

2018年04月24日

公司研究

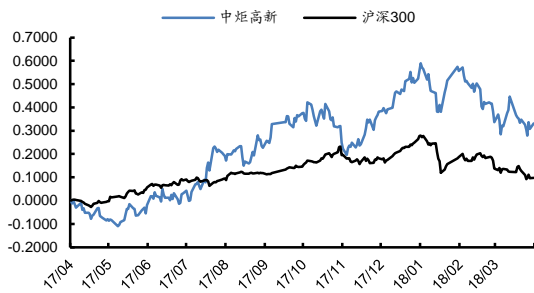
评级：买入（维持）

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

## 高基数拉低业绩，毛利率稳步提升 ——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	-0.5	-14.5	33.4
沪深300	-3.5	-14.2	9.8

市场数据 2018-04-23

当前价格（元）	23.68
52周价格区间（元）	15.66 - 28.68
总市值（百万）	18864.37
流通市值（百万）	18864.37
总股本（万股）	79663.72
流通股（万股）	79663.72
日均成交额（百万）	130.57
近一月换手（%）	18.26

相关报告

- 《中炬高新（600872）调研简报：扩充品类协同发展，盈利能力仍可提升》——2018-01-31
- 《中炬高新（600872）动态点评：调味品稳健增长，盈利能力持续提升》——2017-12-28
- 《中炬高新（600872）三季报点评：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

事件：

公司发布年报和一季报，2017年实现营业收入36.09亿元，同比增长14.29%，实现归属于上市公司股东的净利润4.53亿元，同比增长25.08%，EPS0.569元；公司同时发布一季报，2018Q1实现营业收入11.54亿元，同比增长18.42%，实现归属于上市公司股东的净利润1.70亿元，同比增长47.40%，EPS0.2131元。

投资要点：

- **高基数拉低美味鲜业绩。**2017年美味鲜实现收入34.9亿元，同比增长20%，其中2017Q4收入8.4亿元，同比增长14.1%，相比前三季度增速放缓，主要是2016年四季度基数略高，同时公司2017年底任务完成后有所控货。2018Q1公司整体收入增长18.40%，超出预期，主要是因为母公司出售空置的第三生活区宿舍新增收入1.1亿元。2018Q1美味鲜收入10.1亿元，同比增长6.6%，主要是因为2017年一季度末提价前经销商备货较多，导致基数偏高。
- **收入有望持续稳健增长。**根据公司年报披露的经营计划，2018年计划实现营业收入41.3亿元，同比增长14.42%，实现归属母公司的净利润5.85亿元，同比增长29.06%。我们认为，公司完成目标可能性较大，驱动因素主要是：（1）消费升级：随着居民收入提升，酱油消费主流价格带从过去的5元-7元上升到目前8元-10元，中炬高新主打产品符合当前酱油消费的主流价格带，可以享受行业增长红利；（2）品类扩充：公司近几年不断推出新品类，蚝油、料酒翻倍增长，调味酱、鲜味酱油增长也比较快；（3）渠道突破：一方面是区域填充，全国360个地级市，公司经销商覆盖三分之二，未来三年经销商要全覆盖，计划实现1000个经销商，另一方面是餐饮渗透，2017年末餐饮销售占比约24%左右，同比2016年有一定提高，餐饮渠道2017年增速约25%左右，高于公司平均增长水平。
- **公司盈利能力仍可提升。**2017年毛利率39.27%，同比提升2.58个百分点，主要是公司从2017年3月3日上调部分产品对外销售价格。目前公司毛利率仍低于海天味业、千禾味业等同行，毛利率还有提升空间，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，阳西基地在整体的占比会提升，带动毛利率提升。我们认为，公司

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%。

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。

- **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 2018-2020 年 EPS 分别为 0.75 元、0.94 元、1.14 元，对应 PE 分别为 32X、25X、21X。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，盈利能力持续提升，完成 2018 年目标可能性较大，利润端仍有 30% 左右的增长，调味品业务 PE 估值仅 26X，仍低于同行（海天味业 40X、千禾味业 33X），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；渠道拓展的不确定性；盈利能力提升的不确定性

