



第一大股东变更完成，机制改革预期加快

2018.09.19

	王亮（分析师）	王永健（研究助理）	卢周伟（研究助理）
电话：	020-37392941	020-37392937	020-37392937
邮箱：	wangle_a@gzgzhs.com.cn	wang.yongjian@gzgzhs.com.cn	lu.zhouwei@gzgzhs.com.cn
执业编号：	A1310514080002	A1310117080002	A1310118080005

事件：

9月18日，公司收到前海人寿及中山润田转送的中国证券登记结算有限责任公司《过户登记确认书》，股东前海人寿向中山润田协议转让公司股份事宜已完成过户登记手续。公司第一大股东变更为中山润田，持有公司24.92%的股权。

点评：

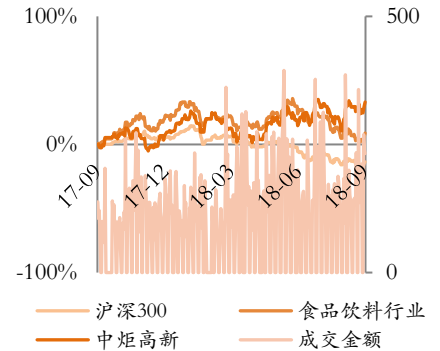
- **从前海人寿到中山润田，增强宝能直控能力，降低险资投资风险：**前海人寿自2015年4月开始在二级市场购买公司股票，转让前合计持有公司1.99亿股，持股比例达到24.92%，是公司的第一大股东。持股期间公司曾筹划向前海人寿及其关联方非公开发行股份事宜，借此进一步提升前海人寿持股比例，但因银保监会对险资收购监管趋严，非公开发行仍无实质进展。我们认为此次中炬高新股权在宝能系之间腾挪的价值主要在于：1）此次股权转让的接收方中山润田与前海人寿实际控制人同属姚振华先生，但在股权结构上存在差异：钜盛华公司是姚振华先生通过宝能投资控股的孙公司；而中山润田是钜盛华公司通过深圳华利通全资控股的孙公司，前海人寿是钜盛华公司持股51%的控股子公司，钜盛华对于中山润田的实际持股比例（100%）高于前海人寿（51%），因此实际控制人由前海人寿变更为中山润田后姚振华先生和宝能投资对于中炬高新的控制权进一步加强。2）前海人寿的持股方除钜盛华公司外还有49%的股权归属于由四个自然人分别实际持有的四家公司，而中山润田为钜盛华全资持有，变更后投资收益将独属其一家，对上市公司的投资收益的分配比例将进一步增加；3）前海人寿属于险资，2016年开始银保监会对于险资的监管不断趋严，特别是对于险资参与上市公司举牌、投资等的监管更是高度重视，股权转让后公司第一大股东由险资变更为企业法人，降低了险资投资风险，在后续投资、决策等层面的自主性将明显提升。
- **大股东动作频频，控制人变更预期逐步明朗：**此次股权转让自公告至完成仅用时10天，足见宝能集团在资金和效率上的优势，同时表明了宝能集团对于此次股权转让的重视程度；再叠加股东大会刚通过的《公司章程》中对于实际控制人变更限制条例的削弱，公司实际控制人变更的障碍正逐步消除，预期也在不断增强；而新修《公司章程》中将注册地永久留在中山也确保了政府在税收和政策等层面对于中炬高新的监管并未弱化，进而打消政府对实际控制人变更后的诸多顾虑。
- **机制变革有望为公司发展带来新动力：**如果此次最终实现机制变革，一方面公司的治理结构有望持续改善，不断提升生产经营效率，强化管理层和员工激励政策，促进公司发展变革；另一方面宝能自身拥有强大的产业基础和资金实力，既能与公司在产业端进行资源对接，协同共进；也能在资金端支持公司产品研发和产能扩张，提升公司发展空间。
- **盈利预测与估值：**

强烈推荐

（维持）

食品饮料行业

行业指数走势



股价表现

涨跌 (%)	1M	3M	6M
中炬高新	20.4	14.9	18.0
食品饮料行业	3.8	-14.6	-11.1
沪深300	2.6	-8.9	-18.7

基本资料

总市值 (亿元)	236.4
总股本 (亿股)	8.0
流通股比例	100.0
资产负债率 (%)	37.1
大股东	中山润田投资有限公司
大股东持股比例 (%)	24.92

