

1Q17 业绩超预期，调味品扩产大有可为

2017 年 04 月 25 日

投资评级：买入（维持）

事项：中炬高新公布 16 年年报与 17 年一季报，16 年实现营收 31.6 亿，同比增 14.5%；归母净利 3.6 亿，同比增 46.5%；扣非净利 3.37 亿，同比增 61.7%；每股收益 0.45 元。拟每 10 股派现 1.4 元（含税）。测算 4Q16 收入 8.6 亿，同比增 18%；归母净利 1.06 亿，同比增 35.2%。1Q17 实现营收 9.7 亿，同比增 31%；归母净利 1.15 亿，同比增 74.5%，每股收益 0.14 元。

投资要点：

■ **1Q17 业绩大超预期。**1Q17 净利增 74.5%，主要来自于营收增 30.9%、毛利率增 4.5pct，管理费用率下降 2.0pct。测算美味鲜子公司收入增约 32%，净利增 47%。

■ **受益于提价前经销商积极备货，调味品营收大幅增长。**16 年调味品营收增 11%，保持稳定增长，1Q17 美味鲜收入 9.5 亿，同比大增约 32%，主因可能在于 3 月产品提价，经销商提前拿货意愿加强。受益于行业消费升级趋势持续，8-10 元酱油占比逐渐提升，高端餐饮回暖；公司产品扩张（食用油、味极鲜等）、渠道拓展（加强餐饮与电商渠道），预计全年美味鲜营收 35 亿，同比增 20%。

■ **毛利率走高，管理费用率下降，净利增长快于营收。**1Q17 合并报表毛利率 39.6%，同比大增 4.5pct，主要由美味鲜贡献，增长原因可能在于，一是公司采取包括缩减帐期在内的多种措施降低原料成本上涨幅度；二是产能释放后产生规模效应；三是阳西基地技术进步、精细化管理，生产效率提升。销售费用率增 2.7pct，可能与市场开拓、新品推广有关；管理费用率降 1.7pct，应是会计科目调整，以及加强费用管控所致。往未来看，提价可覆盖成本上涨，规模效应+新产线产出率提升，毛利率仍将走高；各项费用管理合理有序投放，综合考虑 17 年美味鲜净利 5.5 亿，同比增 31%。

■ **投资扩产大有可为，前海影响接近尾声。**公司公告拟投资 16.25 亿，新建 65 万吨产能（30 万吨食用油、20 万吨蚝油、10 万吨醋与 5 万吨料酒），建设期 5 年，非酱油品类产能扩张，表明未来将进行品类多元化、区域扩张的发展道路，公司或将步入营收加速增长阶段，预计建成后可新增年收入 48.5 亿。前海影响已接近尾声，本次董事会暂未换届，猜测前海应未受到监管影响，后续可能加强控制地位，中炬高新民企机制落实，后续可以期待股权激励、并购外延等，利好长久发展。

■ **盈利预测与估值：**预计 17-18 年公司净利+30%、+18%，EPS 分别为 0.59、0.70 元，最新 PE 分别为 30、26 倍。考虑公司调味品大幅增长，地产业务增厚 17 年业绩，估计 17 年公司美味鲜净利 5.5 亿，美味鲜归母净利 5 亿，同比增 30%，给予 30 倍 PE，约 150 亿市值；地产估值 30 亿，合理市值在 180 亿，较当前还有接近 30% 空间，维持“买入”投资评级。

■ **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。

证券分析师 马浩博

执业资格证书号码：S0600515090002

mahb@dwzq.com.cn

021-60199762

证券分析师 张宇光

执业资格证书号码：S0600517040003

zhangyg@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价（元）	17.93
一年最低价/最高价	13.40/18.68
市净率	4.89
流通市值（亿）	143

基础数据

每股净资产	3.66
资产负债率	35.62
总股本（百万股）	796.64
流通股 A 股（百万股）	796.64

相关研究

1.中炬高新：前海影响接近尾声+结构升级首选标的+30%以上市值空间—20170410

图表 1: 中炬高新三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2799.5	4125.5	4422.0	4770.5	营业收入	3158.0	3742.9	4376.2	5001.1
现金	441.4	1506.0	1389.9	1337.9	营业成本	1999.4	2325.3	2674.4	3008.9
应收款项	70.6	94.9	110.9	126.8	营业税金及附加	41.7	49.4	57.8	66.0
存货	1342.2	1561.0	1795.4	2020.0	营业费用	275.4	344.4	402.6	470.1
其他	945.3	963.6	1125.8	1285.8	管理费用	348.9	411.7	485.8	540.1
非流动资产	2111.3	2340.5	2554.4	2758.4	财务费用	63.2	30.2	42.7	47.1
长期股权投资	48.9	48.9	48.9	48.9	投资净收益	45.4	45.4	45.4	45.4
固定资产	1459.4	1693.3	1911.8	2120.3	其他	-7.4	0.0	0.0	0.0
无形资产	143.2	138.4	133.8	129.3	营业利润	467.4	627.3	758.4	914.2
其他	459.9	459.9	459.9	459.9	营业外净收支	18.9	18.9	18.9	18.9
资产总计	4910.9	6466.0	6976.4	7528.9	利润总额	486.3	646.2	777.2	933.1
流动负债	855.0	2115.7	2271.9	2399.3	所得税费用	76.0	103.4	124.4	149.3
短期借款	50.0	1200.0	1200.0	1200.0	少数股东损益	47.9	63.4	26.1	0.0
应付账款	286.5	370.9	404.9	467.8	归属母公司净利润	362.4	479.5	626.8	783.8
其他	518.5	544.8	667.0	731.6	EBIT	492.6	612.2	755.7	915.9
非流动负债	966.7	966.7	966.7	966.7	EBITDA	614.7	751.6	918.3	1100.5
长期借款	58.6	58.6	58.6	58.6	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
其他	908.2	908.2	908.2	908.2	每股收益(元)	0.45	0.60	0.79	0.98
负债总计	1821.8	3082.5	3238.7	3366.1	每股净资产(元)	3.51	3.84	4.27	4.80
少数股东权益	289.8	324.2	338.4	338.4	发行在外股份(百万股)	796.6	796.6	796.6	796.6
归属母公司股东权益	2799.3	3059.3	3399.3	3824.5	ROIC(%)	10.6%	12.0%	13.3%	14.4%
负债和股东权益总计	4910.9	6466.0	6976.4	7528.9	ROE(%)	12.9%	15.7%	18.4%	20.5%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	36.7%	37.9%	38.9%	39.8%
经营活动现金流	676.7	500.1	547.2	695.3	EBIT Margin(%)	15.6%	16.4%	17.3%	18.3%
投资活动现金流	-404.0	-366.2	-376.5	-388.6	销售净利率(%)	11.5%	12.8%	14.3%	15.7%
筹资活动现金流	-186.0	930.6	-286.8	-358.6	资产负债率(%)	37.1%	47.7%	46.4%	44.7%
现金净增加额	86.8	1064.6	-116.1	-52.0	收入增长率(%)	14.5%	18.5%	16.9%	14.3%
企业自由现金流	346.2	139.4	164.5	292.3	净利润增长率(%)	46.5%	32.3%	30.7%	25.1%

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

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>

