

公司研究/年报点评

2017年04月18日

食品饮料/食品制造 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 19.56
合理价格区间(元): 23.40~24.60

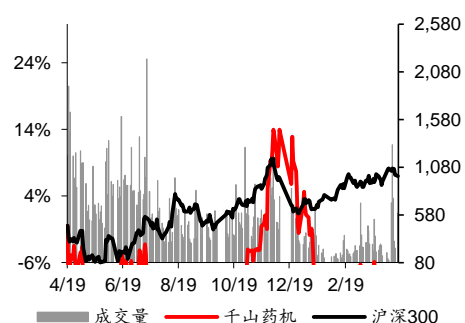
王楠 执业证书编号: S0570516040004
研究员 010-63211166
wangnan2@htsc.com

贺琪 执业证书编号: S0570515050002
研究员 0755-22660839
heqi@htsc.com

相关研究

- 1 《晨光生物(300138,买入): 主业反转可持续, 新品布局引期待》2017.03
- 2 《晨光生物(300138):传统品类景气回升, 新品贡献弹性》2016.12
- 3 《晨光生物(300138):棉籽业务高速增长 毛利率下滑》2012.03

股价走势图



资料来源: Wind

主力产品高增长, 储备品种亮点多

晨光生物(300138)

16年收入21.41亿元, 同比+68.89%; 净利9247.40万元, 同比+34.29%
晨光生物于2017年4月18日发布年报, 公司2016年收入达到21.41亿元, 同比增长68.89%; 归母净利润达到9247.40万元, 同比增长34.29%; 扣非归母净利润达到7345.24万元, 同比增长47.44%, 业绩符合我们此前的预期。

受益于市场需求增长和晨光市场份额的上升, 主力产品销量大幅增加

在市场需求稳步增长的背景下, 晨光在原料供应(原料产地多元化和供应模式的创新并举)、生产研发(降低成本和提高效率的同时推动技术创新)和营销网络(与主要客户建立战略合作关系并变竞争对手为上下游合作伙伴)方面的竞争力带来了公司市场份额的快速上升, 主力品种的销量实现了大幅的增加。2016年公司辣椒红销量3000+吨, 同比大幅增长, 连续8年排名世界第一; 辣椒精销量900+吨, 排名世界第一; 叶黄素销量2亿+克, 产销量世界第一。

储备品种陆续开始放量, 有望成为拉动增长的新生力量

晨光致力于储备品种的研发和销售, 产品多元化降低了晨光对于辣椒提取物产品线的依赖。目前公司已经实现了包括花椒树枝、番茄红素、叶黄素晶体、姜黄素和甜菊糖在内的多个品种的规模化生产, 花椒提取物销量在2016年翻番, 番茄红素正在被市场认可, 甜菊糖生产技术和产品品质日趋成熟稳定, 未来有望实现从代工厂向品牌商角色的转变。储备品种的崛起一方面为公司收入增长注入了新的动能, 另一方面也降低了单一品种的周期波动给公司带来的经营压力和风险。

激励制度和培养体系夯实晨光未来发展的人力资源基础

在激励制度层面, 公司2016年人均工资上调20%, 同时优化干部推选的模式, 严格中层任职担当制度, 有力的调动了员工的积极性。在培养体系方面, 推进员工技术等级认证, 邀请高层次外部专家讲课, 同时选派优秀员工到知名高校进一步深造, 打开了员工的上升通道。日臻完善的激励制度和培养体系将打破制约公司发展的人力资源瓶颈。

主力产品高增长, 储备品种亮点多, 维持“买入”评级

受益于行业下游需求的稳步增长和行业格局的明显改善, 晨光生物的主力产品的销量和价格步入上升通道。同时储备产品的逐步放量也成为晨光未来增长的新的动力。我们预计晨光生物2017-2019年收入将达到27.48亿元, 33.75亿元和40.63亿元, EPS将达到0.61元, 0.75元和0.89元。维持“买入”评级, 目标价范围23.40元~24.60元。

风险提示: 原材料价格的大幅度增长; 产品价格下滑。

公司基本资料

总股本(百万股)	262.11
流通A股(百万股)	172.44
52周内股价区间(元)	14.79-20.40
总市值(百万元)	5,127
总资产(百万元)	2,492
每股净资产(元)	5.73

