

2018年05月20日

中炬高新 (600872.SH)

## 一手好牌，资产盘活将有效助力二次跨越

■事件：近期我们参加了公司股东大会同管理层进行了深入的交流，期间参观了公司正在开发建设的房地产项目，已建成待售的别墅项目，并直观了解了岐江新城大致版图以及公司的土地储备情况。

■调味品核心主业位置持续凸显，存量资产支撑力度不够的状况有望迎来转变。2016-2017年公司调味品收入占比分别为91.7%和95.7%，2018年预算当中调味品收入占比93.2%，均意味着以美味鲜公司为主体经营的调味品是公司确定性的核心主业。2017年底美味鲜公司总资产19.9亿元，净资产10.6亿元，分别占中炬高新比重为37.51%、33.8%，公司大量资产沉淀在非调味品板块，但由于母公司业务协同性较弱，且母公司本身存在负债经营（约9亿元公司债），经常性亏损（剔除子公司分红/投资收益），房地产开发业务不连贯，盈利波动大，土地资产沉淀规模大，盘活速度慢，导致公司存量资产对公司调味品主业支撑不足，我们认为这一状况未来一旦得到转变，公司将迎来再度跨越。

■房地产业务初步启动，2018-2021 陆续贡献利润，大量土地有望陆续盘活进而反哺主业。公司2017年3季度开始开发非岐江新城规划区内的约85亩土地，可售面积预计在8-9万平方米，预计2018年底可实现销售并于2020年开始确认收入和利润；公司存量已建成待售别墅约40套，按市价估算总价预计在3亿元附近，2018-2019年预计能实现部分销售。公司主要土地储备在岐江新城规划区，随着深中通道建设，新城正式规划有望加快推出，公司土地资产有望加快盘活。

■调味品业务实现“机制活力”释放第一步，目前是第二阶段“硬件+市场”投入能力比拼。公司核心人员绩效奖金同净利润挂钩，2016和2017年总经理/副总经理奖金总额分别为156万/125万和216万/173万，现金激励总额攀升，激励效果持续正向强化，第一步机制活力已经得到一定释放。公司调味品业务发展得到支撑，阳西逐步成为主要产能基地，税收人工等有利条件使得阳西净利润率高于本部，未来我们持续关注公司在“高效集约化产能”和市场投入方面同竞争对手缩小差距，获得可持续成长。

■投资建议：看好公司资产重估和主业持续发展，2017Q1 提价效应对今年 Q1 影响已过，短期 Q2 增速修复，Q1 广东市场调整后，Q2 逐步市场投入恢复，销售正常化。预计2018-2019年每股收益分别为0.80元、0.96元，6个月目标价33.00元，剔除土地等价值，对应2018年约35倍市盈率，维持买入-A评级。

■风险提示：下游需求不及预期，行业竞争加剧。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	3,158.0	3,609.4	4,277.5	4,733.1	5,746.1
净利润	362.4	453.3	633.9	764.7	1,016.3
每股收益(元)	0.45	0.57	0.80	0.96	1.28
每股净资产(元)	3.51	3.94	4.46	5.11	5.96
盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	59.4	47.5	34.0	28.2	21.2
市净率(倍)	7.7	6.9	6.1	5.3	4.5
净利润率	11.5%	12.6%	14.8%	16.2%	17.7%
净资产收益率	12.9%	14.4%	17.9%	18.8%	21.4%
股息收益率	0.5%	0.7%	1.0%	1.2%	1.6%
ROIC	15.2%	17.7%	20.3%	24.3%	30.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

综合

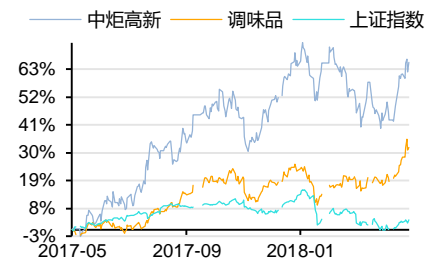
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6个月目标价：**33.00元**  
股价(2018-05-18) **27.04元**

