

中炬高新 (600872)

管理红利已开始释放，孵化器项目用地落地

——中炬高新三季报点评

	闫伟 (分析师)	王鹏 (研究助理)	胡春霞 (分析师)
	021-38674873	021-38677799	021-38676186
	yanwei@gtjas.com	wangpeng016587@gtjas.com	huchunxia@gtjas.com
证书编号	S0880515080002	S0880116040020	S0880511010015

本报告导读:

三季报业绩超市场预期，原材料价格低位、管理红利释放是主因。公司已拿到孵化器项目用地，代理问题有望加速理顺，调味品净利率快速提升确定性显著增强。

投资要点:

投资建议: 维持增持。暂不考虑增发, 公司管理红利加速释放, 上调2016-17年EPS预测至0.44、0.56元(前次0.42、0.51元), 参考可比公司给予2017年4.5倍PS, 上调目标价至21元(前次20.2元)。若增发顺利, 公司合理市值空间可达220亿元以上, 空间25%以上。

三季报业绩超市场预期。公司前三季收入、归母净利润23亿、2.6亿, 同比增13%、52%, Q3单季收入、归母净利润8亿、1.1亿, 同比增14%、73%。美味鲜前三季收入、归母净利润22、2.7亿, 同比增13%、36%, Q3单季同比增11%、33%。得益大豆等原材料成本下降, 前三季毛利率同比提升2.2pct至37.9%, 净利率同比提升2.8pct至11.1%。

净利率提升因原材料成本处低位、管理红利释放, 品类延伸助营收快速增长。Q3调味品毛利率同比升3pct至37%, 主因前三季度原材料大豆、味精成本同比降10%、15%。管理红利释放下Q3管理费用率同比降1.7pct至10.3%, 推动净利率同比升4.8pct至14.1%。预计Q1-3酱油、鸡精鸡粉营收同比增10%左右, 但小品类调味品快速增长, 食用油营收同比增60%以上达1.7亿, 新品米醋、料酒亦达千万以上, 带动营收快速增长。**孵化器项目用地已解决, 代理问题将理顺, 调味品净利率快速提升确定性显著增强。**公司已拍下中山火炬开发区珊洲村74亩工业用地以用作定增拟投资的孵化器用地, 成交价4480万元, 搁置一年的定增将加速推进, 2017Q2有望完成。后续管理层激励有望完善, 代理问题将理顺, 成本费用将明显压缩, 调味品净利率快速提升确定性将显著增强。

核心风险:定增进度受阻; 行业竞争加剧。

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,642	2,759	3,190	3,793	4,458
(+/-)%	14%	4%	16%	19%	18%
经营利润 (EBIT)	346	336	478	590	720
(+/-)%	25%	-3%	42%	23%	22%
净利润	287	247	347	444	531
(+/-)%	35%	-14%	41%	28%	20%
每股净收益 (元)	0.36	0.31	0.44	0.56	0.67
每股股利 (元)	0.11	0.10	0.14	0.18	0.21

利润率和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营利润率 (%)	13.1%	12.2%	15.0%	15.5%	16.1%
净资产收益率 (%)	12.3%	9.9%	12.7%	14.6%	15.7%
投入资本回报率 (%)	11.8%	9.3%	16.0%	17.0%	19.4%
EV/EBITDA	24.0	23.2	16.4	13.7	11.1
市盈率	34.7	40.2	28.6	22.4	18.7
股息率 (%)	0.9%	0.8%	1.1%	1.4%	1.7%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 21.00

上次预测: 20.20

当前价格: 16.82

2016.10.28

交易数据

52周内股价区间 (元)	10.11-19.30
总市值 (百万元)	13,399
总股本/流通A股 (百万股)	797/797
流通B股/H股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	1095.17
日均成交值 (百万元)	161.76

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,690
每股净资产	3.38
市净率	5.0
净负债率	29.23%

EPS (元)	2015A	2016E
Q1	0.07	0.08
Q2	0.06	0.10
Q3	0.08	0.14
Q4	0.10	0.12
全年	0.31	0.44

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	13%	33%	23%
相对指数	9%	29%	31%

相关报告

《业绩超市场预期, 定增将加速推进》2016.10.18

《孵化器项目用地有望近期落实, 定增进度将加速》2016.09.19

《定增加速推进, 盈利水平快速提升确定性增强》2016.09.07

《多品类布局加速, 盈利能力有望持续提升》2016.08.22

《Q1 调味品延续高增长, 混改有望盈利提升》

模型更新时间: 2016.10.28

股票研究

金融
房地产

中炬高新 (600872)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 21.00

上次预测: 20.20

当前价格: 16.82

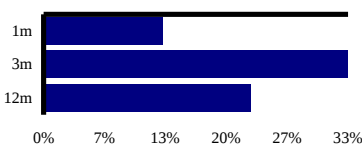
公司网址

www.jonjee.com

公司简介

公司是全国国家级开发区的首家上市公司,一直致力于从事高新技术产业投资,国家级开发区建设管理。经过二十多年的发展,目前公司所从事的业务包括调味食品、房地产开发、工业园区开发管理及汽车配件等。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