资料来源: 公司公告

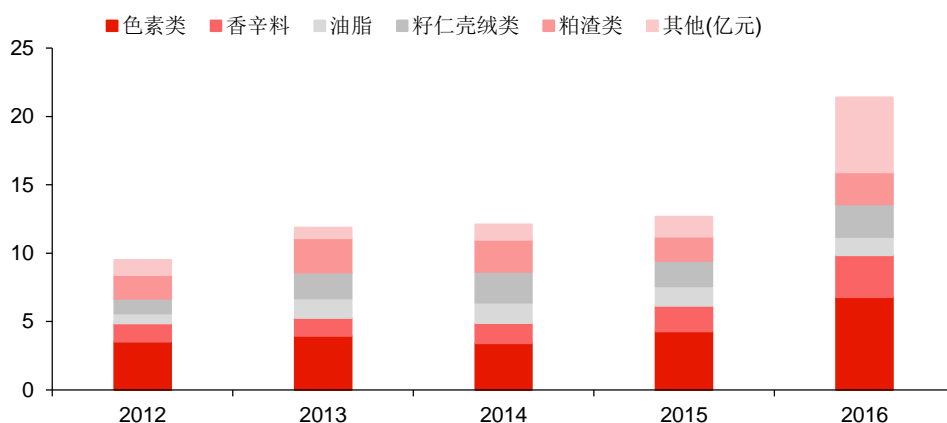
经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,268	2,141	2,748	3,375	4,063
+/-%	5.01	68.89	28.34	22.84	20.36
净利润(百万元)	68.86	92.47	158.72	197.07	234.04
+/-%	207.68	34.29	71.64	24.16	18.76
EPS(元, 最新摊薄)	0.26	0.35	0.61	0.75	0.89
PE(倍)	74.45	55.44	32.30	26.02	21.91

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

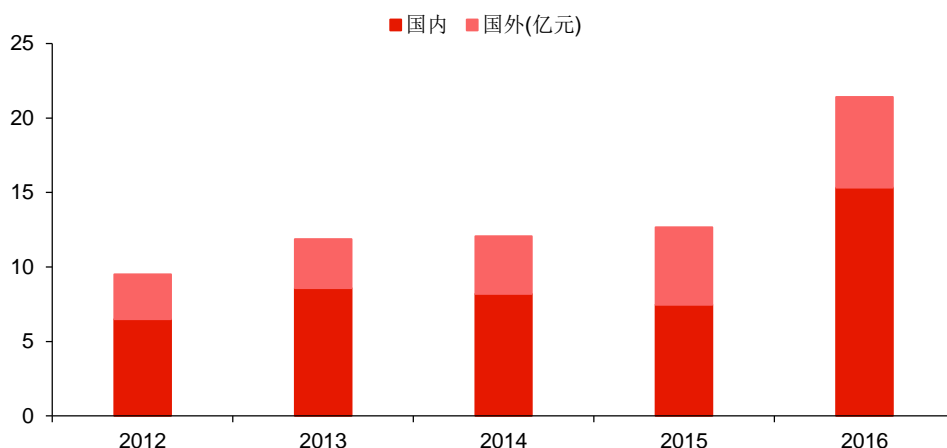
收入结构和产销量

图表1: 晨光生物产品结构(按产品)



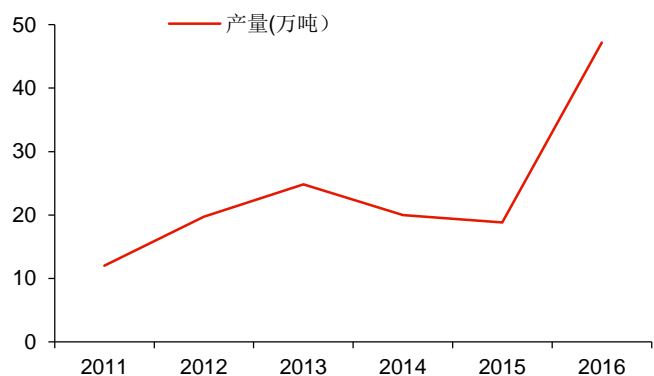
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 晨光生物产品结构(按地区)



