

渠道调研反馈积极，一季报有望超预期

■事件：近期我们走访了公司在广深地区的经销商及调味品行业专家，整体反馈较为积极，一季度收入增速有望达到 25%，由于包含部分提价因素，利润增速有望更快，超出此前市场预期。由于行业具有稀缺的提价逻辑，建议重视。

■调味品整体趋势向好，行业性提价对销量影响温和有限：受益于餐饮景气复苏以及消费升级的延续，今年行业整体增速有所恢复，同时消费向品牌产品进一步集中的趋势越发明显，我们认为具有优质产品和良好品牌力的调味品企业如美味鲜将显著受益。此外，受成本快速上涨影响，今年以来提价已成为调味品行业共性举措。我们认为主流公司的提价幅度均可以较好覆盖成本上行压力，且行业性行为对大型企业销量的不利影响相对有限，但会导致行业中品牌力较弱的中小企业加速退出，有利于行业集中度加速提升。

■一季度收入增速有望超预期，调味品业务中长期成长性依然突出：据草根调研情况显示，一季度公司产品销售情况良好，且经销商存在提价预期提前备货导致部分二季度收入前移，预计公司调味品业务一季度收入增速有望超过 25%，但即使剔除这一因素来看公司调味品业务的成长性依然超出此前市场预期。此外随着公司品牌地位不断向一线靠拢，公司产品在连锁 KA 渠道可获取的资源及地位均有望不断提升，中长期成长空间仍好；而餐饮渠道上，公司过去投入力度较低，未来随资源投入力度加大仍然有较好的增长空间。

■地产价值有望受益于粤港澳战略再迎重估，建议密切关注本周董事会换届动态：据新华社报道，上周李克强总理在会见林郑月娥时提出“今年，中央要研究制定粤港澳大湾区发展规划”。我们认为随粤港澳大湾区上升为国家战略，公司地产业务有望受益迎来价值重估。同时公司将于本周 4 月 20 日召开董事会，届时前海方面仍有可能继续增派董事，以强化对公司的掌控。目前公司非独立董事共 6 人，其中前海方面 2 人，若此次前海进一步增派董事，则公司机制变更有望取得进一步突破，建议密切关注换届动态。

■投资建议：我们预计公司 2016 年-2018 年的收入增速分别为 14%、18%、19%，净利润增速分别为 45%、29%、31%。此前我们测算公司地产价值约 44 亿，当前市值扣除地产后约 90 亿，我们预计美味鲜 16 年归母净利润约 3.3 亿，假设 17 年增长 30%至 4.3 亿，则当前调味品业务对应 17 年仅 21 倍市盈率，低估明显。维持买入-评级及目标价 21 元，相当于 2017 年 29 倍的动态市盈率。

■风险提示：提价后销量增长不及预期，定增及换届不确定性；2 季度增速回落。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	2,641.9	2,758.6	3,135.3	3,699.4	4,411.9
净利润	286.8	247.3	358.2	460.5	601.7
每股收益(元)	0.36	0.31	0.45	0.58	0.76
每股净资产(元)	2.96	3.16	3.44	3.82	4.33
盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	46.5	53.9	37.2	28.9	22.2
市净率(倍)	5.7	5.3	4.9	4.4	3.9
净利润率	10.9%	9.0%	11.4%	12.4%	13.6%
净资产收益率	12.2%	9.8%	13.1%	15.1%	17.4%
股息收益率	0.7%	0.6%	0.9%	1.1%	1.5%
ROIC	16.1%	11.6%	13.6%	17.0%	21.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

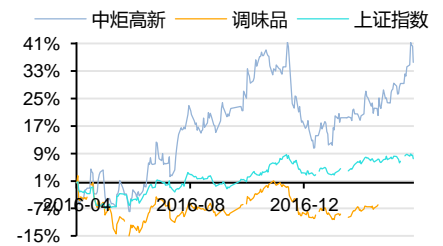
投资评级 **买入-A**
调高评级

6 个月目标价：**21.00 元**
股价 (2017-04-14) **16.73 元**

交易数据

总市值(百万元)	13,327.74
流通市值(百万元)	13,327.74
总股本(百万股)	796.64
流通股本(百万股)	796.64
12 个月价格区间	11.44/17.45 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.2	17.08	34.5
绝对收益	8.5	21.67	39.96

