

公司研究/季报点评

2018年10月29日

食品饮料/食品制造 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 5.08
合理价格区间(元): 6.12~6.46

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

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

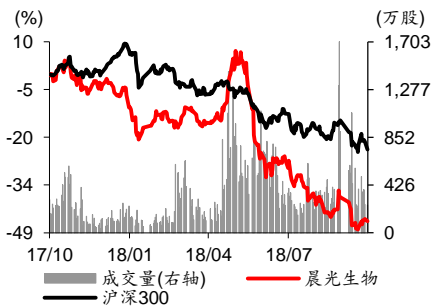
张晋溢 010-56793951
联系人 zhangjinyi@htsc.com

李晴 021-28972093
联系人 liqing3@htsc.com

相关研究

- 1《晨光生物(300138,增持): 主力产品价格下行压力超预期》2018.08
- 2《晨光生物(300138,买入): 晨光在植提行业的优势持续扩大》2018.04
- 3《晨光生物(300138,买入): 弹性短期来自份额, 中期来自价格》2018.02

一年内股价走势图



资料来源: Wind

坚持份额优先策略, 短期承压

晨光生物(300138)

晨光生物前3季度收入21.43亿元(+1.26%), 净利1.28亿元(+10.41%)
晨光生物于10月29日发布三季报, 公司前3季度实现收入21.43亿元, 同比增加1.26%; 实现归属于上市公司股东的净利润1.28亿元, 同比增加10.41%; 实现扣非归母净利润1.13亿元, 同比增加19.94%; Q3单季实现收入8.47亿元, 同比增加2.44%; 实现归属于上市公司股东的净利润0.33亿元, 同比下降10.72%。公司的业绩基本符合此前的预期, 我们预计公司2018~2020年EPS分别为0.34元, 0.45元和0.58元, 维持“增持”评级。

植提类产品坚持以价格换份额的策略, 收入增长和毛利率承压

晨光生物植提类产品前3季度收入为9.64亿元, 同比下降7.35%, 毛利率为20.64%, 同比下降2.62pct。针对主力的植物提取类产品, 晨光一贯采用“让利于客户”、“销量优先”的经营策略, 将市场份额作为主要的战略目标, 因此在原料价格下降的情况下晨光一般会主动下调产品的销售价格, 这直接导致前3个季度在产品销量同比实现正增长的情况下, 销售收入和毛利率水平同比有所下降。就产品而言, 辣椒红销量前3季度同比增长20%, 叶黄素(普通级)销量同比增长32%, 销售情况较为理想; 而甜菊糖和辣椒精则分别受到技改和渠道库存影响同比出现下降。

棉籽类业务周期性回暖

受益于大宗产品市场行情的回暖, 公司的棉籽类业务出现了周期性回暖。其中棉籽类产品(自产)前3季度实现收入5.66亿元, 同比增长34.08%, 毛利率为11.56%, 同比增长11.17pct; 棉籽类产品及棉籽(贸易)前3季度实现收入5.51亿元, 同比下降11.55%, 毛利率为9.76%, 同比上升3.10pct。

中长期看好晨光在植提行业中话语权的增强, 维持“增持”评级

就行业地位而言, 我们认为晨光当前的市场份额策略中长期将加强公司的份额和竞争优势。就产品而言, 在传统的辣椒红和叶黄素持续增长的情况下, 花椒提取物和番茄红素有望成为新的增长点。根据盈利预测, 晨光生物2018~2020年收入将分别达到28.62亿元, 34.03亿元和40.91亿元, 分别同比增长3.26%, 18.90%和20.21%; EPS将分别达到0.34元, 0.45元和0.58元。可比公司平均估值水平为2018年19倍PE, 我们给予晨光生物2018年18~19倍PE估值, 目标价范围为6.12元~6.46元, 维持“增持”评级。

风险提示: 植提产品的价格下降超过预期; 棉籽类大宗产品价格下降超过预期; 食品安全问题。

公司基本资料

总股本(百万股)	513.74
流通A股(百万股)	372.51
52周内股价区间(元)	4.84-14.09
总市值(百万元)	2,610
总资产(百万元)	2,986
每股净资产(元)	3.30

