

## 中炬高新(600872.SH)

“宝能系”全额参与定增将成实际控制人，  
 国有机制转变有望释放公司增长潜力

评级：**买入** 前次：**买入**

目标价(元)：**-17.2**

分析师

联系人

胡彦超

张帅

S0740512070001

zhangshuai@r.qlzq.com.cn

021-20315176

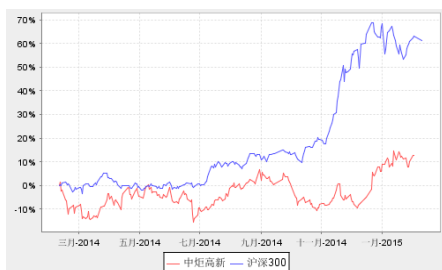
huyc@r.qlzq.com.cn

2015年9月8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)	21.62
市值(百万元)	17223.36
流通市值(百万元)	17223.36

### 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	2,688.2	3,053.8	3,504.6
营业收入增速	32.14%	13.96%	1.76%	13.60%	14.76%
净利润增长率	69.31%	34.74%	-25.39%	61.22%	37.70%
摊薄每股收益(元)	0.27	0.36	0.27	0.43	0.60
前次预测每股收益(元)	0.27	0.36	0.27	0.43	0.60
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	54.96	34.09	24.75
PEG	0.61	0.83	—	0.56	0.66
每股净资产(元)	2.66	2.94	3.09	3.44	3.93
每股现金流量(元)	0.17	0.42	0.60	0.56	0.81
净资产收益率	10.06%	12.27%	8.68%	12.60%	15.16%
市净率	4.28	3.54	4.77	4.29	3.75
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

- 事件：**中炬高新公布非公开发行预案，发行对象为富骏投资、崇光投资、润田投资及远津投资，发行股数不超过 300,802,139 股，发行价格为 14.96 元，募集资金金额不超过 45 亿元，各发行对象全部以现金认购，所认购的股份自发行结束之日起 36 个月内不得转让。持有公司 9.10% 股份的前海人寿为上述发行对象的一致行动人，本次发行前，公司的实际控制人为火炬开发区管委会，本次发行完成后，发行对象及其一致行动人前海人寿直接持有公司股份比例为 34.02%， “宝能系” 炬盛华、华利通间接持有公司 34.02% 的股权为公司间接控股股东，炬盛华实际控制人为姚振华，即本次发行将导致公司控制权发生变更，公司实际控制人将由火炬开发区管委会变更为姚振华。
- 本次非公开发行募集资金将用于阳西基地后续建设项目、渠道建设及品牌推广项目、研发中心扩建项目、南派酱油生产智能化及自动化改造项目、食用油扩建项目、电商推广及自主线上平台建设项目、信息化系统升级项目及科技产业孵化园建设日。预计此次项目的实施将加快公司产能和渠道建设、提高生产效率和整体盈利能力，且在加强调味品主业的同时培育以科技产业孵化园为代表的新利润增长点，具体来看主要有以下几个方面：**
  - 阳西基地后续建设项目：**阳西基地建设共分为三期，设计产能 47 万余吨，一期工程主要为生产酱油，剩余两期将由本次发行募集资金进行投入，生产更多品种类型的调味品。截至到 2014 年阳西基地已实际投入了金额 60,212 万元，2014 年度实现主营业务收入 2.16 亿元（今年预计近 10 个亿），原计划以自有资金陆续建设，现计划提高阳西基地后续建设速度。本项目实施后，公司将新增 18.37 万吨酱油、0.52 万吨罐头、5.59 万吨蚝油、1 万吨醋汁、1.83 万吨食用油、1.71 万吨调味酱产能。
  - 渠道建设及品牌推广项目：**目前公司拥有销售办事处 90 个，营销队伍 900 人，一级经销商 600 个，以及一级经销商下辖的约 4,500 个签约分销商，但主要渠道市场仍然以国内沿海城市为主，部分省份和地区尚未得到有效开发。本项目拟通过增加业务人员，实现以地级市为单位设置销售办事处

