

中炬高新 (600872) / 食品加工

体制改革又进一步, 经营活力有望释放

评级: 买入(维持)

市场价格: 28.54

分析师: 范劲松
执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315138

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

分析师: 龚小乐
执业证书编号: S0740518070005

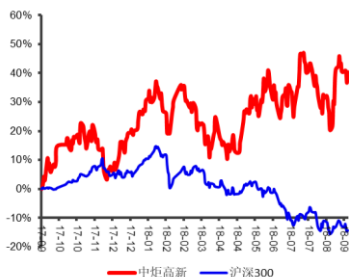
Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

联系人: 熊欣慰

Email: xiongxw@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	797
流通股本(百万股)	797
市价(元)	28.54
市值(百万元)	22,736
流通市值(百万元)	22,736

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 中炬高新 (600872.SH) _ 半年报点评: 调味品加速增长, 费用率下降释放利润弹性
- 2 中炬高新 (600872.SH) _ 半年度预增点评: 调味品盈利能力持续改善, 地产业务超预期
- 3 中炬高新 (600872.SH) _ 深度报告: 站位风口享升级红利, 内外兼修成长逻辑清晰

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,158	3,609	4,267	4,847	5,966
增长率 yoy%	14.48%	14.29%	18.22%	13.59%	23.09%
净利润	362	453	616	769	1,015
增长率 yoy%	46.55%	25.08%	35.83%	24.90%	32.02%
每股收益(元)	0.45	0.57	0.77	0.97	1.27
每股现金流量	0.85	0.82	0.84	1.47	1.18
净资产收益率	12.95%	14.43%	16.88%	17.88%	19.59%
P/E	62.74	50.16	36.93	29.57	22.40
PEG	2.21	1.63	1.02	1.04	0.73
P/B	8.12	7.24	6.24	5.29	4.39

备注:

投资要点

- **事件:** 中炬高新发布权益变动报告书。公司第一大股东前海人寿与中山润田投资于 2018 年 9 月 7 日签署《股份转让协议》, 前海人寿将其持有的公司 1.99 亿股股份转让给中山润田。转让价格为 28.76 元/股, 标的股份转让价款合计为 57.09 亿元。本次股份转让后, 中山润田持有公司 24.92% 股权, 成为本公司第一大股东, 前海人寿不再持有公司股份。
- **第一大股东变更, 体制改革有望取得进展。** 中山润田为钜盛华旗下全资孙公司, 实际控制人为姚振华先生, 与前海人寿同属于宝能系且实际控制人相同。但与目前公司第一大股东前海人寿相比, 中山润田不属于保险资金的范畴。前海人寿 2015 年 4 月 23 日增持中炬高新股票后达到举牌线, 2015 年 9 月 22 日增持后成为中炬高新第一大股东, 至 2016 年底持股比例上升至 24.92%。但由于保监会 2017 年 1 月 24 日开始实施的《关于进一步加强保险资金股票投资监管有关事项的通知》对险资收购上市公司的一系列限制, 前海人寿成为中炬高新实际控制人存在潜在的合规风险。目前前海人寿在中炬高新董事会中只有一个席位。公司第一大股东由前海人寿变更为中山润田, 有效的避开了潜在的合规风险。2018 年 8 月 21 日公司董事会全票通过《公司章程》修订及本次第一大股东变更, 标志着体制改革又进一步, 后续事宜有望顺利推进。
- **体制改革释放企业活力, 公司 ROE 有望提升。** 中炬高新与海天味业等采取股权激励的民企相比, 经营偏保守且激励力度不够。一方面, 中炬高新每年设定的目标偏保守, 业绩完成难度较小, 符合国企经营偏保守的特点。另一方面, 中炬高新高管无公司股权, 激励力度有待提升。因此中炬高新在基数远低于海天味业的情况下, 2012-2017 年收入的 CAGR 并未明显高于海天味业 (中炬高新美味鲜子公司收入 CAGR 为 16.6%, 海天味业调味品收入 CAGR 为 15.0%)。随着宝能集团入主, 公司体制转变后有望充分释放经营活力, 调味品业务将加速增长。同时体制改革有望带动管理费用率下行及经营效率提升, ROE 有望提升向海天味业靠拢。
- **投资建议:** 预计公司 2018-2020 年收入分别为 42.67、48.47、59.66 亿元, 归母净利润分别为 6.16、7.69、10.15 亿元, EPS 分别为 0.77、0.97、1.27 元, 对应 PE 为 37 倍、30 倍、22 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 食品安全风险; 中高端酱油竞争加剧; 全国化不及预期

