

2017年12月27日

公司研究

评级：买入（维持）

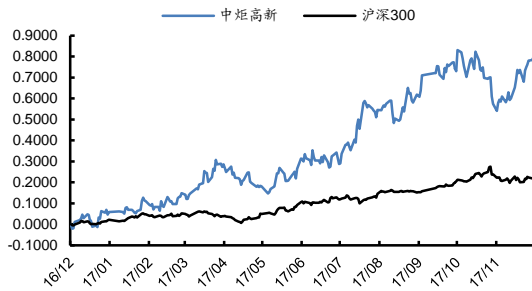
研究所

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

## 调味品稳健增长，盈利能力持续提升

### ——中炬高新（600872）动态点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
中炬高新	14.3	11.6	80.3
沪深300	0.1	6.1	22.2

市场数据	2017-12-26
当前价格（元）	24.87
52周价格区间（元）	13.30 - 25.35
总市值（百万）	19812.37
流通市值（百万）	19812.37
总股本（万股）	79663.72
流通股（万股）	79663.72
日均成交额（百万）	126.10
近一月换手（%）	14.42

相关报告

《中炬高新（600872）季报点评：调味品快速增长，毛利率仍可提升》——2017-10-29

《中炬高新（600872）调研简报：推出酱类新品，稳健增长可期》——2017-09-11

《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

## 投资要点：

- 集中度提升大势所趋，龙头企业受益。**日本酱油行业CR5高达60%，第一名龟甲万更是达到30%以上，而我国酱油行业集中度低，CR5不到27%，龙头海天目前市场份额只有15%，集中度还有较大的提升空间。长期来看，在消费升级的大背景下，消费者会越来越重视品牌、品质和产品口味，同时，随着食品安全和健康越来越受到重视，调味品相关的国家标准和行业标准会越来越严格，没有资金、技术、创新实力的小企业会被逐步淘汰，市场份额会逐步向具备品牌优势及产品创新能力的企业集中。在集中度提升的大趋势下，中炬高新作为仅次于海天的调味品公司，具备产品、品牌、渠道优势，将有望挤占中小厂家的份额，获得超越行业的增长。
- 公司卡位主流价格带，稳健增长可期。**随着居民收入提升，经济上已经具备从吃饱向吃好升级的条件，对吃的要求越来越高，酱油消费逐步升级，酱油消费的主流价格带从过去的5-7元上升到目前的8-10元，中炬高新主打产品的价格中枢位于8-10元，契合当前酱油消费的主流价格带。我们认为，调味品下游餐饮稳健增长，公司卡位当前酱油消费的主流价格带，叠加公司不断推新品，未来几年收入端稳健增长值得期待。
- 阳西基地逐步投产，盈利能力仍可提升。**横向来看，海天毛利率高达45%，千禾味业毛利率43%，公司产品定位高于海天，毛利率才不到40%，仍有提升空间，我们认为，公司毛利率提升主要来自三方面：（1）在消费升级的背景下，产品结构持续升级；（2）随着收入的持续增长，规模优势将会逐步显现；（3）阳西基地生产效率比中山基地高，随着阳西基地逐步建成投产，阳西基地在整体收入的占比会提升，带动毛利率提升。同时，公司积极推动信息化建设，管理费用率还有下降空间，毛利率上升和管理费用率下降共同推动盈利能力提升。
- 扣除土地价值，调味品业务估值低。**公司在城轨中山站北侧拥有可开发商住地1666亩，土地位于深中通道中山出口，地理位置非常好，660亩商业用地按400万元/亩估算，1006亩配套用地按100万元/亩估算（根据中山市国土资源局公布的土地拍卖价格计算均价进行

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%。

测算), 土地价值估计 36 亿元左右, 目前公司市值 196 亿元, 扣除土地价值后对应调味品市值 160 亿元, 预计公司 2018 年调味品业务净利润 6.5 亿元, 对应调味品业务估值不到 25X, 低于行业可比公司。

- **投资建议:** 基于审慎性考虑, 在定增没有完成前, 暂不考虑其对公司业绩和股本的影响, 预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.63 元、0.82 元、1.00 元, 对应 PE 分别为 40X、30X、25X, 公司受益集中度提升, 在产品结构升级、规模优势、生产效率提升的带动下, 盈利能力仍可提升, 调味品估值相对便宜, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 食品安全事件; 非公开发行不确定性; 新品不达预期; 土地价值的不确定性; 盈利能力提升的不确定性

