中炬高新(600872)/食品加工 动销再超预期，重申“买入”

评级：买入(维持)

市场价格：21.67

目标价格：25.5

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email：fanjs@r.qlzq.com.cn

联系人：龚小乐

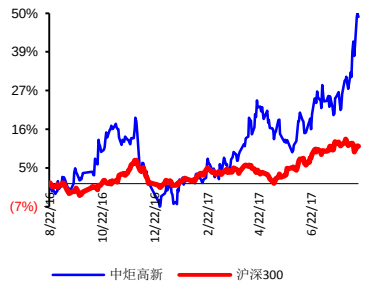
电话：

Email：gongxl@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	797
流通股本(百万股)	797
市价(元)	21.77
市值(百万元)	17,343
流通市值(百万元)	17,343

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 中炬高新（600872）公司点评：业绩预增大超预期，机制转变释放潜力，建议提前布局！

公司盈利预测及估值

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	2,758.59	3,157.99	3,757.47	4,463.96	5,271.23
增长率 yoy%	4.42%	14.48%	18.98%	18.80%	18.08%
净利润	247.27	362.37	541.98	677.23	817.54
增长率 yoy%	-13.78%	46.55%	49.57%	24.95%	20.72%
每股收益（元）	0.31	0.45	0.68	0.85	1.03
每股现金流量	0.49	0.85	0.57	0.89	1.02
净资产收益率	9.90%	13.02%	16.95%	18.15%	18.62%
P/E	50.42	30.95	32.00	25.61	21.21
PEG	—	0.66	0.65	1.03	1.02
P/B	4.99	4.03	5.42	4.65	3.95

备注：

投资要点

- **我们认为：1）公司以渠道下沉挖潜核心市场，以聚焦根据地市场、加强经销商体系建设推进区域拓展，以加强终端后厨推广推动餐饮渠道建设，公司渠道建设加速推进，叠加提价后改善渠道盈利激发其积极性，渠道广度、深度、效率均有望显著改善，我们预计上半年收入增速近 20%，单独 7 月份增速可达 35%以上，动销持续超预期。2）公司小品类调味品开发加速推进，协同效应显著，长期看增长空间十足。3）换届年内有望完成，定增虽需调整但扩地预期不改，未来代理问题有望理顺、管理层激励有望改善，盈利能力将向行业龙头靠拢。**
- **渠道建设加速推进，营收弹性十足。**1）以渠道下沉深度挖潜核心市场。公司营收集中于东南核心市场，2016 年其营收占比超 70%。公司深度挖潜核心市场，未来渠道有望下沉至乡镇级别，进一步发掘市场空间。目前广东为公司第一大市场，市占率接近 20%，仍有较大提升空间，预计未来核心市场将有望保持 15%以上增速。依照我们最近的渠道走访，我们预计公司 1-6 月份营收增长近 20%，单独 7 月份收入增长有望达到 35%以上，动销超预期。2）聚焦根据地市场、加强经销商体系建设，区域拓展卓有成效。行业龙头海天营收全国分布相对平均，而公司东南沿海之外市场占比不足 30%，当前公司仍有 100 多个地级市未开设办事处，区域拓展空间十足。公司将全国市场分为五级，梯级开发、主次明确，通过聚焦资源打造江西、东三省等根据地市场，避免战线拉长资源分配不足。此外，公司还加强经销商体系建设，一方面吸引更多优秀经销商代理公司产品，另一方面加强经销商培训、提升渠道效率。多举并措下区域拓展加速推进，预计未来非核心市场增速有望达 30%以上。3）加强终端后厨推广，餐饮渠道建设亦取得突破。公司单独成立餐饮团队负责餐饮渠道，通过举办厨师大赛等形式加强与餐饮厨师交流，终端后厨推广卓有成效。预计未来公司有望通过开发针对性产品等方式继续加强餐饮渠道建设，有望为公司增添增长新动力。
- **提价改善渠道盈利，提升渠道积极性。**为应对成本上升压力，2017 年 4 月公司对旗下产品提价，其中出厂价提价 5%-8%，终端价提价 8%-10%左右。渠道调研显示消费者对提价接受度较高，目前渠道库存较低、动销旺盛。提价后渠道盈利改善，预计公司经销商盈利水平较行业龙头高出 5%左右，积极性提升下渠道效率有望进一步提升。
- **品类多元化加速推进，长期看增长空间十足。**为充分利用渠道资源，公司

