



中炬高新

拟变更实际控制人，国企机制将获改善

公司动态

公司近况

公司公告，拟以 14.96 元/股价格向姚振华及其一致行动人增发募集不超过 45 亿元，发行后姚振华及其一致行动人将合计持有中炬高新 34.02% 的股份，并取代中山市火炬开发区管委会成为公司实际控制人。我们今天参加了公司举办的投资者沟通会。

评论

打破原有国企机制，逐步释放企业活力。公司由国企变为民企，这是机制变革上难得迈出的一大步。虽然新晋实际控制人与管理层仍需一段磨合期，但我们认为双方在几个大方向上应该已经达成一致：双方均长期看好公司前景、原有管理团队不会发生大幅变动、前海将在资金/资源/激励等方面为公司提供支持。相对灵活的民营体制更加适合处于快速发展期的中炬高新，市场一直期待的管理层激励、兼并收购等动作未来有望逐步得到突破。

看好公司调味品团队。我们在此前深度报告《前路开阔，后劲十足》中详细阐述了对公司调味品业务的长期看好，其核心在于对调味品经营团队能力的认可。我们认为美味鲜管理层对公司前景和发展方向具有清晰的认识，且具备较好的细化与落地执行能力。此次募集资金中 36 亿将用于调味品主业，其中 10 亿的渠道与品牌建设是支撑调味品未来收入规模最为核心的载体，也是美味鲜的当务之急，若能按照规划落实，美味鲜将成为真正意义上的全国性调味品企业。在品类拓展上，公司选取了与海天具备一定差异化，且能充分利用当地资源的罐头、食用油等品类，渠道和品牌与老品类高度协同，低投入高产出，不失为明智之选。

具备长期投资价值。调味品业务受行业增速放缓与公司在主销区的主动提价影响，1H15 收入利润均出现波动。我们认为未来 1~3 年公司或将处于持续投入期，受行业与竞争影响，短期波动亦在所难免，但我们认为公司具备成长为全国性调味品企业的潜质，看好其长期价值的投资人可考虑在近期可能的股价回调后介入。

估值建议

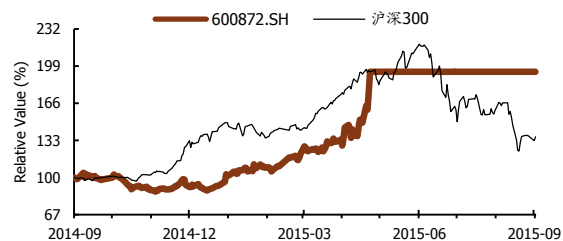
略微下调公司 15/16 年收入 4.6%/4.9% 至 29.3/35.1 亿元，归属母公司净利润 5.5%/6.5% 至 2.4/3.1 亿元，EPS 0.30/0.39 元（暂未考虑增发影响）。采用 SOTP 法定价，下调目标价 0.3% 至 20.0 元，维持长期看好与推荐评级。

风险

非公开发行的不确定性、调味品行业增速放缓、食品安全事件。

维持推荐

股票代码	600872.SH
评级	推荐
最新收盘价	人民币 19.46
目标价	人民币 20.00
52 周最高价/最低价	人民币 21.73~9.50
总市值(亿)	人民币 155
30 日日均成交额(百万)	人民币 6.75
发行股数(百万)	797
其中：自由流通股(%)	85
30 日日均成交量(百万股)	0.35
主营行业	食品饮料



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	2,318	2,642	2,933	3,509
增速	32.1%	14.0%	11.0%	19.7%
归属母公司净利润	213	287	241	309
增速	69.5%	34.5%	-15.8%	28.3%
每股净利润	0.27	0.36	0.30	0.39
每股净资产	2.68	2.96	3.18	3.48
每股股利	0.08	0.08	0.08	0.08
每股经营现金流	0.17	0.42	0.47	0.48
市盈率	72.8	54.1	64.3	50.1
市净率	7.3	6.6	6.1	5.6
EV/EBITDA	44.0	35.7	29.5	24.1
股息收益率	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
平均总资产收益率	6.9%	8.5%	6.2%	6.9%
平均净资产收益率	10.4%	12.8%	9.9%	11.7%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