相关报告



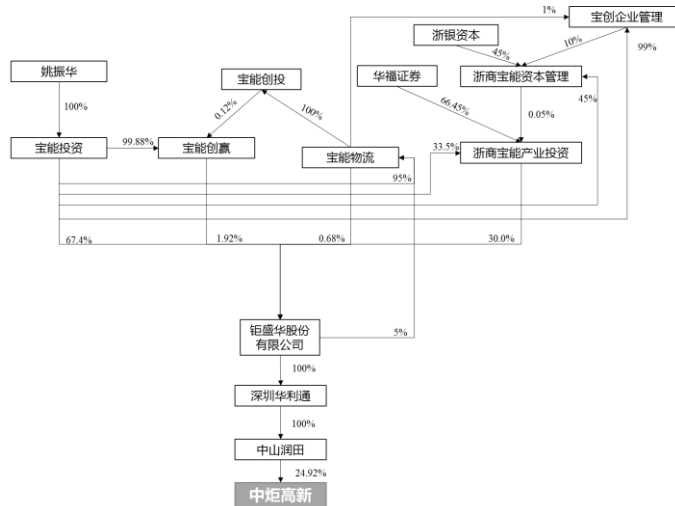
根据公司现有业务情况,我们测算公司18-20年EPS分别为0.77、0.96、1.18元,对应34、28、22倍PE,给予“强烈推荐”评级。

重要财务指标		单位:百万元			
主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	
营业收入	3609.37	4215.52	4957.52	5777.02	
同比(%)	14.29%	16.79%	17.60%	16.53%	
归属母公司净利润	453.26	616.19	768.62	941.54	
同比(%)	25.08%	35.94%	24.74%	22.50%	
毛利率(%)	39.27%	40.16%	41.47%	42.24%	
ROE(%)	13.86%	16.57%	17.61%	18.07%	
每股收益(元)	0.57	0.77	0.96	1.18	
P/E	46.54	34.23	27.45	22.40	
P/B	6.75	5.86	4.96	4.16	
EV/EBITDA	5.40	22.74	17.75	14.60	