### 交易数据

总市值(百万元)	21,541.07
流通市值(百万元)	21,541.07
总股本(百万股)	796.64
流通股本(百万股)	796.64
12个月价格区间	15.96/28.29元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	16.37	0.48	59.35
绝对收益	18.8	0.3	62.67

苏铖

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001  
sucheng@essence.com.cn  
021-35082778

### 相关报告

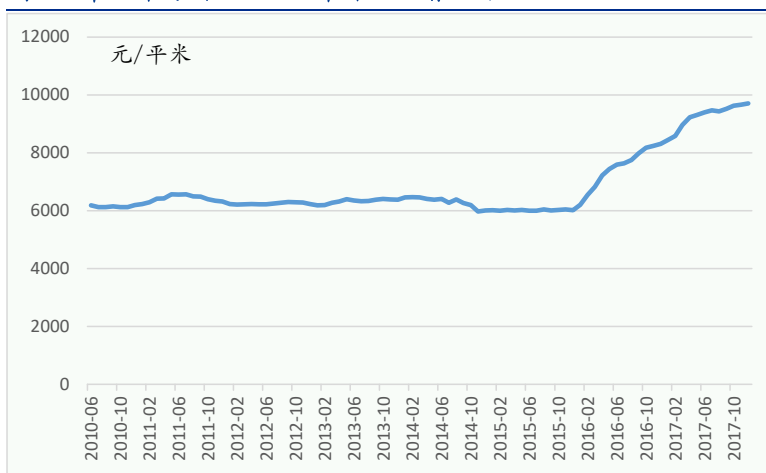
中炬高新：调味品毛利率创新高，资产盘活潜力大/苏铖	2018-04-24
中炬高新：锋芒已露，经营有望持续改善/苏铖	2018-01-16
中炬高新：调味品增长略有提速，毛利率创新高/苏铖	2017-10-26
中炬高新：理性看待单月波动，坚守长期空间/苏铖	2017-09-13
中炬高新：天时地利人和俱齐，规模和盈利趋势向好/苏铖	2017-08-27

## 价值重估利好体现在两个方面

**第一，房价大幅上涨，土地增值明显，公司资产盘活机会大，可变现值增加。**

2015 年直接连通深圳-中山的“深中跨江通道”获国家发改委批复，2016 年 12 月深中通道正式动工，预计 2024 年建成通车。深中通道通车后，将成为连接珠江东西岸的重要通道，从中山快速直达深圳，通勤时间由以往的 2 小时缩减为 30 分钟，互通工程将加快缩小中山及粤西地区与深圳，粤港澳经济发展的差距，为承接粤港澳大湾区的产业转移打造交通大动脉，对中山地区意义重大。2015 年以来，中山房价平均上涨幅度超过 50%，公司中山站核心地段土地储备巨大（1600 余亩各类未开发土地），按我们之前报告公开测算，市值在 44 亿元左右，目前仍维持这一判断。

**图 1：中山市房价从 2016 年开始显著上涨**



资料来源：统计局，安信证券研究中心

**第二，反哺调味品核心主业，使得主业发展支撑更强。**

公司核心主业为调味品，2016-2017 年公司调味品收入占比分别为 91.7%和 95.7%，2018 年预算当中调味品收入占比 93.2%，均意味着以美味鲜公司为主体经营的调味品是公司确定性的核心主业。

但核心主业的资产占比低。2017 年底美味鲜公司总资产 19.9 亿元，净资产 10.6 亿元，分别占中炬高新比重为 37.51%、33.8%。

母公司对核心主业的支撑受限。1) 由于母公司业务协同性较弱，公司大量资产沉淀在非调味品板块；2) 母公司本身存在负债经营（约 9 亿元公司债），经常性亏损（剔除子公司分红/投资收益）；3) 其他子公司盈利波动大，尤其房地产开发业务不连贯，盈利波动大，土地资产沉淀规模大，盘活速度慢，导致公司存量资产对公司调味品主业支撑不足。