吕若晨

分析师

ruochen.lv@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080514080002

SFC CE Ref: BEE828

袁霏阳

分析师

feiyang.yuan@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080511030012

SFC CE Ref: AIZ727



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表					成长能力				
营业收入	2,318	2,642	2,933	3,509	营业收入	32.1%	14.0%	11.0%	19.7%
营业成本	1,593	1,731	1,922	2,284	营业利润	147.9%	28.9%	-1.1%	29.2%
营业税金及附加	38	45	50	60	EBITDA	67.8%	23.9%	18.1%	22.6%
营业费用	185	231	258	309	净利润	69.5%	34.5%	-15.8%	28.3%
管理费用	225	288	306	364	盈利能力				
财务费用	34	33	88	94	毛利率	31.3%	34.5%	34.5%	34.9%
其他	-1	-1	0	0	营业利润率	10.5%	11.8%	10.5%	11.4%
营业利润	242	312	309	399	EBITDA 利润率	15.1%	16.4%	17.4%	17.9%
营业外收支	20	32	10	10	净利润率	9.2%	10.8%	8.2%	8.8%
利润总额	263	344	319	409	偿债能力				
所得税	42	51	51	65	流动比率	2.77	2.72	3.15	3.01
少数股东损益	8	6	27	34	速动比率	1.07	1.00	1.41	1.24
归属母公司净利润	213	287	241	309	现金比率	0.50	0.37	0.80	0.65
EBITDA	349	433	511	627	资产负债率	26.0%	37.8%	43.0%	42.1%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	355	270	643	617	回报率分析				
应收账款及票据	124	80	89	106	总资产收益率	6.9%	8.5%	6.2%	6.9%
预付款项	225	221	246	292	净资产收益率	10.4%	12.8%	9.9%	11.7%
存货	1,208	1,261	1,400	1,664	每股指标				
其他流动资产	59	157	157	157	每股净利润 (元)	0.27	0.36	0.30	0.39
流动资产合计	1,971	1,990	2,534	2,836	每股净资产 (元)	2.68	2.96	3.18	3.48
固定资产及在建工程	988	1,367	1,506	1,625	每股股利 (元)	0.08	0.08	0.08	0.08
无形资产及其他长期资产	124	152	148	145	每股经营现金流 (元)	0.17	0.42	0.47	0.48
非流动资产合计	1,228	1,572	1,708	1,824	估值分析				
资产合计	3,200	3,562	4,242	4,660	市盈率	72.8	54.1	64.3	50.1
短期借款	0	0	0	0	市净率	7.3	6.6	6.1	5.6
应付账款及票据	253	262	283	325	EV/EBITDA	44.0	35.7	29.5	24.1
其他流动负债	459	470	521	617	股息收益率	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
流动负债合计	712	732	804	942					
应付长期债券	120	109	109	109					
非流动负债合计	120	604	1,009	1,009					
负债合计	832	1,346	1,824	1,962					
股东权益合计	2,133	2,355	2,531	2,776					
少数股东权益	0	0	0	0					
负债及股东权益合计	2,964	3,701	4,355	4,738					
现金流量表									
净利润	213	287	241	309					
折旧和摊销	72	86	114	134					
营运资本变动	0	0	-100	-189					
其他	-150	-38	0	0					
经营活动现金流	135	335	371	382					
投资活动现金流入	2,922	2,251	0	0					
投资活动现金流出	-3,106	-2,792	-250	-250					
投资活动现金流	-136	-377	-250	-250					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	586	120	405	0					
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流	2	-44	252	-158					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	1	-85	372	-26					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

中炬高新依托中山火炬高技术产业开发区，是一家多元发展的高新技术企业集团。公司主营为高新技术产业投资和国家级开发区招商，公司提供完善的基础设施和产业配套、高效的后勤服务和便捷的物流配送。公司投资的产业包括食品、信息技术、运输、机械等，旗下拥有美味鲜、中炬森菜、中港客运和中炬精工等控股子公司。2013 年，公司在调味品业务板块收入增长显著，成为投资亮点。



图表 1：盈利预测变动对比表

百万元	2015E			2016E		
	调整前	调整后	变动	调整前	调整后	变动
收入	3,074	2,933	-4.6%	3,690	3,509	-4.9%
毛利率	33.3%	34.5%	1.2%	33.8%	34.9%	1.1%
销售费用	270	258	-4.6%	325	309	-4.9%
销售费用率	8.8%	8.8%	0.0%	8.8%	8.8%	0.0%
管理费用	311	306	-1.7%	371	364	-2.0%
管理费用率	10.1%	10.4%	0.3%	10.1%	10.4%	0.3%
营业利润	310	319	2.9%	402	409	1.8%
营业利润率	10.1%	10.9%	0.8%	10.9%	11.7%	0.8%
所得税率	16.0%	16.0%	0.0%	16.0%	16.0%	0.0%
净利润	255	241	-5.5%	331	309	-6.5%
净利润率	8.3%	8.2%	-0.1%	9.0%	8.8%	-0.2%
每股收益(元)	0.32	0.30	-5.5%	0.42	0.39	-6.5%