加强小品类调味品开发力度。上半年公司推出海鲜味蚝油以及调味酱等新品，下半年重点推广有望达千万级别。渠道调研显示上半年食用油、食醋渠道资源共享下增速达 25%、30%以上，协同效应显著。当前公司对小品类调味品投入资源较多、盈利贡献有限，预计新品培育期结束后盈利贡献将恢复正常水平，长期看增长空间十足。

- **我们预计大股东短期减持可能性不大，国改民方向不变，代理问题有望理顺。**预计前海人寿权益类投资规模 600 亿元左右，其中中炬高新占比仅 5%左右，减持意义有限，我们预计发生几率不大。董事会换届仍在讨论中，定增方案可能调整，但落地预期不改，国改民方向不变。公司产品结构以中高端为主，但毛利率、净利率显著低于行业龙头，我们认为国企体制僵化、效率低下导致的成本、费用率较高为重要原因。若定增完成、代理问题理顺，激励机制有望进一步完善，盈利能力有望提升。
- **投资建议：目标价 24.6 元，维持“买入”评级。**我们上调盈利预测，预计公司 2017-19 年营业收入分别为 37.6、44.6、52.7 亿元，增速分别为 19%/19%/18%，2017-19 年归母净利润分别为 5.4/6.8/8.2 亿元，增速分别为 50%/25%/21%，对应 EPS 分别为 0.68/0.85/1.03 元/股。给予 12 个月目标价 25.5 元，对应 2018 年 30 倍 PE。

图表1：中炬高新三大财务报表预测（单位：百万元）

损益表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	**2,642**	**2,759**	**3,158**	**3,757**	**4,464**	**5,271**
增长率	*13.96%*	*4.4%*	*14.5%*	*19.0%*	*18.8%*	*18.1%*
营业成本	-1,731	-1,791	-1,999	-2,343	-2,718	-3,178
% 销售收入	*65.5%*	*64.9%*	*63.3%*	*62.4%*	*60.9%*	*60.3%*
毛利	911	967	1,159	1,414	1,746	2,093
% 销售收入	*34.5%*	*35.1%*	*36.7%*	*37.6%*	*39.1%*	*39.7%*
营业税金及附加	-45	-29	-42	-38	-45	-53
% 销售收入	*1.7%*	*1.1%*	*1.3%*	*1.0%*	*1.0%*	*1.0%*
营业费用	-231	-270	-275	-338	-402	-527
% 销售收入	*8.7%*	*9.8%*	*8.7%*	*9.0%*	*9.0%*	*10.0%*
管理费用	-288	-331	-349	-376	-446	-474
% 销售收入	*10.9%*	*12.0%*	*11.0%*	*10.0%*	*10.0%*	*9.0%*
息税前利润（EBIT）	346	336	493	663	853	1,039
% 销售收入	*13.1%*	*12.2%*	*15.6%*	*17.6%*	*19.1%*	*19.7%*
财务费用	-33	-61	-63	8	16	25
% 销售收入	*1.3%*	*2.2%*	*2.0%*	*-0.2%*	*-0.4%*	*-0.5%*
资产减值损失	-1	-3	-7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	10	29	45	47	47	47
% 税前利润	*3.0%*	*8.6%*	*9.3%*	*6.3%*	*5.0%*	*4.1%*
营业利润	323	301	467	717	916	1,110
营业利润率	*12.2%*	*10.9%*	*14.8%*	*19.1%*	*20.5%*	*21.1%*
营业外收支	21	38	19	25	25	25
税前利润	**344**	**339**	**486**	**742**	**941**	**1,135**
利润率	*13.0%*	*12.3%*	*15.4%*	*19.8%*	*21.1%*	*21.5%*
所得税	-51	-65	-76	-141	-188	-227
所得税率	*14.9%*	*19.2%*	*15.6%*	*19.0%*	*20.0%*	*20.0%*
净利润	293	274	410	601	752	908
少数股东损益	6	27	48	59	75	91
归属于母公司的净利润	**287**	**247**	**362**	**542**	**677**	**818**
净利率	*10.9%*	*9.0%*	*11.5%*	*14.4%*	*15.2%*	*15.5%*

