

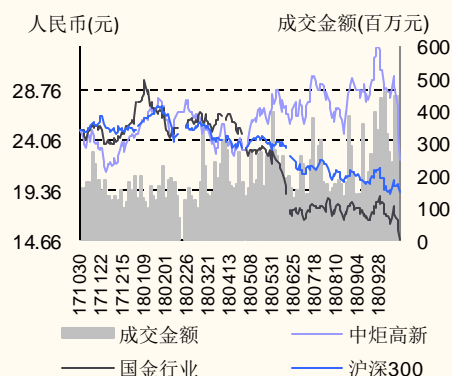
中炬高新 (600872.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 22.23 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	796.64
总市值 (百万元)	17,709.24
年内股价最高最低 (元)	32.88/21.15
沪深 300 指数	3076.89
上证指数	2542.10



相关报告

- 《总体业绩超预期, 下半年经营压力大幅减轻-中炬高新 18 年半年报...》, 2018.8.22
- 《调味品主业净利率提升及母公司资产处置推动上半年业绩超预期-中...》, 2018.7.15
- 《17 年刹车收官, 18 年目标无虞-中炬高新公司点评》, 2018.4.24
- 《差异化进化成主流, 盈利能力持续改善-中炬高新公司深度研究》, 2018.1.7

于杰 分析师 SAC 执业编号: S1130516070001
yujie@gjzq.com.cn

□ □

短期业绩低于预期, 换届即将落地利好长期

公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.455	0.534	0.799	0.942	1.181
每股净资产 (元)	3.51	3.94	4.24	4.58	4.66
每股经营性现金流 (元)	0.84	0.81	0.82	0.95	1.39
市盈率 (倍)	30.95	46.40	27.83	23.60	18.83
净利润增长率 (%)	46.55%	17.31%	40.40%	17.92%	25.33%
净资产收益率 (%)	12.95%	13.53%	18.83%	20.55%	25.31%
总股本 (百万股)	796.64	796.64	796.64	796.64	796.64

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 中炬高新公布三季报, 前三季度实现营业收入 31.65 亿元, 同比+15.97%; 实现归属母公司的净利润 4.86 亿元, 同比+6.95%, 折合 EPS0.61 元。

经营分析

- **18Q3 美味鲜收入、利润低于预期:** 前三季度美味鲜公司实现营业收入 29.2 亿元, 同比+10.28%, 18Q3 美味鲜收入 9.59 亿元, 同比+6.41%, 显著低于市场预期。主要原因一方面在去年同期收入基数偏高; 二是 9 月中旬受台风“山竹”影响, 物流停滞数天, 对当月营业收入造成了一定影响; 前三季度美味鲜实现归属母公司净利润 4.56 亿元, 同比+15.59%。18Q3 实现归母净利润 1.54 亿元, 同比+1%。由于受制于原材料及包装材料成本上升, 美味鲜公司今年前三季度毛利率 39.18%, 同比下降 1.05ppt, 尤其 Q3 影响较多, 因此导致 Q3 美味鲜利润增长显著不达预期。
- **Q3 房地产及母公司资产处置贡献较少, Q4 剩余资产处置计划有望兑现:** 18Q3, 中汇合创房地产公司仅确认收入约 600 万元, 实现归属于上市公司股东的净利润约 387 万元, 受中山房地产限购政策影响, 确认节奏较上半年慢。母公司 18Q3 没有确认资产转让收入, 单季营业收入 921 万元, 同比+9.9%。按照公司年初计划, 母公司仍有约 0.65 亿元的资产处置计划尚未实施, 有望贡献约 1000 万元业绩, 并于 18Q4 实现。
- **新一届董事会候选人重大变更, 宝能系 4 人席位占据主导:** 伴随三季报, 公司还披露了第八届董事会换届的时间 (2018 年 11 月 15 日) 及董事候选人名单。在第九届董事会 6 名非独立董事候选人名单中, 宝能方面人员占据 4 席, 中山国资仅占 2 席, 这也意味着宝能入主中炬已进入最后步骤, 中炬高新企业性质有望于 11 月 15 日公司 2018 年第三次临时股东大会正式变更。

