持在 10% 左右, 行业集中度仍较低, 公司在结构升级、区域扩张、品类拓展上仍有成长空间; 2) 公司在 2013 年底推出高端的纯酿酱油, 预计前三季度收入 2000 万元, 未来仍有较大的成长空间; 3) 公司仍属于泛全国化品牌, 在北部开拓型市场保持 30% 以上的高成长; 4) 公司逐步发力品类扩张, 预计 2015 年有望利用阳西新产能基地靠近海产品产地的优势, 推出蚝罐头、鱼罐头等新的品类, 借助原有的成熟渠道进行拓展。
- **新产能逐步释放有望推动公司收入增速回升, 且规模效应仍将有望推动公司毛利率改善:** 1) 参考中山老产能基地的产能爬坡周期, 我们认为经过一个季度调整后, 公司阳西一期产能利用率有

望逐步提升, 预计全年能释放 3 万吨产量, 在 2014Q4 能贡献 1-1.5 亿元收入, 预计到 2015 年将逐步达到 6 万吨的满产状态; 2) 阳西新产能机械化程度增加, 生产效率有望提升, 且人力、物力成本更低, 有望推动公司毛利率持续改善。

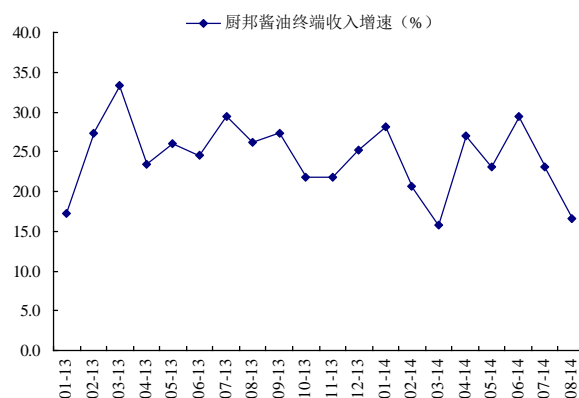
- **渠道调研显示, 目前公司终端销售良好, 渠道库存偏低, 公司销售策略调整目标已经基本实现。**渠道调研显示, 从全国商超销售情况看, 三季度公司产品在商超销售额增速仍接近 20%, 在行业内遥遥领先竞争对手, 终端动销良好, 我们调研的部分华南区域渠道库存仅为半个月, 低于竞争对手, 价格体系亦良好, 我们认为公司三季度销售策略调整目标基本实现, 为 Q4 增速回升打下了基础。

图 5: 2014H1 各区域市场收入增长情况



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究, 注意南部市场含大量非调味品业务, 不具可比性

图 6: 公司终端销售增速仍较为平稳



数据来源: 草根调研商超数据, 国泰君安证券研究

2. 预计 2015 年房地产业务仍存在不确定性

预计汇景东方二期小高层项目在 2015 年贡献业绩仍具不确定性。

- 二期小高层项目规划 10 栋 22 层的小高层, 约 9 万平米, 按照目前周边 5000 元/平米左右的房价计算, 项目至少可实现 4.5 亿元的收入。项目目前已经有 2 栋封顶, 另外 8 栋还没开发。
- 预计地产业务短期难以贡献盈利, 主要原因是 2014 年以来房地产行业前景不明朗, 且由于中山市总体规划面临完善调整, 岐江新城进行分区规划和重编控制性规划, 汇景东方二期建设和销售及后续规划和开发都需在有关规划落实后再行启动。
- 假设 2015 年公司对已经封顶的 2 栋小高层进行销售, 假设完全销售 1 栋, 按 5000 元/平米计算, 预计产生收入约 5000 万元, 按 10% 净利率假设 (2013 年公司销售汇景东方一期别墅项目净利率为 17%), 预计产生净利润 500 万元, 对公司整体净利润影响不大。
- 由于公司此前已对房地产项目运作进行了较好的投入规划, 我们认为公司不会再追加对地产业务的投资。我们对公司估值时仅考虑地产项目的净资产估值, 按每股净资产对应股价 1 元进行估算, 地产业务对 EPS 的贡献仅是锦上添花的作用, 业绩波动对公司价值影响不大。

2014 年出售冗余物业与本部亏损持平，但 2015 年仍存在不确定性。由于珠三角加工业出现内迁潮，公司物业出租收入有所减少，因此 2014 年公司出售冗余物业产生非经常性损益，预计与本部亏损 3000 万元持平，但 2015 年能否继续出售冗余物业仍存在不确定性。

3. 国企改革进展仍待跟踪

国企改革对公司的影响仍需跟踪。

- 广东省计划 2017 年前对完全竞争性国企实现 100% 混合所有制，但具体的方案仍需自上而下跟踪。
- 公司实际控制人是中山市火炬高新技术产业开发区管委会，通过 100% 持股的中山火炬集团持有中炬高新 10.7% 股权。现行政策下股权激励占管理层薪酬比例太低，管理层没有运作股权激励的动力。

4. 投资建议：长期稳健成长仍可期，维持“增持”

盈利预测：由于 2015 年房地产业务盈利状况存在不确定性，我们略微下调 2015 年 EPS 预测为 0.47 元（此前为 0.48 元），其中调味品业务贡献 EPS 约为 0.48 元。

投资建议：调味品行业仍然是我们最看好的食品饮料子行业。我们认为公司中长期持续成长逻辑仍能延续，及沪港通提升有望提升公司估值，维持目标价 15 元（对应 2015 年 32 倍 PE），“增持”。

5. 风险分析：竞争加剧、产能释放进度

行业竞争加剧风险。调味品竞争激烈，费用投入增大，公司推广高档新品，将面临高价位进口酱油，及国内海天味业扩产、欣和六月鲜等品牌的竞争，存在推广失败的风险，竞争激烈也对公司的广告、地面费用投放构成考验，或存在费用率上行的风险；

产能达产进度不达预期风险。目前我们盈利预测 2014 年量增 20% 的假设，是在 2014 年公司老厂产能满产后，阳西新生产基地如期顺利投产的假设下进行推断的，若公司产能达产进度不达预期，将会使得销量增速的假设面临向下修正的风险。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深300指数涨幅15%以上
	谨慎增持	相对沪深300指数涨幅介于5%~15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深300指数下跌5%以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深300指数
	中性	基本与沪深300指数持平
	减持	明显弱于沪深300指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路168号上海银行大厦29层	深圳市福田区益田路6009号新世界商务中心34层	北京市西城区金融大街28号盈泰中心2号楼10层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		