

中炬高新 (600872)

主业增长无忧，关注前海变局

2017年06月01日

投资评级：买入（维持）

投资要点：

■ **提前备货导致1Q17业绩高增长，全年大概率超业绩指引。**1Q17美味鲜子公司营收增32%，净利增70%以上，超市场预期，主因在于提价前经销商提前备货。近几年美味鲜渠道建设效果显现，提价也相当于变相促销，客观上促进出货加快。考虑到渠道库存相对合理，估计全年营收增速先高后低。公司公告17年美味鲜子公司计划实现营收增16%、净利增24%，我们认为消费升级+区域拓展，公司实现超预期增长是大概率事件。

■ **毛利率仍处上升通道，净利率仍有提升空间。**1Q17毛利率大幅提升主要来自规模效应及“厨邦智造”带来的效率提升。未来考虑到阳西基地产能释放及新产线效率提高，毛利率提升空间更大。1Q17销售费用率低，广告费未完全体现，随着销售增长销售费用率应逐年增大。由于信息化程度低，公司管理费用率高。16年对订单、供应链与管理系统的规划推动了流程优化，管理效率提升，使得规模增加后费用率降低。综合来看美味鲜净利率仍有提升空间。

■ **土地价值巨大，地产开发逐步推进。**地产方面：公司目前在中山有土地约1900亩，建筑面积190万平。按中山均价6000元/平，价值超过100亿。由于政府《岐江新城片区规划》尚未落实，公司地产开发计划暂未开展。预计未来7-10年开发完。目前在售存量别墅，均价已涨到2万/平，17年签约收入1.6亿，受到网签的政策影响，结算收入可能低于售卖情况，计划全年结算收入目标4800万。此外17年开发了工业区地块，建筑面积8.4万平，预计收入约10亿，18-19年实现，结转收入可能在2019年。

■ **前海进入后公司净利率有明显提升，关注后续变局。**前海人寿增持为大股东后，公司净利率从15年9%提升至目前11.8%水平，但相较海天24%净利率，还有增长空间。前海关注美味鲜发展战略，多次对公司进行调研，表明大股东应是长期股权投资而非短期财务投资，之前市场普遍担心中炬高新可能面临前海减持风险，我们认为该风险概率较低。前海对于公司最大帮助在于提供资金支持，需要通过定增落地，包括项目对接与资本运作。公司管理层换届时间延后，董事会成员名单暂未确定，市场对前海进入董事会席位人数密切关注。后续仍需关注前海人寿未来发展变化情况。

■ **盈利预测与估值：**预计17-19年公司净利+32%、+31%、+25%，EPS分别为0.60、0.79、0.98元，最新PE分别为27、21、17倍。估计17年公司美味鲜净利5.5亿，美味鲜归母净利约4.9亿。当前市值131亿，扣除地产后100亿，相当于调味品PE仅21倍，大幅低于目前海天31倍估值水平。中炬收入31.6亿，相当于海天1/4水平，而市值只有海天1/8，估值优势明显。考虑公司调味品业绩增长确定，前海影响已接近尾声，维持“买入”投资评级。

风险提示：前海人寿带来不确定性、调味品销售进度不达预期、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

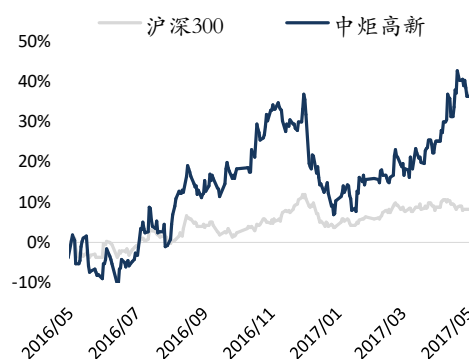
021-60199762

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)	15.96
一年最低价/最高价	11.17/18.68
市净率	4.36
流通市值(亿)	127

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
2. 中炬高新：1Q17业绩超预期，调味品扩产大有可为—20170425

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>

