中炬高新（600872）

前海影响接近尾声+结构升级首选标的 +30%以上市值空间

投资评级：买入（上调）

2017 年 04 月 10 日

证券分析师　马浩博
执业资格证书号码：S0600515090002
mahb@dwzq.com.cn
021-60199762

投资要点：

■ **结构升级势不可挡，行业呈现向好趋势。**调味品行业结构升级趋势明显，表现为一是品类之间替换，如味精需求萎缩，逐渐被高鲜度酱油与 YE 替代；二是品类内部结构升级，如高品质酱醋占比提升，估算高端酱油增速 15%，高于行业增长。升级驱动因素包括消费理念转变、人均收入水平提升、消费渠道变化。未来估算超高端酱油至少 4 倍空间；高端市场还有翻倍增长。受经济下行影响行业 16 年承压估计增速 5%-10%；17 年以企业提价为开端，行业呈现向好趋势。

■ **厨邦坚持中高端路线，主力产品是目前结构升级最快的价格带。**消费升级使得酱油终端消费由 5-6 元提升至 8-10 元，在此价格带品种最受益。厨邦品牌坚持走中高端品牌路线，符合升级潮流，是消费升级受益的最佳品种。公司突出“高鲜味”特征，走差异化路线。原因在于：一是中高端产品定位将持续受益于行业结构升级趋势；二是与海天形成错位竞争。子公司明确三级品类发展路径：首先为酱油与鸡精鸡粉，合计占比超 85%；其次为食用油，16 年估计增速 60%以上，规模超 1 亿；再次为料酒、食醋等其他调味品。其中大部分调味品类均为中高端，牢牢站在消费升级浪潮前列。

■ **产品、渠道略有差别，与海天正面冲突并不显著。**厨邦与海天产品区别在于：前者定位于中高端，主打高鲜酱油；后者定位于大众消费（高中低比例 3.5:4:2.5），主流产品价格带略有差别。渠道区别在于，前者以商超渠道为主，后者餐饮渠道更为强势。二者差异化竞争，虽局部区域竞争激烈，但全国范围来看彼此正面冲突尚不显著，更多是与地方品牌竞争，二三线品牌则承受很大压力，估计此竞争格局仍可维持 2-3 年。

■ **与龙头海天略有差距，综合提升空间大。**厨邦毛利率约 37%，低于海天 7pct，原因在于：一是公司品类过多，分摊成本较高；二是生产自动化程度、管理水平仍有差距；三是规模效应不够。往未来看厨邦产品定位高端，结构升级趋势持续；重新梳理产品线；规模扩大后，毛利率仍有提升空间。**对比海天 44%毛利率、23%净利率、950 亿市值，中炬高新毛利率、净利率、市值均有提升空间，16 年公司调味品净利率估计 13.7%，17 年有望达 15%左右，净利增长 30%，实现业绩与估值双升。**

■ **地产业务重启，与宝能合作有望产生协同效应。**公司目前地产存量包括汇景东方首期约 100 多套别墅，以及 1 万平的高层洋房，

股价走势

市场数据

收盘价（元）	16.56
一年最低价/最高价	11.44/17.45
市净率	5.02
流通市值（亿）	135

基础数据

每股净资产	3.16
资产负债率	38.13
总股本（百万股）	796.6
流通股 A 股（百万股）	796.6

请务必阅读正文之后的免责声明部分

货值约 4 亿左右。地产业务已经重启，16 年可确认收入 1 亿，实现净利近 2 千万。公司共有土地 1600 亩，实际可用于商住开发土地 900 亩，待开发面积 660 亩。计划 3 年内开发 40%，6-7 年完成整个开发过程。大股东宝能集团以地产业务起家，已派人在中汇合创管理层任职，利用宝能在地产业务的经验与优势来指导岐江新城的开发，生产协同效应。受益于深中通道及深茂高铁开启，中山房价升值潜力巨大，按照现在 6000 元/平的楼面地价计算，公司土地估价约 30 亿。

- **前海影响接近尾声，公司变为民企机制灵活。**前海影响已接近尾声，由于宝能集团及姚振华被处罚，定增方案存在不确定性，市场普遍担忧前海失去控制权，公司重回国企体制。我们认为前海已经成为第一大股东，9 个董事会席位中已占 2 个（另有 3 个独立董事），即使不做定增也可确定公司实际控制地位，4 月份换届后前海控制地位可能会加强，再重新回到国企体制可能性不大。民企机制灵活，后续有可能通过股权等形式激励员工，利好公司长久发展。

