

2018年06月06日

公司研究

评级：买入（维持）

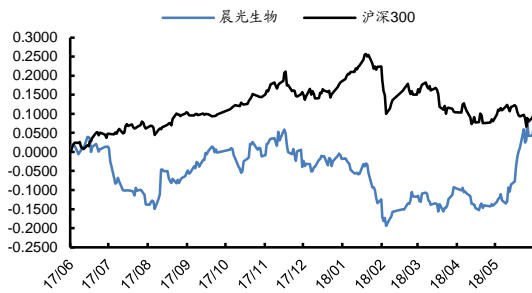
研究所

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

植提主业稳健增长，棉籽有望扭亏为盈

——晨光生物（300138）动态点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
晨光生物	24.0	20.6	6.0
沪深300	1.9	-5.4	10.1

市场数据 2018-06-05

当前价格（元）	13.85
52周价格区间（元）	10.15 - 14.19
总市值（百万）	5082.32
流通市值（百万）	3677.60
总股本（万股）	36695.44
流通股（万股）	26756.51
日均成交额（百万）	29.51
近一月换手（%）	48.58

相关报告

《晨光生物（300138）动态点评：辣椒红色素量价齐升，甜菊糖高增长》——2018-03-29

《晨光生物（300138）深度报告：植提主业稳步向好，新品布局值得期待》——2018-01-24

投资要点：

- 辣椒红色素和香辛料稳健增长。**公司辣椒红色素市占率 55%，定价权强，2017 年销量突破 4200 吨，同比增长 24%，实现收入 6.85 亿元，同比增长 34%，随着下游应用范围不断拓宽，未来仍可量价齐升。辣椒精市占率达到 40%，下游调味品行业景气度高，2017 年销量同比增长 70%，2018Q1 销量同比增长 56%。花椒提取物 2018Q1 销售收入、毛利额分别同比增长 137%、76%，预计全年贡献收入超过 1 亿元。同时，公司实现了番茄红素、叶黄素晶体、姜黄素、红米红、甘蓝红、甜菜红等多个品种的规模化生产，储备产品丰富。
- 叶黄素抢占份额后盈利有望回升。**公司叶黄素产销量居全球首位，饲料级市占率 26% 左右。叶黄素业务目前策略以抢市场份额为主，为了与同行拉开差距，使公司行业龙头地位更加明确，2017 年初公司主动调低了叶黄素的价格，以市占率是首要目标，依靠规模和成本优势，保持低价，公司仍能正常盈利，而小企业无法盈利逐步关停或退出，甚至直接成为公司的经销商，挤占中小厂家份额，快速提升市占率。随着公司优势逐步显现，预计价格会向上调整，毛利率将会恢复到正常水平，盈利提升空间较大。
- 甜菊糖符合低热量趋势，逐步放量。**5 月初，可口可乐在新西兰发布第一款使用 100% 甜菊糖作为甜味剂的无糖可乐，甜菊糖是一种天然甜味剂，具有低卡路里、高甜度的特点，符合低糖消费趋势，是一种可代替蔗糖的理想甜味剂，广泛应用于食品、饮料、调味品的生产中，市场空间较大。公司甜菊糖业务之前主要做代工，2016 年开始自己生产自己销售，2017 年收入约 9000 万元，预计 2018 年 1.5 亿元，保持快速增长。
- 棉籽业务底部回升，有望扭亏为盈。**2017 年受大宗商品豆油、豆粕周期性波动影响，棉籽类产品售价下降，2017 年公司自产棉籽类产品营业收入虽然保持了 30% 的增长，但实现的毛利为-52 万元，同时计提了 1700 万元存货跌价准备。2018 年一季度，随着大宗产品市场回暖，棉籽类业务整体收入、毛利额分别实现 36%、61% 的增长，其中公司自产棉籽类产品收入、毛利额分别同比增长 50%、330%，随着棉籽类产品价格企稳回升，全年有望扭亏为盈。
- 股权激励二期解锁，定增明年解禁。**2016 年推出股权激励计划，分两期解锁，2018 年 5 月第二期已经解锁，非公开发行 2016 年完成，

