



中炬高新：营收略超预期， 继续重点推荐

中炬高新(600872.CH/人民币 21.34, 买入)公布 2017 年中报, 17 年上半年实现营收 18.0 亿, 同比增 21.1%, 归母净利 2.1 亿, 同比增 47.5%, 每股收益 0.26 元。公司营收增速略超预期, 归母净利增速符合预期。行业景气度高, 渠道提前备货基本消化完毕, 未来轻装上阵, 业绩弹性高, 继续重点推荐。预计中炬高新 17-19 年每股收益分别为 0.64、0.83、1.03 元/股, 分别同比增 40%、31%、23%。维持给予调味品业务 18 年市盈率 30 倍, 对应 1 年目标价 28.70 元, 维持买入评级。

事件

中炬高新公布 2017 年中报, 17 年上半年实现营收 18.0 亿, 同比增 21.1%, 归母净利 2.1 亿, 同比增 47.5%, 每股收益 0.26 元, 2 季度营收 8.3 亿, 同比增 11.3%, 归母净利 1.0 亿, 同比增 24.3%。

点评

17 年上半年收入增 21.1%, 其中 2 季度收入增 11.3%, 略超预期。原因: (1) 行业景气度高。消费升级推动调味品行业量价齐升, 海天与千禾 17 年上半年营收皆保持同比高增速。(2) 省内渠道下沉+新品放量, 省外空白区域扩张, 17 年上半年美味鲜公司营收 17.5 亿, 同比增 21.7%。根据草根调研, 酱油收入增速略高于 20%, 其中爆款酱油单品味极鲜增速更高, 鸡精鸡粉收入增速 10-15%, 蚝油、醋类、料酒、食用油、罐头等收入增速快于酱油, 为营收增长注入新动能。我们认为, 2 季度中炬调味品收入双位数增速表明 1 季度渠道提前备货已经基本消化完毕, 未来轻装上阵, 产品提价 5% 的效果 2 季度开始体现, 下半年调味品收入维持 20%+ 增速没有问题。

17 年上半年净利率大幅提升, 同比增 2.4 个百分点, 未来将持续向海天靠拢。

(1) 阳西基地新产能不断释放, 效率提升, 同时提价覆盖了成本上涨压力, 17 年上半年中炬毛利率同比增 2.3 个百分点。虽然 2 季度毛利率同比持平, 环比降 1.1 个百分点, 估计由于季度间成本确认存在差异, 低毛利率产品占比阶段性上升, 分季度看仍然处于历史第二高点, 仅次于 17 年 1 季度。(2) 17 年上半年中炬管理费用率同比降 2.6 个百分点, 虽主要受营改增调整与研发支出减少影响, 但下降趋势已经显现, 财务费用率同比降 0.4 个百分点。

(3) 17 年上半年销售费用率同比增 2.7 个百分点, 主要因运输费用、业务经费及促销费用增加, 因过去中炬销售费用率偏低, 我们认为适度增长将带动产品销售, 实现业绩提速。

阳西基地 65 万吨新项目开工, 继续多品类拓展。阳西美味鲜公司食品生产项目开工, 总投资 16.25 亿元, 截至 6 月 30 日, 累计投资 0.66 亿, 继续多品类拓展, 产能包括蚝油、醋类、料酒、食用油。

地产业务短期受限中山市 3 月调控新政, 但不改房地产巨大增值空间。17 年地产业务确认收入估计低于 16 年, 但不改房地产巨大增值空间, 最保守估计, 扣除土地增值税与所得税, 房地产价值至少 33 亿。

盈利预测

预计中炬高新 17-19 年每股收益分别为 0.64、0.83、1.03 元/股, 分别同比增 40%、31%、23%。维持给予调味品业务 18 年市盈率 30 倍, 对应 1 年目标价 28.70 元, 维持买入评级。