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	3157.99	3751.53	4393.94	5064.22
增长率(%)	14.48%	18.80%	17.12%	15.25%
净利润(百万元)	362.37	499.29	652.21	798.99
增长率(%)	46.55%	37.78%	30.63%	22.51%
摊薄每股收益(元)	0.45	0.63	0.82	1.00
ROE(%)	12.31%	15.19%	17.39%	18.39%

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 (暂不考虑本次发行股份摊薄因素及收购影响)

证券代码:	600872.SH				股价:	24.87				投资评级:	买入				日期:	2017-12-26			
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E										
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
ROE	12.31%	15.19%	17.39%	18.39%	EPS	0.45	0.63	0.82	1.00										
毛利率	36.69%	40.00%	41.00%	42.00%	BVPS	3.88	4.37	5.04	5.87										
期间费率	21.77%	22.60%	21.35%	20.95%	<b>估值</b>														
销售净利率	11.47%	13.31%	14.84%	15.78%	P/E	54.67	39.68	30.38	24.80										
<b>成长能力</b>					P/B	6.41	5.69	4.93	4.24										
收入增长率	14.48%	18.80%	17.12%	15.25%	P/S	6.27	5.28	4.51	3.91										
利润增长率	46.55%	37.78%	30.63%	22.51%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>										
总资产周转率	0.67	0.73	0.77	0.79	营业收入	3158	3752	4394	5064										
应收账款周转率	66.82	78.70	78.19	77.61	营业成本	1999	2251	2592	2937										
存货周转率	1.50	1.58	1.59	1.58	营业税金及附加	42	50	58	67										
<b>偿债能力</b>					销售费用	275	461	534	608										
资产负债率	0.37	0.35	0.33	0.31	管理费用	349	330	352	405										
流动比	3.27	3.43	3.63	3.89	财务费用	63	56	53	48										
速动比	1.70	1.83	1.98	2.21	其他费用/(-收入)	126	135	138	141										
					<b>营业利润</b>	<b>467</b>	<b>641</b>	<b>843</b>	<b>1037</b>										
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	营业外净收支	19	19	19	19										
现金及现金等价物	441	682	1028	1496	<b>利润总额</b>	<b>486</b>	<b>660</b>	<b>862</b>	<b>1056</b>										
应收款项	44	52	61	70	所得税费用	76	99	129	158										
存货净额	1342	1511	1740	1972	<b>净利润</b>	<b>410</b>	<b>561</b>	<b>733</b>	<b>898</b>										
其他流动资产	879	879	879	879	少数股东损益	48	62	81	99										
<b>流动资产合计</b>	<b>2800</b>	<b>3231</b>	<b>3832</b>	<b>4558</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>362</b>	<b>499</b>	<b>652</b>	<b>799</b>										
固定资产	1216	1392	1430	1471															
在建工程	243	100	100	100	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>										
无形资产及其他	143	161	173	179	<b>经营活动现金流</b>	<b>299</b>	<b>592</b>	<b>725</b>	<b>887</b>										
长期股权投资	49	49	49	49	净利润	410	561	733	898										
<b>资产总计</b>	<b>4911</b>	<b>5392</b>	<b>6040</b>	<b>6810</b>	少数股东权益	290	352	432	531										
短期借款	20	20	20	20	折旧摊销	126	135	138	141										
应付款项	287	323	371	421	公允价值变动	0	0	0	0										
预收帐款	200	233	273	314	营运资金变动	-254	-104	-142	-142										
其他流动负债	1	1	1	1	<b>投资活动现金流</b>	<b>1</b>	<b>-128</b>	<b>-128</b>	<b>-128</b>										
<b>流动负债合计</b>	<b>855</b>	<b>942</b>	<b>1055</b>	<b>1171</b>	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										
<b>长期负债合计</b>	<b>967</b>	<b>967</b>	<b>967</b>	<b>967</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-202</b>	<b>-224</b>	<b>-251</b>	<b>-291</b>										
<b>负债合计</b>	<b>1822</b>	<b>1909</b>	<b>2022</b>	<b>2137</b>	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	3483	4018	4673	其它	0	-16	0	0										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4911</b>	<b>5392</b>	<b>6040</b>	<b>6810</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>98</b>	<b>241</b>	<b>346</b>	<b>468</b>										

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【食品饮料组介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，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。