资料来源: 公司公告

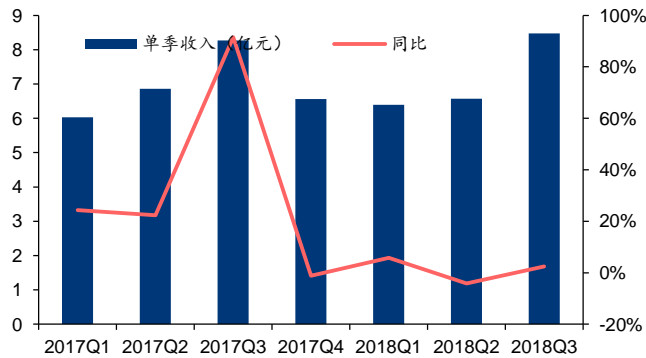
经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,141	2,772	2,862	3,403	4,091
+/-%	68.89	29.49	3.26	18.90	20.21
归属母公司净利润(百万元)	92.47	142.83	177.16	231.18	295.52
+/-%	34.29	54.45	24.04	30.49	27.83
EPS(元, 最新摊薄)	0.18	0.28	0.34	0.45	0.58
PE(倍)	28.22	18.27	14.73	11.29	8.83

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

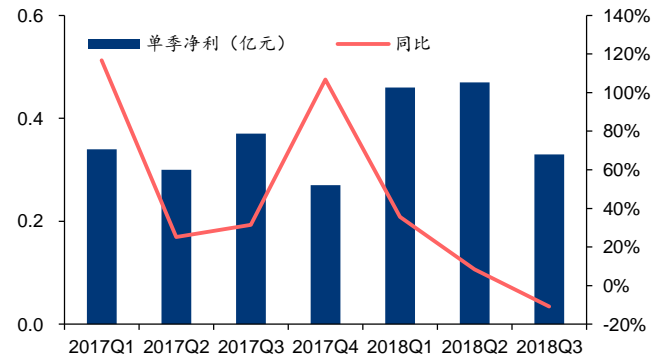
晨光生物季度财务状况和可比公司估值表

图表1: 晨光生物季度收入情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 晨光生物季度净利情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

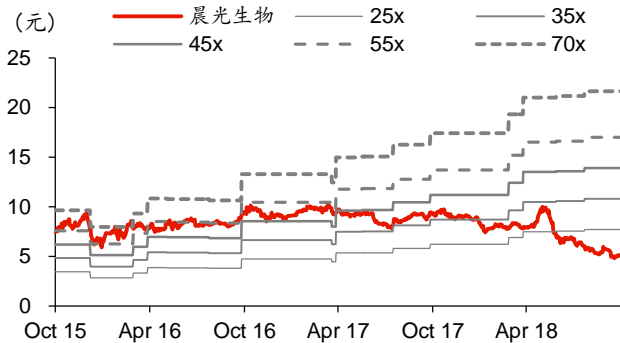
图表3: 晨光生物可比公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价 元/股	EPS			PE		
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
300741.SZ	华宝股份	30.14	2.07	2.05	2.28	15	15	13
600299.SH	安迪苏	12.52	0.49	0.54	0.67	26	23	19
600298.SH	安琪酵母	22.42	1.03	1.22	1.47	22	18	15
平均							19	

资料来源: 华泰证券研究所

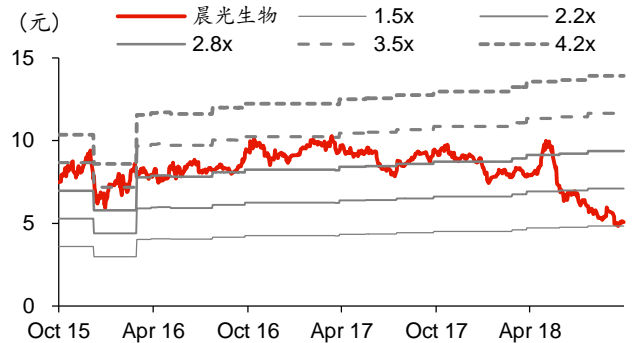
PE/PB - Bands

图表4: 晨光生物历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,766	2,024	2,265	2,519	2,947
现金	266.85	127.30	233.47	209.21	189.99
应收账款	245.38	217.32	281.27	330.56	373.45
其他应收账款	14.84	5.19	20.68	17.94	19.36
预付账款	159.01	136.53	158.44	198.03	217.60
存货	1,026	1,467	1,515	1,701	2,079
其他流动资产	53.79	70.67	56.26	62.93	67.38
非流动资产	726.79	848.52	802.30	809.64	885.21
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	515.52	597.90	614.68	620.31	636.97
无形资产	115.12	120.07	120.07	120.07	120.07
其他非流动资产	96.16	130.55	67.56	69.25	128.18
资产总计	2,492	2,873	3,067	3,329	3,832
流动负债	912.30	1,196	1,232	1,301	1,562
短期借款	644.60	891.88	908.07	966.86	1,165
应付账款	36.01	71.09	80.83	78.28	102.61
其他流动负债	231.68	233.06	243.24	256.19	294.30
非流动负债	55.16	52.86	55.07	54.36	54.10
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	55.16	52.86	55.07	54.36	54.10
负债合计	967.46	1,249	1,287	1,356	1,616
少数股东权益	21.91	(1.07)	(3.42)	(6.49)	(10.41)
股本	262.11	366.95	513.74	513.74	513.74
资本公积	919.51	808.58	661.80	661.80	661.80
留存公积	362.08	483.94	607.99	804.36	1,051
归属母公司股东权益	1,503	1,625	1,784	1,980	2,227
负债和股东权益	2,492	2,873	3,067	3,329	3,832

