

## 理性看待单月波动，坚守长期空间

■**理性看待单月波动，建议参考累计数据：**渠道调研反馈，八月份调味品收入增速不到10%，与七月份相比明显放缓，但我们认为应理性对待单月数据，原因如下：1) **去年同期基数较高**，16年八月份公司大力推广食用油新品，单月即做到几千万的收入规模，若剔除这一因素，我们估算八月份其他调味品的实际收入增速仍在15%以上；2) **淡季尚未发力**，七八月份为调味品行业淡季，渠道反馈公司目前销售推广活动力度较低，仅仅依靠自然增长，目前调味品业务一至八月份累计增速仍保持在18-20%的合理区间。

■**旺季发力可期，利润端弹性更优：**九月份起调味品行业将逐渐转入旺季，持续看好公司旺季发力的空间：一方面，公司于一季度末提价，提价效应在下半年将得到更为充分的体现，有望助力收入加速增长和毛利率提升；另一方面，七八月份在公司层面对销售投入较少的情况下仍实现近20%的增长，除二季度末部分单品供应不足致七月份存在补库存效应外，也侧面反映了终端良好的动销情况，且渠道库存目前处于合理状态，预计随旺季及年底考核的临近，公司将会加大推广力度，九月份起销售表现有望再上一层楼，但18年春节同比晚近20天，渠道备货节奏可能慢于去年，可能对四季度增速存在一定影响。费用方面，预计公司销售费用投入绝对值仍会增加，但随规模效应扩大及费用管控不断强化，费用增速会慢于收入，费用率仍有下行空间，利润端将受益于毛利率提升和费用率下降展现出更高弹性。

■**地产业务持续升值，实际控制人变更风险无需过度担忧：**据中山国土局官网信息，中山市土地拍卖成交均价持续走高，公司地产业务有望随之长期受益，我们仍维持44亿土地估值。关于第一大股东前海是否完成实际控制人变更的可能干扰，我们认为目前市场预期已回落至较低水平，无需过度担忧。

■**投资建议：**预计美味鲜17年归母净利润约4.8亿，调味品业务对应17年约25倍市盈率，考虑到公司成长性及板块估值水平明显低估。维持买入-A评级和目标价27.60元，对应总市值220亿，其中调味品业务目标市值176亿，对应18年调味品业务约27倍市盈率。

■**风险提示：**下游需求不及预期，实际控制人变更存不确定性。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	2,758.8	3,158.0	3,868.1	4,699.6	5,724.6
净利润	247.3	362.4	501.8	669.6	905.2
每股收益(元)	0.31	0.45	0.63	0.84	1.14
每股净资产(元)	3.16	3.51	3.92	4.48	5.24

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	66.8	45.6	32.9	24.7	18.2
市净率(倍)	6.6	5.9	5.3	4.6	4.0
净利率	9.0%	11.5%	13.0%	14.2%	15.8%
净资产收益率	9.8%	12.9%	16.1%	18.8%	21.7%
股息收益率	0.5%	0.7%	1.0%	1.3%	1.8%
ROIC	11.6%	15.2%	18.0%	21.6%	31.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

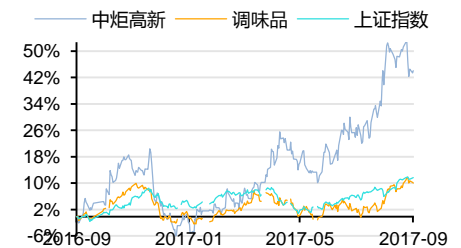
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6个月目标价：**27.60元**  
股价(2017-09-12) **20.72元**

### 交易数据

总市值(百万元)	16,506.32
流通市值(百万元)	16,506.32
总股本(百万股)	796.64
流通股本(百万股)	796.64
12个月价格区间	13.63/21.95元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.24	12.71	27.71
绝对收益	3.08	20.34	39.55

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：天时地利人和俱齐，规模和盈利趋势向好/苏铖 2017-08-27
- 中炬高新：三季度开局大好，长期空间已经打开/苏铖 2017-08-20
- 中炬高新：成长性显现，H2 加速增长可期/苏铖 2017-07-13
- 中炬高新：中长期逻辑已奠定，一季报再超预期/苏铖 2017-04-23
- 中炬高新：渠道调研反馈积极，一季报有望超预期/苏铖 2017-04-17