我们认为一旦土地等沉淀资产重估，尤其是岐江新城规划出台实施，以上状况有望得到转变，公司获得强支撑后预计将迎来再度跨越。

**表 1：公司土地储备情况**

	岐江新城规划区	非规划区	已开发
中汇合创	1,353	0	240
中炬高新	468	84.5	84.5

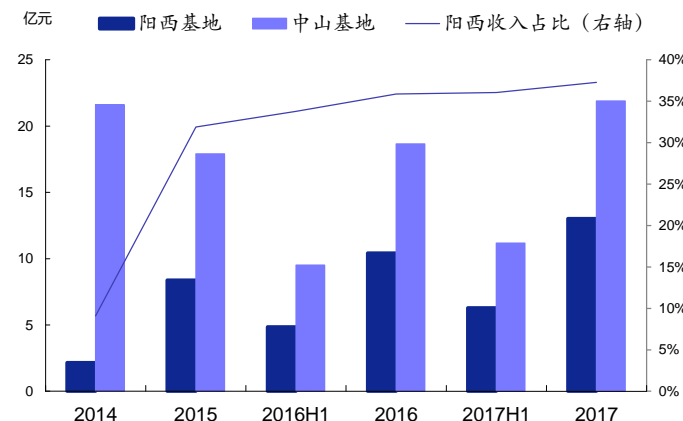
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 硬件已有一定提升，市场投入需要加大以实现加速发展

公司阳西产能更为先进，从财务上看，阳西基地收入规模持续增加，2017 年收入占比已经达到 37.3%。而且由于阳西生产设施先进，效率高，且人工和税收均有优惠，因此阳西基地净利润率显著高于中山，2017 年两者净利润率差距达 6.77 个百分点。