苏铖

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

毕晓静

报告联系人

bixj@essence.com.cn
021-35082689

相关报告

中炬高新：年报业绩超预期，当前市值仍显低估	2017-01-20
中炬高新：举牌概念深调，估值安全边际仍高	2016-12-09
中炬高新：三季度业绩大幅增长，价值低估明显	2016-10-28
中炬高新：三季报业绩预增 50%左右，持续超预期	2016-10-17
中炬高新：调味品业务出色，中报利润超预期	2016-08-11

渠道调研反馈积极，一季报有望超预期

近期我们走访了公司在广深地区的经销商及调味品行业专家，整体反馈较为积极，一季度收入增速有望达到 25%。

调味品是仅次于白酒行业的已经具备提价逻辑的子行业，结构升级趋势稳健，公司既有渠道扩张空间，又有管理改善空间，业绩释放弹性更高，2016 年已经体现，2017 年有望继续保持行业领先增速。

调味品整体趋势向好，行业性提价对销量影响温和有限

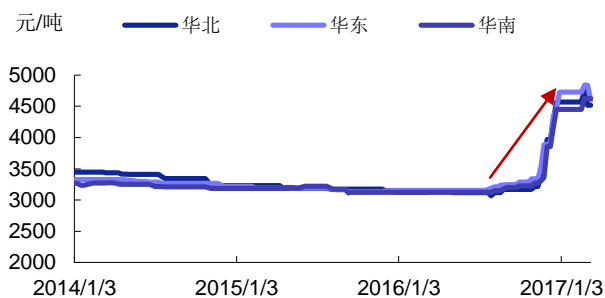
今年以来受益于餐饮景气复苏以及消费升级的延续，行业整体增速有所恢复，同时行业内部向品牌产品进一步集中的趋势越发明显，我们认为美味鲜这种具有优质产品和良好品牌力的调味品企业将显著受益。此外，受包材、运输等成本快速上涨压力，今年以来提价已成为调味品行业共识。我们认为主流公司的提价幅度均可以较好覆盖成本上行压力，且行业性行为对大型企业的不良影响相对有限，但会导致行业中品牌力较弱提价困难的中小企业加速退出，有利于行业集中度加速提升。

表 1：今年主要调味品企业提价信息整理

公司名称	提价幅度	提价产品类别
海天	5%左右	部分产品
中炬高新	5-6%	厨邦、美味鲜全线产品
千禾	8%左右	全线产品

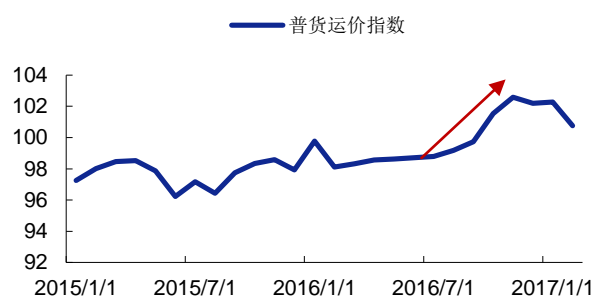
资料来源：公司公告，草根调研，安信证券研究中心整理

图 1：16 年底以来包装纸价格上涨明显



资料来源：纸业联讯

图 2：陆运价格指数 16 年下半年以来明显上升



资料来源：交通部

一季度收入增速有望超预期，调味品业务中长期成长性依然突出

据草根调研情况显示，一季度公司产品销售情况良好，且经销商存在提价预期提前备货导致部分二季度收入前移，预计公司调味品业务一季度收入增速有望超过 25%，剔除这一因素来看公司调味品业务的成长性依然超出此前市场预期。随着公司品牌地位不断向一线靠拢，公司产品在连锁 KA 等渠道可获取的资源及地位均会不断提升，中长期成长空间仍好；而餐饮渠道方面，公司过去投入力度较低，收入占比也较低，但公司品牌及产品力均较好，未来随资源及投入的加大仍然有较大的增长空间。

