

中炬高新（600872）

品类扩张+区域拓展+渠道完善， 优质低估值高成长标的

2017年07月07日

投资评级：买入（维持）

证券分析师 马浩博

执业资格证书号码：S0600515090002

mahb@dwzq.com.cn

021-60199762

投资要点：

■ **明晰品类定位，多元化扩张加速。**对比国外食品巨头，快消企业发展壮大通常三步路径：一是以优势单品打通渠道通路；二是品类扩张；三是形成平台，外延并购发展壮大。中炬高新正处于第二阶段初期，利用酱油形成的品牌与渠道优势，开始品类多元化发展。成熟品类为酱油，可预期的战略新品：（1）食用油：将新建30万吨产能，优势在于周转率高、与现有渠道协同，投资收益比高；（2）蚝油：将新建20万吨产能，优势在于毛利率高、市场空间大。此外酱料、醋等也具有发展潜力。7月1日订货会以新品为主效果良好，估计8月可投放市场，利于带动2H17营收提速。

■ **区域策略不同，按层级分别推进。**公司调味品成熟区域为东南地区（以广东、广西、海南、浙江、福建为主），合计占比约75%。区域扩张策略：优先发展沿海城市；重点发展中部与东北；加速推进西南与西北市场，具体来看：一线城市巩固消费量；二线城市提高渗透率；三四线城市由于品牌力不强，需采取根据地市场，以点带面发展。目前近300多地级市中，已覆盖约2/3，未来3年实现全覆盖。此外扩大销售人员规模与销售网点，用好体制外、结构内的力量（即经销商），共同推动市场开发与终端建设。

■ **完善餐饮薄弱环节，加强渠道管理。**厨邦餐饮是薄弱环节，公司采取措施：一是组织厨邦厨师顶级俱乐部，通过厨艺比赛等加强与厨师粘性，统一推广产品；二是聘请厨师顾问带动餐饮发展。目前公司渠道结构，流通：商超：餐饮为5.3:2，未来将逐步提升商超与餐饮渠道比例。渠道管理方面有强化趋势，一方面对品类进行可选与必选分类，根据公司战略引导经销商拿货；另一方面加强经销商培训，提升销售软实力。

■ **销售费用率应逐年增长，管理费用率呈下降趋势。**1Q17销售费用中，如广告费用等并未完全体现，考虑到确认时点问题，季度间费用率可能不均衡，总体看要实现空白市场覆盖、营收增长，销售费用应是逐年增大。未来是依靠降低管理费用率，提升毛利率，来支撑利润增长。公司管理费用率（8.7%）高于海天（4.2%），主因在于信息化程度不高。16年对于订单、供应链与管理系统做了五年规划，未来有望通过流程优化实现人均管理效率提升，规模增加后费用率将呈降低趋势。

■ **盈利预测与估值：**预计17-19年公司净利+32%、+31%、+25%，EPS分别为0.60、0.79、0.98元，最新PE分别为31、23、19倍。当前市值147亿，扣除地产后117亿，相当于调味品PE仅24倍，大幅低于目前海天31倍估值水平。中炬收入31.6亿，相当于海天1/4水平，而市值只有海天1/8，估值优势明显。考虑公司调味品业绩增长确定，万科大涨前海压力减轻，投资者对于前海担忧情绪释放，维持“买入”投资评级。

■ **风险提示：**前海人寿带来不确定性、调味品销售进度不达预期、原料价格大幅上涨，食品安全事件。

证券分析师 张宇光

执业资格证书号码：S0600517040003

zhangyug@dwzq.com.cn

0755-23945049

股价走势



市场数据

收盘价（元）	18.15
一年最低价/最高价	11.72/18.99
市净率	4.96
流通市值（亿）	145

基础数据

每股净资产	3.66
资产负债率	35.62
总股本（百万股）	796.64
流通股A股（百万股）	796.64

相关研究

1. 中炬高新：主业增长无忧，关注前海变局——20170531
2. 中炬高新：1Q17业绩超预期，调味品扩产大有可为——20170425

东吴证券研究所

图表 1: 中炬高新三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2799.5	4125.5	4422.0	4770.5	营业收入	3158.0	3742.9	4376.2	5001.1
现金	441.4	1506.0	1389.9	1337.9	营业成本	1999.4	2325.3	2674.4	3008.9
应收款项	70.6	94.9	110.9	126.8	营业税金及附加	41.7	49.4	57.8	66.0
存货	1342.2	1561.0	1795.4	2020.0	营业费用	275.4	344.4	402.6	470.1
其他	945.3	963.6	1125.8	1285.8	管理费用	348.9	411.7	485.8	540.1
非流动资产	2111.3	2340.5	2554.4	2758.4	财务费用	63.2	30.2	42.7	47.1
长期股权投资	48.9	48.9	48.9	48.9	投资净收益	45.4	45.4	45.4	45.4
固定资产	1459.4	1693.3	1911.8	2120.3	其他	-7.4	0.0	0.0	0.0
无形资产	143.2	138.4	133.8	129.3	营业利润	467.4	627.3	758.4	914.2
其他	459.9	459.9	459.9	459.9	营业外净收支	18.9	18.9	18.9	18.9
资产总计	4910.9	6466.0	6976.4	7528.9	利润总额	486.3	646.2	777.2	933.1
流动负债	855.0	2115.7	2271.9	2399.3	所得税费用	76.0	103.4	124.4	149.3
短期借款	50.0	1200.0	1200.0	1200.0	少数股东损益	47.9	63.4	26.1	0.0
应付账款	286.5	370.9	404.9	467.8	归属母公司净利润	362.4	479.5	626.8	783.8
其他	518.5	544.8	667.0	731.6	EBIT	492.6	612.2	755.7	915.9
非流动负债	966.7	966.7	966.7	966.7	EBITDA	614.7	751.6	918.3	1100.5
长期借款	58.6	58.6	58.6	58.6	重要财务与估值指标				
其他	908.2	908.2	908.2	908.2	每股收益(元)	0.45	0.60	0.79	0.98
负债总计	1821.8	3082.5	3238.7	3366.1	每股净资产(元)	3.51	3.84	4.27	4.80
少数股东权益	289.8	324.2	338.4	338.4	发行在外股份(百万股)	796.6	796.6	796.6	796.6
归属母公司股东权益	2799.3	3059.3	3399.3	3824.5	ROIC(%)	10.6%	12.0%	13.3%	14.4%
负债和股东权益总计	4910.9	6466.0	6976.4	7528.9	ROE(%)	12.9%	15.7%	18.4%	20.5%
现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	36.7%	37.9%	38.9%	39.8%
经营活动现金流	676.7	500.1	547.2	695.3	EBIT Margin(%)	15.6%	16.4%	17.3%	18.3%
投资活动现金流	-404.0	-366.2	-376.5	-388.6	销售净利率(%)	11.5%	12.8%	14.3%	15.7%
筹资活动现金流	-186.0	930.6	-286.8	-358.6	资产负债率(%)	37.1%	47.7%	46.4%	44.7%
现金净增加额	86.8	1064.6	-116.1	-52.0	收入增长率(%)	14.5%	18.5%	16.9%	14.3%
企业自由现金流	346.2	139.4	164.5	292.3	净利润增长率(%)	46.5%	32.3%	30.7%	25.1%

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>