

2018年05月18日

公司研究

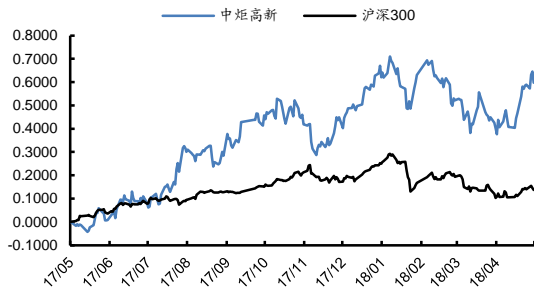
评级：买入（维持）

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

美味鲜稳健增长，餐饮占比提升 ——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 | 13.9 | -2.0 | 58.9 |
| 沪深300 | 2.6 | -2.6 | 13.7 |

市场数据

2018-05-17

| | |
|------------|---------------|
| 当前价格（元） | 26.42 |
| 52周价格区间（元） | 15.66 - 28.68 |
| 总市值（百万） | 21047.15 |
| 流通市值（百万） | 21047.15 |
| 总股本（万股） | 79663.72 |
| 流通股（万股） | 79663.72 |
| 日均成交额（百万） | 131.95 |
| 近一月换手（%） | 17.66 |

相关报告

《中炬高新（600872）动态点评：高基数拉低业绩，毛利率稳步提升》——2018-04-24

《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

投资要点：

- 高基数导致低增长。**2018Q1 美味鲜公司实现营业收入 10.12 亿元，同比增长 6.58%，主要是 2017Q1 经销商预期公司提价，在 2017 年一季度提前入货，导致 2017 年一季度美味鲜公司营业收入同比增长 32.7%，如果还原到全年正常增长 20%，则 2017 年一季度收入为 8.58 亿元，2018 年一季度收入的增幅应为 17.95%。根据公司规划，2018 年美味鲜公司预算收入 38.5 亿元，同比增长 10.26%，预算净利润 5.65 亿元，同比增长 10.3%。
- 产能建设稳步扩张。**公司目前产能合计 50 万吨，其中酱油产能接近 40 万吨，其他产能 10 万吨。美味鲜公司（单体）产能 30 万吨，其中酱油产能 23 万吨，其他产能 7 万吨，基本满产。2017 年厨邦公司最大产能 20 万吨，其中酱油 16 万吨，其他产能 4 万吨。公司正进行产能扩建，阳西生产基地 2018 年计划启动酱油二期天然油（后续）、制成品扩建（新增发酵罐、热沉淀罐及配套设施）、三期天然油等重大项目，预计在 2019 年末可新增酱油产能 10 万吨。阳西食品生产项目预计在 2018 年末食用油、醋、料酒可相继投产。
- 地产项目稳步推进。**公司名下 84.6 亩“日出康城”住宅小区项目已于 2017 年 9 月正式动工，合计可开发面积 10 万平方米，预计可在 2018 年底前开展预售，2020 年起确认收入。2018 年，由于中山房地产备案政策影响，预算收入为零，但公司通过转自持物业再作二手楼出售的方式，预计全年有望实现收入 4000 万元以上。另外，公司 D#地块总开发面积约 10 万平方米，可售面积接近 9 万平方米，预计会在 2020 年底-2021 年确认收入，根据目前中山市房地产限购、限售的情况，目前政府允许的网签价在 1 万元/m²左右，预计 2020 年-2021 年确认收入。
- 餐饮渠道占比提升。**截止 2017 年底，公司一级经销商约 800 家，同比增长约 10%，分销商超 5000 家，终端销售网点 25 万家。按照国家发布最新行政区划，全国共有 338 个地级市，截至 2017 年全国已开发 236 个地级市，全国覆盖率 70%。公司积极拓展餐饮渠道，餐饮渠道 2017 年增速约 25%左右，增速高于公司平均增速，2017 年末餐饮销售占比约 24%左右，同比 2016 年有一定提高。
- 毛利率提升空间大。**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

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%。

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 35X、28X、23X，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，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（暂不考虑定增对公司业绩和股本的影响）

| 证券代码: | 600872.SH | | | | 股价: | 26.42 | 投资评级: | 买入 | 日期: | 2018-05-17 |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|------------|
| 财务指标 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 每股指标与估值 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | |
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | | |
| 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% | 估值 | | | | | |
| 销售净利率 | 12.56% | 14.19% | 15.47% | 16.36% | P/E | 46.44 | 35.29 | 28.08 | 23.23 | |
| 成长能力 | | | | | P/B | 6.10 | 5.14 | 4.27 | 3.55 | |
| 收入增长率 | 14.29% | 16.46% | 15.27% | 14.24% | P/S | 5.83 | 5.01 | 4.34 | 3.80 | |
| 利润增长率 | 25.08% | 31.57% | 25.69% | 20.86% | | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 利润表 (百万元) | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | |
| 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 | |
| 偿债能力 | | | | | 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 | |
| 资产负债表 (百万元) | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 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 | |
| 流动资产合计 | 3116 | 3842 | 4747 | 5829 | 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 | 现金流量表 (百万元) | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | |
| 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 | |
| 资产总计 | 5305 | 6042 | 6990 | 8113 | 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 | |
| 流动负债合计 | 908 | 1000 | 1115 | 1231 | 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 | |
| 长期负债合计 | 946 | 946 | 946 | 946 | 筹资活动现金流 | -104 | -71 | -47 | -38 | |
| 负债合计 | 1855 | 1946 | 2061 | 2177 | 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 | |
| 负债和股东权益总计 | 5305 | 6042 | 6990 | 8113 | 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。

李鑫鑫，北京大学经济学硕士，现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、展示或以其他任何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。