风险提示

大股东前海人寿退出、新产能投产速度不及预期、竞争加剧。

相关研究报告

《中炬高新深度报告：受益戴维斯双升效应，市值成长空间巨大》2017.8.22

《食品饮料行业周报：优质食品股还有较大空间，重点关注中炬高新和伊利股份》2017.8.21

《食品饮料行业周报：食品可攻，白酒可守》2017.8.14

《食品饮料行业周报：白酒趋势向好、估值合理，食品重点关注中炬高新》2017.8.7

《食品饮料行业周报：竞争结构改善、跳跃式消费升级，继续推荐白酒》2017.7.17

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料

汤玮亮

证券投资咨询业务证书编号：S1300517040002
(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

图表 1. 2017 中报快读：营收、归母净利分别同比增 21.1%、47.5%

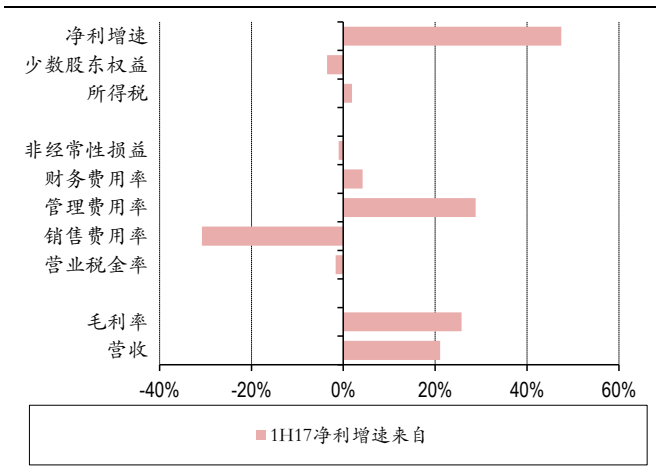
(人民币, 百万)	2Q16	2Q17	同比增长(%)	1H16	1H17	同比增长(%)
营业收入	746	830	11.3	1,490	1,804	21.1
营业成本	458	510	11.3	941	1,098	16.7
毛利率(%)	38.5	38.5	0.0	36.8	39.1	2.3
毛利	288	320	11.3	549	706	28.6
营业税金及附加	7	10	41.8	16	22	37.4
销售费用	81	113	39.9	158	241	52.2
管理费用	88	73	(17.6)	168	157	(6.4)
财务费用	16	15	(2.2)	30	30	(1.1)
资产减值损失	1	2	75.0	1	5	276.8
公允价值变动收益	0	0	0.0	0	0	0.0
投资收益	12	19	58.2	23	34	44.3
营业利润	107	126	18.1	198	284	43.2
营业利润率(%)	14.3	15.1	0.9	13.3	15.7	2.4
营业外收入	1	1	15.6	2	3	37.9
营业外支出	1	2	279.1	1	6	299.2
利润总额	107	124	16.7	199	282	41.3
所得税	21	19	(11.5)	39	45	13.4
所得税率(%)	22.4	17.6	(4.8)	22.5	17.8	(4.7)
少数股东权益	9	10	18.4	17	26	53.9
归属于母公司净利润	77	95	24.3	143	211	47.5
净利率(%)	11.5	12.7	1.3 个百分点	10.7	13.1	2.4 个百分点
每股收益(元)	0.10	0.12	24.3	0.18	0.26	47.5