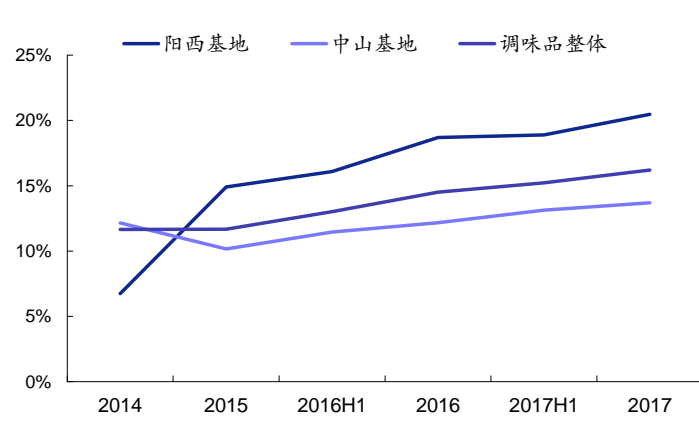
2018 年厨邦阳西基地 3 期有望投产，继续加强阳西基地规模优势。

图 2：阳西基地收入规模和占比提升



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 3：阳西基地净利润率显著高于中山

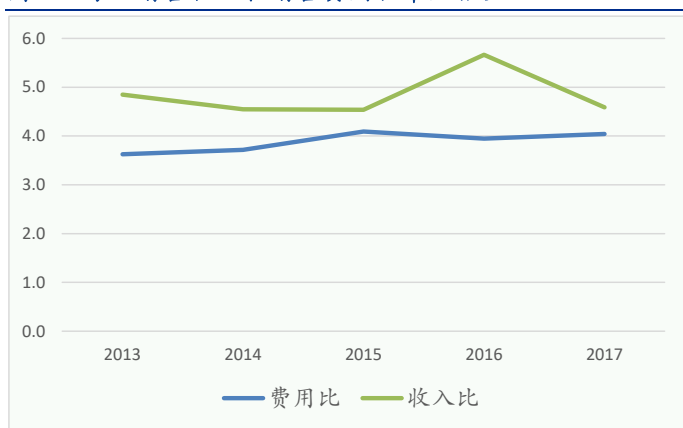


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 当前公司在市场投入方面和海天有距离。

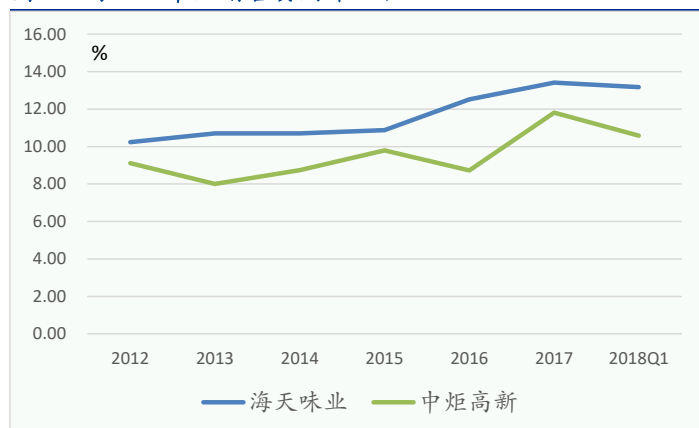
公司规模小于海天，但销售费用率低于海天，意味着公司市场投入强度低于海天。公司此前销售净利润率提升较快，我们认为是“机制活力”得到释放，未来公司若要持续缩小同海天距离，可持续且相对更大的市场投入将不可或缺。