地产价值有望再迎重估，建议密切关注本周董事会换届

据新华社报道，上周李克强总理在会见林郑月娥时提出“今年，中央政府要研究制定粤港澳大湾区发展规划”。我们认为随粤港澳大湾区上升为国家战略，公司地产业务有望受益迎来价值重估。同时公司将于4月20日召开董事会，届时前海方面仍有可能继续增派董事，以强化对公司的掌控。目前公司非独立董事共6人，其中前海方面2人，若此次前海进一步增派董事，则公司机制变更有望再取得进一步突破，业绩向上确定性更强，建议密切关注换届动态。

投资建议：我们预计公司2016年-2018年的收入增速分别为14%、18%、19%，净利润增速分别为45%、29%、31%。此前我们测算公司地产价值在44亿左右，当前市值扣除地产价值后约90亿，我们预计美味鲜16年归母净利润约3.3亿，假设17年增长30%至4.3亿，则当前调味品业务对应17年净利润仅21倍市盈率，低估明显。维持买入-评级及目标价21元，相当于2017年29倍的动态市盈率。

风险提示：提价后销量增长不及预期；定增及换届不确定性；2季度增速可能回落影响市场情绪。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,641.9	2,758.6	3,135.3	3,699.4	4,411.9	成长性					
减:营业成本	1,731.1	1,791.2	1,981.8	2,332.4	2,779.9	营业收入增长率	14.0%	4.4%	13.7%	18.0%	19.3%
营业税费	45.2	29.5	40.8	48.1	53.9	营业利润增长率	27.0%	-6.8%	53.7%	28.1%	34.0%
销售费用	231.0	270.4	307.3	355.1	414.7	净利润增长率	34.7%	-13.8%	44.9%	28.6%	30.7%
管理费用	288.3	331.3	341.7	388.4	419.1	EBITDA 增长率	22.8%	8.7%	30.2%	19.9%	24.3%
财务费用	33.2	61.2	39.3	25.8	-1.6	EBIT 增长率	23.6%	1.7%	38.6%	23.2%	28.1%
资产减值损失	0.8	3.1	2.0	2.0	2.0	NOPLAT 增长率	25.2%	-3.4%	37.2%	23.2%	28.1%
加:公允价值变动收益	0.3	-0.1	-	-	-	投资资本增长率	34.5%	16.9%	-1.2%	2.1%	14.1%
投资和汇兑收益	10.3	29.1	40.0	45.0	50.0	净资产增长率	9.5%	7.1%	9.3%	11.4%	13.6%
营业利润	322.8	300.8	462.4	592.5	793.9	利润率					
加:营业外净收支	21.2	38.3	29.6	33.2	31.9	毛利率	34.5%	35.1%	36.8%	37.0%	37.0%
利润总额	344.0	339.1	492.0	625.7	825.8	营业利润率	12.2%	10.9%	14.7%	16.0%	18.0%
减:所得税	51.4	65.1	98.4	125.1	165.2	净利润率	10.9%	9.0%	11.4%	12.4%	13.6%
净利润	286.8	247.3	358.2	460.5	601.7	EBITDA/营业收入	16.6%	17.3%	19.8%	20.1%	21.0%
						EBIT/营业收入	13.5%	13.1%	16.0%	16.7%	18.0%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	126	160	148	127	106
货币资金	270.4	354.6	407.6	567.1	656.2	流动营业资本周转天数	114	150	150	133	136
交易性金融资产	2.8	-	-	-	-	流动资产周转天数	270	283	293	275	275
应收账款	79.1	78.2	138.6	111.3	173.6	应收账款周转天数	14	10	12	12	12
应收票据	0.5	-	1.2	0.2	1.2	存货周转天数	168	169	167	164	165
预付账款	221.3	23.8	365.4	94.3	397.1	总资产周转天数	528	560	540	478	441
存货	1,261.3	1,321.6	1,590.8	1,781.5	2,256.1	投资资本周转天数	300	357	337	286	260
其他流动资产	157.3	563.4	259.9	326.9	383.4	投资回报率					
可供出售金融资产	64.6	64.6	64.6	64.6	64.6	ROE	12.2%	9.8%	13.1%	15.1%	17.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.2%	6.1%	8.1%	10.1%	11.3%
