

研究所

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

调味品业务增长较快，民营机制有望提升效率

——中炬高新（600872）2015 年年报点评

最近一年走势



■ 事件：

4月18日晚，中炬高新（600872）公布了2015年年报，2015年实现营业收入27.59亿元，同比增长4.42%；实现归属上市公司股东的净利润2.47亿元，同比减少13.78%；基本每股收益0.31元，同比增长13.78%。

其中Q4单季度实现营收7.30亿元，同比增长3.91%；实现归属于上市公司股东的净利润7867.86万元，同比增长0.79%。

■ 点评：

2015 年业绩整体有所下滑，调味品是一大亮点。报告期公司实现营收 27.59 亿，同比增长 4.42%。其中调味品业务增长较快，实现营收 26.07 亿元，同比增长 12.37%，其在总营收中占比也由 2014 年的 87.81% 提升至 94.50%，而房地产业务受政策影响，开发进度有所放缓。报告期归母净利润同比减少 13.78%，主要原因在于公司营销投入费用和管理成本增长较快。

调味品行业空间巨大，未来有望维持较快增长。过去几年，我国酱醋行业收入年均增长约 20%，是调味品子品类中增长最快的品类之一。从人均消费水平和单价来看，目前行业距离行业天花板还有很大的空间。公司酱油品牌“美味鲜”在行业内排名第二，但与行业龙头海天比较，无论是规模还是盈利能力都相差很大。公司本次通过定增募集资金不超过 45 亿元，主要用于产能扩建、市场推广和渠道建设，均是围绕主业发展进行投资。我们认为，公司调味品业务有望继续维持较快增长速度，为公司业绩提供保障。

“深中通道”建设刺激中山房价，公司地产业绩弹性有望增强。“深中通道”于 2015 年底开工，旨在连接深圳和中山，建成后中山到深圳的车程将由 1 个多小时缩短至 20 分钟。过去中山市房价在珠江三角洲区域一直是价值洼地，受“深中通道”政策刺激，中山市房价和成交量都有上涨趋势，同时 2016 年以来深圳房价大幅上涨也有望进一步提升中山房价优势。公司目前拥有未开发用地 1720 亩，未来估值有望获得提升，同时其存量房销售也有望加速，房地产业务的业绩弹性有望大幅增强。

公司变更民营机制，经营效率有望步入新的台阶。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。2015 年 9 月，公司公告《非公开发行股票预案》，拟向富骏投资、崇光投资、润田投资、远津投资发行不超过 300,802,139 股，发行对象系前海人寿关联方，若本次增发成功施行，则前海人寿及其关联方合计持股比例为 42.01%，公司实际控制人变为姚振华，

相对沪深 300 表现

表现	1m	3m	12m
中炬高新	-6.0	4.7	-24.7
沪深 300	1.8	5.4	-31.9

市场数据 2016/4/18

当前价格（元）	12.48
52 周价格区间（元）	10.11-21.73
总市值（百万）	9942.03
流通市值（百万）	9942.03
总股本（万股）	79663.72
流通股（万股）	79663.72
日均成交额（百万）	403.39
近一月换手（%）	33.01

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%

公司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，经营效率有望提升。

维持公司增持评级。预测 2016/17/18 年 EPS（不考虑增发因素）分别为 0.38/0.47/0.61 元，对应 2016/17/18 年 PE 为 33.04/26.36/20.41 倍，维持公司“增持”评级。

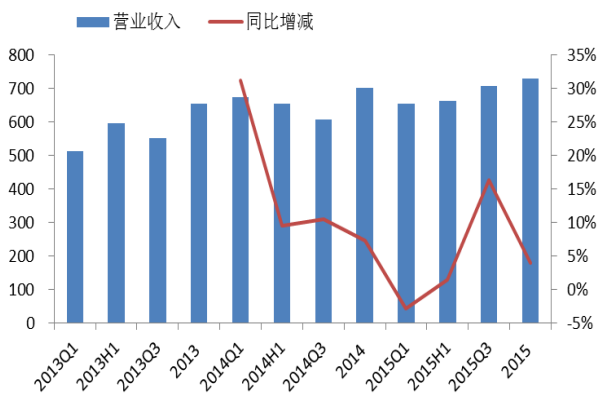
风险提示：增发项目实施不确定，市场拓展不达预期。

表 1、中炬高新盈利预测简表（不考虑增发因素）

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	2759	3123	3604	4166
增长率(%)	4%	13%	15%	16%
净利润（百万元）	247.3	301	377	487
增长率(%)	-14%	22%	25%	29%
摊薄每股收益（元）	0.31	0.38	0.47	0.61
ROE(%)	8.84%	10.12%	11.81%	14.01%