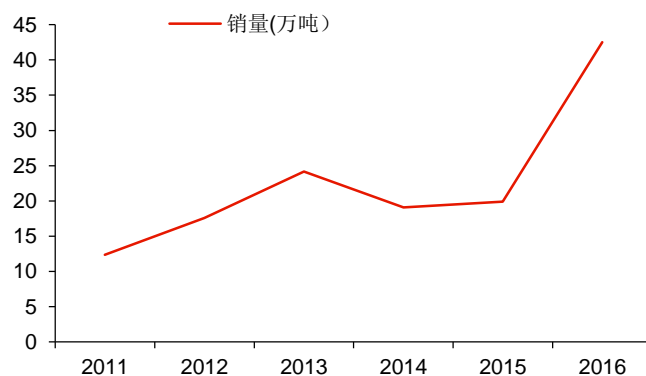
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 晨光生物产量情况



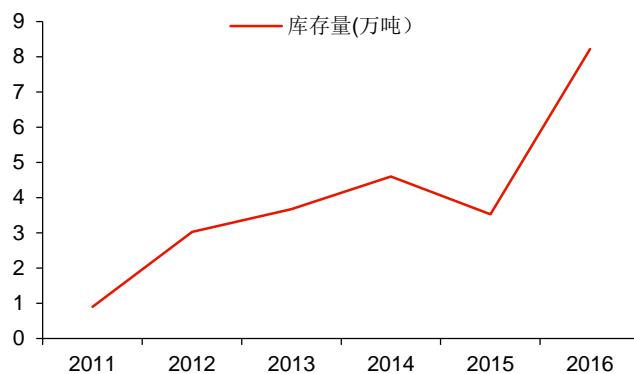
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表4: 晨光生物销量情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

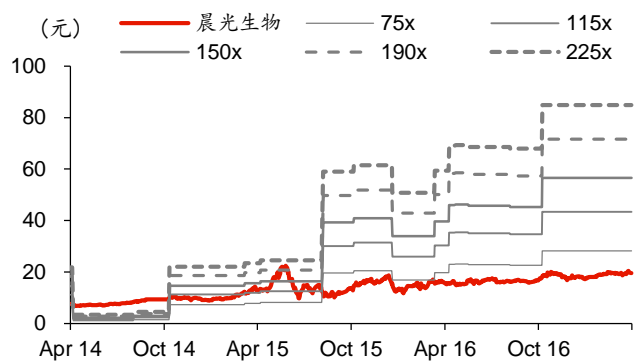
图表5: 晨光生物库存情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

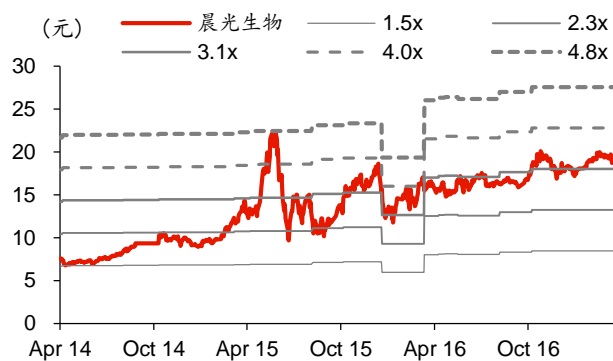
晨光生物 PE/PB - Bands

图表6: 晨光生物历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表7: 晨光生物历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,348	1,766	2,145	2,712	3,090
现金	306.26	266.85	235.87	269.66	257.46
应收账款	128.88	245.38	259.49	349.54	423.28
其他应收账款	17.16	14.84	29.59	35.26	38.17
预付账款	60.29	159.01	173.29	205.85	266.94
存货	800.93	1,026	1,394	1,798	2,046
其他流动资产	34.23	53.79	53.19	52.96	58.58
非流动资产	643.52	726.79	662.15	616.00	569.14
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	452.62	515.52	493.07	456.86	413.76
无形资产	116.62	115.12	115.12	115.12	115.12
其他非流动资产	74.28	96.16	53.96	44.02	40.27
资产总计	1,991	2,492	2,807	3,328	3,659
流动负债	506.92	912.30	1,047	1,384	1,499
短期借款	307.00	644.60	755.39	1,014	1,107
应付账款	57.16	36.01	95.94	107.52	112.63
其他流动负债	142.76	231.68	195.26	262.98	279.40
非流动负债	57.20	55.16	55.69	56.02	55.62
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	57.20	55.16	55.69	56.02	55.62
负债合计	564.12	967.46	1,102	1,440	1,554
少数股东权益	10.65	21.91	21.90	21.90	21.89
股本	216.57	262.11	262.11	262.11	262.11
资本公积	942.15	919.51	919.51	919.51	919.51
留存公积	280.43	362.08	501.56	683.95	901.57
归属母公司股	1,417	1,503	1,683	1,866	2,083
负债和股东权益	1,991	2,492	2,807	3,328	3,659