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	(321.62)	(145.95)	187.18	74.07	42.77
净利润	99.89	128.66	174.81	228.12	291.60
折旧摊销	49.84	57.31	59.30	66.18	73.74
财务费用	(2.03)	31.94	60.42	55.01	63.57
投资损失	(3.54)	(1.40)	(1.65)	(2.20)	(1.75)
营运资金变动	(506.08)	(366.48)	(119.71)	(274.44)	(383.93)
其他经营现金	40.30	4.03	14.01	1.41	(0.46)
投资活动现金	(98.36)	(158.91)	(16.54)	(67.73)	(148.22)
资本支出	94.82	127.77	50.00	70.00	150.00
长期投资	(7.23)	(38.27)	(31.27)	(0.08)	(0.03)
其他投资现金	(10.76)	(69.41)	2.19	2.20	1.75
筹资活动现金	285.82	306.55	(64.47)	(30.61)	86.24
短期借款	337.60	247.28	16.20	58.79	198.04
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	45.54	104.84	146.78	0.00	0.00
资本公积增加	(22.64)	(110.93)	(146.78)	0.00	0.00
其他筹资现金	(74.68)	65.36	(80.66)	(89.40)	(111.80)
现金净增加额	(131.94)	1.38	106.17	(24.26)	(19.21)

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,141	2,772	2,862	3,403	4,091
营业成本	1,829	2,417	2,395	2,834	3,391
营业税金及附加	8.84	10.35	10.61	13.13	15.41
营业费用	61.73	75.79	85.87	102.10	122.74
管理费用	128.38	106.73	117.36	139.54	167.75
财务费用	(2.03)	31.94	60.42	55.01	63.57
资产减值损失	21.96	8.38	9.19	13.18	10.25
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.54	1.40	1.65	2.20	1.75
营业利润	96.47	131.20	185.18	248.32	322.36
营业外收入	20.31	24.20	22.76	22.42	23.13
营业外支出	2.20	2.63	2.28	2.37	2.43
利润总额	114.58	152.77	205.66	268.37	343.06
所得税	14.69	24.11	30.85	40.26	51.46
净利润	99.89	128.66	174.81	228.12	291.60
少数股东损益	7.42	(14.17)	(2.35)	(3.07)	(3.92)
归属母公司净利润	92.47	142.83	177.16	231.18	295.52
EBITDA	144.28	220.45	304.90	369.51	459.67
EPS (元, 基本)	0.19	0.28	0.34	0.45	0.58

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	68.89	29.49	3.26	18.90	20.21
营业利润	67.83	36.00	41.14	34.10	29.82
归属母公司净利润	34.29	54.45	24.04	30.49	27.83
获利能力 (%)					
毛利率	14.58	12.83	16.31	16.72	17.12
净利率	4.32	5.15	6.19	6.79	7.22
ROE	6.15	8.79	9.93	11.68	13.27
ROIC	4.29	5.77	8.40	9.35	10.19
偿债能力					
资产负债率 (%)	38.82	43.47	41.97	40.72	42.16
净负债比率 (%)	67.37	72.09	71.12	71.88	72.57
流动比率	1.94	1.69	1.84	1.94	1.89
速动比率	0.79	0.46	0.60	0.61	0.54
营运能力					
总资产周转率	0.96	1.03	0.96	1.06	1.14
应收账款周转率	11.38	11.95	11.46	11.09	11.59
应付账款周转率	39.25	45.13	31.54	35.63	37.49
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.18	0.28	0.34	0.45	0.58
每股经营现金流 (最新摊薄)	(0.63)	(0.28)	0.36	0.14	0.08
每股净资产 (最新摊薄)	2.93	3.16	3.47	3.85	4.33
估值比率					
PE (倍)	28.22	18.27	14.73	11.29	8.83
PB (倍)	1.74	1.61	1.46	1.32	1.17
EV_EBITDA (倍)	23.08	15.11	10.92	9.01	7.25

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：91320000704041011J。

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 2018 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