- **盈利预测与估值：**预计 16-18 年公司营收+16%、+15%、+13%，净利+47%、+30%、+18%，EPS 分别为 0.46、0.59、0.70 元，最新 PE 分别为 36、28、24 倍。考虑公司调味品稳步推进，地产业务增厚 17 年业绩，母公司费用与资产处置相抵，大概率盈亏平衡。估计 17 年公司调味品业务营收 33 亿，同比增 15%；净利约 5 亿，同比增 25%，净利率 15%，给予 30 倍 PE，约 150 亿市值；地产估值 30 亿，合理市值在 180 亿，较当前还有 30%以上空间，上调至买入评级。

- **风险提示**：销售进度不达预期、原料价格大幅上涨，食品安全事件。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表 1：中炬高新三年预测财务报表

资产负债表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	**2341.6**	**2616.6**	**2883.2**	**3222.1**
现金	354.6	521.1	467.5	402.9
应收款项	78.2	92.0	105.9	119.6
存货	1321.6	1472.7	1680.2	1888.6
其他	587.2	530.8	629.5	810.9
非流动资产	**2181.5**	**2245.2**	**2333.7**	**2416.1**
长期股权投资	53.0	53.7	54.2	54.8
固定资产	1504.1	1572.5	1665.8	1753.1
无形资产	107.2	101.9	96.5	91.1
其他	517.1	517.1	517.1	517.1
资产总计	**4523.1**	**4861.8**	**5216.9**	**5638.1**
流动负债	**728.1**	**863.9**	**957.6**	**1065.2**
短期借款	40.0	102.0	97.0	100.0
应付账款	314.8	354.5	403.0	453.0
其他	373.3	407.3	457.6	512.2
非流动负债	**996.5**	**1001.0**	**999.8**	**1004.1**
长期借款	88.6	88.6	88.6	88.6
其他	907.9	912.4	911.2	915.5
负债总计	**1724.5**	**1864.9**	**1957.4**	**2069.2**
少数股东权益	284.6	304.4	330.0	360.3
归属母公司股东权益	2514.0	2692.6	2929.5	3208.6
负债和股东权益总计	**4523.1**	**4861.8**	**5216.9**	**5638.1**

现金流量表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	393.9	479.1	401.7	434.3
投资活动现金流	-484.8	-188.7	-213.3	-222.7
筹资活动现金流	175.0	-123.9	-241.9	-276.2
现金净增加额	84.3	166.5	-53.5	-64.6
折旧和摊销	114.9	101.0	119.5	135.4
资本开支	-247.6	-188.0	-212.8	-222.1
营运资本变动	-277.7	-9.5	-220.5	-293.1
企业自由现金流	-48.8	323.5	233.0	264.1

利润表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	**2758.6**	**3197.7**	**3681.5**	**4158.5**
营业成本	1791.2	1990.9	2263.0	2543.6
营业税金及附加	29.5	32.3	36.8	41.1
营业费用	270.4	323.0	357.1	403.4
管理费用	331.3	383.7	410.5	445.0
财务费用	61.2	56.2	56.9	57.8
投资净收益	29.1	37.5	37.5	37.5
其他	-3.3	-3.3	-3.3	-3.3
营业利润	**300.8**	**445.8**	**591.4**	**701.9**
营业外净收支	38.3	35.2	33.7	34.9
利润总额	**339.1**	**481.0**	**625.1**	**736.8**
所得税费用	65.1	77.0	100.0	117.9
少数股东损益	26.8	39.5	51.3	60.5
归属母公司净利润	**247.3**	**364.5**	**473.7**	**558.4**
EBIT	365.6	500.1	650.9	766.6
EBITDA	480.5	601.1	770.4	901.9

重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益(元)	0.31	0.46	0.59	0.70
每股净资产(元)	3.16	3.38	3.68	4.03
发行在外股份(百万股)	796.6	796.6	796.6	796.6
ROIC(%)	7.7%	10.3%	12.8%	13.9%
ROE(%)	9.8%	13.5%	16.2%	17.4%
毛利率(%)	35.1%	37.7%	38.5%	38.8%
EBIT Margin(%)	13.3%	15.6%	17.7%	18.4%
销售净利率(%)	9.0%	11.4%	12.9%	13.4%
资产负债率(%)	38.1%	38.4%	37.5%	36.7%
收入增长率(%)	4.4%	15.9%	15.1%	13.0%
净利润增长率(%)	-13.8%	47.4%	30.0%	17.9%
P/E	53.35	36.19	27.85	23.63
P/B	5.25	4.90	4.50	4.11
EV/EBITDA	31.04	25.05	19.66	16.92

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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