

2017年02月22日

公司研究

评级：买入（上调）

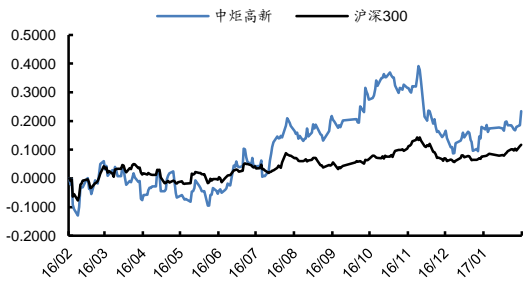
研究所
证券分析师：余春生 S0350513090001
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn
联系人：管嘉琪 S0350116070031
guanjq@ghzq.com.cn

调味品业务稳健增长，再融资新规出台释放定增

风险

——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	4.6	-6.2	24.7
沪深300	3.8	0.4	11.7

市场数据	2017/02/22
当前价格（元）	15.48
52周价格区间（元）	10.54 - 18.50
总市值（百万）	12331.94
流通市值（百万）	12331.94
总股本（万股）	79663.72
流通股（万股）	79663.72
日均成交额（百万）	141.25
近一月换手（%）	10.97

相关报告

- 《中炬高新（600872）调研简报：调味品业务维持较快增长，险资监管趋严不改长期逻辑》——2016-12-13
- 《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

投资要点：

- **调味品业务有望维持稳定增长** 2016年，公司调味品维持稳定增长，其中酱油和鸡精、鸡粉营收合计占比约85%，全年营收预计增长约10%。食用油是近几年新推出产品，借助公司原有渠道实现快速增长，2016年营收同比增长超过60%，预计实现营收2亿左右。
- **调味品属于生活必需品，需求增长较为稳定。**公司目前酱油市占率约5%，调味品市占率约3%，仍有很大的提升空间。分区域看，华南和华东地区属于公司传统优势市场，增长较为稳定；北部和中西部地区属于成长市场，2016年公司加大了成长市场的宣传和拓展力度，上述区域营收增长均超过20%。综上所述，我们认为，公司调味品业务未来有望保持稳健增长。
- **生产成本压力上升，公司今年大概率迎来提价窗口期** 受通货膨胀和包材、运费价格上涨影响，2016年下半年以来，恒顺醋业、海天味业和涪陵榨菜都通过涨价来转移成本压力。2016年6月21日，恒顺醋业发布公告，提高经典醋系列共19个单品价格，平均幅度9%；2017年2月15日，涪陵榨菜发布公告，上调80g和88g榨菜主力9个单品到岸价格，提价幅度为15%-17%不等。根据中炬高新历史涨价情况来看，公司每隔2-3年就会涨一次价格，前两次涨价分别为2011年和2014年，因此我们认为，公司今年很有可能迎来涨价窗口期。
- **受益于“深中通道”建设，房地产价值持续上涨** 根据2016年半年报披露，公司已签约和预定49套新房，金额约1.46亿元。我们预计2016年确认1亿元左右，剩下的将在2017年确认。另外，公司在中山站附近还拥有未开发土地1666亩，包含660亩商住用地和1006亩配套用地。关于公司土地价值市场有很多种预估，我们以2016年3月份拍卖的中山火炬开发区大环村商业用地为例，当时拍得均价为299.38万/亩（容积率为4），换算成容积率为1的土地，拍卖价为74.85万/亩，房价从当时至今已涨了78.57%，即133.66万/亩。根据房天下数据显示，公司所在地区房价比大环山附近普遍高出50%，即200.49万/亩。我们按照公司1.5的容积率计算，则

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

660亩商住用地对应价值19.85亿元。另外，公司还有1006亩配套用地，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。

