

中炬高新 (600872)

2Q 业绩或超预期+滞涨+国企改革后盈利能力提升 30-50%+12 个月 40%空间 买入 (维持)

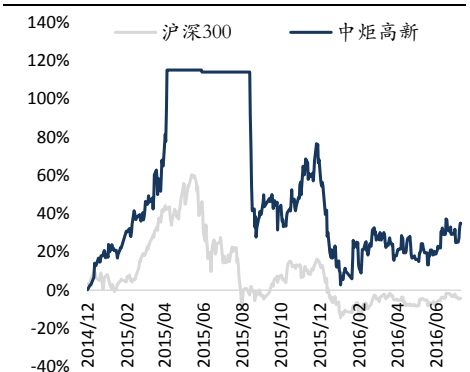
证券分析师 马浩博
执业资格证书号码:
S0850513090003
mahb@dwzq.com.cn

研究助理 汤玮亮
执业资格证书号码:
S0600516070002
tangwl@dwzq.com.cn

投资要点

- **美味鲜小幅提速，费用严格管控，2Q16 业绩有望超预期。**受益餐饮业增长、居民消费升级、公司新品放量，根据草根调研，估计 2Q16 美味鲜收入增加 14-15%，环比小幅提速，其中酱油增长约 10%，生抽、小品类增速较快，估计蚝油、醋、酱料合计增速超 20%，食用油带来新增量。由于大股东变化，控费重视程度提高，2Q16 净利增速有望环比提升至 30-40%，超市场预期。预计 2016 年美味鲜收入 29.5-30 亿，同比增 13-15%。
- **受益深中高速，公司房地产业务持续升值。**目前，公司主要项目为汇景东方豪宅项目，建筑面积 160 万平米，一期工程于 2011 年 5 月完成，包括 233 栋 235-380 平米联排别墅与 6 栋 90-180 平米高层洋房，部分待售，中山房地产市场从 2015 年 7 月起至 16 年 4 月上涨 20%，估计待售楼盘可为 16-17 年贡献 4-5 亿收入。受益于深中通道，中山地价升值潜力巨大，我们判断房地产业务总体价值约 40-50 亿。
- **调味品估值：**海天、恒顺、加加 16PE 分别为 28/42/49x，PS 分别为 6.5/4.6/4.3x。相对国企改革标的恒顺醋业，中炬 16PE 为 30x PS 为 3.5x，明显低估。目前市值 110 亿元，剔除房地产约 40 亿市值，公司调味品市值仅为 70 亿，预计 16-18 年调味品利润分别为 3.7 /4.5/5.6 亿，给予 16 年 30xPE。
- **前海人寿顺利完成万科事件，预计 1Q17 完成定增，届时公司市值约为 150 亿，考虑到激励后调味品行业净利率超过 15%，对应 17 年 35 亿收入，5 亿利润，给予 30xPE，调味品 150 亿市值+地产 40 亿+增发补流 20 亿现金，约为 210 亿市值，还有 40%空间；假设前海失败退出中炬，17 年 10%净利率，对应 3.5 亿净利润，给予 30xPE 为 105 亿市值+40 亿土地=145 亿市值，还有 30%空间。**
- **盈利预测与投资评级。**1H16 食品板块上涨 14.1%，其中白酒上涨 12.3%，伊利双汇分别上涨 37.7%，42.6%，中炬高新上涨 26.2%，相对食品饮料板块主流品种滞涨。考虑到中报预计超预期+前海入主激励逐一兑现+餐饮行业复苏，给予 17 年 210 亿目标市值，还有 40%空间，买入。
- **风险提示：**营业增长不达预期；定增未获通过

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	13.91
一年最低/最高价	10.11/21.62
市净率	4.4
流通市值 (亿)	110.81