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	3609.37	4203.62	4845.55	5535.76
增长率(%)	14.29%	16.46%	15.27%	14.24%
净利润（百万元）	453.26	596.37	749.56	905.89
增长率(%)	25.08%	31.57%	25.69%	20.86%
摊薄每股收益（元）	0.57	0.75	0.94	1.14
ROE(%)	13.86%	15.80%	16.61%	16.68%

资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

表：中炬高新盈利预测表（暂不考虑增发对公司业绩和股本的影响）

证券代码:	600872.SH				股价:	23.68	投资评级:	买入	日期:	2018-04-23
<b>财务指标</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	13.86%	15.80%	16.61%	16.68%	EPS	0.57	0.75	0.94	1.14	
毛利率	39.27%	41.00%	41.50%	42.50%	BVPS	4.33	5.14	6.19	7.45	
期间费率	23.13%	21.79%	20.48%	20.19%	<b>估值</b>					
销售净利率	12.56%	14.19%	15.47%	16.36%	P/E	41.62	31.63	25.17	20.82	
<b>成长能力</b>					P/B	5.47	4.60	3.83	3.18	
收入增长率	14.29%	16.46%	15.27%	14.24%	P/S	5.23	4.49	3.89	3.41	
利润增长率	25.08%	31.57%	25.69%	20.86%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表（百万元）</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	
总资产周转率	0.71	0.74	0.74	0.73	营业收入	3609	4204	4846	5536	
应收账款周转率	65.28	57.97	57.69	57.45	营业成本	2192	2480	2835	3183	
存货周转率	1.59	1.65	1.65	1.64	营业税金及附加	48	56	65	74	
<b>偿债能力</b>					销售费用	426	483	557	637	
资产负债率	0.35	0.32	0.29	0.27	管理费用	348	378	388	443	
流动比	3.43	3.84	4.26	4.74	财务费用	60	54	47	38	
速动比	1.87	2.24	2.62	3.07	其他费用/（-收入）	129	139	141	144	
<b>资产负债表（百万元）</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	营业利润	611	791	994	1201	
现金及现金等价物	241	761	1415	2250	营业外净收支	-2	-2	-2	-2	
应收款项	67	78	90	103	利润总额	609	789	992	1199	
存货净额	1413	1599	1827	2052	所得税费用	98	127	159	192	
其他流动资产	1339	1339	1339	1339	净利润	511	663	833	1007	
<b>流动资产合计</b>	<b>3116</b>	<b>3842</b>	<b>4747</b>	<b>5829</b>	少数股东损益	58	66	83	101	
固定资产	1214	1411	1446	1485	归属于母公司净利润	453	596	750	906	
在建工程	267	100	100	100	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	
无形资产及其他	212	229	240	245	经营活动现金流	214	703	848	1019	
长期股权投资	31	31	31	31	净利润	511	663	833	1007	
<b>资产总计</b>	<b>5305</b>	<b>6042</b>	<b>6990</b>	<b>8113</b>	少数股东权益	309	376	459	560	
短期借款	15	15	15	15	折旧摊销	129	139	141	144	
应付款项	306	346	396	444	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	209	237	273	312	营运资金变动	-428	-114	-135	-132	
其他流动负债	3	3	3	3	投资活动现金流	-160	-112	-147	-147	
<b>流动负债合计</b>	<b>908</b>	<b>1000</b>	<b>1115</b>	<b>1231</b>	资本支出	-139	-150	-150	-150	
长期借款及应付债券	916	916	916	916	长期投资	-80	-35	-35	-35	
其他长期负债	0	0	0	0	其他	13	35	0	0	
<b>长期负债合计</b>	<b>946</b>	<b>946</b>	<b>946</b>	<b>946</b>	筹资活动现金流	-104	-71	-47	-38	
<b>负债合计</b>	<b>1855</b>	<b>1946</b>	<b>2061</b>	<b>2177</b>	债务融资	-44	0	0	0	
股本	797	797	797	797	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	3450	4097	4929	5936	其它	0	-16	0	0	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5305</b>	<b>6042</b>	<b>6990</b>	<b>8113</b>	现金净增加额	-50	521	654	834	

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。