并将部分经销商细分至县一级，新增 150 个办事处，进一步扩大渠道网络的覆盖面；另一方面，本项目通过传统媒体和新媒体的广告投放，进一步提高公司的品牌知名度和美誉度。(3) 食用油扩建项目：公司在食用油方面进行了较大力度的拓展，推出了玉米油、花生油以及五谷调和油等产品，我们预计未来几年食用油品类对于公司的收入增长将会有比较大的贡献。本扩建项目建设实施后，公司预计达产后食用油年总产值约为 13.72 亿元。(4) 科技产业孵化园建设项目：公司计划在火炬开发区建立科技企业孵化器，项目主要结合孵化器园区运营及孵化基金投资两种运营模式。总投资 200,000.00 万元，其中投入 88,015.56 万元用于孵化园区建设，满租后公司预计实现年租金收入为 11,230.53 万元，由于前期投入较大，收取租金低于市场平均价格，孵化园区运营收益相对较低。但项目主要收益在于获取孵化基金带来的投资收益，同时孵化器具有一定的社会效益。孵化园区建设完成后进行孵化基金投资，主要用于对初创企业进行投资，以满足其前期资金发展需求，助推创业企业发展，预计孵化基金投资 111,984.44 万元。

**图表 1：本次非公开发行募集资金用途**

序号	项目名称		预计总投资额 (万元)	募集资金拟投入额 (万元)
1	调味品业务扩产升级	阳西基地后续建设项目	121,925.05	121,925.05
		渠道建设及品牌推广项目	107,649.22	99,585.72
		研发中心扩建项目	22,173.89	22,173.89
		南派酱油生产智能化及自动化改造项目	10,790.40	10,790.40
		电商推广及自主线上平台建设项目	62,831.71	62,831.71
2	食用油扩建项目		35,944.04	35,944.04
3	信息化系统升级项目		8,733.64	8,733.64
4	科技产业孵化园建设项目		200,000.00	88,015.56
合计	——		570,047.95	450,000.00

来源：公司公告、齐鲁证券研究所

**图表 2：食用油未来有望成为公司新的增长点**


来源：公司官网、齐鲁证券研究所

**图表 3：从调味品到食品拓展——公司的罐头产品**


来源：公司官网、齐鲁证券研究所

- 短期业绩下滑不改长期看好，非公开发行改变国有机制、完善治理结构，产业资本 15 元全额参与定增、3 年锁定期提供安全边际。上半年公司实现销售收入 13.2 亿元，同比减少 0.74%（其中调味品业务实现收入 12.58 亿元，同比增长 9.12%），实现净利润 1.03 亿元，同比减少 32.70%，业绩下滑的原因如同公司 2015

年的业绩指引一样，主要在于费用大幅增加——阳西基地转固的折旧费用和发行公司债的财务费用，以及本部土地和物业转让收入大幅减少。我们认为公司对调味品业务的长期乐观态度和对 2015 年业绩的悲观展望并不矛盾，建议淡化对公司短期业绩波动的关注，而聚焦公司的长期投资价值 and 增长潜力。非公开发行完成后前海人寿及其一致行动人取得公司控制权，公司的国有体制也将随之发生转变，机制会更加灵活，后续对于管理层的激励也有望展开。应当说公司质地优秀但增长潜力一直受到国有体制束缚，一旦顺利完成混改、实现机制转变，将大大提升管理层的积极性、改善公司治理结构，不仅可以带动毛利率和净利率的稳步提升，逐步缩小与海天、李锦记的差距，还有望加速公司区域扩张和品类扩张的步伐。而在目前市场大幅下跌的情况下“宝能系”仍以相对高价的 15 元全额参与定增，表明产业资本对于公司未来发展前景的坚定看好，且 3 年锁定期也提供了较高的安全边际。

- **预计系统性因素导致的补跌不可避免，但 4-5 个跌停后公司风险收益比将显著提高，提供合适买点、建议买入，目标价 17.2 元。**公司停牌期间市场大幅调整，我们预计系统性因素导致的补跌不可避免，但同时也将提供比较合适的买点，4-5 个跌停后公司风险收益比显著提高（对应明年 30 倍 PE），建议买入。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，前海人寿极其一致行动人获得控制权，将改变公司国有机制束缚、释放增长潜力。短期看，由于市场因素等影响公司估值偏贵，但长期看公司的价值仍然被低估。预计公司 2015-17 年 EPS 为 0.27、0.43、0.60 元，同比增长-25%、61%、38%，目标价 17.2 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 4：本次发行后，根据 2015 年 9 月 7 日公司股权结构及本次发行情况测算，公司前十大股东情况如下**

本次交易后公司前十大股东情况表			
排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	火炬集团	85,425,450	7.78
2	富骏投资	77,765,129	7.09
3	崇光投资	75,117,805	6.84
4	远津投资	74,014,756	6.74
5	润田投资	73,904,449	6.73
6	前海人寿-海利年年	51,054,840	4.65
7	全国社保基金一一零组合	18,018,128	1.64
8	全国社保基金一一二组合	17,017,063	1.55
9	中国银行-大成财富管理2020生命周期证券投资基金	12,922,724	1.18
10	前海人寿-自有资金	11,766,357	1.07
	合计	497,006,701	45.29
	总股本	1,097,439,333	—

来源：公司公告、齐鲁证券研究所

**图表 5: 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
<b>调味品</b>							
销售收入	1,289.00	1,612.00	1,979.00	2,330.23	2,587.26	2,918.87	3,344.68
增长率 (YOY)	—	25.06%	22.77%	17.75%	11.03%	12.82%	14.59%
毛利率	28.05%	28.61%	31.08%	34.02%	35.18%	37.35%	39.41%
销售成本	927.44	1,150.81	1,363.93	1,537.38	1,677.19	1,828.82	2,026.61
增长率 (YOY)	—	24.08%	18.52%	12.72%	9.09%	9.04%	10.82%
毛利	361.56	461.19	615.07	792.85	910.07	1,090.06	1,318.06
增长率 (YOY)	—	27.55%	33.37%	28.90%	14.78%	19.78%	20.92%
占总销售额比重	82.26%	92.38%	87.07%	94.26%	97.33%	97.17%	97.38%
占主营业务利润比重	82.29%	92.26%	86.72%	95.48%	97.93%	97.76%	97.88%
<b>房地产及园区物业</b>							
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%	0.98%	1.17%	1.16%
占主营业务利润比重	15.99%	5.67%	10.43%	2.11%	0.70%	0.94%	1.04%
<b>汽车配件、电池等其他</b>							
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%	1.69%	1.66%	1.46%
占主营业务利润比重	1.73%	2.07%	2.85%	2.41%	1.37%	1.30%	1.08%
<b>销售收入小计</b>	<b>1567.00</b>	<b>1745.00</b>	<b>2273.00</b>	<b>2472.23</b>	<b>2658.26</b>	<b>3003.87</b>	<b>3434.68</b>
<b>销售成本小计</b>	<b>1127.60</b>	<b>1245.13</b>	<b>1563.70</b>	<b>1641.86</b>	<b>1728.96</b>	<b>1888.82</b>	<b>2088.11</b>
<b>毛利</b>	<b>439.40</b>	<b>499.87</b>	<b>709.30</b>	<b>830.37</b>	<b>929.30</b>	<b>1115.06</b>	<b>1346.56</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>28.04%</b>	<b>28.65%</b>	<b>31.21%</b>	<b>33.59%</b>	<b>34.96%</b>	<b>37.12%</b>	<b>39.20%</b>

