

举牌概念深调，估值安全边际仍高

■近期受证监会主席讲话，以及保监会下发“暂停万能险”文件并责令“举牌先锋”前海人寿整改的影响，险资举牌概念股深度调整。12月3日以来证监会及保监会先后发出从严监管信号，本周险资举牌概念股普遍迎来回调，前海人寿通过举牌买入成为第一大股东的中炬高新股价累计跌幅达 7.62% (12/04-12/08)，但我们认为公司基本面并未发生重大变化。

■回调之后，两种假设前提下，安全边际仍高。极端假设1) 前海人寿持股止步于当前，面向前海人寿的增发取消，甚至现有持股逐步退出，则按当前市值124亿，扣除土地价值(据我们估算，公司商住地及配套用地按中山市拍卖出让市场价计算所得的市场价值保守估计在44亿左右(未剔除税费))，预计2016年美味鲜调味品业务净利润在3.6亿元附近(2015年为3.07亿元)，扣除少数股东权益后约为3.30亿元，则对应调味品业务估值仅24倍，在调味品板块属于最低水平，估值安全边际高。如果按板块平均市盈率估值，则低估幅度巨大。假设2) 公司继续推进定向增发实现改制，前海人寿顺利变更为公司实际控制人，释放改制红利，预计公司潜在净利润率可达到15%；2017年预计调味品收入34亿元，潜在净利润5.10亿元，考虑增发，则对应调味品估值24.5倍，仍然是调味品板块最低估值水平。

■增资美味鲜调味品公司，调味品业务收入和净利润空间可观。公司近期公告向美味鲜调味品公司增资3亿元，继续支持调味品业务做大做强。当前大众品业绩整体表现中庸，而根据公司三季报披露的数据，美味鲜前三季度收入增速超过10%、利润增速超过30%，业绩非常靓丽，受益品类扩张，消费升级和成本下降。美味鲜公司产品品质优秀，未来随阳西基地逐步完成产能扩张，公司的生产效率有望得到明显提升；此外公司全国化程度较低、区域扩张可期，调味品业务的收入和利润端均存在较大提升空间。

■竞拍取得定增项目用地，定增进程有望加速，继续看好改制红利释放的巨大空间。根据中山市国土资源局网站公示信息，公司已于10月26日通过竞拍取得定增项目中孵化器所需的土地，前置条件进一步达成，定增进程有望加速，期待定增项目落地激活公司体制、提升整体运营效率。

■投资建议：略调整投资评级至买入-B。公司调味品业务成长性领跑调味品板块，同时公司隐含增发成功后的改制红利。继续维持此前目标价21.30元。

■风险提示：市场情绪波动；定增/改制进度严重不达预期。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	2,641.9	2,758.6	3,156.0	3,575.7	3,976.0
净利润	286.8	247.3	340.7	438.0	522.4
每股收益(元)	0.36	0.31	0.43	0.55	0.66
每股净资产(元)	2.96	3.16	3.42	3.79	4.23
盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	43.1	50.0	36.3	28.2	23.7
市净率(倍)	5.2	4.9	4.5	4.1	3.7
净利润率	10.9%	9.0%	10.8%	12.3%	13.1%
净资产收益率	12.2%	9.8%	12.5%	14.5%	15.5%
股息收益率	0.7%	0.6%	0.9%	1.2%	1.4%
ROIC	16.1%	11.6%	13.1%	16.2%	19.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

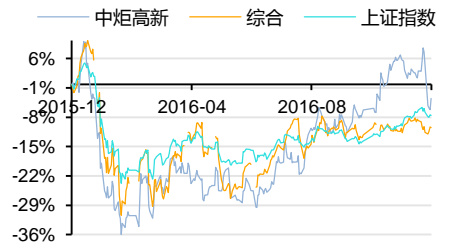
投资评级 买入-B
调低评级

6个月目标价： 21.30元
股价(2016-12-08) 15.51元

交易数据

总市值(百万元)	12,355.84
流通市值(百万元)	12,355.84
总股本(百万股)	796.64
流通股本(百万股)	796.64
12个月价格区间	10.38/17.83元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-11.18	0.31	-3.49
绝对收益	-9.03	4.16	-10.83

