

中炬高新(600872)

报告日期: 2019年4月1日

首次提出五年“双百”目标

——中炬高新跟踪报告

✉ : 张海涛 执业证书编号: S1230517080002
☎ : 021-80106029 李晓璐
✉ : lixiaolu@stocke.com.cn

事件: 2018年公司实现营业收入41.66亿元,同比增长15.43%;实现归属于上市公司股东的净利润6.07亿元,同比增长34.01%;每股收益0.7625元;加权平均ROE为18.07%。分红方案:拟每10股派发现金红利2.3元(含税)。

投资要点

□ 业绩符合业绩快报

因包材等原物料价格上涨,以及适时拓展中低端产品对个别品类的吨价有所拖累,2018年整体毛利率39.11%,同比降低0.16个百分点,但同时费用控制得当,全年净利润率同比提升2个百分点至14.6%。2018年美味鲜公司实现营业收入38.52亿元,同比增10.34%;实现净利润6.36亿元,同比增长12.35%。分季度看,4Q实现营收10亿元,同比增14%;实现营业利润1.71亿元,同比增长11%;实现利润总额1.65亿元,同比增长20%;实现归属上市公司净利润1.22亿元,同比增23%。

□ 内生性增长值得期待

从行业需求看,我们认为食品饮料主流子行业中调味品行业的必需品属性最强,受经济波动的影响小,行业的增长确定性强。公司以酱油为主业,近年来在鸡精、蚝油和食用油等十余个品类积极拓展,规模化效应正在逐步显现。在渠道建设方面,以家庭消费为轴心,推出相应的产品逐步加大对餐饮渠道的渗透,预计2018年餐饮渠道在营收当中的占比超过25%。公司的营销网络覆盖率也持续扩大,2018年开发18个空白地级市,地级市覆盖率达77%;新开178个经销商,累计经销商数量达864个。

□ 明确第一个五年期目标

公司已经顺利实现机制转换,新一届董事会换届已完成,公司首次对外提出五年“双百”目标:即从2019年到2023年,公司用五年的时间,按照三步走发展战略,以内生式发展为主,发展壮大调味品主业,以外延式发展为辅,开展兼并收购,通过内外并举的措施,实现健康食品产业年营业收入过百亿,年产量过百万吨的双百目标。照此计算,五年的年均复合增速21%,我们认为该目标代表公司在调味品主业做大做强的决心。

□ 盈利预测及估值

预计公司所处调味品行业需求保持平稳增长,现有调味品收入保持15-20%的营收增速,毛利率有序提升。2018Q1有非调味品收入1.17亿元,假设2019Q1没有额外非调味品收入,预估Q1的营收同比增速将维持较低位。综上,预计2019-2021年公司分别实现营业收入47.53亿元、57.66亿元和70.42亿元,同比增长14%、21%和22%;分别实现归母净利润7.69亿元、9.67亿元和12.18亿元,同比增长27%、26%、26%;对应EPS为0.97、1.21、1.53元/股。目前股价对应2019年、2020年动态市盈率分别为38倍、30倍,维持买入评级。

□ 风险因素

成本超预期上涨;费用超预期增加。

评级

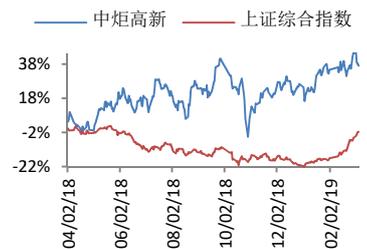
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥31.93

单季度业绩

元/股

3Q/2018 0.21
2Q/2018 0.24
1Q/2018 0.23



公司简介

公司以酱油为主营业务,旗下拥有“美味鲜”和“厨邦”两大品牌。从规模看,公司是A股第二大酱油公司,仅次于海天味业。

相关报告

- 《拟收购厨邦公司剩余的20%股权》 2019.03.14
- 《内生性增长值得期待》 2019.01.15
- 《3Q业绩低于预期不改长期成长逻辑》 2018.10.31
- 《前海人寿拟转让股权,或为实控股扫清障碍》 2018.09.10
- 《中报业绩略超预期,非调味品业务锦上添花》 2018.08.28

报告撰写人: 张海涛
数据支持人: 李晓璐

财务摘要

(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	4166.46	4753.18	5766.20	7041.56
(+/-)	15.43%	14.08%	21.31%	22.12%
净利润	607.43	768.90	967.22	1218.82
(+/-)	34.01%	26.58%	25.79%	26.01%
每股收益(元)	0.76	0.97	1.21	1.53
P/E	48.08	37.98	30.19	23.96