内容目录

第一大股东变更，体制改革有望取得进展.....	- 3 -
体制改革释放企业活力，公司 ROE 有望提升	- 4 -
投资建议.....	- 7 -
风险提示.....	- 7 -

图表目录

图表 1: 中山润田股权结构.....	- 3 -
图表 2: 前海人寿增持中炬高新股票过程.....	- 4 -
图表 3: 保监会《关于进一步加强保险资金股票投资监管有关事项的通知》.....	- 4 -
图表 4: 中炬高新《公司章程》修订重要条款.....	- 4 -
图表 5: 中炬高新现行核心管理人员薪酬与绩效考核.....	- 5 -
图表 6: 中炬高新与海天味业高管薪酬和持股情况 (万元, 2017 年).....	- 5 -
图表 7: 美味鲜与海天味业调味品收入对比.....	- 6 -
图表 8: 中炬高新对比民企管理费用率下降空间大.....	- 6 -
图表 9: 中炬高新管理费用率拆分.....	- 6 -
图表 10: 中炬高新资产周转率对比民企有上升空间.....	- 7 -
图表 11: 中炬高新与海天味业 ROE 对比.....	- 7 -

- **事件：**中炬高新发布权益变动报告书。公司第一大股东前海人寿与中山润田投资于2018年9月7日签署《股份转让协议》，前海人寿将其持有的公司1.99亿股股份转让给中山润田。转让价格为28.76元/股，标的股份转让价款合计为57.09亿元。本次股份转让后，中山润田持有公司24.92%股权，成为本公司第一大股东，前海人寿不再持有公司股份。

第一大股东变更，体制改革有望取得进展

- **前海人寿与中山润田同属宝能系，但非险资。**中山润田为钜盛华旗下全资孙公司，实际控制人为姚振华先生，与前海人寿同属于宝能系且实际控制人相同。中山润田经营范围包括：投资兴办实业；受托管理非公开募集基金；股权投资；企业资产管理；企业投资咨询；经济信息咨询；企业管理信息咨询；市场营销策划。与目前公司第一大股东前海人寿相比，中山润田不属于保险资金的范畴。

图表 1：中山润田股权结构



来源：公司公告、中泰证券研究所

- **解决第一大股东属于险资的身份问题，体制改革有望取得进展。**前海人寿2015年4月23日增持中炬高新股后达到举牌线，2015年9月22日增持后成为中炬高新第一大股东，至2016年底持股比例上升至24.92%。但由于保监会2017年1月24日开始实施的《关于进一步加强保险资金股票投资监管有关事项的通知》对险资收购上市公司的一系列限制，前海人寿成为中炬高新实际控制人存在潜在的合规风险。目前前海人寿在中炬高新董事会中只有一个席位。
- 本次公司第一大股东由前海人寿变更为中山润田，有效的避开了潜在的合规风险。2018年8月21日公司董事会全票通过《公司章程》修订及本次第一大股东变更，标志着体制改革又进一步，后续事宜有望顺利推进。

图表 2: 前海人寿增持中炬高新股票过程

时间	事件
2015.4.23 前	前海人寿通过二级市场买入中炬高新股票 0.31 亿股, 占中炬高新当时总股本的 3.84%
2015.4.23	前海人寿通过二级市场增持中炬高新股票, 增持后持有 0.40 亿股, 占中炬高新当时总股本的 5.02%, 达到举牌线
2015.4.30	前海人寿继续增持, 增持后持有中炬高新股票 0.73 亿股, 占中炬高新当时总股本的 9.10%
2015.9.14	前海人寿继续增持, 增持后持有中炬高新股票 0.81 亿股, 占中炬高新当时总股本的 10.11%
2015.9.22	前海人寿继续增持, 增持后持有中炬高新股票 1.20 亿股, 占中炬高新当时总股本的 15.11%, 成为公司第一大股东
2015.9.29	前海人寿继续增持, 增持后持有中炬高新股票 1.60 亿股, 占中炬高新当时总股本的 20.11%
2015 年底	前海人寿持有中炬高新股票上升到 1.85 亿股, 占中炬高新当时总股本的 23.28%
2016 年底至今	前海人寿持股比例上升至 24.92%

