

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

华南外市场增长迅猛, 内在价值突出

——中炬高新(600872) 2017 年报及 2018 一季报点评

证券研究报告-年报点评

买入(维持)

在市场数据(2018-05-03)

发布日期: 2018 年 05 月 04 日

收盘价(元)	23.91
一年内最高/最低(元)	28.68/15.78
沪深 300 指数	3793
市净率(倍)	6.06
流通市值(亿元)	190.48

基础数据(2018-3-31)

每股净资产(元)	4.16
每股经营现金流(元)	0.23
毛利率(%)	38.88
净资产收益率-摊薄(%)	5.13
资产负债率(%)	33.20
总股本/流通股(万股)	79663.72/79663.72
B 股/H 股(万股)	0/0

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

1 《中炬高新(600872)调研简报: 调味品主业增长稳健, 隐蔽资产价值可观》
2017-10-12

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

投资要点:

- **公司调味品主业收入延续较高增长势头。**2017 年, 公司调味品收入 34.53 亿元, 同比增长 19.27%, 增幅较 2016 年高出 8.22 个百分点。2017 年, 调味品收入在营业总收入中占比达到 95.68%, 较上年的 91.67% 高 4 个百分点。20181Q, 公司调味品收入 10.12 亿元, 同比增长 6.53%, 增幅环比回落, 但是属季节性回落, 不代表 2018 全年趋势。
- **公司销售流入现金势头较好。**2017 年, 公司销售商品收到现金 41.53 亿元, 高于当期收入。我们提取了五年的数据, 发现: 五年来, 公司每年销售商品收到的现金都多于当期收入, 并且 2017 年销售现金与销售收入之差进一步走阔, 说明实际销售情况更好一些。
- **华南、华北、中西部和华东市场的销售增长均衡, 前期市场投入初见成效。**华南市场是公司的核心市场, 2017 年收入 15.87 亿元, 同比增长 8.55%, 较上年 13.33% 的增速下降了近 5 个百分点, 较高的市场基数之上增速明显放缓。公司的新拓市场有华东、中西和华北市场, 2017 年的收入分别是 8.9、5.6 和 4.73 亿元, 同比增长 17.11%、25.84% 和 28.18%。各大新拓市场增长迅速, 尤其中西和华北市场增长更快, 预计三大市场今后的规模将会基本相当, 共同成为公司华南以外的增长引擎。
- **公司调味品毛利率进一步提升。**近年来, 公司调味品主业的产品升级和盈利提升尤为显著。2017 年, 公司调味品毛利率达到 39.94%, 较 2016 年的 37.22% 提高 2.72 个百分点, 较 2010 年的 25% 提升近 15 个百分点。近年来, 每年公司的营业收入增长都快于营业成本 3 至 5 个百分点, 其原因: 一是销售增长较好, 规模效应不断显现; 二是 2017 年公司对部分酱油提价; 三是营业成本控制较好: 2017 年公司的销售成本率降至 60.73%, 较上年下降超过 3 个百分点, 较 2013 年下降 8 个百分点。也可以说, 2013 年以来通缩的宏观环境对制造业的成本控制帮助很大, 致使中游制造业的成本不断下滑。
- **公司调味品的净利率水平也明显提升。**20181Q, 美味鲜的净利润率达到了 13.74%, 较上年同期的 11.47% 高出 2.27 个百分点, 公司调味品不仅毛利率提升, 通过三大费用的控制磨合, 主业的净利率也大幅提升。
- **2018 年, 预计公司的营业成本将会上升。**但是, 我们发现: 公司 20181Q 的营业成本增速已经高于营业收入超过一个百分点, 说明 2016 年的 PPI 上行已经传及中游制造业。我们预计, 对于中游制造业 2018 年是营业成本增长快过营业收入增长的一年。如果公司不通过提价对冲成