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3620.84	4360.47	5670.86	7424.39
现金	397.13	998.74	2132.40	3704.24
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	48.48	59.71	66.23	66.83
其它应收款	23.82	42.56	52.41	55.77
预付账款	8.45	38.20	24.46	32.69
存货	1594.14	1672.93	1846.85	2016.30
其他	1548.83	1548.34	1548.50	1548.55
非流动资产	2362.84	2351.30	2333.44	2313.65
金额资产类	55.64	51.40	47.93	51.65
长期投资	6.14	6.14	6.14	6.14
固定资产	1350.36	1361.53	1379.79	1397.82
无形资产	210.17	237.94	265.05	280.63
在建工程	368.92	295.13	236.11	188.89
其他	371.63	399.16	398.43	388.52
资产总计	5983.69	6711.77	8004.30	9738.04
流动负债	1587.46	1326.65	1605.13	1965.33
短期借款	2.16	0.00	0.00	0.00
应付款项	435.31	422.37	517.84	641.59
预收账款	237.48	282.46	335.25	409.73
其他	912.52	621.82	752.04	914.01
非流动负债	448.43	595.86	546.41	567.07
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	448.43	595.86	546.41	567.07
负债合计	2035.89	1922.51	2151.54	2532.40
少数股东权益	343.01	442.92	561.60	712.24
归属母公司股东权	3604.79	4346.34	5291.16	6493.40
负债和股东权益	5983.69	6711.77	8004.30	9738.04
现金流量表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	723.57	948.00	1307.53	1672.09
净利润	681.24	868.81	1085.90	1369.46
折旧摊销	130.45	98.07	104.46	111.28
财务费用	54.18	67.02	81.31	99.29
投资损失	-95.69	-14.00	-14.00	-14.00
营运资金变动	38.83	-19.62	222.14	264.23
其它	-85.43	-52.28	-172.28	-158.17
投资活动现金流	-307.35	-92.88	-63.70	-77.85
资本支出	-238.11	-24.87	-52.99	-71.42
长期投资	72.87	-44.14	13.28	5.86
其他	-142.11	-23.86	-23.98	-12.29
筹资活动现金流	-271.06	-253.51	-110.18	-22.39
短期借款	-12.84	-2.16	0.00	0.00
长期借款	-19.83	0.00	0.00	0.00
其他	-238.39	-251.35	-110.18	-22.39
现金净增加额	145.17	601.61	1133.66	1571.84

利润表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4166.46	4753.18	5766.20	7041.56
营业成本	2536.75	2788.22	3357.92	4032.61
营业税金及附加	69.47	63.41	76.93	93.94
营业费用	431.29	459.87	557.87	681.26
管理费用	275.84	380.53	435.76	532.15
财务费用	54.18	67.02	81.31	99.29
资产减值损失	-2.07	10.00	10.00	10.00
其他经营收益	23.72	0.00	0.00	0.00
投资净收益	95.69	14.00	14.00	14.00
营业利润	798.55	998.13	1260.41	1606.31
营业外收入	1.30	31.00	31.00	31.00
营业外支出	7.28	7.00	0.00	7.00
利润总额	792.57	1022.13	1291.41	1630.31
所得税	111.33	153.32	205.50	260.85
净利润	681.24	868.81	1085.90	1369.46
少数股东损益	73.81	99.91	118.68	150.64
归属母公司净利润	607.43	768.90	967.22	1218.82
EBITDA	917.21	1154.73	1417.31	1742.73
EPS (元)	0.76	0.97	1.21	1.53
主要财务比率				
	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	15.43%	14.08%	21.31%	22.12%
营业利润	30.69%	24.99%	26.28%	27.44%
归属母公司净利润	34.01%	26.58%	25.79%	26.01%
获利能力				
毛利率	39.11%	41.34%	41.77%	42.73%
净利率	16.35%	18.28%	18.83%	19.45%
ROE	16.42%	17.60%	18.18%	18.67%
ROIC	16.47%	16.78%	17.09%	17.24%
偿债能力				
资产负债率	34.02%	28.64%	26.88%	26.01%
净负债比率	24.62%	9.18%	10.47%	11.86%
流动比率	2.28	3.29	3.53	3.78
速动比率	1.28	2.03	2.38	2.75
营运能力				
总资产周转率	0.74	0.75	0.78	0.79
应收帐款周转率	72.82	81.43	74.45	77.65
应付帐款周转率	7.85	7.37	8.30	7.98
每股指标(元)				
每股收益	0.76	0.97	1.21	1.53
每股经营现金	0.91	1.19	1.64	2.10
每股净资产	4.53	5.46	6.64	8.15
估值比率				
P/E	48.08	37.98	30.19	23.96
P/B	8.10	6.72	5.52	4.50
EV/EBITDA	26.08	24.96	19.66	15.21

资料来源：港澳资讯、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>