来源: 公司公告、wind、中泰证券研究所

图表 3: 保监会《关于进一步加强保险资金股票投资监管有关事项的通知》

实施时间	规定	相关条款
2017.1.24	《关于进一步加强保险资金股票投资监管有关事项的通知》	<p>保险机构收购上市公司, 应当使用自有资金。保险机构不得与非保险一致行动人共同收购上市公司, 不得以投资的股票资产抵押融资用于上市公司股票投资。</p> <p>中国保监会严格限制保险机构收购上市公司行为。保险机构收购上市公司的, 应当在事前向中国保监会申请核准。</p> <p>保险机构收购上市公司的行业限于保险类企业、非保险金融企业和与保险业务相关、符合国家产业政策、具备稳定现金流回报预期的行业, 不得开展高污染、高能耗、未达到国家节能和环保标准、技术附加值较低的上市公司收购。</p> <p>保险机构投资权益类资产的账面余额, 合计不高于本公司上季末总资产的 30%。除上市公司收购及投资上市商业银行股票另有规定情形外, 保险机构投资单一股票的账面余额, 不得高于本公司上季末总资产的 5%。</p> <p>保险机构开展重大股票投资或上市公司收购的, 应当根据投资计划和战略安排, 加强与上市公司股东和经营层沟通, 维护上市公司经营稳定。</p>

来源: 保监会官网、中泰证券研究所

图表 4: 中炬高新《公司章程》修订重要条款

序号	变更内容
第二十一条	删除: 公司第一大股东发生变更时, 董事会有权通过决议以非公开发行股票的方式向原第一大股东或其指定公司定向发行不超过公司总股本 50% 的股票, 发行价格按照法律法规及中国证监会规定允许的最低价格计算, 但不得低于公司最近一期经审计的每股净资产。法律法规及中国证监会对上述股票发行另有规定的, 从其规定。
第九十六条	删除: 为维持公司管理层和经营业务的稳定, 除董事自行辞职情况以外, 每年更换或任期届满改选的董事不能超过董事会核定人数的四分之一。如果出现因本公司控制权转移而发生的董事、监事、高级管理人员被更换的情形, 则公司应在被更换的上述人员离职前给予补偿, 补偿金额为上述人员上年度报酬的 10 倍。

来源: 公司公告、中泰证券研究所

体制改革释放企业活力, 公司 ROE 有望提升

- 改制后激励机制有望加强, 推动调味品快速增长。**中炬高新 2014 年初规定核心管理人员的绩效年薪以董事会确定的年度经营目标“营业收入、净利润、净资产收益率”按 $(0.2 \times K1 + 0.6 \times K2 + 0.2 \times K3)$ 计算的加权完成率进行考核。K1 指年度营业收入完成率; K2 指年度净利润完成率; K3 指年度净资产收益率完成率。当加权年度经营指标完成率低于 0.8,

高管基本年薪减少 20%，不计提绩效年薪；当经营指标完成率达 0.8-1 时，高管只领取基本年薪；当经营指标完成率超过 1，高管及其他核心管理人员按年度净利润的 5%计提绩效年薪奖金包。中炬高新与海天味业等采取股权激励的民企相比，经营偏保守且激励力度不够。

图表 5：中炬高新现行核心管理人员薪酬与绩效考核

年度	收入 (亿元)					归母净利润 (亿元)					年度经营 指标完成 率	奖金金额 (万元)
	目标	目标 增长	实际 完成	实际 增长	完成率	目标	目标 增长	实际 完成	实际 增长	完成率		
2014	26	12.2%	26.42	14.0%	102%	2.5	17.5%	2.87	34.7%	115%	1.15	1435
2015	29.25	10.7%	27.59	4.4%	94%	2.2	-23.3%	2.47	-13.9%	112%	1.09	1236
2016	31.62	14.6%	31.58	14.5%	100%	2.9	17.4%	3.62	46.6%	125%	1.22	1812
2017	35.46	12.3%	36.09	14.3%	102%	4.23	16.7%	4.53	25.1%	107%	1.08	2266