盈利调整

- 我们调整此前盈利预测, 预计中炬高新 2018-2020 年收入分别为 42.14 亿元/47.12 亿元/56.90 亿元, 同比+16.76%/11.82%/20.76%; 归属上市公司净利润分别为 6.36 亿元/7.50 亿元/9.40 亿元, 同比+40.40%/17.92%/25.33%, 折合 EPS 分别为 0.80 元/0.94 元/1.18 元, 若不考虑扣除房地产市值则对应 PE 分别为 28X/24X/19X, 若按 30 亿元市值扣除房地产业务估值后对应调味品业务 (预计 2018-2020 调味品业务归母净利润为 6.10 亿元/7.56 亿元/8.86 亿元) 估值为 24X/19X/17X。维持“买入”评级。

风险提示

- 后续费用加剧或效果不达预期/股东减持风险/房地产销售不达预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	2,759	3,158	3,609	4,214	4,712	5,690
增长率		14.5%	14.3%	16.76%	11.82%	20.76%
主营业务成本	-1,791	-1,999	-2,192	-2,478	-2,762	-3,326
%销售收入	64.9%	63.3%	60.7%	58.8%	58.6%	58.5%
毛利	967	1,159	1,417	1,736	1,950	2,364
%销售收入	35.1%	36.7%	39.3%	41.2%	41.4%	41.6%
营业税金及附加	-29	-42	-48	-56	-63	-76
%销售收入	1.1%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
营业费用	-270	-275	-426	-485	-507	-613
%销售收入	9.8%	8.7%	11.8%	11.5%	10.8%	10.8%
管理费用	-331	-349	-348	-383	-424	-484
%销售收入	12.0%	11.0%	9.6%	9.1%	9.0%	8.5%
息税前利润 (EBIT)	336	493	595	812	955	1,191
%销售收入	12.2%	15.6%	16.5%	19.3%	20.3%	20.9%
财务费用	-61	-63	-60	-52	-47	-44
%销售收入	2.2%	2.0%	1.7%	1.2%	1.0%	0.8%
资产减值损失	-3	-7	-23	-11	-10	-10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	29	45	71	80	85	90
%税前利润	8.6%	9.3%	12.3%	9.4%	8.5%	7.2%
营业利润	301	467	583	829	983	1,227
营业利润率	10.9%	14.8%	16.1%	19.7%	20.9%	21.6%
营业外收支	38	19	-2	20	20	20
税前利润	339	486	581	849	1,003	1,247
利润率	12.3%	15.4%	16.1%	20.2%	21.3%	21.9%
所得税	-65	-76	-98	-136	-160	-200
所得税率	19.2%	15.6%	16.8%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	274	410	483	714	843	1,048
少数股东损益	27	48	58	77	92	107
归属于母公司的净利润	247	362	425	636	750	940
净利率	9.0%	11.5%	11.8%	15.1%	15.9%	16.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	274	410	511	714	843	1,048
少数股东损益	27	48	58	77	92	107
非现金支出	118	129	147	144	157	172
非经营收益	17	-4	-14	-45	-55	-63
营运资金变动	-20	137	2	-157	-185	-51
经营活动现金净流	389	673	647	655	760	1,106
资本开支	-152	-161	-206	-146	-188	-169
投资	-423	-268	-434	-1	0	0
其他	90	25	69	80	85	90
投资活动现金净流	-485	-404	-571	-67	-103	-79
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	305	-20	-74	-76	-60	-60
其他	-130	-166	-207	-454	-528	-924
筹资活动现金净流	175	-186	-280	-531	-588	-984
现金净流量	79	83	-204	57	69	44