来源: 齐鲁证券研究所

**图表 6: 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	2,688	3,054	3,505
增长率	1.09%	32.1%	14.0%	1.8%	13.6%	14.8%
营业成本	-1,254	-1,593	-1,731	-1,779	-1,972	-2,214
%销售收入	71.5%	68.7%	65.5%	66.2%	64.6%	63.2%
毛利	500	725	911	909	1,082	1,291
%销售收入	28.5%	31.3%	34.5%	33.8%	35.4%	36.8%
营业税金及附加	-18	-38	-45	-38	-37	-42
%销售收入	1.1%	1.6%	1.7%	1.4%	1.2%	1.2%
营业费用	-160	-185	-231	-282	-290	-308
%销售收入	9.1%	8.0%	8.7%	10.5%	9.5%	8.8%
管理费用	-175	-225	-288	-317	-321	-343
%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	272	435	597
%销售收入	8.4%	11.9%	13.1%	10.1%	14.2%	17.0%
财务费用	-41	-34	-33	-36	-36	-34
%销售收入	2.3%	1.5%	1.3%	1.3%	1.2%	1.0%
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%	3.8%	2.3%	1.7%
营业利润	118	254	323	244	411	573
营业利润率	6.7%	11.0%	12.2%	9.1%	13.5%	16.3%
营业外收支	28	8	21	20	15	15
税前利润	145	262	344	264	426	588
利润率	8.3%	11.3%	13.0%	9.8%	13.9%	16.8%
所得税	-23	-42	-51	-42	-68	-95
所得税率	15.8%	16.0%	14.9%	16.0%	16.0%	16.2%
净利润	122	220	293	222	358	493
少数股东损益	-3	8	6	8	13	18
归属于母公司的净利润	126	213	287	214	345	475
净利率	7.2%	9.2%	10.9%	8.0%	11.3%	13.6%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	355	355	270	941	916	876
应收款项	48	124	80	87	99	111
存货	1,246	1,208	1,261	1,391	1,542	1,731
其他流动资产	390	287	381	374	377	382
流动资产	2,039	1,974	1,993	2,792	2,934	3,100
%总资产	58.3%	53.4%	49.1%	56.9%	54.5%	52.9%
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%	29.8%	33.5%	36.0%
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%	43.1%	45.5%	47.1%
资产总计	3,495	3,696	4,059	4,907	5,380	5,862
短期借款	60	241	111	621	540	462
应付款项	646	537	601	778	814	921
其他流动负债	512	401	120	181	175	196
流动负债	1,218	1,180	832	1,580	1,530	1,579
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	2,161	2,141	2,210
普通股股东权益	1,948	2,116	2,338	2,465	2,738	3,133
少数股东权益	242	252	258	266	279	296
负债股东权益合计	3,495	3,680	4,043	4,891	5,157	5,639

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	0.269	0.433	0.596
每股净资产 (元)	2.445	2.656	2.935	3.094	3.437	3.933
每股经营现金净流 (元)	0.304	0.170	0.420	0.597	0.556	0.814
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%	8.68%	12.60%	15.16%
总资产收益率	3.60%	5.78%	7.09%	4.37%	6.69%	8.42%
投入资本收益率	9.15%	13.19%	11.82%	9.20%	13.20%	15.78%
增长率						
营业总收入增长率	1.09%	32.14%	13.96%	1.76%	13.60%	14.76%
EBIT增长率	-6.62%	88.35%	25.05%	-21.39%	59.68%	37.27%
净利润增长率	-3.65%	69.31%	34.74%	-25.39%	61.22%	37.70%
总资产增长率	7.80%	5.28%	9.86%	20.90%	9.63%	8.96%
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	172.9	178.0	177.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-10.17%	0.12%	17.01%	9.05%	7.35%	5.92%
EBIT利息保障倍数	3.6	8.2	10.4	7.7	12.2	17.8
资产负债率	37.35%	35.64%	35.78%	44.18%	41.51%	39.18%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	122	220	293	222	358	493
少数股东损益	0	0	0	8	13	18
非现金支出	69	73	87	212	169	211
非经营收益	20	21	-58	21	34	31
营运资金变动	30	-179	13	21	-118	-87
经营活动现金净流	242	135	335	484	456	666
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
股权筹资	20	0	0	0	0	0
债权筹资	-89	76	54	476	-50	-59
其他	-40	-74	-97	-53	-147	-128
筹资活动现金净流	-110	2	-43	423	-197	-186
现金净流量	-87	1	-85	678	-12	-22

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。