

股权转让揭示民营道路拓展，中炬机制将全面盘活

——中炬高新（600872）事件点评

2018年09月10日

强烈推荐/维持

中炬高新

事件点评

事件：

中炬高新发布权益变动公告，前海人寿将其持有的中炬高新198,520,905股（占总股本的24.92%）以签署当日（2018年9月7日）中炬二级市场收盘价为基准（28.76元/股）转让给中山润田，价款合计570,946.12万元，转让后中山润田成中炬第一大股东，前海人寿不再持有中炬股份。

主要观点：

1. 中山润田成第一大股东是宝能控制中炬的前兆，国企改革加速有利调味品主业快速增长。中山润田2015年6月25日成立于火炬开发区，彼时正是前海人寿通过二级市场增持变为中炬第一大股东，中山润田为深圳钜盛华的全资孙公司，钜盛华是前海人寿第一大股东，二者实际控制人均为宝能集团董事长姚振华，姚振华间接持有钜盛华80.06%股权，即转让成功后间接持有中炬高新19.95%股权。宝能集团具有良好的产业基础和市场竞争优势，正积极通过资本市场支持实体经济，该次股权转让也是宝能控制中炬高新的前兆。除产业协同外，控股后对宝能业绩影响主要通过合并报表体现，加之宝能风格偏向于激进，会对中炬调味品业务制定较高目标，业绩更快速增长可期。

2. 宝能控股有助中炬控本降费，毛利率净利率持续走高。由于规模优势、厨邦智造推行、销售费用率的降低，公司利润持续走高，但与龙头海天相比，仍有较大差距，原因在于：

(1) 从量上看，海天量比厨邦大且主要选用豆粕，原材料有成本优势；

(2) 从经营上看，海天作为民营企业，成本费用把控严，效率高于厨邦；

(3) 从生产工艺上看，海天很早引进日式工艺，全过程加温发酵，周转时间效率高，而厨邦主要靠天然日晒，周转期长；

(4) 从资产结构上看，中炬由于历史原因，土地建筑方面占比过半，贡献利润不稳定。

首席分析师：刘畅

010-66554017

liuchang@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

研究助理：姜倩

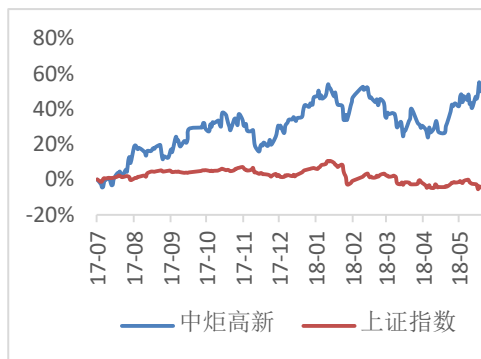
010-66554008

louqian@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间（元）	17.24-30.85
总市值（亿元）	239
流通市值（亿元）	239
总股本/流通A股（万股）	79664/79664
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	0.81

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

以上来看, 中炬利润提升空间仍很大, 宝能控股有助于提高公司效率, 加之中炬正在研发的新工艺, 我们看好中炬未来的持续高增长。

3. 厨邦速度追赶海天, 产品优化、渠道拓张、产能释放和地产增量持续贡献收入弹性。近 7 年来, 美味鲜与海天的净利差距由 13 倍缩减至 6 倍并持续减少, 公司在产品、渠道和产能端不段发力:

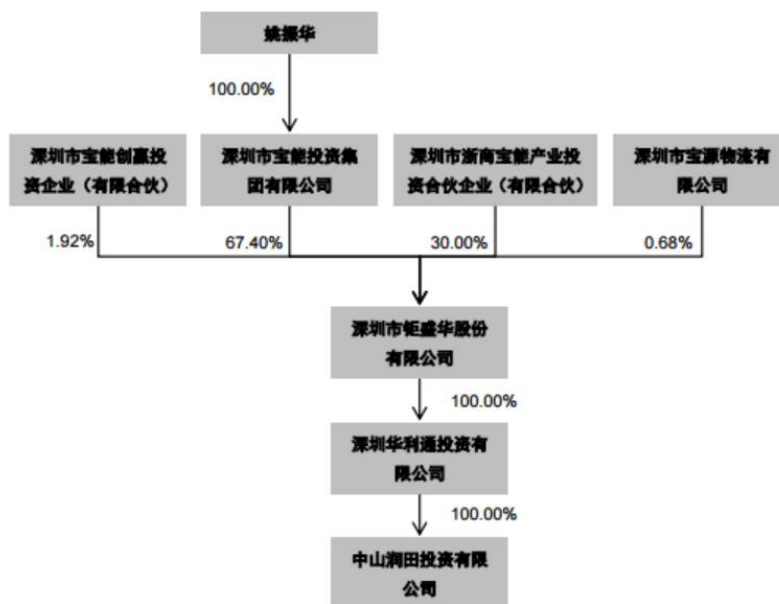
(1) **产品与海天差异化路线:** 占比 90%以上产品厨邦定位中高端, 价格略高于海天, 且品类扩张避开海天已比较成熟的蚝油和调味酱市场, 从鸡精、食用油、料酒和米醋等产品切入, 与海天错位竞争, 公司上半年酱油业务增速超过 11%, 食用油、调味酱等其他品类增速均在 20%以上, 势头强劲;

(2) **全国渠道不断拓展:** 地域布局方面, 公司以华南为根据地, 往增速更快中西北部 (增速 25%+) 及三四线城市下沉; 终端渠道方面, 将调味品用量更多的餐饮渠道占比由 20%提升至 40%, 目前占比已提升至 24%;

