

研究所

证券分析师：余春生 S0350513090001
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn

公司机制从国有向民营转变，未来业绩动力有望增进

——中炬高新（600872）非公开增发事件点评

■ 事件

公司拟向特定对象非公开发行不超过3亿股，发行底价为14.96元/股，募集资金总额不超过45亿元，锁定期为36个月。发行对象为富骏投资、崇光投资、润田投资及远津投资，本次发行完成后，本次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%，姚振华变为本公司实际控制人。

■ 点评

公司控制权发生变更，公司机制从国有向民营转变。公司原第一大股东为中山火炬集团公司，持股10.72%，为国有控股。本次增发后，姚振华为公司实际控制人，直接和间接持股34.02%，公司的机制也从国有企业转变为民营企业。我们认为，随着公司机制变更为民营企业，公司对员工的激励层面有望更为市场化，公司的业绩动力也有望更为强烈。

募集资金用于主业经营，看好公司长远发展。本次募集资金主要用于阳西基地后继建设项目、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项目。整体而言，募集资金主要用于产能扩建、市场推广和渠道建设，围绕主业发展进行投资。目前，酱油行业美味鲜排名第二，但与老大海天比较，无论是规模还是盈利能力都相差很大。2014年，海天收入98.17亿元，美味鲜收入15.12亿元，美味鲜只有海天的15.40%；2014年，海天净利率21.29%，美味鲜净利率10.86%，美味鲜只有海天的51%。我们认为，随着公司机制改变和募集资金到位，公司未来发展速度有望加快，公司长远发展值得看好。

盈利预测与投资建议。假定本次非公开增发2015年内通过，则包含增发股本预测公司2015/16/17年EPS分别为0.20、0.26、0.34，对应2015/16/17年PE分别为95.27/73.50/57.89倍，调低公司评级为“中性”。

风险提示。增发项目实施不确定，业务拓展不达预期。

表 1、中炬高新盈利预测

证券代码:	600872.sh				股票价格:	19.46	投资评级:	中性		日期:	2015-9-8
财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E		
盈利能力					每股指标						
ROE	11%	7%	8%	9%	EPS	0.36	0.20	0.26	0.34		
毛利率	34%	35%	36%	36%	BVPS	2.96	2.53	3.02	3.65		
期间费率	23%	23%	26%	25%	估值						
销售净利率	11%	8%	9%	10%	P/E	54.06	95.27	73.50	57.89		
成长能力					P/B	6.58	7.70	6.44	5.34		
收入增长率	14%	1%	21%	20%	P/S	5.87	8.00	6.61	5.51		
利润增长率	35%	-22%	30%	27%							
营运能力					利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E		
总资产周转率	0.65	0.59	0.63	0.65	营业收入	2642	2668	3229	3874		
应收账款周转率	33.20	33.20	33.20	33.20	营业成本	1731	1726	2079	2480		
存货周转率	1.37	1.37	1.37	1.37	营业税金及附加	45	46	55	66		
偿债能力					销售费用	231	288	344	413		
资产负债率	36%	32%	30%	28%	管理费用	288	311	377	452		
流动比	2.39	2.80	3.19	3.61	财务费用	33	51	48	44		
速动比	0.88	1.27	1.55	1.87	其他费用/(-收入)	10	2	2	2		
资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	营业利润	323	248	328	422		
现金及现金等价物	270	609	906	1316	营业外净收支	21	21	21	21		
应收款项	80	80	97	117	利润总额	344	269	349	443		
存货净额	1261	1291	1555	1855	所得税费用	51	40	52	66		
其他流动资产	381	385	465	558	净利润	293	229	296	376		
流动资产合计	1993	2363	3022	3843	少数股东损益	6	5	6	8		
固定资产	1176	1159	1173	1176	归属于母公司净利润	287	224	291	369		
在建工程	191	271	261	261	现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E		
无形资产及其他	114	114	103	91	经营活动现金流	335	317	(35)	(18)		
长期股权投资	52	52	52	52	净利润	293	229	296	376		
资产总计	4059	4492	5143	5956	少数股东权益	6	5	6	8		
短期借款	100	100	100	100	折旧摊销	83	129	127	128		
应付款项	404	413	498	594	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	88	89	108	130	营运资金变动	(47)	(45)	(465)	(529)		
其他流动负债	240	240	240	240	投资活动现金流	(377)	(62)	(4)	(3)		
流动负债合计	832	843	946	1063	资本支出	(379)	(62)	(4)	(3)		
长期借款及应付债券	604	604	604	604	长期投资	62	0	0	0		
其他长期负债	11	11	11	11	其他	(60)	0	0	0		
长期负债合计	614	614	614	614	筹资活动现金流	381	194	251	319		
负债合计	1446	1457	1560	1678	债务融资	420	0	0	0		
股本	797	1097	1097	1097	权益融资	0	0	0	0		
股东权益	2613	3035	3583	4278	其它	(40)	194	251	319		
负债和股东权益总计	4059	4492	5143	5956	现金净增加额	339	449	212	298		

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

余春生，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

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。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。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。