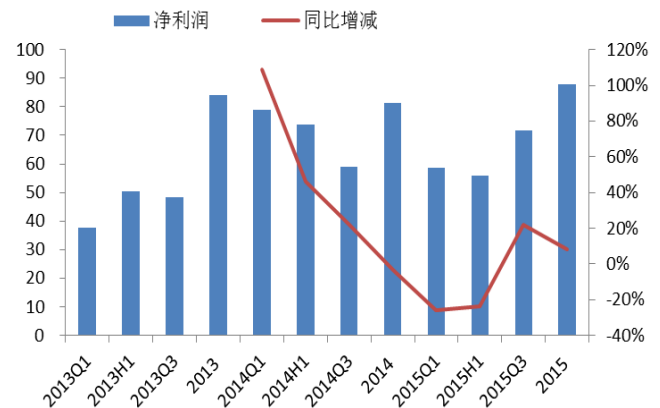
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 1、2013-2015 年单季度营收情况



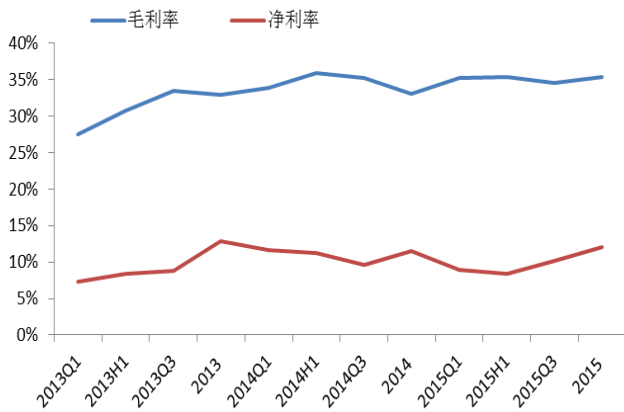
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 2、2013-2015 年单季度净利润情况



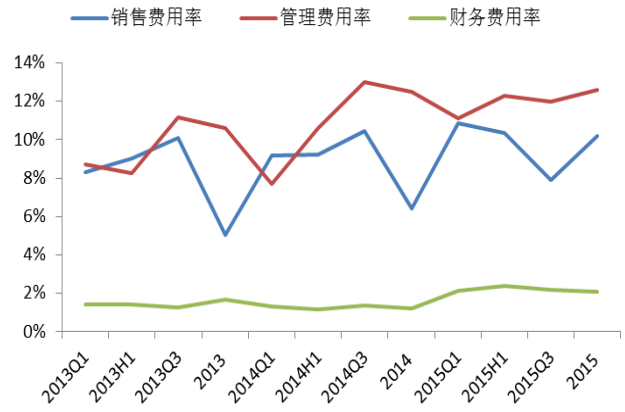
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 3、2013-2015 单季度毛利率和净利率情况



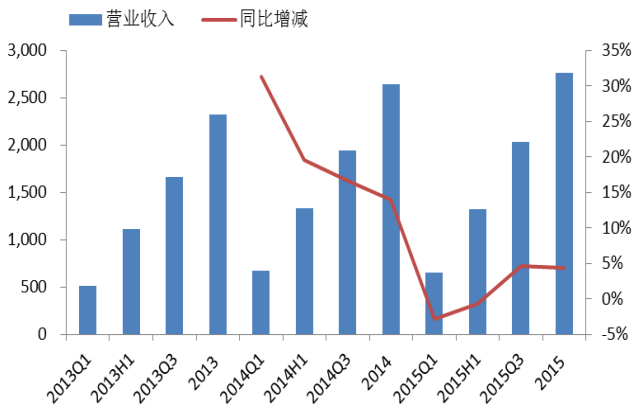
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 4、2013-2015 单季度费用率情况



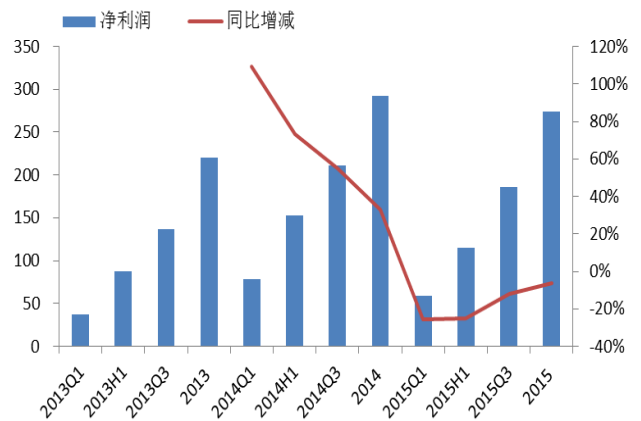
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 5、2013-2015 季度累计营收情况



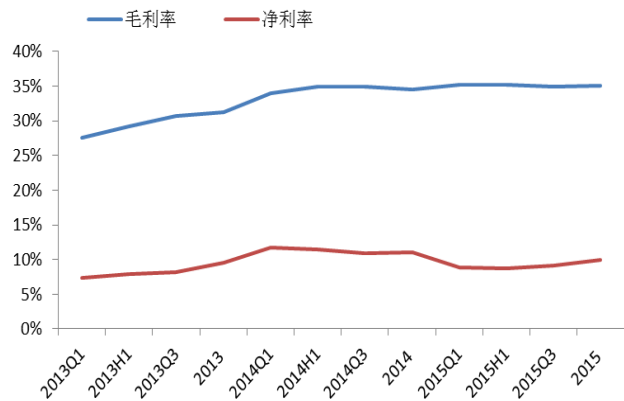
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 6、2013-2015 年季度累计净利润情况