(3) **100 万吨产能待释放:** 中山 30 万吨产能及阳西厨邦十几万吨产能已释放, 还有阳西基地 100 多万吨产能待释放。

(4) **地产业务逐步放大收益, 释放利润反哺主营:** 公司上半年中汇合创旗下别墅区销售部分确认收入实现营收 3988 万元, 预计下半年仍将陆续确认收入, 地产业务贡献显著增量, 给予调味品业务较大支持。

图 1: 中山润田股权结构



资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

盈利及风险预测:

我们认为公司业绩将持续快速增长, 预计公司 2018 年-2020 年营收分别为 42.52、49.66、59.05 亿元, 增速为 17.80%、16.80%、18.91%, 归母净利分别为 6.14、7.82、10.15 亿元, 增速为 35.51%、27.31%、29.80%, 对应的 EPS 分别为 0.77 元、0.98 元和 1.27 元, 给予目标价 37 元, 维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示:

渠道扩展受阻, 产能释放不达预期, 原材料成本上升, 食品安全问题, 贸易战升级等。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	2800	3116	3603	3938	4528	营业收入	3158	3609	4252	4966	5905
货币资金	441	241	475	563	560	营业成本	1999	2192	2549	2924	3432
应收账款	44	67	72	82	102	营业税金及附加	42	48	53	65	76
其他应收款	27	45	54	63	74	营业费用	275	426	459	519	591
预付款项	66	11	39	71	109	管理费用	349	348	395	447	514
存货	1342	1413	1496	1550	1883	财务费用	63	60	61	62	64
其他流动资产	879	1339	1467	1610	1798	资产减值损失	7.38	22.78	11.10	13.75	15.88
非流动资产合计	2111	2189	2244	2595	2848	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	49	31	41	49	53	投资净收益	45.38	71.24	50.00	45.00	50.00
固定资产	1216.2	1213.95	1292.00	1614.84	1851.50	营业利润	467	611	773	981	1263
无形资产	143	212	191	170	148	营业外收入	24.95	5.60	16.98	15.84	12.81
其他非流动资产	0	35	0	0	0	营业外支出	6.07	7.46	6.00	6.51	6.66
资产总计	4911	5305	5847	6533	7376	利润总额	486	609	784	991	1269
流动负债合计	855	908	1081	1237	1435	所得税	76	98	125	158	203
短期借款	20	15	15	15	15	净利润	410	511	658	832	1066
应付账款	236	251	318	345	407	少数股东损益	48	58	44	50	51
预收款项	200	209	309	406	496	归属母公司净利润	362	453	614	782	1015
一年内到期的非流动	30	0	0	0	0	EBITDA	15809	18415	1069	1350	1670
非流动负债合计	967	946	968	1030	1082	EPS (元)	0.45	0.57	0.77	0.98	1.27
长期借款	59	20	70	130	180	主要财务比率					
应付债券	894	896	898	900	902		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	1822	1855	2049	2266	2516	成长能力					
少数股东权益	290	309	354	404	455	营业收入增长	14.48%	14.29%	17.80%	16.80%	18.91%
实收资本(或股本)	797	797	797	797	797	营业利润增长	55.37%	30.73%	26.50%	26.94%	28.68%
资本公积	282	282	282	282	282	归属于母公司净利润	35.51%	27.31%	35.51%	27.31%	29.80%
未分配利润	1519	1762	1705	1667	1591	获利能力					
归属母公司股东权益	2799	3141	3444	3863	4405	毛利率(%)	36.69%	39.27%	40.04%	41.12%	41.88%
负债和所有者权益	4911	5305	5847	6533	7376	净利率(%)	12.99%	14.17%	15.49%	16.75%	18.05%
现金流量表						总资产净利润(%)	7.38%	8.54%	10.50%	11.97%	13.76%
	单位:百万元					ROE(%)	12.95%	14.43%	17.83%	20.24%	23.04%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	偿债能力					
经营活动现金流	677	651	868	1077	1045	资产负债率(%)	37%	35%	35%	35%	40%
净利润	410	511	658	832	1066	流动比率	3.27	3.43	3.33	3.19	3.16
折旧摊销	126.00	129.00	235.19	306.35	343.67	速动比率	1.70	1.87	1.95	1.93	1.84
财务费用	63	60	61	62	64	营运能力					
应付帐款的变化	7	-24	-5	-10	-21	总资产周转率	0.67	0.71	0.76	0.80	0.85
预收帐款的变化	100	10	100	97	90	应收账款周转率	67	65	61	65	64
投资活动现金流	-404	-571	-545	-611	-625	应付账款周转率	12.67	14.80	14.94	14.98	15.70
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期股权投资减少	-59	-54	-19	-31	-19	每股收益(最新摊薄)	0.45	0.57	0.77	0.98	1.27
投资收益	45	71	50	45	50	每股净现金流(最新)	0.11	-0.25	0.29	0.11	0.00
筹资活动现金流	-186	-280	-89	-378	-423	每股净资产(最新摊)	3.51	3.94	4.32	4.85	5.53
应付债券增加	2	2	2	2	2	估值比率					
长期借款增加	30	38	50	60	50	P/E	66.06	52.81	38.97	30.62	23.59
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	8.55	7.62	6.95	6.20	5.43
资本公积增加	3	0	0	0	0	EV/EBITDA	1.55	1.34	22.87	18.10	14.65
现金净增加额	87	-201	234	88	-3						

资料来源: 公司公告东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员，拥有买方、卖方双重工作经验，曾就职于天风证券研究所，东方基金，泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位，本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责白酒、乳制品、调味品、健康食品研究工作。

研究助理简介

姜倩

曾就职于方正证券研究所、方正证券投资，于2018年6月加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。