

2016年08月11日

公司研究

评级：增持（维持）

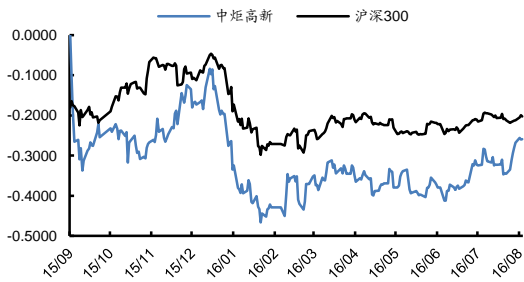
研究所

证券分析师：余春生 S0350513090001
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn
联系人：管嘉琪 S0350116070031
guanjq@ghzq.com.cn

原材料降价提升毛利率，房地产弹性大幅增强

——中炬高新（600872）2016年中报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
中炬高新	9.7	17.7	-33.8
沪深300	1.6	5.7	-20.6

市场数据

2016/08/11

当前价格（元）	14.31
52周价格区间（元）	10.03 - 19.31
总市值（百万）	11399.88
流通市值（百万）	11399.88
总股本（万股）	79663.72
流通股（万股）	79663.72
日均成交额（百万）	293.06
近一月换手（%）	39.81

相关报告

《中炬高新（600872）跟踪报告：调味品业务增长速度较快，房地产业务弹性有望增强（增持）

*食品饮料行业*余春生》——2016-05-11

《中炬高新（600872）2015年三季报点评*三季度业绩略超预期，民营机制有望加快发展（增持）

*食品饮料行业*余春生》——2015-10-28

《中炬高新（600872）非公开增发事件点评：公司机制从国有向民营转变，未来业绩动力有望增进（买入）*食品饮料*余春生》——2015-09-08

《中炬高新（600872）2014年年报点评*厨邦品牌优势突出，未来成长空间大（买入）*食品饮料行业*余春生》——2015-04-01

事件：

8月10日晚，中炬高新（600872）公布了2016年中报，2016年上半年公司实现营业收入14.90亿元，同比增长12.86%；实现归属上市公司股东的净利润1.43亿元，同比增长38.55%；基本每股收益0.18元，同比增长38.59%。

Q2，实现营收7.46亿元，同比增长12.28%；实现归属于上市公司股东的净利润0.77亿元，同比增长54.12%。

投资要点：

■ **原材料价格持续下降，调味品毛利率显著提升** 2016年上半年，公司营业收入同比增长12.86%，其中调味品营收14.30亿元，同比增长13.44%。报告期，调味品毛利率为37.53%，同比增长1.70 pct，主要原因是受黄豆、味精等主要原材料单价下降。上半年黄豆市场均价约3750元/吨，较2015年均价减少了约300元/吨；味精最新市场价约6900元/吨，同比2015年降低18.80%。再加上公司生产效率的提升，公司单位产品制造费用下降。根据我们的分析，目前大宗商品价格仍然处于下降通道，未来公司毛利率水平仍有进一步提升的空间。

■ **“深中通道”建设刺激中山房价，房地产业绩弹性大幅增强** “深中通道”建成后，中山到深圳的车程将由1个多小时缩短至30分钟。受此刺激，中山房地产市场从2015年下半年呈现繁荣景象。公司子公司中汇合创公司借力“深中通道”获批建设的有利时机，加快了解片区规划调整的最终落实情况，并及时重新对外开盘发售。公司目前拥有未开发用地1720亩，主要集中在城轨中山站片区。截止上半年，公司已签约和预定49套，面积约12,200平方，金额约1.46亿元，下半年将陆续确认收入，公司业绩弹性大幅提升。

■ **公司变更民营体制，经营效率有望步入新的台阶** 2015年9月，公司公告《非公开发行股票预案》，公司实际控制人变为姚振华，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。目前前海人寿已派驻新的董事和常务副总入驻，待增发证监会通过后，有望加快机制变革的推进。

