

2018年04月24日

中炬高新 (600872.SH)

## 调味品毛利率创新高，资产盘活潜力大

■事件：公司披露 2017 年报和 2018 年一季报。2017 年公司实现营业总收入 36.09 亿元，同比增长 14.29%；实现归属上市公司股东净利润 4.53 亿元，同比增长 25.08%；每股收益 0.57 元，其中 Q4 营收增长 2.18%，单季度净利润下降 7.33%，略低于预期；2018 年 Q1 营收 11.54 亿元，同比增长 18.42%，归属于上市公司股东净利润 1.70 亿元，同比增长 47.40%，总体好于预期。

■季节效应致 2017 年 Q4 美味鲜收入增速放缓。美味鲜公司 2017 年 1~9 月实现营业收入 26.48 亿元，增幅 22.23%，Q4 美味鲜增速继续回落到 14.1%，主要原因 2017 年春节靠前导致 16 年 Q4 基数较大，而 2018 年春节又较晚，导致 2017 年 Q4 美味鲜增速较前三季度有所放缓，2017 全年看，美味鲜增速 20.08%，仍属较好水平，另外，美味鲜 1H2017、2H2017 净利润率分别为 15.22%和 17.20%，继续呈前低后高态势。

■2018 首季物业处置贡献大，调味品增速受上年 3 月提价影响较大。2018 年 Q1 美味鲜收入 10.12 亿元，同比增加约 0.62 亿元，增幅 6.58%，增速较低，剔除上年同期涨价引起经销商加大进货影响，2018Q1 美味鲜营收增速仍在 15%-20%之间，属于正常较快水平；Q1 美味鲜净利润率 15.3%左右，同比提升约 2.3 个百分点，美味鲜归属母公司股东的净利润 1.39 亿元，增幅 27.9%。2018Q1 整体营收增速达到 18.42%，超出预期，主要系母公司出售物业获得约 1.2 亿收入，贡献超过 10 个百分点的增速，贡献税前利润比例约 20%，按公司年报指引，预计全年物业处置收入贡献还会增加。

■2017 年调味品毛利率新高，2018Q1 保持高位，费用率同比回落。2017 年公司整体毛利率 39.27%，同比提升 2.58pct.，主要系调味品毛利率提升 2.72pct.贡献，2017 年调味品毛利率 39.94%创历史新高。2018 年 Q1 调味品毛利率较上年同期基本持平。2017 年市场投入大，销售费用率上升侵蚀净利润率升幅，2018 年 Q1 销售费用回落，全年净利润率继续看涨。

■激励效果正向强化。公司核心人员绩效奖励同净利润挂钩，2016 和 2017 年总经理/副总经理奖金总额分别为 156 万/125 万和 216 万/173 万，现金激励总额攀升，激励效果持续正向强化。

■投资建议：预计 2018-2019 年每股收益分别为 0.80 元、0.96 元，6 个月目标价 30.00 元，剔除土地等价值，对应 2018 年约 30 倍市盈率，维持买入-A 评级。

■风险提示：下游需求不及预期，行业竞争加剧。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	3,158.0	3,609.4	4,337.0	4,883.0	5,554.5
净利润	362.4	453.3	641.0	761.5	939.0
每股收益(元)	0.45	0.57	0.80	0.96	1.18
每股净资产(元)	3.51	3.94	4.46	5.11	5.89
盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	52.1	41.6	29.4	24.8	20.1
市净率(倍)	6.7	6.0	5.3	4.6	4.0
净利润率	11.5%	12.6%	14.8%	15.6%	16.9%
净资产收益率	12.9%	14.4%	18.0%	18.7%	20.0%
股息收益率	0.6%	0.8%	1.1%	1.3%	1.6%
ROIC	15.2%	17.7%	20.5%	21.1%	24.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

综合

投资评级 买入-A

维持评级

6 个月目标价：30.00 元  
 股价 (2018-04-23) 23.68 元

### 交易数据

总市值(百万元)	18,864.37
流通市值(百万元)	18,864.37
总股本(百万股)	796.64
流通股本(百万股)	796.64
12 个月价格区间	15.96/28.29 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.23	-0.99	36.69
绝对收益	-0.46	-14.48	33.38

苏斌

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001  
 sucheng@essence.com.cn  
 021-35082778

### 相关报告

中炬高新：锋芒已露，经营有望持续改善/苏斌	2018-01-16
中炬高新：调味品增长略有提速，毛利率创新高/苏斌	2017-10-26
中炬高新：理性看待单月波动，坚守长期空间/苏斌	2017-09-13
中炬高新：天时地利人和俱齐，规模和盈利趋势向好/苏斌	2017-08-27
中炬高新：三季度开局大好，长期空间已经打开/苏斌	2017-08-20

### 2017 调味品收入增速快，毛利率提升明显

2017 年调味品核心主题美味鲜公司营收 34.92 亿元，同比增速 20.08%，属于较好水平。2017 年公司整体毛利率 39.27%，同比提升 2.58pct.，主要系调味品毛利率提升 2.72pct.贡献，调味品毛利率 39.94%创历史新高。2018 年 Q1 调味品毛利率较上年同期基本持平。