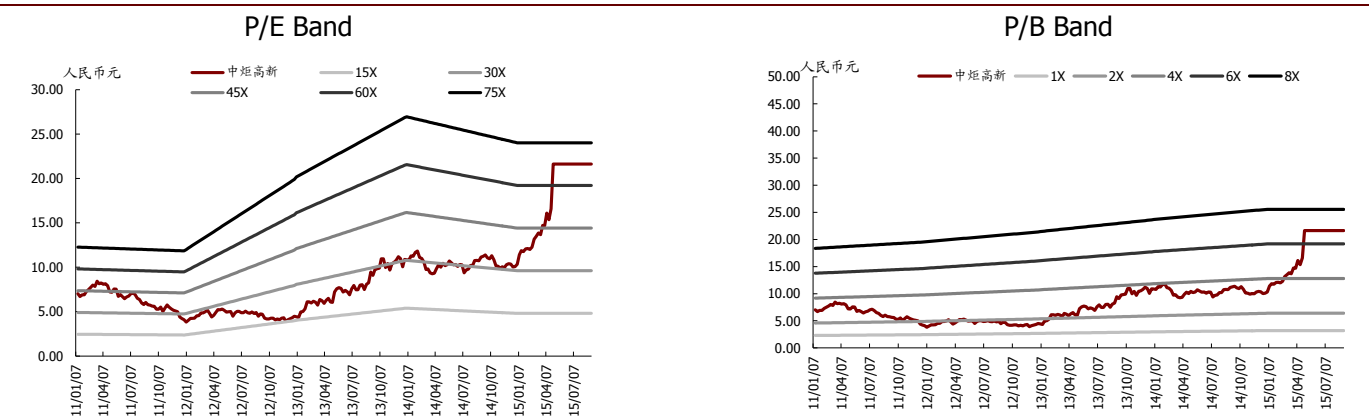
资料来源：公司公告，中金公司研究部预测

图表 2：可比公司估值表

	代码	当前股价	目标价	市值 亿元	市盈率			市净率			净资产收益率(%)			股息收益率(%)			EV/EBITDA		
		2015/9/8			2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
调味品板块																			
海天味业	603288.SH	31.89	35.84	863	41.3	34.2	28.5	11.5	9.9	8.4	27.9	28.9	29.5	2.7	1.8	2.1	30.5	24.5	20.1
中炬高新	600872.SH	19.46	20.07	155	54.1	64.3	50.1	6.6	6.1	5.6	12.2	9.5	11.1	0.4	0.4	0.4	34.9	29.5	24.1
恒顺醋业	600305.SH	20.13	22.77	61	81.1	27.0	36.0	4.8	4.1	3.7	5.9	15.2	10.3	0.2	0.2	0.2	23.8	21.1	17.2
调味品板块总体平均					58.8	41.8	38.2	7.6	6.7	5.9	15.3	17.9	17.0	1.1	0.8	0.9	29.7	25.0	20.5
综合食品板块																			
百润股份	002568.SZ	84.80	154.00	380	666.5	30.6	16.8	58.5	21.2	10.0	8.8	69.2	59.6	0.3	0.7	0.7	598.9	25.8	14.3
承德露露	000848.SZ	13.42	17.53	101	22.8	21.4	19.7	7.7	6.3	5.4	33.7	29.3	27.5	1.7	2.6	7.9	14.7	13.5	12.2
三全食品	002216.SZ	9.59	23.80	77	95.2	84.7	76.4	2.1	2.0	2.0	2.2	2.4	2.6	0.5	1.0	1.0	80.1	38.6	35.0
洽洽食品	002557.SZ	13.76	22.28	70	23.8	19.3	17.3	2.6	2.4	2.3	10.8	12.4	13.1	2.4	3.4	3.8	15.9	12.9	11.9
克明面业	002661.SZ	34.16	40.20	29	44.8	37.0	31.4	4.0	3.8	3.5	8.9	10.2	11.1	1.3	1.3	1.2	27.1	19.4	16.5
涪陵榨菜	002507.SZ	17.03	29.40	55	41.6	32.2	27.0	4.8	4.3	3.9	11.6	13.4	14.3	3.8	5.0	5.9	30.5	21.9	18.2
好想你	002582.SZ	16.35	30.33	24	44.9	53.5	46.4	1.7	1.7	1.6	3.8	3.2	3.5	1.6	1.6	1.6	20.1	20.5	16.6
黑芝麻	000716.SZ	10.99	20.38	35	56.2	40.7	31.1	1.9	1.9	1.8	3.4	4.6	5.7	0.5	0.0	0.0	26.8	23.7	18.4
综合食品板块总体平均					124.5	39.9	33.3	10.4	5.4	3.8	10.4	18.1	17.2	1.5	2.0	2.8	101.8	22.0	19.0

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 3：历史估值区间



资料来源：万得资讯，中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707

编辑：张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