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	355	441	241	298	366	410
应收款项	78	71	112	126	141	171
存货	1,322	1,342	1,413	1,561	1,741	1,959
其他流动资产	587	945	1,350	1,453	1,554	1,657
流动资产	2,342	2,800	3,116	3,438	3,802	4,197
%总资产	51.8%	57.0%	58.7%	60.9%	62.7%	64.8%
长期投资	531	472	418	418	438	458
固定资产	1,504	1,459	1,481	1,484	1,512	1,506
%总资产	33.3%	29.7%	27.9%	26.3%	24.9%	23.3%
无形资产	122	156	224	225	228	231
非流动资产	2,181	2,111	2,189	2,211	2,263	2,279
%总资产	48.2%	43.0%	41.3%	39.1%	37.3%	35.2%
资产总计	4,523	4,911	5,305	5,649	6,065	6,476
短期借款	40	50	15	0	0	0
应付款项	538	629	696	787	876	1,054
其他流动负债	150	176	197	212	234	355
流动负债	728	855	908	999	1,110	1,410
长期贷款	89	59	20	40	60	80
其他长期负债	908	908	926	845	765	685
负债	1,725	1,822	1,855	1,884	1,935	2,175
普通股股东权益	2,514	2,799	3,141	3,379	3,651	3,716
少数股东权益	285	290	309	386	479	586
负债股东权益合计	4,523	4,911	5,305	5,649	6,065	6,476

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.310	0.455	0.534	0.799	0.942	1.181
每股净资产	3.156	3.514	3.943	4.241	4.583	4.664
每股经营现金净流	0.488	0.844	0.812	0.822	0.955	1.388
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.500	0.600	1.100
回报率						
净资产收益率	9.84%	12.95%	13.53%	18.83%	20.55%	25.31%
总资产收益率	5.47%	7.38%	8.01%	11.26%	12.37%	14.52%
投入资本收益率	7.11%	10.16%	11.29%	14.75%	16.29%	19.87%
增长率						
主营业务收入增长率	4.42%	14.48%	14.29%	16.76%	11.82%	20.76%
EBIT增长率	-2.91%	46.54%	20.75%	36.45%	17.70%	24.72%
净利润增长率	-13.78%	46.55%	17.31%	40.40%	17.92%	25.33%
总资产增长率	11.44%	8.57%	8.02%	6.50%	7.36%	6.78%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.9	5.5	5.6	6.0	6.0	6.0
存货周转天数	263.1	243.1	229.4	230.0	230.0	215.0
应付账款周转天数	62.4	45.5	40.6	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	168.8	140.6	122.8	104.5	94.9	77.5
偿债能力						
净负债/股东权益	23.82%	18.18%	20.01%	14.83%	10.40%	7.58%
EBIT利息保障倍数	5.5	7.8	9.8	15.8	20.3	27.0
资产负债率	38.13%	37.10%	34.96%	33.35%	31.91%	33.58%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	4	14	30	54
增持	1	1	4	9	27
中性	0	0	1	5	10
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.20	1.32	1.43	1.52

来源：贝格数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

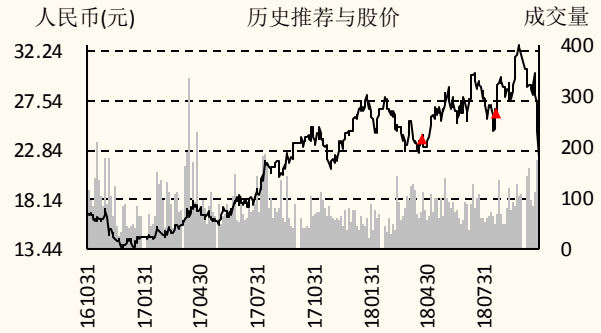
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-01-07	买入	26.13	30.00~30.00
2	2018-04-24	买入	23.68	N/A
3	2018-07-15	买入	30.05	N/A
4	2018-08-22	买入	26.72	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH