

证券研究报告

公司研究——事项点评

中炬高新 (600872.sh)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2017.10.10

王见鹿 行业分析师

执业编号: S1500517100001

联系电话: +86 21 61678591

邮箱: wangjianlu@cindasc.com

相关研究

《20171010 中炬高新 (600872) 小行业大机遇; 传统企业历久弥新》2017.10.10

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

关注中炬高新小包装化进程

2018年1月11日

事件: 根据我们的调研,厨邦酱油在上海地区商超渠道已上架 150ml 小包装,其中: 150ml 厨邦酱油终端价 4.00 元/瓶, 410ml 普通装终端价 8.00 元/瓶; 150ml 原晒鲜酱油终端价 4.30 元/瓶, 410ml 普通装原晒鲜酱油终端价 9.50 元/瓶。小包装平均单价较 410ml 普通装高出 29.64%。另一上架小包装的品牌为欣和六月鲜,同一超市内尚未见到其他 A 股酱油类上市公司推出的小包装产品。

点评:

- **关注厨邦酱油小包装化进程。** 尽管调研样本有限,但仍可证明中炬高新下属的厨邦酱油在积极践行小包装策略。根据我们于 2017 年 10 月 10 日发布的报告《调味品行业报告: 酱油篇——酱油行业四大发展趋势及行业内企业对比》,从日本及其他快消品的发展趋势来看,小包装化趋势不可逆。一方面,其通过改善包装完成了产品高端化的转型;另一方面,迎合了当今消费者少量消费的需求。对于调味品企业来说,小包装化还有助于帮助其降低产品的获客门槛,许多地域性品牌可以通过地推配合贩售小包装,让消费者有机会品尝其主打商品,提升其品牌渗透率。
- **中炬高新盈利能力进入上升通道。** 2017 年 1-9 月,公司实现销售收入 27.29 亿元,归母净利润 3.55 亿元,分别较上年同期增长 18.84%和 38.55%。单度来看,公司营收及净利润持续增长,2017 年 3Q 淡季不淡,同比增速分别达 14.72%和 27.29%。报告期内,公司重视对存货库存和销售的管理,2017 年 3Q 公司年化的存货周转率为 1.61,2016 年末为 1.50,存货周转率较去年同期稳步提升。期间费用率方面,2017 年 3Q,销售费用率下降至 11.83%,较上一季度下降 1.80 个百分点;管理费用率 10.04%,环比微升 1.26 个百分点,但仍低于去年同期水平;财务费用率 1.69%;综合费用率仍处下降通道。2017 年 1-3Q,公司单季度毛利率分别为 39.63%、38.54%和 41.30%,归母净利率分别为 11.82%、11.49%和 15.59%。从历史数据来看,公司业绩无明显季节性,可见 2017 年年初以来,其盈利能力提升显著。
- **公司产能将迎来密集投放期,定位差异化竞争,知名度不断提升。** 1) 公司酱油产能已进入密集投放期,随着阳西美味鲜项目投产,其他调味品产能也将从 2020 年开始增长,符合公司平台化发展的策略; 2) 公司定位精准差异化竞争,深耕中高端酱油领域多年,且公司酱油出厂吨价最高,产品结构符合消费升级逻辑; 3) 公司是品牌化战略的先行者,塑造了“品牌可信赖,无食品安全隐患”的企业形象。随着公司近年来销售规模、市场份额和营销网络的不断扩大,厨邦、美味鲜品牌知名度有望进一步提升。
- **盈利预测与评级:** 根据调研结果,我们在原有盈利预测基础上新增如下假设: 1) 参考日本调味品小包装化进程带来的平

均吨价提升，假设中炬高新此轮平均吨价提升 1.05%，该增幅直接影响公司毛利率水平；2) 保持公司房地产、租赁及零部件销售部分的营收预测不变。

综上所述，我们预计中炬高新 2017-2019 年归属母公司所有者净利润分别为 4.68、6.78 和 8.05 亿元，对应的每股收益分别为 0.59、0.85 和 1.01 元，鉴于行业可比公司 19 年 PE 倍数中值为 33.09x（截止 2018 年 1 月 10 日），上调公司目标价为 33.4 元/股。公司评级由“增持”上调至“买入”。

- **股价催化剂：**公司调味品主要渠道布局小包装。
- **风险因素：**1) 原材料、价格波动风险；2) 渠道拓展进度不及预期的风险；3) 产能扩张不达预期的风险；4) 经营及决策效率持续低于同行业民营企业，竞争力降低的风险；5) 食品安全问题；6) 房地产业务受宏观政策调整而低于预期的风险；7) 跨行业经营的风险。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,758.59	3,157.99	3,657.76	4,342.89	5,070.74
增长率 YoY %	4.42%	14.48%	15.83%	18.73%	16.76%
归属母公司净利润(百万元)	247.27	362.37	468.06	677.97	804.93
增长率 YoY%	-13.78%	46.55%	29.17%	44.85%	18.73%
毛利率%	35.07%	36.69%	38.98%	39.63%	39.92%
净资产收益率 ROE%	10.16%	13.64%	15.72%	19.66%	19.65%
每股收益 EPS(元)	0.31	0.45	0.59	0.85	1.01
市盈率 P/E(倍)	73.4	50.1	38.8	26.8	22.6
市净率 P/B(倍)	7.2	6.5	5.8	4.9	4.1