苏铖

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

相关报告

中炬高新：三季度业绩大幅增长，价值低估明显	2016-10-28
中炬高新：三季报业绩预增50%左右，持续超预期	2016-10-17
中炬高新：调味品业务出色，中报利润超预期	2016-08-11
中炬高新：低估明显的调味品成长股，催化剂可期	2016-08-03
中炬高新：受益深中通道房产重估空间巨大，存量房加速去库存将显著增厚	2016-02-23
中炬高新：受深中通道房产重估空间巨大，存量房加速去库存将显著增厚	2016-02-23
中炬高新：受深中通道房产重估空间巨大，存量房加速去库存将显著增厚	2016-02-23

1. 公司价值低估明显，当前时点安全边际仍高

1.1. 土地资产和调味品业务价值低估明显，调味品实际估值仅 24 倍市盈率

公司商住地及商住配套用地合计 1,906 亩，其中商住地 660 亩，按 2016 年的拍卖出让市场价格 445 万/亩计算，市场价值保守在 44 亿元左右。

表 1: 中山市商住地拍卖出让价格走高

区域	编号	面积	均价	交易时间
汇总	商住等商品住房用地	36.31 亩	624 万	2016 年 2 季度
古镇镇曹一村	W10-15-0186	26 亩	760 万	2016 年 5 月
港口镇世纪西路	W11-15-0191	92 亩	267 万	2016 年 1 月
	商住等商品住房用地	38.02	150 万	2015 年 4 季度

资料来源: 中山市国土资源局, 安信证券研究中心

表 2: 公司及子公司实际拥有的商住地和配套用地规模和市值测算

	商住地 (亩)	已开发 (亩)	剩余 (亩)	配套用地 (亩)	总计
中汇合创	900	240	660	453	1353
中炬高新				553	553
拍卖价值 (亿元)			29.4	14.9	44.29

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心整理测算

公司当前市值 124 亿元 (12 月 8 日), 扣除土地价值 44 亿元, 公司调味品主业估值约 80 亿元。公司 2015 年美味鲜调味品业务净利润 3.07 亿元, 我们预计 2016 年在 3.60 亿元附近 (扣除少数股东损益约为 3.30 亿元), 也即估值仅 24 倍。

1.2. 调味品板块的估值比较, 公司低估明显, 和成长性不匹配

调味品板块整体估值较高。但如前测算, 在剔除房地产业务后, 中炬高新调味品业务市盈率仅 24 倍, 远低于板块平均的 41.6 倍, 市销率 2.67 倍, 仅为板块均值的一半左右。如果公司调味品业务估值按板块平均市盈率和市销率估算, 公司整体市值将在 170-200 亿之间, 较公司当前市值 123 亿有大幅提升空间。

表 3: 调味品板块公司估值比较

	股价 (元)	市值 (亿)	每股收益 (元)	收入 (亿)	市盈率 (倍)	市销率 (倍)
603288.SH 海天味业	31.35	848.00	1.07	126.43	29.41	6.71
600305.SH 恒顺醋业	11.58	69.80	0.26	14.62	44.45	4.77
002650.SZ 加加食品	7.23	83.29	0.14	18.88	51.02	4.41
平均值					41.63	5.30
600872.SH 中炬高新	15.51	123.56	0.42	30.0	24.11①	2.67②

资料来源: wind 一致预期, 安信证券研究中心;

股价与市值采用 2016 年 12 月 8 日收盘价进行计算, 每股收益与收入为 wind 一致预期中 2016 年对应值;

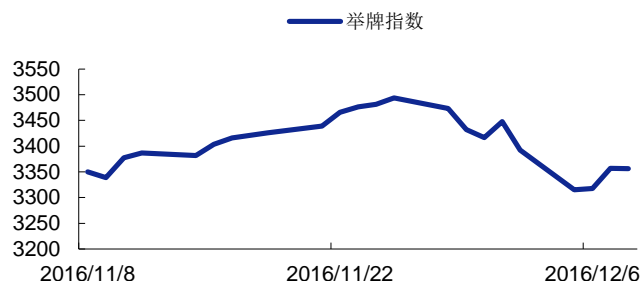
①、②均采用中炬高新的调味品业务收入和利润进行计算比较, 采用 2016 年预测值