长期股权投资	51.7	53.0	53.0	53.0	53.0	ROIC	16.1%	11.6%	13.6%	17.0%	21.3%
投资性房地产	429.6	413.3	413.3	413.3	413.3	费用率					
固定资产	1,176.4	1,275.7	1,308.7	1,302.9	1,283.5	销售费用率	8.7%	9.8%	9.8%	9.6%	9.4%
在建工程	191.1	228.4	149.0	101.4	60.7	管理费用率	10.9%	12.0%	10.9%	10.5%	9.5%
无形资产	114.1	107.2	104.4	101.6	98.7	财务费用率	1.3%	2.2%	1.3%	0.7%	0.0%
其他非流动资产	38.9	39.3	29.4	27.1	23.8	三费/营业收入	20.9%	24.0%	22.0%	20.8%	18.9%
资产总额	4,059.0	4,523.1	4,885.9	4,945.1	5,865.2	偿债能力					
短期债务	100.0	20.0	270.2	-	-	资产负债率	35.6%	38.1%	37.4%	31.1%	34.0%
应付账款	459.4	388.8	560.0	558.3	768.3	负债权益比	55.4%	61.6%	59.8%	45.2%	51.6%
应付票据	52.9	52.6	75.1	71.1	101.4	流动比率	2.39	3.22	2.04	3.17	2.92
其他流动负债	219.8	266.6	447.7	280.0	456.4	速动比率	0.88	1.40	0.87	1.21	1.22
长期借款	108.6	88.6	-	-	-	利息保障倍数	10.72	5.92	12.77	23.93	-493.31
其他非流动负债	505.8	907.9	475.2	629.6	670.9	分红指标					
负债总额	1,446.4	1,724.5	1,828.3	1,539.0	1,997.0	DPS(元)	0.11	0.10	0.15	0.19	0.25
少数股东权益	257.9	284.6	320.0	360.1	419.0	分红比率	30.6%	32.2%	33.0%	33.0%	33.0%
股本	796.6	796.6	796.6	796.6	796.6	股息收益率	0.7%	0.6%	0.9%	1.1%	1.5%
留存收益	1,541.6	1,701.0	1,940.9	2,249.5	2,652.6						
股东权益	2,612.5	2,798.6	3,057.6	3,406.2	3,868.3						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	EPS(元)	0.36	0.31	0.45	0.58	0.76
净利润	292.6	274.1	358.2	460.5	601.7	BVPS(元)	2.96	3.16	3.44	3.82	4.33
加:折旧和摊销	86.4	120.1	119.2	126.3	132.9	PE(X)	46.5	53.9	37.2	28.9	22.2
资产减值准备	0.8	3.1	-	-	-	PB(X)	5.7	5.3	4.9	4.4	3.9
公允价值变动损失	-0.3	0.1	-	-	-	P/FCF	-2,017.1	105.2	93.7	49.5	59.1
财务费用	32.4	61.3	39.3	25.8	-1.6	P/S	5.0	4.8	4.3	3.6	3.0
投资损失	-10.3	-29.1	-40.0	-45.0	-50.0	EV/EBITDA	19.2	27.1	21.7	17.8	14.3
少数股东损益	5.8	26.8	35.4	40.0	59.0	CAGR(%)	19.6%	34.1%	21.3%	19.6%	34.1%
营运资金的变动	-363.1	-386.4	-2.8	-115.6	-480.2	PEG	2.4	1.6	1.7	1.5	0.6
经营活动产生现金流量	335.0	393.9	509.3	492.0	261.7	ROIC/WACC	1.5	1.1	1.3	1.6	2.0
投资活动产生现金流量	-376.5	-484.8	-30.0	-25.0	-20.0	REP	2.2	4.0	3.6	2.8	1.9
融资活动产生现金流量	-43.6	175.0	-426.3	-307.5	-152.6						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

苏铖声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034