来源：公司公告、中泰证券研究所

- 中炬高新每年设定的目标偏保守，业绩完成难度较小，符合国企经营偏保守的特点。2014-2017 年设定的收入目标增速分别为 12.2%、10.7%、14.6%、12.3%，而完成情况基本为刚好达到目标。国企体制使公司在市场开拓上的动力低于激励充分的民企，每年只需年度经营指标完成率达到 1 即可提取奖金。
- 中炬高新高管无公司股权，激励力度有待提升。中炬高新与海天味业管理层的薪酬存在一定差距，但最主要的差距在于中炬高新没有股权激励，管理层无法充分分享公司发展的红利。

图表 6：中炬高新与海天味业高管薪酬和持股情况 (万元, 2017 年)

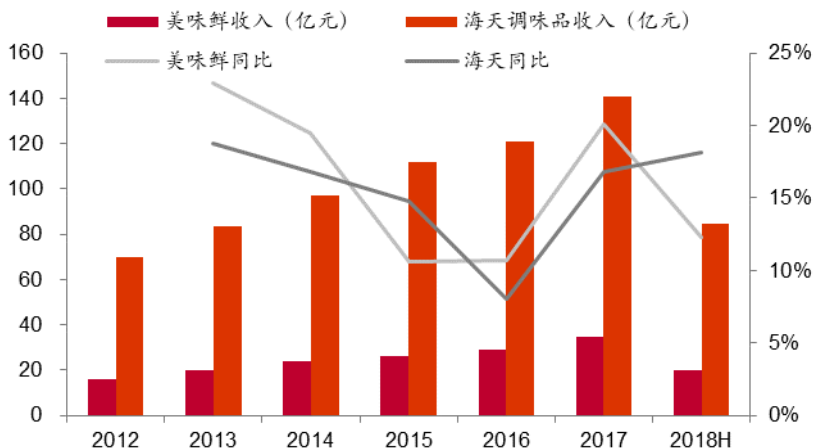
中炬高新					海天味业				
姓名	职务	薪酬	持股市值	合计	姓名	职务	薪酬	持股市值	合计
熊炜	董事长	247	0	247	庞康	董事长, 总裁	439	1390239	1390678
李常谨	董事, 总经理	206	0	206	程雪	副董事长, 常务副总裁	428	460784	461212
邓春华	董事, 常务副总经理	165	0	165	叶燕桥	董事	113	86895	87008
彭海泓	董事会秘书, 副总经理	165	0	165	黄文彪	董事, 副总裁	245	77711	77956
吴剑	副总经理	165	0	165	吴振兴	董事, 副总裁	250	74633	74883
张卫华	副总经理	165	0	165	张欣	董事会秘书	116	49190	49306
朱洪滨	副总经理	165	0	165	管江华	副总裁	229	40709	40937
张晓虹	副总经理	163	0	163	张永乐	财务总监	95	8481	8576
陈超强	常务副总经理	88	0	88					

来源：wind、中泰证券研究所

- 2012 年以来中炬高新调味品子公司美味鲜的收入规模只有海天调味品收入的 1/4 左右。由于中炬高新激励措施不足及较保守的国企经营风格，

低基数的中炬高新增速并未明显高于海天味业，2012-2017 年美味鲜收入的 CAGR 为 16.6%，同期海天味业调味品业务收入的 CAGR 为 15.0%。我们认为随着宝能集团入主，公司体制转变后有望充分释放经营活力，调味品业务将加速增长。