■ **盈利预测和投资评级：维持增持评级** 公司调味品产品竞争力不断提

《中炬高新（600872）一季报点评：看产品结构升级背景下的消费习惯改变（增持）*食品饮料*崔励》——2014-04-29

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%。

升，全国化布局稳步推进，未来有望获得稳定的增长，成为公司业绩的支撑点；同时房地产业务受益于“深中同道”有望大幅提升公司业绩弹性。在增发未最终完成时，暂不考虑增发对业绩及股本的影响，我们预测 2016/17/18 年 EPS 分别为 0.42/0.53/0.63 元，对应 2016/17/18 年 PE 为 33.97/27.14/22.54 倍，维持公司“增持”评级。

- **风险提示：**房地产业务销售不达预期，增发项目实施不达预期，市场拓展不达预期。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	2759	3183	3680	4365
增长率(%)	4%	15%	16%	19%
净利润（百万元）	247.3	336	420	506
增长率(%)	-14%	36%	25%	20%
摊薄每股收益（元）	0.31	0.42	0.53	0.63
ROE(%)	8.84%	11.21%	12.97%	14.31%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

事件:

中炬高新发布 2016 年中报: 8 月 10 日晚, 中炬高新 (600872) 公布了 2016 年中报, 2016 上半年公司实现营业收入 14.90 亿元, 同比增长 12.86%; 实现归属上市公司股东的净利润 1.43 亿元, 同比增长 38.55%; 基本每股收益 0.18 元, 同比增长 38.59%。

Q2, 实现营收 7.46 亿元, 同比增长 12.28%; 实现归属于上市公司股东的净利润 0.77 亿元, 同比增长 54.12%。

评论:

1、 原材料价格持续下降, 调味品毛利率显著提升

2016 年上半年, 公司继续努力做大做强主营业务, 整体发展呈现健康持续的好势头, 公司营业收入同比增长 12.86%。其中调味品业务实现营收 14.30 亿元, 同比增长 13.44%。我们认为, 原因有以下几点: 第一, 酱油行业产品结构升级, 老抽占比降低, 生抽占比提升, 导致公司产品需求增长; 第二, 上半年美味鲜公司重点推进营销区域市场打造和各地经销网络建设, 加快推出新产品的步伐; 同时公司深入开展“厨邦智造”活动, 企业整体运营不断提升。

报告期, 公司调味品业务毛利率为 37.53%, 同比增长 1.70 pct。主要原因是受黄豆、味精等主要原材料单价下降。上半年黄豆市场均价约 3750 元/吨, 较 2015 年均价减少了约 300 元/吨; 味精最新市场价约 6900 元/吨, 同比 2015 年降低 18.80%。再加上公司生产效率的提升, 公司单位产品制造费用下降。根据我们的观察, 目前大宗商品价格仍然处于下降通道, 未来公司毛利率水平仍有进一步提升的空间。

分区域来看, 公司核心区域南部地区增长稳健, 实现营收 6.83 亿元, 同比增长 9.30%; 非核心市场北部和中西部地区营收增长最快, 分别同比增长 24.55% 和 21.10%, 占比较去年同期提升 2.27 pct。公司逐渐从区域性品牌成长成为全国知名品牌, 未来省外市场有望继续保持较快增长。

2、 “深中通道” 建设刺激中山房价, 公司房地产业绩弹性大幅增强

以深中通道、中开高速、深茂铁路等重大基础设施的建设为契机, 中山房地产市场从 2015 年下半年呈现繁荣景象。“深中通道” 建成后中山到深圳的车程将由 1 个多小时缩短至 30 分钟。受“深中通道” 政策刺激, 自 2015 年下半年以来, 中山市房价和成交量都有上涨趋势, 同时深圳房价大幅上涨也有望进一步提升中山房价优势。

公司子公司中汇合创公司借力“深中通道”获批建设的有利时机，并利用股东方在房地产业务方面的资源、信息及人才优势，加快发展步伐。积极协调政府部门，加快了解片区规划调整的最终落实情况；并及时重新对外开盘发售。公司目前拥有未开发用地 1720 亩，主要集中在城轨中山站片区。截止上半年，公司已签约和预定 49 套，面积约 1.22 万平方，金额约 1.46 亿元，下半年将陆续确认收入，公司业绩弹性大幅提升。

3、公司变更民营体制，经营效率有望步入新的台阶

2015 年 9 月，公司公告《非公开发行股票预案》，公司实际控制人变为姚振华，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。目前前海人寿已派驻新的董事和常务副总入驻，待增发证监会通过后，有望加快机制变革的推进。