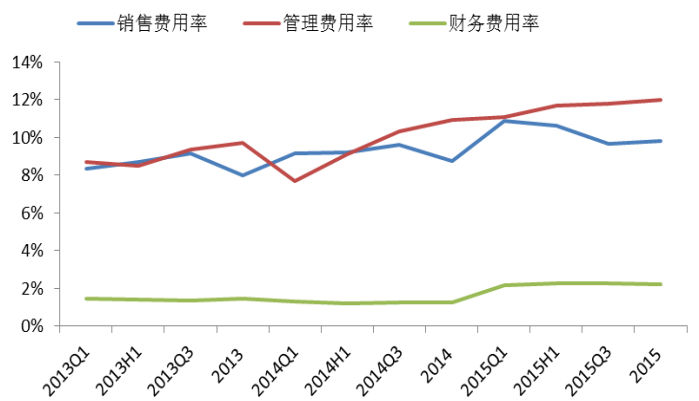
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 7、2013-2015 季度累计毛利率和净利率情况



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 8、2013-2015 季度累计费用率情况



资料来源：WIND、国海证券研究所

表 2、中炬高新盈利预测（不考虑增发因素）

证券代码:	600872.SH				股票价格:	12.48	投资评级:	增持		日期:	2016/4/18
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E		
盈利能力					每股指标						
ROE	8.84%	10.12%	11.81%	14.01%	EPS	0.31	0.38	0.47	0.61		
毛利率	35%	35%	35%	36%	BVPS	3.16	3.33	3.56	3.85		
期间费率	25%	23%	22%	20%	估值						
销售净利率	9%	10%	10%	12%	P/E	40.21	33.04	26.36	20.41		
成长能力					P/B	3.95	3.74	3.51	3.24		
收入增长率	4%	13%	15%	16%	P/S	3.60	3.18	2.76	2.39		
利润增长率	-14%	22%	25%	29%							
营运能力					利润表(百万元)	2015	2016E	2017E	2018E		
总资产周转率	0.61	0.66	0.71	0.77	营业收入	2759	3123	3604	4166		
应收账款周转率	35.27	35.27	35.27	35.27	营业成本	1791	2024	2328	2683		
存货周转率	1.38	1.38	1.38	1.38	营业税金及附加	29	33	38	44		
偿债能力					销售费用	270	306	353	392		
资产负债率	38%	37%	37%	36%	管理费用	331	375	414	458		
流动比	3.22	3.22	3.31	3.43	财务费用	61	(9)	(29)	(60)		
速动比	1.40	1.31	1.30	1.31	其他费用/(-收入)	26	10	10	10		
资产负债表(百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	营业利润	301	404	509	659		
现金及现金等价物	355	272	237	221	营业外净收支	38	9	9	9		
应收款项	78	89	102	118	利润总额	339	413	517	668		
存货净额	1322	1493	1718	1980	所得税费用	65	79	99	128		
其他流动资产	587	665	767	887	净利润	274	333	418	540		
流动资产合计	2342	2518	2824	3206	少数股东损益	27	33	41	53		
固定资产	1276	1248	1253	1248	归属于母公司净利润	247	301	377	487		
在建工程	228	308	298	298	现金流量表(百万元)	2015	2016E	2017E	2018E		
无形资产及其他	107	107	97	86	经营活动现金流	394	192	183	248		
长期股权投资	53	53	53	53	净利润	274	333	418	540		
资产总计	4523	4752	5042	5408	少数股东权益	27	33	41	53		
短期借款	20	20	20	20	折旧摊销	115	138	136	135		
应付款项	315	356	409	472	公允价值变动	(0)	0	0	0		
预收帐款	96	109	126	145	营运资金变动	(22)	(313)	(411)	(480)		
其他流动负债	297	297	297	297	投资活动现金流	(485)	(52)	5	5		
流动负债合计	728	782	852	934	资本支出	(137)	(52)	5	5		
长期借款及应付债券	981	981	981	981	长期投资	(1)	0	0	0		
其他长期负债	15	15	15	15	其他	(347)	0	0	0		
长期负债合计	996	996	996	996	筹资活动现金流	8	(158)	(198)	(256)		
负债合计	1725	1778	1848	1930	债务融资	297	0	0	0		
股本	797	797	797	797	权益融资	0	0	0	0		
股东权益	2799	2974	3194	3477	其它	(289)	(158)	(198)	(256)		
负债和股东权益总计	4523	4752	5042	5408	现金净增加额	(83)	(19)	(10)	(3)		

资料来源: WIND、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，除法律规定的情况外，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、展示或以其他任何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。