本上涨，公司今年的毛利率恐会下滑。

- **酱油销量增长仍然较快，是调味品中潜力较大的品类。**2017年，公司的酱油销量达37.28万吨，同比增长11.27%，较2016、2015年的9.53%、7.1%分别高出1.74和4.17个百分点。目前，酱油仍是增长较快的一个调味品类；其他增长较快的调味品类还有调味酱、蚝油、料酒等。目前，公司的收入结构中：酱油占比70%，鸡精鸡粉占比15%，其他如食用油、料酒和米醋占比15%。由于其他品类的单价一般高于酱油，随着他品类不断扩张，公司的盈利结构也将会进一步优化和改善。
- **公司费用率不断上升，其中销售费用率上升尤甚。**2017年，公司期间费用率23.13%，较2016年上升1.36个百分点。其中，2017年销售费用率11.81%，较上年上升3.11个百分点。销售费用中占比较大的是物流仓储、销售人员薪酬和广告宣传，分别占比为60%、26%和13%。
- **仓储物流费用高增长印证了销售增长。**2017年，公司的仓储物流费用达到2.52亿元，同比增长1.17倍。2014至2017年，公司的仓储物流费用年均增长44.68%，运输费用高增长印证了公司主业收入的高增长。公司采用的是经销商制，即公司将订货运往指定地点，再由经销商进行分销。
- **公司控制广宣费用而加大销售人员投入。**2017年，公司在广告宣传方面的投入为0.56亿元，同比持平，较2014、2015年大幅下降。公司不断加大销售团队方面的投入：2014至2017年，公司对销售人员薪酬的投入年均增长36.39%。公司对销售团队的投入通过各大核心市场的高增长看到了成效。销售团队能够更为精准地开拓市场，相比之下广宣的覆盖面虽广但精准度不足。
- **公司存在较大金额的投资收益，投资者须注意。**2017年，公司收回投资现金高达72.38亿元，投资支付现金高达76.72亿元，分别较上年增加25亿元和26.72亿元。收回的投资现金中主要包括委托贷款和银行理财；而投资支付的现金中，除了2.07亿元用于阳西基地的固定资产购置，其余的主要用于委托贷款和银行理财。2017年，公司的投资净收益高达0.71亿元，较上年增加0.26亿元，增厚公司2017年每股收益0.09元。我们认为：当投资收益成为经常性事项，估值时可以考虑进去；但是，当分析公司主业时，仍须剔除投资收益部分。
- **2017年，公司计入较多的资产减值，当期投资收益和政府补贴弥补了减值损失，而且增厚业绩。**2017年，公司的扣非净利润占净利润的91.52%，占比较上年有所下降。2017年，公司的资产减值损失0.23亿元，较上年增加0.16亿元；资产减值损失占营收0.63%，较上年增加0.3个百分点。2017年，公司的投资收益和政府补贴合计达到0.99亿元，弥补了减值损失，增厚了业绩。2017年，公司的扣非净利润占净利润的91.52%，占比较上年有所下降。
- **投资评级：维持对公司的“买入”评级。**公司2018、2019、2020年的EPS分别为0.77、0.93和1.22元，同比分别增长33.75%、21%和31.57%。参照2018年5月3日收盘股价23.91元，对应的PE分别为31.14、25.74和19.56倍。我们维持对公司的“买入”评级，目标价位31元。

风险提示：食品安全和生产安全风险；原料价格大幅上涨的风险。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3158.0	3609.4	4199.7	4807.6	5501
增长比率	14.5%	14.3%	19.2%	14.4%	14.5%
净利润(百万元)	362.4	453.3	661.6	790	1023.6
增长比率	46.5%	25.1%	33.8%	21%	31.6%
每股收益(元)	0.45	0.57	0.77	0.93	1.22
市盈率(倍)	52.6	42.0	31.1	25.7	19.6