4、盈利预测与评级

公司调味品产品竞争力不断提升，全国化布局稳步推进，未来有望获得稳定的增长，成为公司业绩的支撑点；同时房地产业务受益于“深中同道”有望大幅提升公司业绩弹性。在增发未最终完成时，暂不考虑增发对业绩及股本的影响，我们预测 2016/17/18 年 EPS 分别为 0.42/0.53/0.63 元，对应 2016/17/18 年 PE 为 33.97/27.14/22.54 倍，维持公司“增持”评级。

表 1：中炬高新盈利预测简表

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	2759	3183	3680	4365
增长率(%)	4%	15%	16%	19%
净利润（百万元）	247.3	336	420	506
增长率(%)	-14%	36%	25%	20%
摊薄每股收益（元）	0.31	0.42	0.53	0.63
ROE(%)	8.84%	11.21%	12.97%	14.31%

资料来源：WIND、国海证券研究所

5、风险提示

- 1) 房地产业务销售不达预期；
- 2) 增发项目实施不达预期；
- 3) 市场拓展不达预期。

表 2: 中炬高新盈利预测表 (本次预测暂未考虑增发对业绩及股本的影响)

证券代码:	600872.SH				股价:	14.31	投资评级:	增持	日期:	2016/08/11
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%	11.21%	12.97%	14.31%	EPS	0.31	0.42	0.53	0.63	
毛利率	35%	37%	38%	37%	BVPS	3.16	3.36	3.61	3.91	
期间费率	25%	23%	22%	22%	估值					
销售净利率	9%	11%	11%	12%	P/E	46.10	33.97	27.14	22.54	
成长能力					P/B	4.53	4.26	3.97	3.66	
收入增长率	4%	15%	16%	19%	P/S	4.13	3.58	3.10	2.61	
利润增长率	-14%	36%	25%	20%						
营运能力					利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	
总资产周转率	0.61	0.67	0.73	0.81	营业收入	2759	3183	3680	4365	
应收账款周转率	35.27	35.27	35.27	35.27	营业成本	1791	2009	2289	2741	
存货周转率	1.38	1.59	1.59	1.59	营业税金及附加	29	34	39	47	
偿债能力					销售费用	270	283	328	375	
资产负债率	38%	37%	36%	35%	管理费用	331	376	423	489	
流动比	3.22	3.39	3.53	3.62	财务费用	61	33	33	34	
速动比	1.40	1.64	1.69	1.64	其他费用 / (-收入)	26	0	0	0	
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	营业利润	301	448	568	679	
现金及现金等价物	355	437	458	407	营业外净收支	38	12	8	15	
应收款项	78	90	104	124	利润总额	339	460	576	694	
存货净额	1322	1287	1467	1757	所得税费用	65	88	111	133	
其他流动资产	587	678	783	929	净利润	274	372	466	560	
流动资产合计	2342	2493	2813	3217	少数股东损益	27	36	46	55	
固定资产	1276	1248	1253	1248	归属于母公司净利润	247	336	420	506	
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	471	286	202	
长期股权投资	53	53	53	53	净利润	274	372	466	560	
资产总计	4523	4727	5032	5419	少数股东权益	27	36	46	55	
短期借款	20	20	20	20	折旧摊销	115	138	136	135	
应付款项	315	308	351	420	公允价值变动	(0)	0	0	0	
预收帐款	96	111	128	152	营运资金变动	(22)	(76)	(360)	(548)	
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	736	796	889	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	174	(176)	(221)	(266)	
负债合计	1725	1732	1793	1886	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	2994	3239	3533	其它	(124)	(176)	(221)	(266)	
负债和股东权益总计	4523	4727	5032	5419	现金净增加额	83	242	70	(58)	

资料来源: WIND、国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，8年实业工作经验，7年证券从业经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业研究。

周玉华，中南大学交通运输工学学士，经济学硕士，曾在华创证券从事交通运输和餐饮旅游行业研究。5年证券行业从业经验，目前从事社会服务行业研究。

管嘉琪，研究助理，上海财经大学硕士，2016年进入国海证券研究所

【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】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见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。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【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。

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。