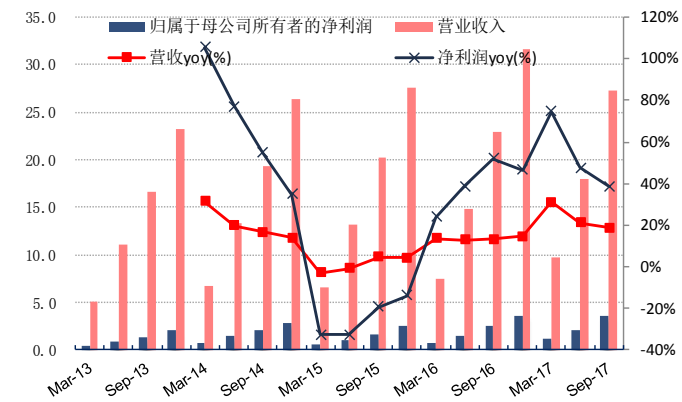
资料来源：万得，信达证券研发中心预测 注：股价为 2018 年 1 月 10 日收盘价

图 1 厨邦酱油 150ml 小包装超市终端价格 (元/瓶)

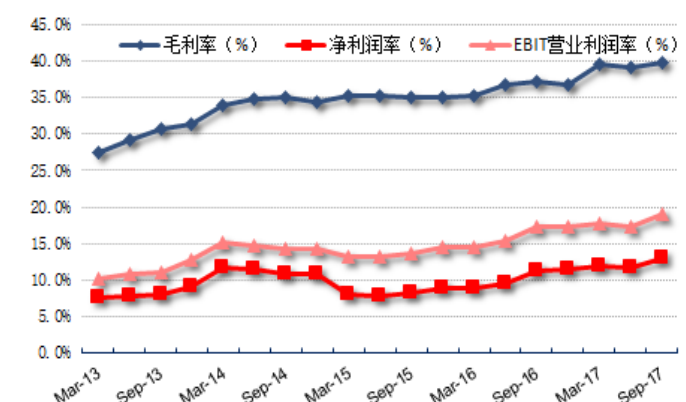

资料来源: 信达证券研发中心整理

图 2 厨邦酱油 410ml 普通装超市终端价格 (元/瓶)


资料来源: 信达证券研发中心整理

图 3 公司按季度营业收入、净利润及对应增速 (亿元, %)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

图 4 公司按季度营业利润率情况 (%)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

表 1 主要调味品上市公司估值对比 (亿元, 倍, %)

排名	代码	证券简称	最新收 盘价	总市值	营业收 入	净利润	ROE(%)	市 盈 率 PE(TTM)	市 盈 率 PE(18E)	市 盈 率 PE(19E)	市 净 率 PB(MRQ)	市 销 率 PS(TTM)	净利润三 年复合增 长率(%)	PEG	涨跌幅 (%)	
															近一月	近一年
2	600872.SH	中炬高新	26.24	209.04	31.58	3.35	15.72	38.8	26.8	22.6	5.8	5.83	19.41	1.33	5.98	5.98
沪深(7)																
		最高值		1,544.01	124.59	27.08	30.30	125.48	46.29	37.16	14.43	18.49	63.32	2.36	7.34	7.34
		中位值		66.65	16.67	1.23	9.55	46.84	42.28	33.09	5.20	5.79	16.69	1.10	0.14	0.14
1	603288.SH	海天味业	57.16	1,544.01	124.59	27.08	30.3	46.19	43.17	36.33	14.43	10.76	20.96	1.77	6.25	6.25
5	603027.SH	千禾味业	19.31	62.95	7.71	0.88	14.74	47.48	41.38	29.84	6.17	6.91	12.41	2.36	7.34	7.34
3	002650.SZ	加加食品	7.07	81.45	18.87	1.59	7.91	53.94	46.29	37.16	4.01	4.27	-2.49	-15.26	0.14	0.14
4	600305.SH	恒顺醋业	11.67	70.34	14.47	1.47	11.19	35.48	33.88	28.36	4.22	4.67	63.32	0.43	-1.02	-1.02
6	603696.SH	安记食品	39.09	46.91	2.59	0.46	5.96	125.48			6.64	18.49	-8.18	-	0.13	0.13
7	300138.SZ	晨光生物	12.65	46.42	21.41	0.99	6.33	36.01			2.92	1.67	106.55	-	-0.24	-0.24