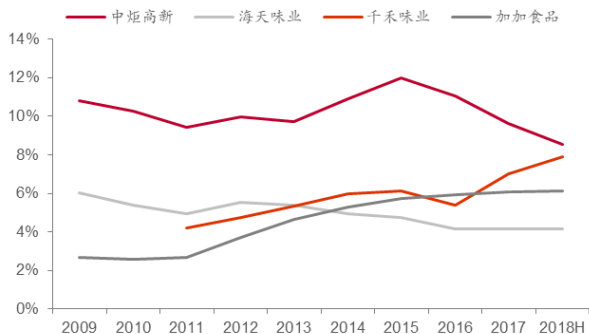
图表 7: 美味鲜与海天味业调味品收入对比



来源: wind、中泰证券研究所

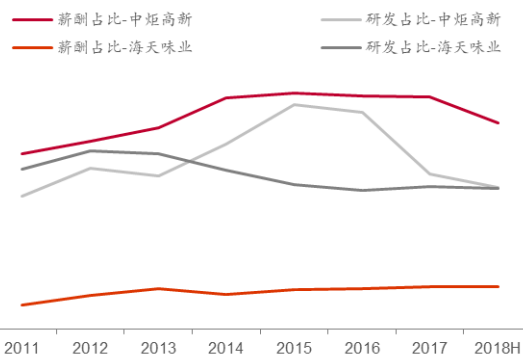
- **体制改革有望带动管理费用率下行及效率提升。**中炬高新的管理费用率对比其他三家主营酱油的民营上市公司明显偏高，2015 年民营资金注入后进入下行通道。对比海天味业，公司近年来在研发费用率上改善明显，管理人员薪酬比率方面还有下降空间。此外，中炬高新体制改革有望带来经营效率的提升，公司资产周转率等经营指标可向海天、千禾等民企靠拢。在中炬高新体制改革的背景下，公司管理费用率下降推动净利率提升以及经营效率提升，ROE 有望向海天味业靠拢。

图表 8: 中炬高新对比民企管理费用率下降空间大

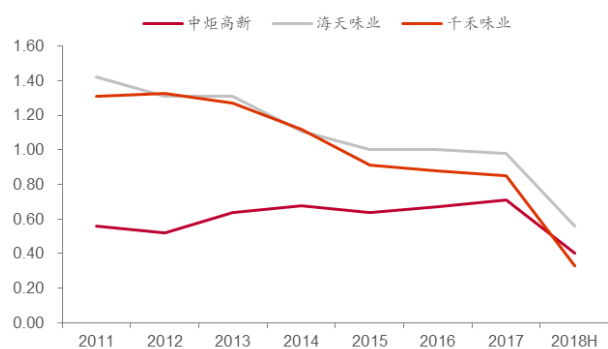


来源: wind、中泰证券研究所

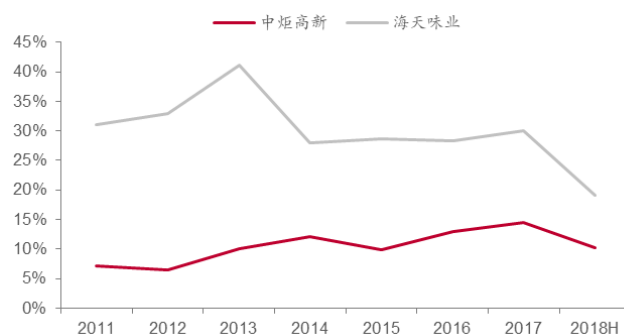
图表 9: 中炬高新管理费用率拆分



来源: wind、中泰证券研究所

图表 10: 中炬高新资产周转率对比民企有上升空间


来源: wind、中泰证券研究所

图表 11: 中炬高新与海天味业 ROE 对比


来源: wind、中泰证券研究所

投资建议

- 预计公司 2018-2020 年收入分别为 42.67、48.47、59.66 亿元，归母净利润分别为 6.16、7.69、10.15 亿元，EPS 分别为 0.77、0.97、1.27 元，对应 PE 为 37 倍、30 倍、22 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 食品安全风险；中高端酱油竞争加剧；全国化不及预期

图表 1: 中炬高新三大财务报表预测 (单位: 百万元)

利润表 (人民币百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	3,158	3,609	4,267	4,847	5,966
增长率	14.5%	14.3%	18.2%	13.6%	23.1%
营业成本	-1,999	-2,192	-2,561	-2,814	-3,383
%销售收入	63.3%	60.7%	60.0%	58.1%	56.7%
毛利	1,159	1,417	1,706	2,033	2,582
%销售收入	36.7%	39.3%	40.0%	41.9%	43.3%
营业税金及附加	-42	-48	-57	-65	-80
%销售收入	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
营业费用	-275	-426	-405	-485	-585
%销售收入	8.7%	11.8%	9.5%	10.0%	9.8%
管理费用	-349	-348	-384	-412	-489
%销售收入	11.0%	9.6%	9.0%	8.5%	8.2%
息税前利润 (EBIT)	493	595	860	1,071	1,429
%销售收入	15.6%	16.5%	20.2%	22.1%	24.0%
财务费用	-63	-60	-55	-60	-60
%销售收入	2.0%	1.7%	1.3%	1.2%	1.0%
资产减值损失	7	23	3	3	30
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	45	71	20	20	20
%税前利润	9.1%	11.4%	2.4%	1.9%	1.4%
营业利润	482	628	828	1,034	1,419
营业利润率	15.3%	17.4%	19.4%	21.3%	23.8%
营业外收支	19	-2	5	5	5
税前利润	501	627	833	1,039	1,424
利润率	15.9%	17.4%	19.5%	21.4%	23.9%
所得税	-76	-98	-133	-166	-219
所得税率	15.2%	15.6%	15.9%	16.0%	15.4%
净利润	410	511	695	868	1,145
少数股东损益	48	58	79	99	130
归属于母公司的净利润	362	453	616	769	1,015
净利率	11.5%	12.6%	14.4%	15.9%	17.0%