### 2017 年市场投入力度大，2018 年 Q1 收敛

2017 年市场投入大，销售费用同比增长 54.83%至 3.48 亿元，销售费用率 11.81%，同比上升 3.09 个百分点，销售费用率上升侵蚀净利润率升幅。销售费用大幅增长主要系广告费、职工薪酬和运输及业务费合计大幅增长 56.1%。

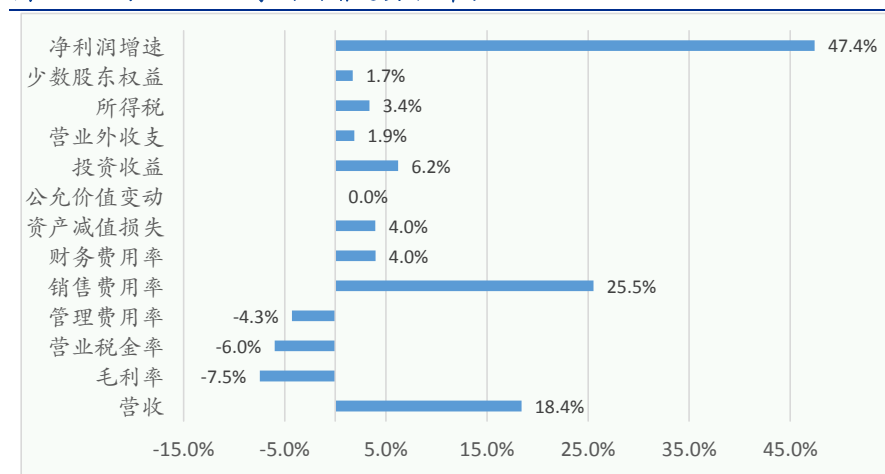
2018 年 Q1 销售费用回落，同比增速为-4.58%，全年净利润继续看提升。

### 2018 年物业出售贡献将会凸显，房地产销售或破冰

Q1 调味品营收增速不到 7%，但整体增速达到 18.42%，主要系母公司出售闲置物业贡献 1.2 亿左右收入。按此节奏，我们预计公司 2018 年物业出售规模或接近 1.8 亿元，对营收增速贡献明显，且税前利润贡献预计能达到 7500 万元左右，对全年净利润完成公司年报指引的 29.06%增幅乐观。

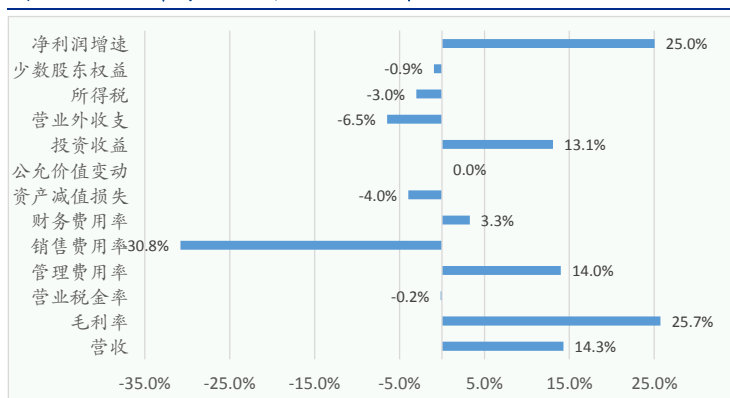
2017 年公司房地产子公司中汇合创公司营业收入 1,316 万元，同比下降 7,939 万元，降幅 85.78%；实现净利润 817 万元，同比下降 1,175 万元，降幅 58.99%，主要原因是受中山市房地产备案政策影响，收入确认减少，2018 年公司可转变销售方式应对一手房限价，通过转自持物业二手销售方式确认。

图 1：公司 2018Q1 净利润增速贡献拆分



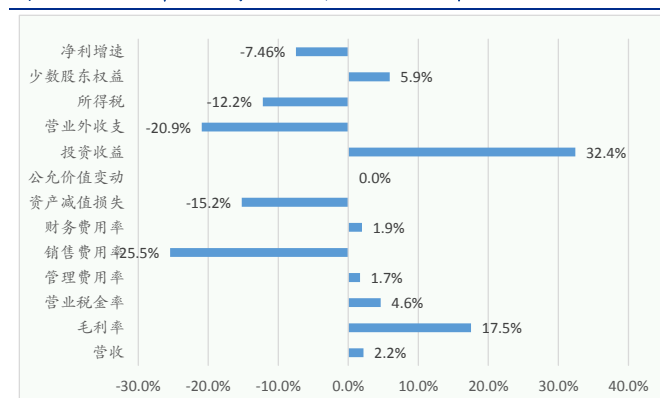
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 2：2017 年净利润增速贡献分析