资料来源：贝格数据，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3158.0	3609.4	4199.7	4807.6	5501	成长性					
减: 营业成本	1,999.4	2,191.9	2501.6	2859	3213.1	营业收入增长率	14.5%	14.3%	19.2%	14.4%	14.5%
营业税费	41.7	48.2	46.2	52.9	66.0	营业利润增长率	55.4%	30.7%	29.0%	31.9%	21.1%
销售费用	275.4	426.3	420	456.7	522.6	净利润增长率	46.5%	25.1%	30.0%	30.4%	20.4%
管理费用	348.9	348.1	369.6	413.5	467.6	EBITDA 增长率	36.9%	17.7%	22.3%	24.2%	16.5%
财务费用	63.2	60.4	84	96.2	27.5	EBIT 增长率	46.6%	21.2%	22.1%	28.7%	18.9%
资产减值损失	7.4	22.8	0.00	0.00	0.00	NOPLAT 增长率	53.0%	25.9%	18.4%	28.7%	18.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	8.2%	15.2%	46.9%	-21.5%	19.4%
投资和汇兑收益	45.4	71.2	-	-	-	净资产增长率	10.4%	11.7%	49.5%	12.7%	13.6%
营业利润	467.4	611.0	778.3	929.4	1204.2	利润率					
加: 营业外净收支	18.9	-1.9	0.00	0.00	0.00	毛利率	36.7%	39.3%	39.4%	40.4%	40.5%
利润总额	486.3	609.2	778.3	929.4	1204.2	营业利润率	14.8%	16.9%	18.3%	21.1%	22.3%
减: 所得税	76.0	97.8	116.8	139.4	180.6	净利润率	11.5%	12.6%	13.7%	15.6%	16.4%
净利润	362.4	453.3	661.6	790	1023.6	EBITDA/营业收入	20.7%	21.3%	21.8%	23.7%	24.1%
资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	16.8%	17.8%	18.3%	20.5%	21.3%
货币资金	441.4	240.8	430.2	2,086.8	2,058.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	142	121	107	94	73
应收帐款	70.6	112.5	843.4	410.2	528.9	流动营业资本周转天数	163	176	243	242	209
应收票据	-	-	119.5	17.2	139.3	流动资产周转天数	293	295	343	393	401
预付帐款	65.9	10.6	351.7	55.5	409.9	应收帐款周转天数	8	9	40	46	30
存货	1,342.2	1,413.0	2,065.1	1,518.3	1,832.4	存货周转天数	152	137	146	131	107
其他流动资产	879.4	1,339.3	1,262.0	1,600.0	1,900.0	总资产周转天数	538	509	518	535	516
可供出售金融资产	61.8	36.7	65.0	65.0	65.0	投资资本周转天数	350	343	380	352	297
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	48.9	30.6	30.6	30.6	30.6	ROE	12.9%	14.4%	12.4%	14.5%	15.5%
投资性房地产	361.5	351.0	351.0	351.0	351.0	ROA	8.4%	9.6%	9.5%	11.7%	12.5%
固定资产	1,216.3	1,214.0	1,343.9	1,216.6	1,082.8	ROIC	15.2%	17.7%	18.2%	15.9%	24.1%
在建工程	243.1	267.2	-	-	-	费用率					
无形资产	143.2	211.9	205.4	198.9	192.2	销售费用率	8.7%	11.8%	11.0%	10.0%	9.5%
其他非流动资产	36.6	77.3	8.6	4.8	1.5	管理费用率	11.0%	9.6%	9.0%	8.8%	8.6%
资产总额	4,910.9	5,304.8	7,076.4	7,554.8	8,592.3	财务费用率	2.0%	1.7%	-0.1%	-0.6%	-1.0%
短期债务	20.0	15.0	143.6	-	-	三费/营业收入	21.8%	23.1%	19.9%	18.2%	17.1%
应付帐款	379.2	432.3	582.2	476.6	733.4	偿债能力					
应付票据	50.0	54.7	90.2	72.7	113.5	资产负债率	37.1%	35.0%	27.1%	23.1%	23.1%
其他流动负债	405.8	406.4	186.0	297.9	245.3	负债权益比	59.0%	53.8%	37.1%	30.0%	30.1%
长期借款	58.6	19.8	19.8	-	-	流动比率	3.27	3.43	5.06	6.71	6.29
其他非流动负债	908.2	926.4	895.0	895.0	895.0	速动比率	1.70	1.87	3.00	4.92	4.61
负债总额	1,821.8	1,854.6	1,916.7	1,742.1	1,987.2	利息保障倍数	8.39	10.64	-316.08	-34.86	-21.09
少数股东权益	289.8	309.3	389.7	504.6	649.1	分红指标					
股本	796.6	796.6	796.6	796.6	796.6	DPS(元)	0.14	0.18	0.22	0.29	0.35
留存收益	1,986.3	2,327.9	3,973.3	4,511.5	5,159.4	分红比率	30.8%	31.6%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	3,089.1	3,450.2	5,159.7	5,812.7	6,605.1	股息收益率	0.6%	0.8%	0.9%	1.2%	1.5%
现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	410.3	511.4	589.4	768.8	925.6	EPS(元)	0.45	0.57	0.77	0.93	1.22
加: 折旧和摊销	126.1	128.5	153.8	155.9	157.4	BVPS(元)	3.51	3.94	5.99	6.66	7.48
资产减值准备	7.4	22.8	-	-	-	PE(X)	52.6	42.0	31.1	25.7	19.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.8	6.1	4.0	3.6	3.2
财务费用	60.9	59.4	-2.5	-29.0	-57.0	P/FCF	187.8	-184.4	-19.6	10.8	187.0
投资收益	-45.4	-71.2	-	-	-	P/S	6.0	5.3	4.4	3.9	3.4
少数股东损益	47.9	58.1	80.4	114.9	144.5	EV/EBITDA	29.8	25.5	21.0	15.4	13.4
营运资金的变动	-154.0	-460.6	-1,798.0	1,033.2	-960.9	CAGR(%)	29.1%	27.9%	33.8%	21%	31.6%
经营活动产生现金流量	676.7	650.6	-976.9	2,043.7	209.6	PEG	1.8	1.5	0.9	0.9	0.7
投资活动产生现金流量	-404.0	-571.0	-38.3	-22.0	-17.0	ROIC/WACC	1.5	1.7	1.8	1.6	2.4

融资活动产生现金流量	-186.0	-280.2	1,204.6	-365.1	-220.7	REP	4.1	3.1	2.0	2.7	1.5
------------	--------	--------	---------	--------	--------	-----	-----	-----	-----	-----	-----

资料来源：贝格数据，中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券投资的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

特别声明：

在法律许可的情况下，本公司及其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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。