资产负债表 (人民币百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	441	241	853	1,051	1,327
应收款项	71	112	104	142	161
存货	1,342	1,413	1,717	1,644	2,303
其他流动资产	945	1,350	1,414	1,351	1,422
流动资产	2,800	3,116	4,088	4,188	5,212
%总资产	57.0%	58.7%	65.5%	66.4%	71.6%
长期投资	472	418	392	363	341
固定资产	1,216	1,214	1,124	1,031	936
%总资产	24.8%	22.9%	18.0%	16.4%	12.9%
无形资产	143	212	270	324	377
非流动资产	2,111	2,189	2,156	2,115	2,067
%总资产	43.0%	41.3%	34.5%	33.6%	28.4%
资产总计	4,911	5,305	6,244	6,303	7,279
短期借款	20	15	203	0	0
应付款项	629	696	864	893	1,252
其他流动负债	206	197	197	197	197
流动负债	855	908	1,264	1,090	1,449
长期贷款	59	20	20	0	0
其他长期负债	908	926	926	426	30
负债	1,822	1,855	2,210	1,516	1,479
普通股股东权益	2,799	3,141	3,646	4,300	5,183
少数股东权益	290	309	388	487	617
负债股东权益合计	4,911	5,305	6,244	6,303	7,279

比率分析					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
每股指标					
每股收益 (元)	0.45	0.57	0.77	0.97	1.27
每股净资产 (元)	3.51	3.94	4.58	5.40	6.51
每股经营现金净流 (元)	0.85	0.82	0.84	1.47	1.18
每股股利 (元)	0.14	0.14	0.15	0.14	0.17
回报率					
净资产收益率	12.95%	14.43%	16.88%	17.88%	19.59%
总资产收益率	8.35%	9.64%	11.12%	13.76%	15.73%
投入资本收益率	15.18%	17.66%	20.02%	23.63%	31.92%
增长率					
营业总收入增长率	14.48%	14.29%	18.22%	13.59%	23.09%
EBIT增长率	46.59%	21.24%	36.32%	24.10%	30.37%
净利润增长率	46.55%	25.08%	35.83%	24.90%	32.02%
总资产增长率	8.57%	8.02%	17.71%	0.94%	15.49%
资产管理能力					
应收账款周转天数	8.5	9.1	9.1	9.1	9.1
存货周转天数	151.8	137.4	132.0	124.8	119.1
应付账款周转天数	44.9	40.0	38.0	36.0	35.0
固定资产周转天数	142.0	121.2	98.6	80.0	59.4
偿债能力					
净负债/股东权益	24.68%	2.25%	1.69%	-19.44%	-125.00%
EBIT利息保障倍数	8.4	10.6	16.1	18.2	23.8
资产负债率	37.10%	34.96%	35.39%	24.05%	20.32%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	410	511	695	868	1,145
加: 折旧和摊销	126	129	131	136	142
资产减值准备	7	23	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	61	59	55	60	60
投资收益	-45	-71	-20	-20	-20
少数股东损益	48	58	79	99	130
营运资金的变动	-154	-461	-188	131	-386
经营活动现金净流	677	651	672	1,174	940
固定资本投资	45	-22	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-404	-571	-83	-79	-77
股利分配	-112	-112	-117	-115	-132
其他	-74	-169	140	-782	-456
筹资活动现金净流	-186	-280	23	-898	-588
现金净流量	87	-201	613	197	276

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。