现金流量表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	293	274	410	601	752	908
少数股东损益	0	0	0	59	75	91
非现金支出	87	123	134	116	123	140
非经营收益	-58	17	-4	-67	-68	-68
营运资金变动	13	-20	137	-195	-101	-166
经营活动现金净流	**335**	**394**	**677**	**515**	**782**	**906**
资本开支	336	152	161	176	225	275
投资	-66	-423	-268	0	0	0
其他	25	90	25	47	47	47
投资活动现金净流	**-377**	**-485**	**-404**	**-129**	**-178**	**-228**
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	54	305	-20	-20	0	0
其他	-97	-130	-166	-7	-132	-147
筹资活动现金净流	**-43**	**175**	**-186**	**-27**	**-132**	**-147**
现金净流量	**-85**	**84**	**87**	**359**	**473**	**531**

资产负债表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	270	355	441	741	1,138	1,578
应收款项	80	78	71	104	118	139
存货	1,261	1,322	1,342	1,622	1,871	2,180
其他流动资产	381	587	945	978	973	996
流动资产	1,993	2,342	2,800	3,445	4,100	4,893
% 总资产	*49.1%*	*51.8%*	*57.0%*	*61.1%*	*63.8%*	*66.3%*
长期投资	546	531	472	472	472	472
固定资产	1,367	1,504	1,459	1,548	1,680	1,845
% 总资产	*33.7%*	*33.3%*	*29.7%*	*27.4%*	*26.2%*	*25.0%*
无形资产	131	122	156	152	147	142
非流动资产	2,066	2,181	2,111	2,197	2,323	2,482
% 总资产	*50.9%*	*48.2%*	*43.0%*	*38.9%*	*36.2%*	*33.7%*
资产总计	**4,059**	**4,523**	**4,911**	**5,642**	**6,423**	**7,376**
短期借款	111	40	50	30	30	30
应付款项	601	538	629	761	887	1,041
其他流动负债	120	150	176	321	367	417
流动负债	832	728	855	1,112	1,284	1,488
长期贷款	109	89	59	59	59	59
其他长期负债	495	893	894	894	894	894
负债	**1,436**	**1,709**	**1,808**	**2,065**	**2,237**	**2,441**
普通股股东权益	2,338	2,498	2,783	3,197	3,731	4,390
少数股东权益	258	285	290	349	424	515
负债股东权益合计	**4,032**	**4,492**	**4,881**	**5,612**	**6,393**	**7,346**

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.360	0.310	0.455	0.680	0.850	1.026
每股净资产(元)	2.935	3.135	3.493	4.014	4.684	5.510
每股经营现金净流(元)	0.420	0.495	0.849	0.572	0.887	1.023
每股股利(元)	0.110	0.100	0.140	0.160	0.180	0.200
回报率						
净资产收益率	12.27%	9.90%	13.02%	16.95%	18.15%	18.62%
总资产收益率	7.11%	5.51%	7.42%	9.66%	10.59%	11.13%
投入资本收益率	11.82%	9.31%	13.14%	16.18%	19.34%	21.66%
增长率						
营业总收入增长率	13.96%	4.42%	14.48%	18.98%	18.80%	18.08%
EBIT增长率	25.05%	-2.91%	46.54%	34.48%	28.73%	21.81%
净利润增长率	34.74%	-13.78%	46.55%	49.57%	24.95%	20.72%
总资产增长率	9.94%	11.40%	8.66%	14.89%	13.85%	14.83%
资产管理能力						
应收账款周转天数	7.4	6.9	5.5	6.2	6.1	6.0
存货周转天数	260.3	263.1	243.1	252.7	251.2	250.4
应付账款周转天数	67.3	62.4	45.5	54.8	53.0	52.3
固定资产周转天数	127.5	162.2	144.0	112.7	91.2	81.5
偿债能力						
净负债/股东权益	17.01%	23.96%	18.28%	6.83%	-3.74%	-12.14%
EBIT利息保障倍数	10.4	5.5	7.8	-83.5	-54.2	-42.3
资产负债率	35.61%	38.06%	37.04%	36.80%	35.00%	33.23%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。