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	2,758.6	3,158.0	3,868.1	4,699.6	5,724.6	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1,791.2	1,999.4	2,378.6	2,865.2	3,471.0	营业收入增长率	4.4%	14.5%	22.5%	21.5%	21.8%
营业税费	29.5	41.7	50.3	61.1	74.8	营业利润增长率	-6.8%	55.4%	40.1%	35.4%	36.2%
销售费用	270.4	275.4	395.0	467.3	537.8	净利润增长率	-13.8%	46.5%	38.5%	33.4%	35.2%
管理费用	331.3	348.9	396.6	437.2	474.1	EBITDA 增长率	8.7%	36.9%	25.7%	27.9%	29.1%
财务费用	61.2	63.2	30.6	20.2	-2.6	EBIT 增长率	1.7%	46.6%	29.2%	32.3%	32.9%
资产减值损失	3.1	7.4	2.0	2.0	2.0	NOPLAT 增长率	-3.4%	53.0%	28.6%	32.3%	32.9%
加:公允价值变动收益	-0.1	-	-	-	-	投资资本增长率	16.9%	8.2%	10.3%	-8.6%	25.2%
投资和汇兑收益	29.1	45.4	40.0	40.0	40.0	净资产增长率	7.1%	10.4%	12.6%	15.7%	18.3%
<b>营业利润</b>	300.8	467.4	655.0	886.7	1,207.5	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	38.3	18.9	23.8	24.4	24.0	毛利率	35.1%	36.7%	38.5%	39.0%	39.4%
<b>利润总额</b>	339.1	486.3	678.9	911.0	1,231.5	营业利润率	10.9%	14.8%	16.9%	18.9%	21.1%
减:所得税	65.1	76.0	108.6	145.8	197.0	净利润率	9.0%	11.5%	13.0%	14.2%	15.8%
<b>净利润</b>	247.3	362.4	501.8	669.6	905.2	EBITDA/营业收入	17.3%	20.7%	21.2%	22.3%	23.7%
						EBIT/营业收入	13.1%	16.8%	17.7%	19.3%	21.0%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	固定资产周转天数	160	142	114	95	76
货币资金	354.6	441.4	502.9	1,224.3	1,139.9	流动营业资本周转天数	150	163	163	140	136
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	283	293	292	286	287
应收账款	78.2	70.6	162.4	95.1	214.2	应收账款周转天数	10	8	11	10	10
应收票据	-	-	1.0	0.3	0.4	存货周转天数	169	152	155	153	150
预付账款	23.8	65.9	282.8	30.7	317.4	总资产周转天数	560	538	485	440	409
存货	1,321.6	1,342.2	1,988.1	1,998.7	2,772.6	投资资本周转天数	357	350	312	258	228
其他流动资产	563.4	879.4	533.4	658.7	690.5	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	64.6	61.8	61.8	62.7	62.1	ROE	9.8%	12.9%	16.1%	18.8%	21.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.1%	8.4%	10.3%	12.8%	14.7%
长期股权投资	53.0	48.9	48.9	48.9	48.9	ROIC	11.6%	15.2%	18.0%	21.6%	31.4%
投资性房地产	413.3	361.5	361.5	361.5	361.5	<b>费用率</b>					
固定资产	1,275.7	1,216.3	1,243.5	1,229.4	1,200.7	销售费用率	9.8%	8.7%	10.2%	9.9%	9.4%
在建工程	228.4	243.1	157.9	106.7	63.4	管理费用率	12.0%	11.0%	10.3%	9.3%	8.3%
无形资产	107.2	143.2	136.1	129.0	121.9	财务费用率	2.2%	2.0%	0.8%	0.4%	0.0%
其他非流动资产	39.3	36.6	32.5	29.3	25.6	三费/营业收入	24.0%	21.8%	21.3%	19.7%	17.6%
<b>资产总额</b>	4,523.1	4,910.9	5,512.6	5,975.5	7,019.1	<b>偿债能力</b>					
短期债务	20.0	20.0	219.6	-	-	资产负债率	38.1%	37.1%	36.9%	32.7%	32.2%
应付账款	388.8	379.2	686.2	560.7	905.5	负债权益比	61.6%	59.0%	58.5%	48.5%	47.5%
应付票据	52.6	50.0	88.6	72.4	119.5	流动比率	3.22	3.27	2.75	3.68	3.63
其他流动负债	266.6	405.8	266.8	456.5	387.8	速动比率	1.40	1.70	1.18	1.84	1.67
长期借款	88.6	58.6	-	-	-	利息保障倍数	5.92	8.39	22.43	44.83	-472.34
其他非流动负债	907.9	908.2	774.0	863.3	848.5	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	1,724.5	1,821.8	2,035.2	1,952.9	2,261.3	DPS(元)	0.10	0.14	0.21	0.28	0.37
少数股东权益	284.6	289.8	358.3	453.9	583.2	分红比率	32.2%	30.8%	33.0%	33.0%	33.0%
股本	796.6	796.6	796.6	796.6	796.6	股息收益率	0.5%	0.7%	1.0%	1.3%	1.8%
留存收益	1,701.0	1,986.3	2,322.5	2,772.1	3,377.9						
<b>股东权益</b>	2,798.6	3,089.1	3,477.4	4,022.6	4,757.8						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>						EPS(元)	0.31	0.45	0.63	0.84	1.14
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	BVPS(元)	3.16	3.51	3.92	4.48	5.24
净利润	274.1	410.3	501.8	669.6	905.2	PE(X)	66.8	45.6	32.9	24.7	18.2
加:折旧和摊销	120.1	126.1	135.1	142.3	149.1	PB(X)	6.6	5.9	5.3	4.6	4.0
资产减值准备	3.1	7.4	-	-	-	P/FCF	130.3	162.7	96.6	19.6	203.2
公允价值变动损失	0.1	-	-	-	-	P/S	6.0	5.2	4.3	3.5	2.9
财务费用	61.3	60.9	30.6	20.2	-2.6	EV/EBITDA	27.1	17.8	20.6	15.4	12.1
投资损失	-29.1	-45.4	-40.0	-40.0	-40.0	CAGR(%)	40.8%	36.1%	24.9%	40.8%	36.1%
少数股东损益	26.8	47.9	68.4	95.7	129.3	PEG	1.6	1.3	1.3	0.6	0.5
营运资金的变动	-386.4	-154.0	-389.7	232.8	-886.0	ROIC/WACC	1.1	1.5	1.7	2.1	3.0
<b>经营活动产生现金流量</b>	393.9	676.7	306.2	1,120.6	255.0	REP	3.9	2.5	2.8	2.4	1.4
<b>投资活动产生现金流量</b>	-484.8	-404.0	-30.0	-30.9	-29.4						
<b>融资活动产生现金流量</b>	175.0	-186.0	-214.8	-368.2	-310.1						

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	
	章政	021-35082861	zhangzheng@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	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

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