1.3. 本周回调主要受举牌概念影响, 公司安全边际仍高

上周末证监会及保监会先后发出从严监管信号, 本周保险举牌概念股普遍迎来回调。公司本周 (12/04-12/08) 股价累计跌幅达 7.62%, 但我们认为公司基本面并未发生重大改

变，回调主要受市场情绪扰动，当前时点来看价值低估依然明显，安全边际较高，继续维持推荐。

图 1：本周举牌指数回调明显



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 2：公司股价本周累计下跌 7.62%



资料来源：Wind、安信证券研究中心

2. 竞拍取得定增项目用地，定增进程有望加速

根据中山市国土资源局网站公示信息，公司已于 10 月 26 日通过竞拍取得定增项目中孵化器所需的土地，增发前置条件进一步达成，定增进程正有序推进，有望加速。

我们认为公司调味品业务质地优秀，过去受生产硬件、体制等因素拖累，经营效率偏低，净利率远低于相同定位的合理水平。预计后续随着定增落地，公司激励机制继续完善，经营效率改善是大概率事件，潜在改制红利巨大。

3. 风险提示

险资举牌事件导致的市场情绪波动。调味品市场需求回暖缓慢导致公司调味品业务后续增长不达预期。增发和国企改革进度严重低于预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,641.9	2,758.6	3,156.0	3,575.7	3,976.0	成长性					
减:营业成本	1,731.1	1,791.2	1,993.3	2,263.1	2,515.1	营业收入增长率	14.0%	4.4%	14.4%	13.3%	11.2%
营业税费	45.2	29.5	41.0	46.5	48.6	营业利润增长率	27.0%	-6.8%	46.1%	28.0%	21.9%
销售费用	231.0	270.4	315.6	350.4	385.7	净利润增长率	34.7%	-13.8%	37.8%	28.6%	19.3%
管理费用	288.3	331.3	353.5	357.6	377.7	EBITDA 增长率	22.8%	8.7%	26.0%	19.4%	13.9%
财务费用	33.2	61.2	42.1	28.6	-1.9	EBIT 增长率	23.6%	1.7%	33.0%	22.8%	15.7%
资产减值损失	0.8	3.1	7.0	5.0	5.0	NOPLAT 增长率	25.2%	-3.4%	31.7%	22.8%	15.7%
加:公允价值变动收益	0.3	-0.1	-	-	-	投资资本增长率	34.5%	16.9%	-0.8%	-1.3%	10.8%
投资和汇兑收益	10.3	29.1	36.0	38.0	40.0	净资产增长率	9.5%	7.1%	8.8%	10.9%	11.9%
营业利润	322.8	300.8	439.4	562.5	685.8	利润率					
加:营业外净收支	21.2	38.3	28.6	32.7	31.2	毛利率	34.5%	35.1%	36.8%	36.7%	36.7%
利润总额	344.0	339.1	467.9	595.2	717.0	营业利润率	12.2%	10.9%	13.9%	15.7%	17.2%
减:所得税	51.4	65.1	93.6	119.0	143.4	净利润率	10.9%	9.0%	10.8%	12.3%	13.1%
净利润	286.8	247.3	340.7	438.0	522.4	EBITDA/营业收入	16.6%	17.3%	19.0%	20.1%	20.5%
						EBIT/营业收入	13.5%	13.1%	15.3%	16.5%	17.2%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	126	160	147	131	117
货币资金	270.4	354.6	410.3	624.4	760.1	流动营业资本周转天数	114	150	149	134	138
交易性金融资产	2.8	-	-	-	-	流动资产周转天数	270	283	292	281	292
应收账款	79.1	78.2	140.0	101.5	155.2	应收账款周转天数	14	10	12	12	12
应收票据	0.5	-	1.2	0.1	1.1	存货周转天数	168	169	167	165	165
预付账款	221.3	23.8	367.6	78.4	366.2	总资产周转天数	528	560	538	492	476
存货	1,261.3	1,321.6	1,607.7	1,664.5	1,988.6	投资资本周转天数	300	357	335	293	276
其他流动资产	157.3	563.4	259.9	326.9	383.4	投资回报率					