- 风险提示: 实际控制人变更、管理层变动、产能扩张不达预期。

图表1. 股权转让后第一大股东持股图

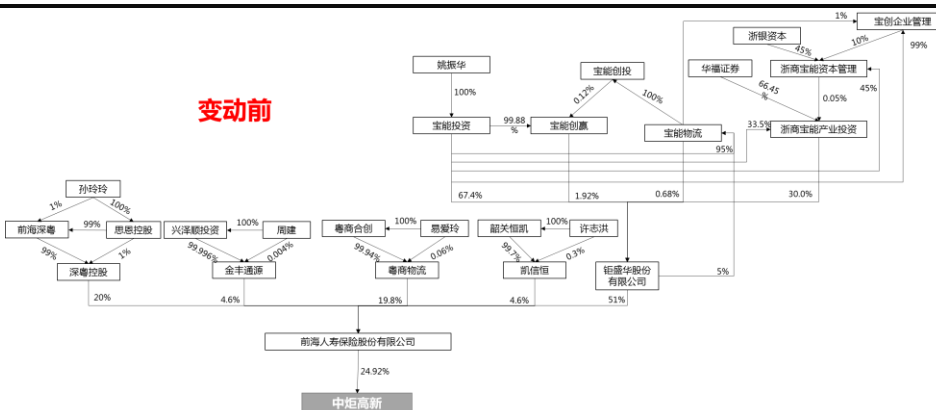
变动后



资料来源: 公司公告、广证恒生

图表2. 股权转让前第一大股东持股图

变动前



资料来源: 公司公告、广证恒生



附录：公司财务预测表

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	3116.08	3651.39	3525.89	4505.01
现金	240.76	0.12	14.89	581.21
应收账款	67.00	68.21	86.12	96.92
其它应收款	45.47	44.56	57.43	64.00
预付账款	10.56	42.93	52.99	44.61
存货	1412.96	1754.63	1994.40	2251.50
其他	1339.32	1740.93	1320.06	1466.77
非流动资产	2188.68	2278.70	2414.38	2519.06
长期投资	30.56	44.15	41.20	38.64
固定资产	1213.95	1437.53	1605.34	1726.02
无形资产	211.92	236.28	270.04	306.57
其他	732.25	560.74	497.80	447.84
资产总计	5304.76	5930.08	5940.27	7024.07
流动负债	908.33	1904.86	1157.83	1298.95
短期借款	15.00	889.55	15.00	15.00
应付账款	251.19	274.62	300.10	327.86
其他	642.15	740.68	842.73	956.09
非流动负债	946.27	39.52	41.06	43.56
长期借款	19.83	19.84	19.85	19.86
其他	926.45	19.69	21.21	23.70
负债合计	1854.61	1944.38	1198.89	1342.52
少数股东权益	309.34	388.38	486.98	607.75
股本	796.64	796.64	796.64	796.64
资本公积	282.05	282.05	282.05	282.05
留存收益	2045.84	2518.63	3175.72	3995.11
归属母公司股东权益	3124.53	3597.32	4254.41	5073.80
负债和股东权益	5304.76	5930.08	5940.27	7024.07

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	650.58	94.79	1247.31	888.31
净利润	511.40	616.19	768.62	941.54
折旧摊销	128.51	132.83	162.29	189.72
财务费用	60.45	26.30	23.47	-2.75
投资损失	-71.24	-88.12	-79.68	-83.90
营运资金变动	2.32	-667.32	276.98	-273.78
其它	19.13	74.92	95.63	117.47
投资活动现金流	-570.98	-159.15	-215.47	-206.33
资本支出	-206.83	-229.58	-280.38	-268.38
长期投资	434.34	17.84	30.50	26.55
其他	-798.49	52.59	34.40	35.49
筹资活动现金流	-280.18	-176.29	-1017.07	-115.65
短期借款	-5.00	874.55	-874.55	0.00
长期借款	-38.74	0.01	0.01	0.01
普通股本增加	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积金增加	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-236.44	-1050.85	-142.52	-115.67
现金净增加额	-200.59	-240.65	14.77	566.32

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3609.37	4215.52	4957.52	5777.02
营业成本	2191.89	2522.52	2901.64	3336.94
营业税金及附加	48.20	52.32	64.39	74.63
营业费用	426.34	426.23	506.37	576.55
管理费用	348.08	436.17	495.52	587.58
财务费用	60.45	26.30	23.47	-2.75
资产减值损失	22.78	13.76	19.68	26.08
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	71.24	88.12	79.68	83.90
营业利润	611.03	826.35	1026.13	1261.89
营业外收入	5.60	5.77	12.11	7.83
营业外支出	7.46	6.05	6.53	6.68
利润总额	609.18	826.07	1031.71	1263.04
所得税	97.77	130.85	164.50	200.73
净利润	511.40	695.23	867.21	1062.32
少数股东损益	58.14	79.04	98.59	120.77
归属母公司净利润	453.26	616.19	768.62	941.54
EBITDA	735.95	985.20	1217.48	1450.02
EPS (摊薄)	0.57	0.77	0.96	1.18

主要财务比率				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	14.29%	16.79%	17.60%	16.53%
营业利润增长率	30.73%	35.24%	24.18%	22.98%
归属于母公司净利润增长率	25.08%	35.94%	24.74%	22.50%
获利能力				
毛利率	39.27%	40.16%	41.47%	42.24%
净利率	14.17%	16.49%	17.49%	18.39%
ROE	13.86%	16.57%	17.61%	18.07%
ROIC	16.14%	15.86%	20.64%	20.70%
偿债能力				
资产负债率	34.96%	32.79%	20.18%	19.11%
净负债比率	1.88%	47.54%	3.53%	3.43%
流动比率	3.43	1.92	3.05	3.47
速动比率	1.87	1.00	1.32	1.73
营运能力				
总资产周转率	0.71	0.75	0.84	0.89
应收账款周转率	65.28	62.35	64.24	63.12
应付账款周转率	8.99	9.59	10.10	10.63
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.57	0.77	0.96	1.18
每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	0.12	1.57	1.12
每股净资产(最新摊薄)	3.92	4.52	5.34	6.37
估值比率				
P/E	46.54	34.23	27.45	22.40
P/B	6.75	5.86	4.96	4.16
EV/EBITDA	5.40	22.74	17.75	14.60

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生



广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电 话：020-88836132，020-88836133

邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中 性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，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“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。