

2016年12月14日

公司研究

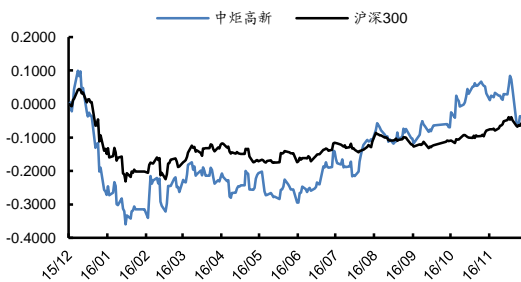
评级：增持（维持）

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

调味品业务维持较快增长，险资监管趋严不改长期逻辑

——中炬高新（600872）调研简报

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
中炬高新	-8.8	4.8	-5.2
沪深300	-0.7	5.1	-8.3

市场数据

市场数据	2016/12/14
当前价格（元）	15.14
52周价格区间（元）	10.03 - 19.15
总市值（百万）	12061.09
流通市值（百万）	12061.09
总股本（万股）	79663.72
流通股（万股）	79663.72
日均成交额（百万）	193.03
近一月换手（%）	29.51

相关报告

《中炬高新（600872）调研简报：期待机制变革后公司业绩再度实现高增长》——2016-10-14
《中炬高新（600872）2016年中报点评：原材料降价提升毛利率，房地产弹性大幅增强》——2016-08-11
《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）》

投资要点：

- **酱油维持较快增长，与海天差距有望逐渐缩小** 公司酱油产品拥有“厨邦”和“美味鲜”两个品牌，近几年，酱油营收一直维持两位数以上增长，目前行业市占率仅次于海天。但是，与海天味业相比，公司在规模、产品毛利率、费用率等方面都有较大的差距。我们认为，公司与海天产生差距的原因主要有缺乏规模经济效益、国企业效率低以及生产设备老化等因素。
- 我们认为，从目前情况来看，公司在以上几个方面都有转好的趋势。
(1) 公司阳西基地扩建项目一共三期，计划新增产能47万吨。一期工程已于2015年完工，增加酱油产能15万吨，目前二期工程正在施工，主要用于增加非酱油类产品产能，从而为公司扩张提供产能保障。同时，如果定增项目顺利通过，公司资金实力将大幅增强，市场扩展步伐也有望加快。目前公司市场主要集中浙江、福建、广东、广西、海南等沿海省份，未来有望加大华北、东北和华中地区的推广力度，从而在规模上有望加速追赶海天。(2) 目前公司第一大股东已经由地方政府转变为前海人寿，公司机制将逐渐由国营变更为民营机制。未来，公司内部管理效率和员工活力有望上升一个台阶。(3) 阳西基地采用设备更为先进，因此生产效率和净利率水平都高于中山基地。未来，随着阳西基地产量逐渐提升，公司整体费用率有望进一步下降。同时，公司定增募投项目中“信息化系统升级项目”也有望进一步带动生产效率提升。
- **食用油借助酱油经销商和渠道资源，明年仍有望维持较快增长** 目前公司食用油只做调配和包装，因此毛利率不高，约15%左右。但是由于占用成本低，周转快，因而对提升ROE帮助较大。目前公司采取直接借助现有经销商和渠道资源销售食用油，由于体量尚小，因此增长较快。我们预计，中炬高新2016年食用油营收有望突破2亿，同比增长超过60%。对比加加食品同样依靠酱油经销商和渠道资源实现食用油5个亿的销售额，我们认为公司食用油业务仍有很大增长潜力，明年预计仍能维持较快增长。
- **公司房地产受益于深中通道，土地价值持续提升** “深中通道”于2015年底开工，建成后中山到深圳的车程将由1个多小时缩短至

*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

20 分钟。受此刺激, 自 2015 年下半年以来, 中山市房地产市场日趋活跃, 价格同比也大幅增长。存量房方面, 根据 2016 年半年报披露, 公司已签约和预定 49 套, 金额约 1.46 亿元。我们预计今年确认 1 亿元左右, 剩下的将在 2017 年确认。余下存量房如果在 2017 年全部销售并确认收入, 预计还能创收 2 亿元左右。另外, 公司还拥有未开发商业用地 660 亩以及配套用地 1006 亩。我们认为, 未来随着“深中通道”开通, 公司房地产估值仍有望继续提升。