可供出售金融资产	64.6	64.6	64.6	64.6	64.6	ROE	12.2%	9.8%	12.5%	14.5%	15.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.2%	6.1%	7.6%	9.8%	10.1%
长期股权投资	51.7	53.0	53.0	53.0	53.0	ROIC	16.1%	11.6%	13.1%	16.2%	19.0%
投资性房地产	429.6	413.3	413.3	413.3	413.3	费用率					
固定资产	1,176.4	1,275.7	1,308.7	1,302.9	1,283.5	销售费用率	8.7%	9.8%	10.0%	9.8%	9.7%
在建工程	191.1	228.4	149.0	101.4	60.7	管理费用率	10.9%	12.0%	11.2%	10.0%	9.5%
无形资产	114.1	107.2	104.4	101.6	98.7	财务费用率	1.3%	2.2%	1.3%	0.8%	0.0%
其他非流动资产	38.9	39.3	29.4	27.1	23.8	三费/营业收入	20.9%	24.0%	22.5%	20.6%	19.2%
资产总额	4,059.0	4,523.1	4,909.2	4,859.6	5,652.2	偿债能力					
短期债务	100.0	20.0	298.9	-	-	资产负债率	35.6%	38.1%	38.0%	30.5%	33.2%
应付账款	459.4	388.8	565.5	519.6	680.7	负债权益比	55.4%	61.6%	61.3%	44.0%	49.7%
应付票据	52.9	52.6	75.9	66.0	90.0	流动比率	2.39	3.22	2.01	3.27	3.03
其他流动负债	219.8	266.6	449.6	268.7	433.7	速动比率	0.88	1.40	0.85	1.32	1.38
长期借款	108.6	88.6	-	-	-	利息保障倍数	10.72	5.92	11.43	20.67	-363.11
其他非流动负债	505.8	907.9	475.2	629.6	670.9	分红指标					
负债总额	1,446.4	1,724.5	1,865.1	1,483.9	1,875.3	DPS(元)	0.11	0.10	0.14	0.18	0.22
少数股东权益	257.9	284.6	318.3	356.4	407.6	分红比率	30.6%	32.2%	33.0%	33.0%	33.0%
股本	796.6	796.6	796.6	796.6	796.6	股息收益率	0.7%	0.6%	0.9%	1.2%	1.4%
留存收益	1,541.6	1,701.0	1,929.2	2,222.7	2,572.7						
股东权益	2,612.5	2,798.6	3,044.1	3,375.7	3,776.9						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	292.6	274.1	340.7	438.0	522.4	EPS(元)	0.36	0.31	0.43	0.55	0.66
加:折旧和摊销	86.4	120.1	119.2	126.3	132.9	BVPS(元)	2.96	3.16	3.42	3.79	4.23
资产减值准备	0.8	3.1	-	-	-	PE(X)	43.1	50.0	36.3	28.2	23.7
公允价值变动损失	-0.3	0.1	-	-	-	PB(X)	5.2	4.9	4.5	4.1	3.7
财务费用	32.4	61.3	42.1	28.6	-1.9	P/FCF	-1,870.0	97.5	87.7	38.8	48.7
投资损失	-10.3	-29.1	-36.0	-38.0	-40.0	P/S	4.7	4.5	3.9	3.5	3.1
少数股东损益	5.8	26.8	33.7	38.1	51.2	EV/EBITDA	19.2	27.1	20.9	17.0	14.9
营运资金的变动	-363.1	-386.4	-15.3	-15.4	-372.7	CAGR(%)	17.6%	27.9%	19.3%	17.6%	27.9%
经营活动产生现金流量	335.0	393.9	484.4	577.6	291.9	PEG	2.4	1.8	1.9	1.6	0.8
投资活动产生现金流量	-376.5	-484.8	-34.0	-32.0	-30.0	ROIC/WACC	1.5	1.1	1.3	1.6	1.8
融资活动产生现金流量	-43.6	175.0	-394.7	-331.5	-126.2	REP	2.2	3.9	3.4	2.7	2.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

苏铖声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034