



买入

27% ↑

目标价格:人民币 28.70

600872.CH

价格:人民币 22.6

目标价格基础:45倍 17年市盈率

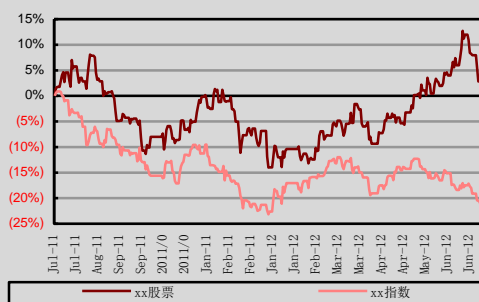
板块评级:未有评级

中炬高新

3季度继续快速增长, 业绩弹性高, 价值被低估

中炬高新是中银团队7月底以来一直重点推荐的品种, 我们更新了近期情况, 继续重点推荐。中炬3季度继续快速增长, 估计可保持上半年增速, 调味品业务同比增20%左右。中炬高新业绩弹性高, 体现在: 新产能逐步就位, 管理层激励到位, 产品销售和内部挖潜都可提速, 毛利率提升与管理费用率下降可期, 品类多元化, 全国化扩张。扣除土地, 17年PE 25-30倍, 对比海天, 增速更快的中炬明显被低估。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	60.5	6.0	26.0	54.0
相对上证指数	54.0	6.7	20.7	42.2

发行股数(百万)	797
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	18,004
3个月日均交易额(人民币 百万)	147
净负债比率(%) (2017E)	7
主要股东(%)	
前海人寿保险股份有限公司—海利年年	20

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2017年9月28日收市价为标准

相关研究报告

《中炬高新中报点评: 营收略超预期, 继续重点推荐》2017.8.29

《中炬高新深度: 受益戴维斯双升效应, 市值成长空间巨大》2017.8.22

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料

汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号 S1300517040002

支撑评级的要点

- **中炬3季度继续快速增长, 估计可保持上半年增速。**我们认为食品不仅是补涨, 消费理念正进入拐点期, 消费升级推动调味品集中度提升, 品牌调味品需求进一步增加, 中炬是高弹性的品牌调味品企业, 受益程度更大, 根据我们草根调研, 估计中炬3季度营收可保持上半年增速, 调味品业务同比增20%左右。
- **对标海天, 中炬发展空间大, 业绩弹性高。**我们认为, 中炬业绩高弹性来自5个方面: (1) **新产能逐步就位, 管理层激励到位, 产品销售和内部挖潜都可提速。**厨邦阳西基地二期已经投产, 主要生产鸡精鸡粉, 估计阳西基地目前酱油产能20万吨, 产能利用率80%左右, 预计三期项目主要进行酱油产能扩产, 未来产能充足, 能够为销售放量提供充足弹药, 新增产能皆为高端生产线, 生产效率提升。(2) **16年中炬酱油毛利率比海天低10.8pct, 提升空间巨大。**中炬16年酱油吨价6,004元, 远高于海天5,120元, 但毛利率反而低, 原因在于中炬酱油主要突出高端产品, 原料使用大豆而非豆粕, 且不做三次出油, 成本更高, 未来中炬将向海天看齐, 丰富高中低端产品线, 毛利率提升可期。(3) **大股东风波渐平, 厨邦智造推进, 管理费用率下行可期。**前海人寿风波已经基本平息, 前海人寿民企风格与厨邦智造推进有望推动管理费用率下行。(4) **阳西基地65万吨新项目开工, 继续品类多元化拓展。**新项目总投资16.25亿元, 截至6月30日, 累计投资0.66亿, 继续非酱油类多元化拓展, 产能包括蚝油、醋类、料酒、食用油。(5) **“五级市场”战略已见成效, 区域网络不断扩张。**对比海天, 中炬全国化空间大, 一、二、三级市场是传统主销区域, 渠道下沉促增长, 四、五级新市场潜力足, 根据草根调研, 估计3季度四、五级市场收入保持高速增长, 同比增30-40%。
- **中山房地产控规尚未落实, 我们判断只是时间问题, 不改中炬房地产巨大增值空间。**未来中山房地产控规落实后, 中炬将根据规划再进行房地产开发, 保守估计房地产价值33亿。

评级面临的主要风险

- 行业增速不及预期、新产能投产速度不及预期、竞争加剧。

估值

- 扣除土地, 中炬17年PE 25-30倍, 对比海天, 增速更快的中炬明显被低估。预计中炬高新17-19年每股收益分别为0.64、0.83、1.03元/股, 分别同比增40%、31%、23%, 维持1年目标价至28.70元, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	2,759	3,158	3,753	4,439	5,170
变动(%)	4	14	19	18	16
净利润(人民币 百万)	247	362	509	664	818
全面摊薄每股收益(人民币)	0.310	0.455	0.638	0.834	1.027
变动(%)	(13.8)	46.5	40.3	30.6	23.1
市场预期每股收益(人民币)			0.625	0.794	0.984
全面摊薄市盈率(倍)	71.5	48.8	34.8	26.6	21.6
价格/每股现金流量(倍)	158.1	52.1	42.8	31.2	23.6
每股现金流量(人民币)	0.14	0.43	0.52	0.71	0.94
企业价值/息税折旧前利润(倍)	39.0	28.6	22.8	17.5	14.2
每股股息(人民币)	0.163	0.208	0.292	0.382	0.470
股息率(%)	0.7	0.9	1.3	1.7	2.1