- **险资监管趋严增加短期不确定性, 但公司变更民企事实已确立** 随着证监会和保监会对保险资金股权投资的管控加强, 市场上对公司定增通过的时点以及是否会流产存在较大的担忧。我们认为, 监管趋严可能会造成公司定增事项短期不确定性增强; 但是, 即使不考虑定增事项, 公司第一大股东仍为前海人寿的事实已经确立, 长期而言, 民营机制有望大幅提升公司经营效率。
- **盈利预测和投资评级: 维持增持评级** 我们预测 2016/17/18 年 EPS 分别为 0.43/0.50/0.59 元 (暂未考虑增发对公司业绩及股本的影响), 对应 2016/17/18 年 PE 为 35.16/30.49/25.46 倍。尽管近期保险资金监管趋严, 导致公司定增事项不确定性加强。但是我们认为, 随着阳西基地扩产, 公司调味品产能束缚有望消除; 同时, 变更民营机制后公司经营效率有望逐渐提升, 维持公司“增持”评级。
- **风险提示:** 非公开发行实施进展不达预期, 公司生产及管理效率提升不达预期, 市场拓展不及预期。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入 (百万元)	2759	3156	3648	4283
增长率 (%)	4%	14%	16%	17%
净利润 (百万元)	247.3	343	396	474
增长率 (%)	-14%	39%	15%	20%
摊薄每股收益 (元)	0.31	0.43	0.50	0.59
ROE (%)	8.84%	11.44%	12.25%	13.52%

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

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%。

表 1: 中炬高新盈利预测表 (暂未考虑增发对公司业绩及股本的影响)

证券代码:	600872.SH		股价:	15.14	投资评级:	增持	日期:	2016/12/14	
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%	11.44%	12.25%	13.52%	EPS	0.31	0.43	0.50	0.59
毛利率	35%	37%	37%	36%	BVPS	3.16	3.36	3.60	3.88
期间费率	25%	24%	23%	22%	估值				
销售净利率	9%	11%	11%	11%	P/E	48.78	35.16	30.49	25.46
成长能力					P/B	4.80	4.51	4.21	3.90
收入增长率	4%	14%	16%	17%	P/S	4.37	3.82	3.31	2.82
利润增长率	-14%	39%	15%	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	0.80	营业收入	2759	3156	3648	4283
应收账款周转率	35.27	35.27	35.27	35.27	营业成本	1791	1979	2317	2728
存货周转率	1.38	1.46	1.73	1.97	营业税金及附加	29	34	39	46
偿债能力					销售费用	270	293	332	385
资产负债率	38%	37%	36%	35%	管理费用	331	363	412	475
流动比	3.22	3.41	3.51	3.60	财务费用	61	55	52	49
速动比	1.40	1.52	1.81	2.01	其他费用/(-收入)	26	17	19	22
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	营业利润	301	449	516	621
现金及现金等价物	355	352	564	744	营业外净收支	38	21	27	29
应收款项	78	89	103	121	利润总额	339	470	543	650
存货净额	1322	1378	1362	1406	所得税费用	65	90	104	125
其他流动资产	587	672	777	912	净利润	274	380	438	525
流动资产合计	2342	2491	2806	3184	少数股东损益	27	37	43	51
固定资产	1276	1248	1253	1248	归属于母公司净利润	247	343	396	474
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	401	446	429
长期股权投资	53	53	53	53	净利润	274	380	438	525
资产总计	4523	4725	5025	5386	少数股东权益	27	37	43	51
短期借款	20	20	20	20	折旧摊销	115	138	136	135
应付款项	315	303	355	418	公允价值变动	(0)	0	0	0
预收帐款	96	110	127	149	营运资金变动	(22)	(155)	(171)	(283)
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	730	799	885	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	88	(180)	(208)	(249)
负债合计	1725	1727	1796	1881	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	2998	3229	3505	其它	(210)	(180)	(208)	(249)
负债和股东权益总计	4523	4725	5025	5386	现金净增加额	(3)	168	243	185

资料来源: 公司数据、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唯一参考因素，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。