基础数据

每股净资产	3.14
资产负债率	38.13
总股本 (百万股)	796.64
流通股 A 股 (百万股)	796.64

相关研究

1. 中炬高新：前海人寿成第一大股东，净利率有提升空间——20150910
2. 中炬高新：民企机制激活，成长潜力激增——20150923

图表 1: 盈利预测与估值

股票名称	股价 (8月4日)	市值 (亿)	PS (倍)			毛利率 (%)		净利率 (%)			EPS (元/股)			PE (倍)			净利润同比 (%)		
			16E	15E	1Q16	15E	1Q16	16E	17E	18E	16E	17E	18E	16E	17E	18E			
中炬高新	13.9	110.8	3.5	34.4	34.3	9.9	10.0	0.4	0.5	0.8	31.8	25.2	17.8	38.4	25.9	41.4			
加加食品	7.1	82.3	4.3	28.1	28.0	8.4	10.9	0.1	0.2	0.2	49.4	42.5	46.8	13.1	16.2	15.5			
恒顺醋业	11.3	68.1	4.6	39.0	40.7	18.2	10.1	0.3	0.3	0.4	42.6	34.5	29.1	-33.3	23.5	19.0			
海天味业	31.0	839.2	6.5	44.4	44.1	22.2	23.6	1.1	1.3	1.5	28.2	23.9	20.7	18.4	18.3	15.3			

资料来源：Wind 一致性预测，东吴证券研究所。

图表 2: 中炬高新三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2341.6	2588.8	2971.2	3481.2	营业收入	2758.6	3282.9	3937.4	4838.4
现金	354.6	300.0	300.0	300.0	营业成本	1791.2	2023.5	2327.1	2722.7
应收款项	78.2	93.1	111.6	137.2	营业税金及附加	29.5	48.3	57.9	71.1
存货	1321.6	1496.9	1721.4	2014.0	营业费用	270.4	319.0	377.9	464.4
其他	587.2	698.9	838.2	1030.0	管理费用	331.3	416.9	542.9	667.1
非流动资产	2181.5	2525.6	2866.6	3192.4	财务费用	61.2	68.5	101.9	136.1
长期股权投资	53.0	54.3	55.6	56.9	投资净收益	29.1	29.1	29.1	29.1
固定资产	1504.1	1852.3	2197.4	2527.3	其他	-3.3	0.0	0.0	-0.0
无形资产	107.2	101.9	96.5	91.1	营业利润	300.8	435.8	558.8	806.0
其他	517.1	517.1	517.1	517.1	营业外净收支	38.3	38.3	38.3	38.3
资产总计	4523.1	5114.4	5837.8	6673.7	利润总额	339.1	474.1	597.1	844.4
流动负债	728.1	1126.1	1607.2	2102.4	所得税费用	65.1	94.8	119.4	168.9
短期借款	40.0	340.0	691.6	1022.7	少数股东损益	26.8	37.1	46.7	66.0
应付账款	314.8	355.6	408.9	478.5	归属母公司净利润	247.3	342.2	431.0	609.4
其他	373.3	430.5	506.7	601.2	EBIT	365.6	523.5	689.5	984.2
非流动负债	996.5	1001.1	1005.7	1010.3	EBITDA	480.5	630.9	830.3	1158.3
长期借款	88.6	88.6	88.6	88.6	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
其他	907.9	912.5	917.1	921.7	每股收益(元)	0.31	0.43	0.54	0.77
负债总计	1724.5	2127.2	2612.9	3112.7	每股净资产(元)	3.16	3.37	3.64	4.02
少数股东权益	284.6	302.2	324.3	355.7	发行在外股份(百万股)	796.6	796.6	796.6	796.6
归属母公司股东权益	2514.0	2685.1	2900.6	3205.3	ROIC(%)	7.7%	9.4%	11.1%	14.1%
负债和股东权益总计	4523.1	5114.4	5837.8	6673.7	ROE(%)	9.8%	12.7%	14.9%	19.0%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	35.1%	38.4%	40.9%	43.7%
经营活动现金流	393.9	281.7	349.2	477.0	EBIT Margin(%)	13.3%	15.9%	17.5%	20.3%
投资活动现金流	-484.8	-465.2	-485.3	-503.3	销售净利率(%)	9.0%	10.4%	10.9%	12.6%
筹资活动现金流	175.0	128.9	136.1	26.3	资产负债率(%)	38.1%	41.6%	44.8%	46.6%
现金净增加额	84.3	-54.6	0.0	-0.0	收入增长率(%)	4.4%	19.0%	19.9%	22.9%
折旧和摊销	114.9	107.4	140.7	174.1	净利润增长率(%)	-13.8%	38.4%	25.9%	41.4%
资本开支	-247.6	-463.9	-484.0	-502.1	P/E	43.94	31.75	25.21	17.83
营运资本变动	-277.7	-185.5	-244.7	-337.9	P/B	4.32	4.05	3.75	3.39
企业自由现金流	-48.8	-123.3	-36.3	121.5	EV/EBITDA	26.20	20.59	16.23	12.07

资料来源: 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

增持:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在5%以上;

中性:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