资料来源: 公司数据及中银证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	2,759	3,158	3,753	4,439	5,170
销售成本	(1,821)	(2,041)	(2,350)	(2,728)	(3,141)
经营费用	(490)	(510)	(638)	(714)	(810)
息税折旧前利润	448	607	765	997	1,219
折旧及摊销	115	122	101	124	144
经营利润(息税前利润)	333	485	663	873	1,075
净利息收入/(费用)	(61)	(63)	(60)	(62)	(60)
其他收益/(损失)	67	64	75	75	75
税前利润	339	486	677	884	1,088
所得税	(65)	(76)	(101)	(132)	(163)
少数股东权益	(27)	(48)	(67)	(88)	(108)
净利润	247	362	509	664	818
核心净利润	255	365	511	667	821
每股收益(人民币)	0.310	0.455	0.638	0.834	1.027
核心每股收益(人民币)	0.320	0.459	0.642	0.837	1.030
每股股息(人民币)	0.163	0.208	0.292	0.382	0.470
收入增长(%)	4	14	19	18	16
息税前利润增长(%)	(4)	46	37	32	23
息税折旧前利润增长(%)	4	36	26	30	22
每股收益增长(%)	(14)	47	40	31	23
核心每股收益增长(%)	(12)	43	40	30	23

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	339	486	677	884	1,088
折旧与摊销	115	122	101	124	144
净利息费用	61	63	61	64	61
运营资本变动	1	8	(13)	(15)	(16)
税金	(119)	(172)	(236)	(308)	(379)
其他经营现金流	(286)	(168)	(178)	(183)	(149)
经营活动产生的现金流	112	339	413	567	750
购买固定资产净值	(173)	(209)	(200)	(200)	(200)
投资减少/增加	13	(12)	56	56	56
其他投资现金流	(86)	157	(117)	(130)	(140)
投资活动产生的现金流	(246)	(64)	(261)	(275)	(284)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	518	203	81	12	(92)
支付股息	(130)	(166)	(233)	(304)	(374)
其他融资现金流	(170)	(226)	0	0	0
融资活动产生的现金流	219	(188)	(152)	(292)	(466)
现金变动	84	87	(0)	0	0
期初现金	270	355	441	441	441
公司自由现金流	(134)	275	152	292	466
权益自由现金流	445	542	293	368	436

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	942	1,387	1,564	1,770	1,988
应收帐款	78	71	84	99	114
库存	1,322	1,342	1,547	1,781	2,021
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	2,342	2,800	3,196	3,649	4,124
固定资产	1,504	1,459	1,612	1,761	1,899
无形资产	107	143	136	129	122
其他长期资产	570	509	509	509	509
长期资产总计	2,181	2,111	2,256	2,398	2,529
总资产	4,523	4,911	5,452	6,047	6,653
应付帐款	315	287	330	383	440
短期债务	40	51	132	144	51
其他流动负债	373	518	599	692	793
流动负债总计	728	855	1,061	1,218	1,285
长期借款	89	59	59	59	59
其他长期负债	908	908	908	908	908
股本	2,514	2,799	3,075	3,435	3,879
储备	0	0	0	0	0
股东权益	2,514	2,799	3,075	3,435	3,879
少数股东权益	285	290	349	427	522
总负债及权益	4,523	4,911	5,452	6,047	6,653
每股帐面价值(人民币)	3.16	3.51	3.86	4.31	4.87
每股有形资产(人民币)	3.02	3.33	3.69	4.15	4.72
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.28)	(0.42)	(0.31)	(0.30)	(0.42)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	16.2	19.2	20.4	22.5	23.6
息税前利润率(%)	12.1	15.4	17.7	19.7	20.8
税前利润率(%)	12.3	15.4	18.0	19.9	21.1
净利率(%)	9.0	11.5	13.6	15.0	15.8
流动性					
流动比率(倍)	3.2	3.3	3.0	3.0	3.2
利息覆盖率(倍)	5.5	7.8	11.0	13.8	17.6
净权益负债率(%)	8.1	10.7	7.3	6.2	7.5
速动比率(倍)	1.4	1.7	1.6	1.5	1.6
估值					
市盈率(倍)	71.5	48.8	34.8	26.6	21.6
核心业务市盈率(倍)	69.5	48.4	34.6	26.5	21.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	90.7	63.2	45.2	34.6	28.2
市净率(倍)	7.0	6.3	5.8	5.2	4.6
价格/现金流(倍)	158.1	52.1	42.8	31.2	23.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	39.0	28.6	22.8	17.5	14.2
周转率					
存货周转天数	87.4	153.9	140.5	136.8	134.2
应收帐款周转天数	5.2	8.6	7.5	7.5	7.5
应付帐款周转天数	20.8	34.7	30.0	29.3	29.1
回报率					
股息支付率(%)	52.6	45.8	45.8	45.8	45.8
净资产收益率(%)	19.7	13.6	17.3	20.4	22.4
资产收益率(%)	11.9	8.7	10.9	12.9	14.4
已运用资本收益率(%)	22.7	15.8	19.5	22.8	25.1

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

中炬高新(600872.CH/人民币 22.60, 买入)

海天味业(603288.CH/人民币 46.16, 未有评级)

以2017年9月28日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371