- **再融资新规正式出台，公司定增风险逐渐释放** 2月18日，证监会出了再融资新规，定增股份不能超过原股本的20%，中炬高新这次定增股份占原股本的比例为38%，超出了规定，定增方案和价格都将面临调整。我们认为，再融资新规正式落地将缓解市场前期对公司定增不确定性的担忧，只要公司能够按照规定调整方案，未来来自监管部门的阻力有望减少。同时，根据我们的测算，前海人寿目前持仓成本在14.8元左右，公司股价具备较高安全边际。
- **公司机制变更民营，未来费用率有望逐渐下降** 由于国有机制问题，公司费用控制一直比较弱。与海天相比，公司管理费用率长期比海天高一倍。随着前海人寿成为公司第一大股东并参与公司经营，公司经营有望更市场化，费用率有望逐渐下降。
- **盈利预测和投资评级：上调公司评级为“买入”评级** 我们预计公司2016/17/18年EPS（暂未考虑增发对公司业绩及股本的影响）分别为0.46/0.57/0.70，对应2016/17/18年PE为33.55/27.37/22.13。我们认为，公司调味品业务未来有望稳健增长，对比公司历史估值情况，目前估值水平不高；同时，今年董事会换届选举后，前海人寿对公司实际经营管理程度有望加强，公司未来管理有望更加市场化，经营效率也有望显著提升。综上所述，我们上调公司评级为“买入”评级。
- **风险提示：**前海人寿对公司管理提升不及预期，公司涨价进度不及预期，公司定增进度的不确定性风险，房地产市场的不确定可能对公司未来业绩带来影响，市场开拓不及预期。

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%。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	2759	3141	3539	3955
增长率(%)	4%	14%	13%	12%
净利润(百万元)	247.3	368	451	557
增长率(%)	-14%	49%	23%	24%
摊薄每股收益(元)	0.31	0.46	0.57	0.70
ROE(%)	8.84%	12.20%	13.76%	15.48%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 2: 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:	15.48	投资评级:	买入	日期:	2017/02/22
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%	12.20%	13.76%	15.48%	EPS		0.31	0.46	0.57	0.70
毛利率	35%	38%	38%	38%	BVPS		3.16	3.37	3.64	3.97
期间费率	25%	23%	22%	20%	估值					
销售净利率	9%	12%	13%	14%	P/E		49.87	33.55	27.37	22.13
成长能力					P/B		4.91	4.59	4.25	3.89
收入增长率	4%	14%	13%	12%	P/S		4.47	3.93	3.48	3.12
利润增长率	-14%	49%	23%	24%	利润表 (百万元)					
营运能力					营业收入		2759	3141	3539	3955
总资产周转率	0.61	0.66	0.69	0.72	营业成本		1791	1942	2190	2467
应收账款周转率	35.27	35.27	35.27	35.27	营业税金及附加		29	34	38	42
存货周转率	1.36	1.36	1.36	1.36	销售费用		270	302	333	356
偿债能力					管理费用		331	345	354	336
资产负债率	38%	37%	36%	34%	财务费用		61	55	54	53
流动比	3.22	3.29	3.47	3.67	其他费用/(-收入)		26	17	19	33
速动比	1.40	1.41	1.49	1.61	营业利润		301	480	589	734
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	营业外净收支		38	24	29	30
现金及现金等价物	355	334	388	485	利润总额		339	504	618	764
应收款项	78	89	100	112	所得税费用		65	97	119	147
存货净额	1322	1458	1644	1851	净利润		274	407	499	618
其他流动资产	587	669	753	842	少数股东损益		27	40	49	60
流动资产合计	2342	2549	2885	3290	归属于母公司净利润		247	368	451	557
固定资产	1276	1248	1253	1248	现金流量表 (百万元)					
在建工程	228	308	298	298	经营活动现金流		394	311	344	441
无形资产及其他	107	107	97	86	净利润		274	407	499	618
长期股权投资	53	53	53	53	少数股东权益		27	40	49	60
资产总计	4523	4783	5104	5492	折旧摊销		115	138	136	135
短期借款	20	20	20	20	公允价值变动		(0)	0	0	0
应付款项	315	347	391	441	营运资金变动		(22)	(274)	(340)	(372)
预收帐款	96	110	124	138	投资活动现金流		(485)	(52)	5	5
其他流动负债	297	297	297	297	资本支出		(137)	(52)	5	5
流动负债合计	728	774	832	896	长期投资		(1)	0	0	0
长期借款及应付债券	981	981	981	981	其他		(347)	0	0	0
其他长期负债	15	15	15	15	筹资活动现金流		70	(193)	(237)	(293)
长期负债合计	996	996	996	996	债务融资		297	0	0	0
负债合计	1725	1770	1828	1892	权益融资		0	0	0	0
股本	797	797	797	797	其它		(227)	(193)	(237)	(293)
股东权益	2799	3013	3275	3600	现金净增加额		(21)	66	112	153
负债和股东权益总计	4523	4783	5104	5492						

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。