资料来源: 万得, 信达证券股份有限公司整理注: 股价为2018年1月10日收盘价, 除中炬高新为信达预测外, 其余为万得一预期

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,341.65	2,799.54	3,154.40	3,895.90	4,814.52
货币资金	354.62	441.44	533.54	975.04	1,566.80
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	50.95	43.57	50.47	59.92	69.96
预付账款	23.81	65.88	73.55	86.39	100.39
存货	1,321.56	1,342.25	1,590.45	1,868.15	2,170.97
其他	590.71	906.39	906.39	906.39	906.39
非流动资产	2,181.47	2,111.33	2,179.07	2,212.04	2,217.65
长期投资	53.01	48.89	48.89	48.89	48.89
固定资产	1,275.74	1,216.25	1,271.22	1,454.62	1,482.65
无形资产	107.23	143.19	135.54	128.01	121.49
其他	745.49	703.00	723.42	580.52	564.63
资产总计	4,523.12	4,910.87	5,333.47	6,107.94	7,032.17
流动负债	728.06	855.03	859.23	959.07	1,066.69
短期借款	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00
应付账款	262.13	236.45	263.96	310.05	360.31
其他	445.93	598.58	575.27	629.01	686.38
非流动负债	996.47	966.73	966.73	966.73	966.73
长期借款	88.57	58.57	58.57	58.57	58.57
其他	907.90	908.16	908.16	908.16	908.16
负债合计	1,724.53	1,821.76	1,825.96	1,925.80	2,033.42
少数股东权益	284.61	289.85	351.71	441.32	547.71
归属母公司股东权益	2,513.98	2,799.26	3,155.79	3,740.83	4,451.04
负债和股东权益	4523.12	4910.87	5333.47	6107.94	7032.17

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,758.59	3,157.99	3,657.76	4,342.89	5,070.74
同比	4.42%	14.48%	15.83%	18.73%	16.76%
归属母公司净利润	247.27	362.37	468.06	677.97	804.93
同比	-13.78%	46.55%	29.17%	44.85%	18.73%
毛利率	35.07%	36.69%	38.98%	39.63%	39.92%
ROE	10.16%	13.64%	15.72%	19.66%	19.65%
EPS (摊薄)(元)	0.31	0.45	0.59	0.85	1.01
P/E	73.4	50.1	38.8	26.8	22.6
P/B	7.2	6.5	5.8	4.9	4.1
EV/EBITDA	36.84	28.46	23.26	17.04	14.58

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,758.59	3,157.99	3,657.76	4,342.89	5,070.74
营业成本	1,791.24	1,999.38	2,231.99	2,621.71	3,046.67
营业税金及附加	29.46	41.68	49.99	59.36	69.31
营业费用	270.38	275.36	415.52	378.67	442.14
管理费用	331.33	348.94	317.99	369.15	431.01
财务费用	61.16	63.25	60.80	60.72	59.60
资产减值损失	3.15	7.38	0.93	2.14	1.68
公允价值变动收益	-0.15	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	29.09	45.38	28.26	34.24	35.96
营业利润	300.81	467.38	608.80	885.39	1,056.29
营业外收入	42.93	24.95	36.98	36.98	36.98
营业外支出	4.62	6.07	15.66	9.66	9.66
利润总额	339.12	486.26	630.11	912.70	1,083.61
所得税	65.06	76.00	100.19	145.12	172.29
净利润	274.06	410.26	529.93	767.58	911.32
少数股东损益	26.79	47.89	61.86	89.61	106.39
归属母公司净利润	247.27	362.37	468.06	677.97	804.93
EBITDA	520.57	673.26	823.51	1,124.50	1,314.34
EPS	0.31	0.45	0.59	0.85	1.01

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	393.95	676.67	641.38	743.64	885.60
净利润	274.06	410.26	529.93	767.58	911.32
折旧摊销	120.12	126.12	132.32	150.71	169.65
财务费用	61.33	60.88	61.08	61.08	61.08
投资损失	-29.09	-45.38	-28.26	-34.24	-35.96
营运资金变动	-12.58	137.33	-59.48	-202.31	-220.92
其它	-19.90	-12.54	5.80	0.82	0.43
投资活动现金流	-484.80	-403.96	-169.75	-141.20	-131.12
资本支出	-151.91	-160.79	-198.00	-175.44	-167.08
长期投资	4,000.71	4,760.85	28.26	34.24	35.96
其他	-4,333.60	-5,004.02	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	175.01	-186.01	-179.53	-160.95	-162.72
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-91.00	-20.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	129.99	165.81	179.53	160.95	162.72
现金净增加额	84.26	86.82	292.10	441.50	591.76

研究团队简介

王见鹿，食品饮料行业分析师。多国留学背景，先后于新加坡华侨初级学院及英国华威大学求学，主修经济、政治及国际关系学。回国后在某大型商业地产开发集团投资部工作，先后参与了多家上市或非上市企业的股权投资及并购重组业务，所涉及行业包括商业地产、文化旅游、装备制造、消费零售及金融服务等。2015年4月正式加入信达证券研究开发中心，从事食品饮料和炼化行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。