

2017年09月11日

公司研究

评级：买入（维持）

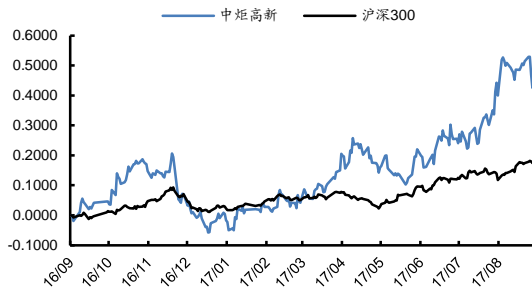
研究所

证券分析师：余春生 S0350513090001
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn
证券分析师：陈鹏 S0350517070001
0755-83702462 chenp02@ghzq.com.cn

推出酱类新品，稳健增长可期

——中炬高新（600872）调研简报

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
中炬高新	0.3	18.6	41.6
沪深300	4.9	7.0	15.3

市场数据

2017-09-08

当前价格（元）	20.78
52周价格区间（元）	13.30 - 22.45
总市值（百万）	16554.12
流通市值（百万）	16554.12
总股本（万股）	79663.72
流通股（万股）	79663.72
日均成交额（百万）	130.18
近一月换手（%）	23.15

相关报告

《中炬高新（600872）中报点评：业绩符合预期，毛利率提升空间大》——2017-08-29

《中炬高新（600872）：龙头受益消费升级，盈利能力仍可提升》——2017-07-23

《中炬高新（600872）业绩预告点评：业绩符合预期，毛利率仍可提升》——2017-07-17

《中炬高新（600872）2016年年报点评：一季度收入超预期增长，地产位于粤港澳大湾区》——2017-04-24

《中炬高新（600872）调研简报：调味品业务稳健增长，再融资新规出台释放定增风险》——2017-02-22

投资要点：

■ **多品类协同发展：**公司积极进行产能和品类扩张，打造综合调味品平台。2017年4月，公司公告实施阳西美味鲜食品生产项目的投资计划，项目总投资为16.25亿元，建成后新增各类调味品及相关食品65万吨，其中30万吨食用油，20万吨耗油，10万吨料酒，5万吨醋，达产后公司将充分利用现有品牌和渠道实现多品类协同发展。同时，上半年推出厨邦黄豆酱、海鲜酱、叉烧酱、柱侯酱、排骨酱等12款酱料，有助于带动下半年营收增长。

■ **涨价影响基本消化：**公司二季度收入同比增长11%，收入增速较一季度放缓，主要是公司为了应对成本上升压力，2017年4月对旗下产品提价，出厂价提价5%-8%，终端价提价8%-10%左右，经销商提前进行备货，透支了二季度的业绩。总体来看，消费者对提价接受度较高，提价对下游需求冲击较小，目前渠道库存较低，终端动销正常。提价后渠道盈利改善，预计公司经销商盈利水平较行业龙头高出5%左右，渠道积极性进一步提升。

■ **市场拓展不断推进：**公司将全国市场分为五级，一、二、三级市场所在的东南五省是主销区域，收入占比70%以上，收入基数较大，成熟度较高，未来主要采取渠道下沉的策略，一、二级市场下沉到乡镇，三级市场下沉到县。目前四、五级市场基数低、增速快，是未来重点发展区域，渠道要分别覆盖到地市和省会。公司餐饮渠道占20%，终端消费80%，餐饮渠道占比一直较小，公司正加大餐饮市场的开拓力度：（1）请专业人士参与厨邦厨师顶级俱乐部，主要是厨艺比赛等活动，比如5月23日在北京举办全国凉菜大赛，由于凉菜具有标准化生产、毛利率高、适合统一推广等优点，对公司提升餐饮渠道帮助较大。（2）聘请厨师顾问，通过顾问推广来带动餐饮发展。

■ **投资建议：**暂不考虑增发对公司业绩及股本的影响，预计公司2017-2019年EPS分别为0.60元、0.76元、0.91元，对应PE分别为34X、27X、22X，公司受益消费升级和集中度提升，卡位主流价格带，稳健增长可期，盈利能力仍可提升，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**公司非公开发行不确定性；新品不达预期

