

业绩有望持续高增长，估值偏低的优质蓝筹

中炬高新 (600872)

简评

未来三年营业收入有望保持快速增长

公司二三季度单季收入增速仅 10%，低于预期，导致股价持续调整；销售额增速低预期主要受新产品推向市场销售不理想以及消费增速下滑影响。

据我们的最新终端调研显示，四季度厨邦新产品正逐步放量，且核心产品厨邦酱油销售状况良好，估计销售量增长在 10%-15% 之间。而海天味业的主要产品在年底提价也将带动其他调味品提价，厨邦产品有望受益。按照阳西一期产能投入计划，公司 2014-2015 年产能可提高 30%，且我们认为厨邦产品异地扩张空间较大，仅围绕广东周边地区，如海南、广西、福建等地拓展，即可顺利消化新增产能；叠加价格提升因素，预计未来两年公司销售额年增长在 20%-25% 之间。

盈利能力有望持续上升

厨邦产品定位中高端，但 2014 年公司调味品净利润率估计仅有 11%，远低于同行竞争者海天味业净利水平。传统加工模式导致成本较高以及规模优势尚不足以显现是利润水平偏低的主要原因。公司阳西新生产基地机械化程度高，且随着产品价格逐步提升，产品毛利水平有望进一步提高。预计到 2017 年，净利润提高至 15%。

公司成长空间仍然很大

除酱油外，公司的其他调味品业务将成为两年后拉动公司销售额的主要动力。根据公司阳西共 4 期的产能建设计划，前两期以酱油扩产为主，后两期以其他调味品（调味酱和鸡粉）为主。酱油产品渠道的逐步深化，也将带动其他调味品业务。调味品市场巨大，酱油仅占总销售额的 30% 左右。公司目前 80% 销售额来自酱油，随着其他产品的扩张，业务规模仍有巨大发展空间。

我们的观点：预计 2014-16 年 EPS 分别为 0.39、0.51 和 0.63 元，对应 15 年 PE 24 倍，极具吸引力，上调评级至“买入”，2015 年目标价为至 15 元。

调高

买入

黄付生

huangfusheng@csc.com.cn

010-85130307

执业证书编号：S1440510120024

贺琪

heqi@csc.com.cn

010-85159213

执业证书编号：S1440514080004

发布日期：2015 年 1 月 8 日

当前股价：11.53 元

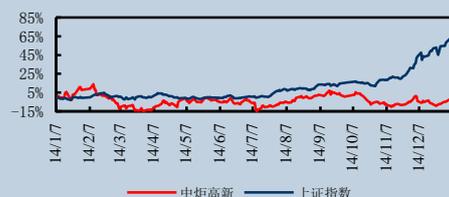
目标价格 6 个月：15 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
10.23/-3.86	4.82/-36.96	5.72/-55.17	
12 月最高/最低价 (元)			12.82/9.12
总股本 (万股)			79663.72
流通 A 股 (万股)			79663.72
总市值 (亿元)			91.85
流通市值 (亿元)			91.85
近 3 月日均成交量 (万)			1668.46
主要股东			
中山火炬集团有限公司			10.72%

股价表现



相关研究报告

- 14.08.26 调味品增长稳健，盈利能力大幅提升
- 14.04.29 母公司扭亏，调味品持续高增长
- 13.08.20 调味品快速增长 地产贡献业绩



预测和比率

	2013A	2014F	2015F	2016F
营业收入（百万）	2,318	2,757	3,412	4,102
营业收入增长率%	32.14	18.94	23.76	20.21
EBITDA（百万）	366	502	621	754
EBITDA 增长率%	55.28	37.29	23.68	21.40
净利润（百万）	213	307	382	472
净利润增长率%	69.31	44.15	24.46	23.66
ROE	8.92%	11.66%	12.93%	14.08%
EPS（元）	0.27	0.39	0.48	0.59
P/E	42.59	29.55	23.74	19.20
P/B	3.80	3.45	3.07	2.70
EV/EBITDA	25.59	19.03	15.44	12.72



分析师介绍

黄付生：经济学博士,首席食品饮料、农林牧渔行业分析师，2 年宏观策略、4 年行业公司研究经验。2010 年、2011 年入围新财富食品饮料行业最佳分析师，2014 年新财富最佳食品饮料分析师第三名。

贺琪：生物学硕士，从事食品饮料行业研究 3 年，2014 年加入中信建投证券。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚莘 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

程海艳 010-85130323 chenghaiyan@csc.com.cn

李祉遥 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

上海地区销售经理

袁小可 021-68821600 yuanxiaoke@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

简佳 021-68821631 jianjia@csc.com.cn

李孟江 021-68821619 limengjiang@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

孙宇 021-68808655 sunyush@csc.com.cn

深广地区销售经理

王方群 020-38381087 wangfangqun@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

杨帆 0755-22663051 yangfanbj@csc.com.cn

莫智源 0755-23953843 mozhiyuan@csc.com.cn

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 8 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622