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 3：2017 年 Q4 净利润增速贡献分析



资料来源：wind，安信证券研究中心

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,158.0	3,609.4	4,337.0	4,883.0	5,554.5	成长性					
减:营业成本	1,999.4	2,191.9	2,591.7	2,911.0	3,272.9	营业收入增长率	14.5%	14.3%	20.2%	12.6%	13.8%
营业税费	41.7	48.2	69.4	78.1	88.9	营业利润增长率	55.4%	30.7%	37.2%	18.9%	23.3%
销售费用	275.4	426.3	463.1	490.8	520.6	净利润增长率	46.5%	25.1%	41.4%	18.8%	23.3%
管理费用	348.9	348.1	386.9	420.0	457.4	EBITDA 增长率	36.9%	17.7%	34.5%	16.0%	19.9%
财务费用	63.2	60.4	60.4	60.4	60.4	EBIT 增长率	46.6%	21.2%	39.7%	17.6%	22.0%
资产减值损失	7.4	22.8	2.0	2.0	2.0	NOPLAT 增长率	53.0%	25.9%	34.0%	17.6%	22.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	8.2%	15.2%	14.6%	6.9%	1.8%
投资和汇兑收益	45.4	71.2	75.0	76.0	77.0	净资产增长率	10.4%	11.7%	14.3%	15.5%	16.1%
营业利润	467.4	611.0	838.5	996.6	1,229.3	利润率					
加:营业外净收支	18.9	-1.9	19.0	18.5	18.3	毛利率	36.7%	39.3%	40.2%	40.4%	41.1%
利润总额	486.3	609.2	857.4	1,015.1	1,247.6	营业利润率	14.8%	16.9%	19.3%	20.4%	22.1%
减:所得税	76.0	97.8	137.2	162.4	199.6	净利润率	11.5%	12.6%	14.8%	15.6%	16.9%
净利润	362.4	453.3	641.0	761.5	939.0	EBITDA/营业收入	20.7%	21.3%	23.8%	24.5%	25.9%
						EBIT/营业收入	16.8%	17.8%	20.7%	21.6%	23.2%
						运营效率					
						固定资产周转天数	142	121	101	90	77
						流动营业资本周转天数	163	176	189	203	196
						流动资产周转天数	293	295	295	314	325
						应收账款周转天数	8	9	9	9	9
						存货周转天数	152	137	125	122	109
						总资产周转天数	538	509	473	466	454
						投资资本周转天数	350	343	328	322	295
						投资回报率					
						ROE	12.9%	14.4%	18.0%	18.7%	20.0%
						ROA	8.4%	9.6%	11.8%	13.0%	14.1%
						ROIC	15.2%	17.7%	20.5%	21.1%	24.0%
						费用率					
						销售费用率	8.7%	11.8%	10.7%	10.1%	9.4%
						管理费用率	11.0%	9.6%	8.9%	8.6%	8.2%
						财务费用率	2.0%	1.7%	1.4%	1.2%	1.1%
						三费/营业收入	21.8%	23.1%	21.0%	19.9%	18.7%
						偿债能力					
						资产负债率	37.1%	35.0%	35.2%	30.7%	29.1%
						负债权益比	59.0%	53.8%	54.3%	44.3%	41.0%
						流动比率	3.27	3.43	3.26	4.12	4.41
						速动比率	1.70	1.87	1.94	2.57	3.08
						利息保障倍数	8.39	10.64	14.87	17.49	21.34
						分红指标					
						DPS(元)	0.14	0.18	0.27	0.32	0.39
						分红比率	30.8%	31.6%	33.0%	33.0%	33.0%
						股息收益率	0.6%	0.8%	1.1%	1.3%	1.6%

## 现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	410.3	511.4	641.0	761.5	939.0	EPS(元)	0.45	0.57	0.80	0.96	1.18
加:折旧和摊销	126.1	128.5	134.4	141.3	147.5	BVPS(元)	3.51	3.94	4.46	5.11	5.89
资产减值准备	7.4	22.8	-	-	-	PE(X)	52.1	41.6	29.4	24.8	20.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.7	6.0	5.3	4.6	4.0
财务费用	60.9	59.4	60.4	60.4	60.4	P/FCF	186.0	-182.6	60.7	78.7	22.2
投资损失	-45.4	-71.2	-75.0	-76.0	-77.0	P/S	6.0	5.2	4.3	3.9	3.4
少数股东损益	47.9	58.1	79.2	91.2	109.0	EV/EBITDA	17.8	26.4	18.9	16.1	13.1
营运资金的变动	-154.0	-460.6	-572.1	-364.8	-163.3	CAGR(%)	27.6%	27.0%	38.0%	27.6%	27.0%
经营活动产生现金流量	676.7	650.6	267.9	613.7	1,015.6	PEG	1.9	1.5	0.8	0.9	0.7
投资活动产生现金流量	-404.0	-571.0	5.0	-2.4	12.6	ROIC/WACC	1.4	1.7	2.0	2.0	2.3
融资活动产生现金流量	-186.0	-280.2	-80.0	-532.1	-380.5	REP	2.5	3.3	2.4	2.1	1.8

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	
	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	
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
高思雨		021-35082350	gaosy@essence.com.cn	
深圳联系人	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn	
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

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