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

预测指标	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入 (百万元)	3157.99	3736.72	4373.30	5057.00
增长率 (%)	14.48%	18.33%	17.04%	15.63%
净利润 (百万元)	362.37	478.64	604.83	728.54
增长率 (%)	46.55%	32.09%	26.37%	20.45%
摊薄每股收益 (元)	0.45	0.60	0.76	0.91
ROE (%)	12.31%	14.59%	16.25%	17.05%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 中炬高新盈利预测表 (暂不考虑增发对公司业绩及股本的影响)

2017-09-0									
证券代码:	600872.SH		股价:	20.78	投资评级:	买入	日期:	8	
财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					每股指标				
ROE	12.31%	14.59%	16.25%	17.05%	EPS	0.45	0.60	0.76	0.91
毛利率	36.69%	39.00%	39.80%	40.50%	BVPS	3.88	4.36	4.99	5.74
期间费率	21.77%	22.01%	21.22%	20.97%	估值				
销售净利率	11.47%	12.81%	13.83%	14.41%	P/E	45.00	34.07	26.96	22.38
成长能力					P/B	5.28	4.70	4.11	3.56
收入增长率	14.48%	18.33%	17.04%	15.63%	P/S	5.16	4.36	3.73	3.22
利润增长率	46.55%	32.09%	26.37%	20.45%					
营运能力					利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
总资产周转率	0.67	0.73	0.77	0.79	营业收入	3158	3737	4373	5057
应收账款周转率	66.82	78.56	78.17	77.73	营业成本	1999	2279	2633	3009
存货周转率	1.50	1.59	1.60	1.59	营业税金及附加	42	49	58	67
偿债能力					销售费用	275	336	394	455
资产负债率	0.37	0.36	0.34	0.32	管理费用	349	430	481	556
流动比	3.27	3.40	3.57	3.77	财务费用	63	57	53	49
速动比	1.70	1.79	1.91	2.07	其他费用/(-收入)	126	135	138	141
资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	营业利润	467	623	793	959
现金及现金等价物	441	655	962	1364	营业外净收支	19	19	19	19
应收款项	44	52	60	70	利润总额	486	642	812	978
存货净额	1342	1530	1767	2020	所得税费用	76	100	127	153
其他流动资产	879	879	879	879	净利润	410	542	685	825
流动资产合计	2800	3223	3793	4475	少数股东损益	48	63	80	96
固定资产	1216	1392	1430	1471	归属于母公司净利润	362	479	605	729
在建工程	243	100	100	100	现金流量表 (百万元)				
无形资产及其他	143	161	173	179	经营活动现金流	299	559	672	801
长期股权投资	49	49	49	49	净利润	410	542	685	825
资产总计	4911	5384	6001	6728	少数股东权益	290	353	433	529
短期借款	20	20	20	20	折旧摊销	126	135	138	141
应付款项	287	327	377	431	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	200	232	271	314	营运资金变动	-254	-118	-148	-157
其他流动负债	1	1	1	1	投资活动现金流	1	-128	-128	-128
流动负债合计	855	947	1062	1186	资本支出	-71	-150	-150	-150
长期借款及应付债券	953	953	953	953	长期投资	-44	-35	-35	-35
其他长期负债	0	0	0	0	其他	59	0	0	0
长期负债合计	967	967	967	967	筹资活动现金流	-202	-217	-237	-271
负债合计	1822	1914	2029	2152	债务融资	-30	0	0	0
股本	797	797	797	797	权益融资	3	3	3	3
股东权益	3089	3470	3972	4575	其它	0	-16	0	0
负债和股东权益总计	4911	5384	6001	6728	现金净增加额	98	213	307	402

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，8年实业工作经验，7年证券从业经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业研究。
陈鹏，武汉大学金融学硕士，4年证券研究经验，从事食品饮料行业研究。

【分析师承诺】

余春生、陈鹏，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。