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	(64.66)	(321.62)	(130.51)	(154.00)	(20.05)
净利润	68.37	99.89	158.72	197.07	234.03
折旧摊销	47.16	49.84	46.75	48.37	49.18
财务费用	6.33	(2.03)	42.45	56.17	68.84
投资损失	0.00	(3.54)	(3.00)	0.00	0.00
营运资金变动	(188.04)	(506.08)	(394.72)	(451.62)	(369.80)
其他经营现金	1.52	40.30	19.30	(3.98)	(2.30)
投资活动现金	(74.96)	(98.36)	10.74	0.08	0.03
资本支出	74.13	94.82	0.00	0.00	0.00
长期投资	(0.97)	(7.23)	(6.27)	(0.08)	(0.03)
其他投资现金	(1.80)	(10.76)	4.47	0.00	0.00
筹资活动现金	258.83	285.82	88.79	187.71	7.83
短期借款	(21.33)	337.60	110.79	258.25	92.96
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	37.00	45.54	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	305.86	(22.64)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(62.70)	(74.68)	(21.99)	(70.53)	(85.14)
现金净增加额	121.77	(131.94)	(30.98)	33.79	(12.20)

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,268	2,141	2,748	3,375	4,063
营业成本	1,097	1,829	2,338	2,859	3,436
营业税金及附加	4.13	8.84	7.97	11.57	14.16
营业费用	33.55	61.73	68.69	84.38	101.56
管理费用	72.13	128.38	123.64	151.89	182.82
财务费用	6.33	(2.03)	42.45	56.17	68.84
资产减值损失	(2.77)	21.96	9.25	9.48	13.57
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	3.54	3.00	0.00	0.00
营业利润	57.48	96.89	160.37	203.20	245.73
营业外收入	23.77	20.39	20.88	21.68	20.98
营业外支出	2.01	2.70	1.91	2.21	2.27
利润总额	79.24	114.58	179.34	222.67	264.44
所得税	10.87	14.69	20.62	25.61	30.41
净利润	68.37	99.89	158.72	197.07	234.03
少数股东损益	(0.50)	7.42	(0.01)	(0.01)	(0.01)
归属母公司净利润	68.86	92.47	158.72	197.07	234.04
EBITDA	110.97	144.70	249.57	307.74	363.74
EPS (元)	0.26	0.35	0.61	0.75	0.89

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	5.01	68.89	28.34	22.84	20.36
营业利润	390.65	68.56	65.52	26.71	20.93
归属母公司净利润	207.68	34.29	71.64	24.16	18.76
获利能力 (%)					
毛利率	13.48	14.58	14.90	15.31	15.43
净利率	5.43	4.32	5.78	5.84	5.76
ROE	4.86	6.15	9.43	10.56	11.23
ROIC	3.74	4.30	7.94	8.61	9.32
偿债能力					
资产负债率 (%)	28.33	38.82	39.26	43.28	42.47
净负债比率 (%)	55.59	67.37	69.12	70.85	71.64
流动比率	2.66	1.94	2.05	1.96	2.06
速动比率	1.08	0.81	0.71	0.66	0.69
营运能力					
总资产周转率	0.72	0.96	1.04	1.10	1.16
应收账款周转率	11.99	11.42	10.86	11.04	10.48
应付账款周转率	19.58	39.25	35.44	28.10	31.21
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.26	0.35	0.61	0.75	0.89
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.25)	(1.23)	(0.50)	(0.59)	(0.08)
每股净资产(最新摊薄)	5.40	5.73	6.42	7.12	7.95
估值比率					
PE (倍)	74.45	55.44	32.30	26.02	21.91
PB (倍)	3.62	3.41	3.05	2.75	2.46
EV_EBITDA (倍)	49.58	38.02	22.05	17.88	15.13

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com