

中炬高新（600872）

预告业绩符合预期，投资价值日益突显

2017年07月14日

投资评级：买入（维持）

事件：公司发布业绩预增公告，预计1H17净利增速45%-55%。

投资要点：

■ **预告业绩基本符合预期。**我们此前预测1H17净利增速50%，处于预告范围中值。预计2Q17公司净利增速约29%。

■ **渠道库存调整已基本完成，预计2Q17调味品双位数增长。**估计1H17调味品增速约19%，2Q17调味品报表端增速可能在10%左右，相较1Q17的30%增速下滑，主因在于年初提价经销商提前备货，透支部分二季度需求。渠道调研了解到，5月份库存已基本调整完成，提价负面影响基本消除，当前渠道库存已恢复正常水平。公司已确立品类多元化发展方向，7月1日订货会以蚝油与酱料新品为主，效果良好，估计8月可投放市场，利于带动2H17营收提速。

■ **毛利率提升应是推动净利增长主因，管理费用率趋势下行。**公司自“厨邦智造”项目实施以来减少产线浪费、大幅提升生产效率。考虑到提价覆盖成本上涨、阳西基地产能释放，新产线效率提高、规模效应等因素，毛利率仍将稳步上行，并逐步向海天靠拢。受制于信息化程度不高，公司管理费用率高于海天4.5pct。16年对于订单、供应链与管理系统做了五年规划，未来有望通过流程优化实现人均管理效率提升，规模增加后费用率将呈降低趋势。

■ **市场对前海担忧情绪降低，中炬投资价值日益突显。**伴随万科股权问题大局已定，万科股价上涨，前海人寿浮盈较多释放压力，市场对于前海的担忧情绪降低。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。后续仍需关注发展变化情况。中炬扣除地产后，调味品市值仅110亿，估值约22倍，大幅低于海天30倍PE水平，具备估值优势，投资价值突显。

■ **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31、23、19倍。估计17年美味鲜净利5.5亿，扣除少数股东权益净利4.9亿。考虑公司调味品业绩增长确定，中山土地价值巨大，同时前海影响已接近尾声，对标海天，公司投资价值突显，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

0755-23945049

股价走势



市场数据

收盘价（元）	17.91
一年最低价/最高价	12.42/18.85
市净率	5.09
流通市值（亿）	143

基础数据

每股净资产	3.52
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：品类扩张+区域拓展+渠道完善，优质低估值高成长标的——20170707
2. 中炬高新：主业增长无忧，关注前海变局——20170531

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>