资料来源：万得，中银证券

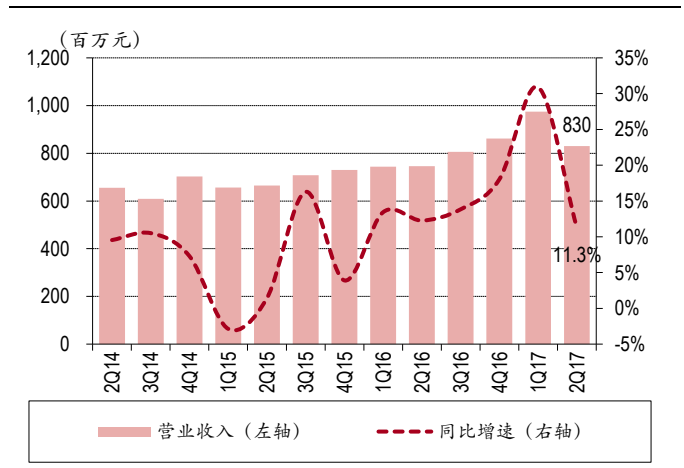
图表 2. 主要子公司：美味鲜公司营收同比增 21.7%

(人民币, 百万)	1H16	2H16	1H17
广东美味鲜调味食品有限公司			
持股比例(%)	100	100	100
营业收入	1,436	1,472	1,748
同比增长(%)	13.4	8.1	21.7
净利率(%)	13.0	16.0	15.2
同比提升	2.4pct	3.3pct	2.2pct
广东中汇合创房地产有限公司			
持股比例(%)	79.2	79.2	79.2
营业收入	0.1	92.5	2.7
净利	0.6	19.3	1.8
中山中炬精工机械有限公司			
持股比例(%)	50	50	50
营业收入	35.9	36.3	36.7
同比增长(%)	1.4	26.0	2.1
净利率(%)	9.4	18.1	10.7
同比提升	(1.5)pct	9.5pct	1.3pct

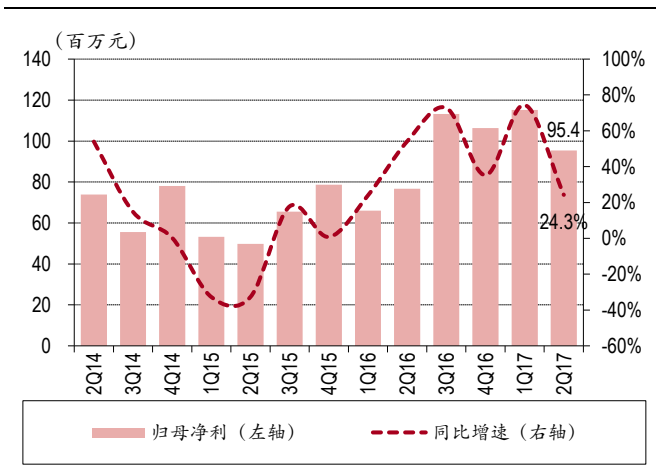
资料来源：万得，中银证券

图表 3. 营收增长和毛利率提升是业绩增长的主要原因


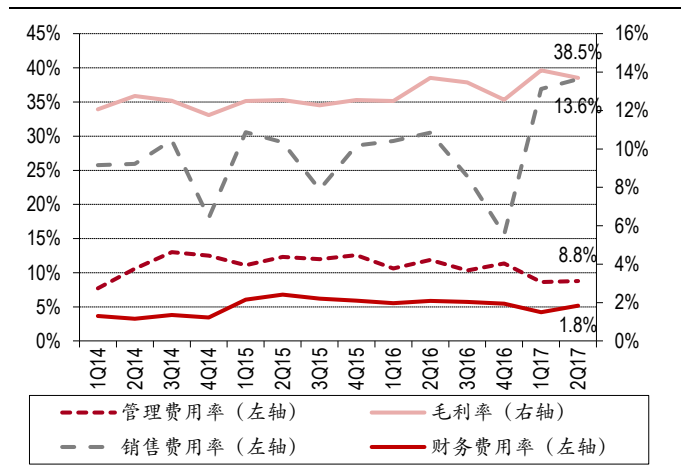
资料来源：万得，中银证券

图表 4. 2Q17 营收同比增 11.3%


资料来源：万得，中银证券

图表 5. 2Q17 归母净利润同比增 24.3%


资料来源：万得，中银证券

图表 6. 2Q17 毛利率 38.5%，销售费用率 13.6%


资料来源：万得，中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
- 未有评级（NR）。

行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371