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%。

2019 年解禁，管理层利益充分绑定，推动业绩持续增长。

- **投资建议：**预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.55 元、0.72 元、0.89 元，对应 PE 分别为 25X、19X、15X，公司植提主业稳健增长，叶黄素收割市场份额后盈利有望回升，甜菊糖业务逐步放量，棉籽类业务有望扭亏为盈，2019 年定增解禁，维持“买入”评级。
- **风险提示：**食品安全风险；国外市场风险；原材料价格波动风险；新品不达预期。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	2772.14	3456.27	4218.13	5065.84
增长率(%)	29.49%	24.68%	22.04%	20.10%
净利润（百万元）	142.84	200.30	265.01	328.18
增长率(%)	54.46%	40.23%	32.31%	23.84%
摊薄每股收益（元）	0.39	0.55	0.72	0.89
ROE(%)	9.07%	11.65%	13.83%	15.29%

资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

表：晨光生物盈利预测表

证券代码:	300138.SZ				股价:	13.85	投资评级:	买入	日期:	2018-06-05
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	9.07%	11.65%	13.83%	15.29%	EPS	0.39	0.55	0.72	0.89	
毛利率	12.83%	13.70%	13.90%	14.00%	BVPS	4.43	4.94	5.50	6.20	
期间费率	7.74%	7.56%	7.16%	7.03%	估值					
销售净利率	5.15%	5.80%	6.28%	6.48%	P/E	34.84	24.84	18.78	15.16	
成长能力					P/B	3.06	2.74	2.46	2.19	
收入增长率	29.49%	24.68%	22.04%	20.10%	P/S	1.79	1.44	1.18	0.98	
利润增长率	54.46%	40.23%	32.31%	23.84%						
营运能力					利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	
总资产周转率	1.03	1.18	1.34	1.43	营业收入	2772.14	3456.27	4218.13	5065.84	
应收账款周转率	11.98	14.16	14.02	13.92	营业成本	2416.54	2982.77	3631.81	4356.62	
存货周转率	1.94	2.02	2.32	2.42	营业税金及附加	10.35	12.91	15.75	18.92	
偿债能力					销售费用	75.79	95.05	111.78	129.18	
资产负债率	0.43	0.39	0.39	0.40	管理费用	106.73	131.34	160.29	192.50	
流动比	1.69	1.88	1.96	1.96	财务费用	31.94	34.78	29.79	34.31	
速动比	0.47	0.55	0.61	0.61	其他费用/(-收入)	57.31	59.29	61.14	62.99	
资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	营业利润	131.21	192.84	262.11	327.71	
现金及现金等价物	127.30	103.69	126.54	151.98	营业外净收支	21.57	21.57	21.57	21.57	
应收款项	226.59	282.52	344.79	414.08	利润总额	152.78	214.40	283.68	349.28	
存货净额	1467.27	1491.38	1634.32	1960.48	所得税费用	24.11	28.94	38.30	45.41	
其他流动资产	61.30	61.30	61.30	61.30	净利润	128.66	185.46	245.38	303.87	
流动资产合计	2024.29	2113.98	2380.14	2843.57	少数股东损益	-14.17	-14.84	-19.63	-24.31	
固定资产	597.90	628.31	651.18	675.21	归属于母公司净利润	142.84	200.30	265.01	328.18	
在建工程	58.68	50.00	50.00	50.00	现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	
无形资产及其他	120.07	129.05	135.02	138.00	经营活动现金流	-162.12	211.36	146.19	24.20	
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	128.66	185.46	245.38	303.87	
资产总计	2872.80	2992.77	3287.79	3778.21	少数股东权益	-1.07	-15.91	-35.54	-59.85	
短期借款	891.88	591.88	691.88	791.88	折旧摊销	57.31	59.29	61.14	62.99	
应付款项	71.09	87.75	106.84	128.16	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	
预收帐款	104.68	130.51	159.28	191.29	营运资金变动	-365.02	-53.12	-175.16	-362.00	
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流	-163.08	-74.59	-75.03	-75.03	
流动负债合计	1196.02	1126.09	1215.48	1451.26	资本支出	-146.54	-75.00	-75.00	-75.00	
长期借款及应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	长期投资	-7.97	-15.00	-15.00	-15.00	
其他长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-23.16	0.44	0.00	0.00	
长期负债合计	52.86	52.86	52.86	52.86	筹资活动现金流	215.44	-330.35	-139.51	-74.74	
负债合计	1248.88	1178.95	1268.34	1504.12	债务融资	247.28	-300.00	100.00	100.00	
股本	366.95	366.95	366.95	366.95	权益融资	-6.09	0.00	0.00	0.00	
股东权益	1623.92	1813.82	2019.45	2274.10	其它	-4.51	23.75	0.00	0.00	
负债和股东权益总计	2872.80	2992.77	3287.79	3778.21	现金净增加额	-109.76	-193.58	-68.35	-125.57	

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。