10.11-19.30

市值 (百万)

13,399

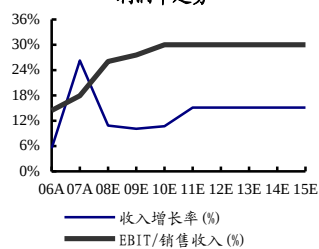
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
营业总收入	2,642	2,759	3,190	3,793	4,458	5,081	5,764
营业成本	1,731	1,791	2,011	2,407	2,824	3,184	3,575
税金及附加	45	29	32	38	45	51	58
销售费用	231	270	319	379	468	559	692
管理费用	288	331	351	379	401	457	519
EBIT	346	336	478	590	720	829	921
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	10	29	47	47	47	47	47
财务费用	33	61	64	54	54	44	4
营业利润	323	301	451	592	713	833	965
所得税	51	65	90	123	148	172	198
少数股东损益	6	27	38	49	59	69	79
净利润	287	247	347	444	531	618	712
资产负债表							
货币资金、交易性金融资产	273	355	1,093	1,088	1,313	950	843
其他流动资产	157	563	0	0	0	0	0
长期投资	546	531	531	531	531	531	531
固定资产合计	1,367	1,504	1,588	1,715	1,875	2,061	2,269
无形资产及其他资产	131	122	115	109	104	98	93
资产合计	4,059	4,523	5,040	5,478	6,188	6,240	6,715
流动负债	832	728	986	1,074	1,365	1,429	1,736
非流动负债	614	996	981	981	981	481	89
股东权益	2,338	2,498	2,733	3,034	3,394	3,813	4,296
投入资本(IC)	2,492	2,918	2,413	2,769	2,963	3,313	3,589
现金流量表							
NOPLAT	295	272	387	472	576	663	737
折旧与摊销	86	120	123	129	146	169	197
流动资金增量	73	85	-81	-257	-67	-198	-103
资本支出	-336	-152	-175	-225	-275	-325	-375
自由现金流	118	325	253	119	379	310	456
经营现金流	335	394	991	344	656	635	821
投资现金流	-377	-485	-128	-178	-228	-278	-328
融资现金流	-44	175	-125	-172	-203	-720	-600
现金流净增加额	-85	84	739	-6	226	-363	-106
财务指标							
成长性							
收入增长率	14.0%	4.4%	15.6%	18.9%	17.5%	14.0%	13.5%
EBIT 增长率	25.0%	-2.9%	42.1%	23.5%	22.1%	15.2%	11.1%
净利润增长率	34.7%	-13.8%	40.5%	27.8%	19.6%	16.2%	15.4%
利润率							
毛利率	34.5%	35.1%	37.0%	36.5%	36.6%	37.3%	38.0%
EBIT 率	13.1%	12.2%	15.0%	15.5%	16.1%	16.3%	16.0%
净利润率	10.9%	9.0%	10.9%	11.7%	11.9%	12.2%	12.4%
收益率							
净资产收益率(ROE)	12.3%	9.9%	12.7%	14.6%	15.7%	16.2%	16.6%
总资产收益率(ROA)	7.1%	5.5%	6.9%	8.1%	8.6%	9.9%	10.6%
投入资本回报率(ROIC)	11.8%	9.3%	16.0%	17.0%	19.4%	20.0%	20.5%
运营能力							
存货周转天数	260	263	263	263	263	263	263
应收账款周转天数	7	7	7	7	7	7	7
总资产周转天数	536	568	547	506	478	446	410
净利润现金含量	1.17	1.59	2.85	0.77	1.24	1.03	1.15
资本支出/收入	13%	6%	5%	6%	6%	6%	7%
偿债能力							
资产负债率	35.6%	38.1%	39.0%	37.5%	37.9%	30.6%	27.2%
净负债率	18.9%	26.7%	-4.1%	-3.5%	-9.8%	-12.3%	-17.6%
估值比率							
PE	34.7	40.2	28.6	22.4	18.7	16.1	14.0
PB	4.3	4.0	3.6	3.3	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	24.0	23.2	16.4	13.7	11.1	9.5	8.2
P/S	3.8	3.6	3.1	2.6	2.2	2.0	1.7
股息率	0.9%	0.8%	1.1%	1.4%	1.7%	2.0%	2.3%

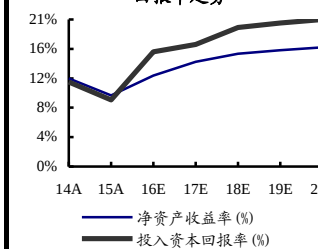
股票绝对涨幅和相对涨幅



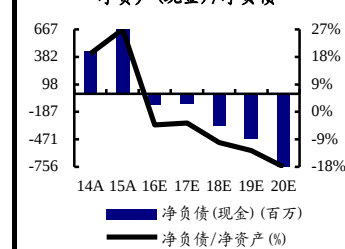
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		