

2014年07月22日

中炬高新 (600872)

——业绩预增点评：中报业绩略超预期，关注沪港通下的投资机会，重申“买入”评级

报告原因：有业绩公布需要点评

买入

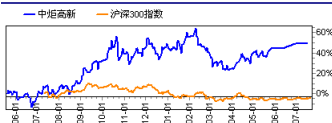
维持

市场数据：	2014年07月21日
收盘价(元)	9.83
一年内最高/最低(元)	12.82/7.47
上证指数/深证成指	2055/7275
市净率	3.5
息率(分红/股价)	0.82
流通A股市值(百万元)	7831

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2014年03月31日
每股净资产(元)	2.78
资产负债率%	34.10
总股本/流通A股(百万)	797/797
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《中炬高新14年一季报点评：结构升级带动业绩高增长，关注产能投放和新激励背景下的省外市场增长》
2014/04/29

《中炬高新一季报预增点评：一季报预增105%超市场预期，产品升级显著，激励机制更加完善》 2014/04/16

证券分析师

曾郁文 A0230513060003
zengyw@swsresearch.com

联系人

姚彦君
(8621)23297818x7455
yaoyj@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	2,318	32	213	69	0.27	31	10.0	37	27
2014Q1	675	31	79	106	0.10	34	3.6	-	-
2014E	2,616	12.8	284	33.6	0.36	33	11.8	27	19.6
2015E	3,347	28.0	372	30.8	0.47	33	13.3	21	15.7
2016E	4,057	21.2	479	29.0	0.60	34	14.7	16	12.7

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

投资要点：

- **事件：**公司公布业绩预告，预计14年上半年归属于上市公司股东的净利润同比增长75%左右，对应EPS约0.19元。子公司美味鲜上半年收入同比增长约20%，净利润增长约40%。
- **投资评级与估值：**考虑到中报业绩略超我们中报前瞻中预期，我们小幅上调14年盈利预测至0.36元（原为0.35元），同时维持15-16年EPS0.47元、0.60元，同比增长33.6%、30.8%和29.0%，对应14-16年PE 27/21/16倍。调味品消费升级背景下，“厨邦”酱油定位中高端家庭消费，与海天差异化竞争，产能释放将支持公司未来三年快速增长，沪港通背景下，调味品作为稀缺品种估值有望提升，重申“买入”评级。
- **关键假设点：**假设调味品14-16年收入增长22%、23%和22%，毛利率分别为32.5%、33%、34%；
- **有别于大众的认识：**
- **1、二季度调味品收入超越行业增速，净利润持续高增长。**1) 去年基数略高背景下，收入超越行业增长：①13年上半年美味鲜子公司收入同比增长28%基数较高，其中Q2同比增长约26%；14年上半年美味鲜收入同比增长约20%，经测算美味鲜Q2收入增长约17%。②WIND数据显示，酱醋行业14年1-5月份收入累计同比增长10.05%，其中4-5月收入累计同比增长约8%；而美味鲜子公司增长远高于行业增速。2) 净利润同比增长40%：上半年和14年Q2，调味品业务净利润增长均为40%，我们认为主要来自产品结构的不改善带来的毛利率提升，以及厨邦智造下的精益管理成果显现。
- **2、南部以外市场的拓展空间较大，产能释放背景下有望高增长。**目前公司业务仍有近50%的业务集中在南部区域，广东省外如中西部及北部地区原以老抽消费为主，生抽消费提升空间大，13年均实现了30%以上增长。阳西一期14年下半年投产，将为公司省外拓展提供有力保证。
- **3、高端品推广、阳西投产和推动日式精益生产模式，净利率有望再提升：**公司13年调味品净利率在11%左右，与海天13年17%净利率水平相比提升空间较大。①13年下半年高端新品纯酿系列、调味酱系列的推出、产品结构的提升有望带动14年毛利率继续提升；②中山四期、阳西产能释放带来的规模效应；此外，阳西产能机械化自动化程度较高，将替代人工投入。③继续推行日式精益生产管理，经营效率的提升将带动成本和费用下降。
- **4、沪港通背景下，公司作为A股稀缺的调味品龙头标的，估值的提升值得关注。**目前港股调味品上市公司中，仅有老恒河制造(2226.HK)，主营业务料酒占比70%以上。料酒市场空间约150-180万吨，与酱油750万吨、醋300万吨的市场容量相比较小；中炬高新作为以酱油为主的A股优质调味品龙头，与港股市场标的相比较为稀缺，沪港通背景下，估值的提升值得关注。

- **股价表现催化剂：**调味品销售增长超预期。
- **核心风险假设：**大豆等原料价格大幅上涨；食品安全问题。

表：盈利预测表

项目	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
一、主营业务收入	1,278	1,735	1,754	2,318	2,616	3,347	4,057
收入增长率		36%	1%	32%	13%	28%	21%
减：主营业务成本	906	1,251	1,254	1,593	1,750	2,240	2,684
毛利率	29%	28%	28%	31%	33%	33%	34%
主营税金及附加	10	19	18	38	43	54	66
二、主营业务利润	362	465	481	688	823	1,052	1,306
减：营业费用	114	144	160	185	211	271	325
管理费用	131	163	175	225	246	305	365
财务费用	23	26	41	34	23	28	35
资产减值损失	7	3	8	1	10	4	3
加：公允价值变动损益	0	0	0	0	-	-	-
投资收益	14	12	20	12	15	15	15
三、营业利润	102	140	118	254	349	460	594
加：营业外收入	23	14	32	15	5	3	3
减：营业外支出	4	4	4	7	3	3	3
四、利润总额	121	150	145	262	351	460	594
减：所得税	20	28	23	42	56	75	97
五、净利润	101	122	122	220	294	385	496
少数股东损益	3	8	3	8	10	13	17
归属母公司所有者净利润	98	130	126	213	284	372	479
净利润增长率		33%	-4%	69%	33.6%	30.8%	29.0%
六、每股收益	0.12	0.16	0.16	0.27	0.36	0.47	0.60

资料来源：申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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均为无效。

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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。