图 4：海天销售收入和费用率较中炬倍数



资料来源：公司数据，安信证券研究中心

图 5：海天、中炬销售费用率比较



资料来源：公司数据，安信证券研究中心

### 估值和目标价

提高目标价至 32 元，维持买入-A 评级。公司目前市值 215 亿元，剔除土地 44 亿元，相当于 2018 年调味品估值 27.6 倍，参考同行平均水平，以及公司当前仍处在重要的发展拐点，前景仍然看好，给予调味品 35 倍估值，目标价 33.00 元。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	3,158.0	3,609.4	4,277.5	4,733.1	5,746.1	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1,999.4	2,191.9	2,536.3	2,779.8	3,399.9	营业收入增长率	14.5%	14.3%	18.5%	10.6%	21.4%
营业税费	41.7	48.2	68.4	71.0	86.2	营业利润增长率	55.4%	30.7%	35.7%	20.7%	33.1%
销售费用	275.4	426.3	463.1	493.8	535.7	净利润增长率	46.5%	25.1%	39.9%	20.6%	32.9%
管理费用	348.9	348.1	386.9	417.6	454.2	EBITDA 增长率	36.9%	17.7%	33.2%	11.5%	29.6%
财务费用	63.2	60.4	60.4	-1.6	-2.9	EBIT 增长率	46.6%	21.2%	38.3%	12.4%	33.0%
资产减值损失	7.4	22.8	2.0	2.0	2.0	NOPLAT 增长率	53.0%	25.9%	32.5%	12.4%	33.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	8.2%	15.2%	-6.2%	7.6%	6.9%
投资和汇兑收益	45.4	71.2	68.6	30.5	60.9	净资产增长率	10.4%	11.7%	14.1%	15.6%	17.4%
<b>营业利润</b>	467.4	611.0	829.0	1,001.0	1,331.9	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	18.9	-1.9	19.0	18.5	18.3	毛利率	36.7%	39.3%	40.7%	41.3%	40.8%
<b>利润总额</b>	486.3	609.2	848.0	1,019.4	1,350.3	营业利润率	14.8%	16.9%	19.4%	21.1%	23.2%
减:所得税	76.0	97.8	135.7	163.1	216.0	净利润率	11.5%	12.6%	14.8%	16.2%	17.7%
<b>净利润</b>	362.4	453.3	633.9	764.7	1,016.3	EBITDA/营业收入	20.7%	21.3%	23.9%	24.1%	25.7%
						EBIT/营业收入	16.8%	17.8%	20.8%	21.1%	23.1%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	固定资产周转天数	142	121	102	91	75
货币资金	441.4	240.8	427.8	473.3	947.9	流动营业资本周转天数	163	176	156	142	134
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	293	295	258	248	248
应收账款	70.6	112.5	108.3	127.5	163.9	应收账款周转天数	8	9	9	9	9
应收票据	-	-	0.3	0.0	0.1	存货周转天数	152	137	125	120	112
预付账款	65.9	10.6	172.5	70.4	108.3	总资产周转天数	538	509	441	413	383
存货	1,342.2	1,413.0	1,546.1	1,619.9	1,968.9	投资资本周转天数	350	343	300	272	241
其他流动资产	879.4	1,339.3	759.0	1,219.0	1,219.0	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	61.8	36.7	36.7	45.1	39.5	ROE	12.9%	14.4%	17.9%	18.8%	21.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.4%	9.6%	13.7%	15.1%	17.3%
长期股权投资	48.9	30.6	30.6	30.6	30.6	ROIC	15.2%	17.7%	20.3%	24.3%	30.1%
投资性房地产	361.5	351.0	351.0	351.0	351.0	<b>费用率</b>					
固定资产	1,216.3	1,214.0	1,205.6	1,198.1	1,184.1	销售费用率	8.7%	11.8%	10.8%	10.4%	9.3%
在建工程	243.1	267.2	293.8	299.0	303.2	管理费用率	11.0%	9.6%	9.0%	8.8%	7.9%
无形资产	143.2	211.9	203.5	195.1	186.7	财务费用率	2.0%	1.7%	1.4%	0.0%	-0.1%
其他非流动资产	36.6	77.3	46.6	47.1	49.9	三费/营业收入	21.8%	23.1%	21.3%	19.2%	17.2%
<b>资产总额</b>	4,910.9	5,304.8	5,181.8	5,676.1	6,553.3	<b>偿债能力</b>					
短期债务	20.0	15.0	355.5	62.2	-	资产负债率	37.1%	35.0%	24.0%	19.9%	18.5%
应付账款	379.2	432.3	424.9	489.8	597.3	负债权益比	59.0%	53.8%	31.6%	24.8%	22.7%
应付票据	50.0	54.7	72.1	66.1	101.1	流动比率	3.27	3.43	2.46	3.17	3.71
其他流动负债	405.8	406.4	372.6	487.5	488.6	速动比率	1.70	1.87	1.20	1.71	2.06
长期借款	58.6	19.8	-	-	-	利息保障倍数	8.39	10.64	14.71	-609.46	-462.29
其他非流动负债	908.2	926.4	19.7	21.2	23.7	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	1,821.8	1,854.6	1,244.8	1,126.8	1,210.7	DPS(元)	0.14	0.18	0.26	0.32	0.42
少数股东权益	289.8	309.3	387.7	479.3	597.3	分红比率	30.8%	31.6%	33.0%	33.0%	33.0%
股本	796.6	796.6	796.6	796.6	796.6	股息收益率	0.5%	0.7%	1.0%	1.2%	1.6%
留存收益	1,986.3	2,327.9	2,752.6	3,273.3	3,948.7						
<b>股东权益</b>	3,089.1	3,450.2	3,937.0	4,549.3	5,342.6						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>						EPS(元)	0.45	0.57	0.80	0.96	1.28
	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	BVPS(元)	3.51	3.94	4.46	5.11	5.96
净利润	410.3	511.4	633.9	764.7	1,016.3	PE(X)	59.4	47.5	34.0	28.2	21.2
加:折旧和摊销	126.1	128.5	133.2	140.7	148.2	PB(X)	7.7	6.9	6.1	5.3	4.5
资产减值准备	7.4	22.8	-	-	-	P/FCF	212.4	-208.5	71.0	104.1	31.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	6.8	6.0	5.0	4.6	3.7
财务费用	60.9	59.4	60.4	-1.6	-2.9	EV/EBITDA	17.8	26.4	21.0	18.6	14.1
投资损失	-45.4	-71.2	-68.6	-30.5	-60.9	CAGR(%)	27.8%	30.4%	37.5%	27.8%	30.4%
少数股东损益	47.9	58.1	78.4	91.6	118.0	PEG	2.1	1.6	0.9	1.0	0.7
营运资金的变动	-154.0	-460.6	268.9	-274.6	-275.4	ROIC/WACC	1.4	1.6	1.9	2.2	2.8
<b>经营活动产生现金流量</b>	676.7	650.6	1,106.1	690.2	943.2	REP	2.6	3.4	3.3	2.6	1.9
<b>投资活动产生现金流量</b>	-404.0	-571.0	-74.4	-107.9	-63.5						
<b>融资活动产生现金流量</b>	-186.0	-280.2	-844.8	-536.8	-405.1						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

苏铖声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
高思雨		021-35082350	gaosy@essence.com.cn	
深圳联系人	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn	
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034