

# 中炬高新 (600872) \ 食品饮料

## ——调味品成长性高，房地产确认收入超预期

### 事件：

公司发布2018年半年度业绩预增公告，预计2018年半年度归母净利润与上年同期相比增加1.22亿元，增幅58%左右。

### 投资要点：

#### ➤ 调味品业务成长性仍高，收入增速加快

公司2018年半年度合并营业收入约21.7亿元，同比增长约20%，其中单二季度实现营业收入10.16亿元，同比增长22.4%，超过一季度18.4%的增速。公司的调味品业务美味鲜公司2018H1实现收入19.6亿元，同比增长12%，归母净利润3亿元，同比增长25%。分季度来看，2018Q1和Q2美味鲜公司分别实现营业收入10.12亿元和9.48亿元，同比增速6.5%/18.5%；归母净利润1.39亿元和1.61亿元，同比增速27.9%/23%。去年一季度公司的提价以及经销商的备货行为导致今年一季度基数较大，二季度收入加速增长。在公司二季度未直接提价的背景下，公司依旧维持利润增速高于收入增速的态势，说明公司费用管控较好，利润率提升。未来随着阳西产能的释放以及产品销售结构的走高，毛利率仍然存在提升的空间。

#### ➤ 房地产业务波动大增速快，母公司扭亏为盈

子公司广东中汇合创房地产有限公司2018年上半年营业收入约4,000万元，同比增加约13.6倍，归属于上市公司股东的净利润约940万元，同比增长约5.7倍；而2018年一季度中汇合创公司收入41万元、净利润94万元，房地产业务波动大增速快，此次业绩贡献主要在二季度确认。此外，母公司一季度通过出售存量物业资产，实现营业收入1.19亿元，同比增加1.1亿元，净利润扭亏；上半年积极开展资产运营，营业收入约1.27亿元，同比增长约7.8倍，归属于上市公司股东的净利润约2,000万元。

#### ➤ 调味品行业格局良好，市场空间大，渠道开拓利于业绩高成长

我国调味品行业竞争格局良好，呈现“一超多强”的局面，不同地区拥有不同的强势品牌，公司调味品业务的主要销售市场在华东和华南地区，将全国市场分为5个级别渗透式扩张，同时发力餐饮渠道的开拓，产能释放后市场空间广阔，规模效应有望得到凸显。

#### ➤ 盈利预测与估值

预计公司2018-2020年实现营业收入42.49亿元、49.89亿元和58.62亿元，EPS为0.80元、0.99元和1.24元，对应当前股价PE为37/30/24倍，给予“推荐评级”。

#### ➤ 风险提示

餐饮渠道拓展不及预期、行业竞争格局加剧、食品安全问题

投资建议：**推荐**  
 上次建议：**推荐**  
 当前价格：30.05元  
 目标价格：元

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	797/797
流通A股市值 (百万元)	23,939
每股净资产 (元)	4.16
资产负债率 (%)	33.20
一年内最高/最低 (元)	30.85/17.24

### 一年内股价相对走势



钱建 分析师  
 执业证书编号：S0590515040001  
 电话：0510-85613752  
 邮箱：qj@glsc.com.cn

王映雪研究助理  
 电话：0510-85630532  
 邮箱：wangyingxue@glsc.com.cn

### 相关报告

- 1、《中炬高新 (600872) \ 食品饮料行业》  
 《调味品业绩坚实，地产收入波动影响单季》

**图表 1: 财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	441.44	240.76	869.63	1,661.3	2,710.0	营业收入	3,157.9	3,609.3	4,249.2	4,988.8	5,861.9
应收账款+票据	70.66	113.09	103.24	150.74	147.69	营业成本	1,999.3	2,191.8	2,525.8	2,963.8	3,451.7
预付账款	65.88	10.56	77.53	25.84	94.54	营业税金及附加	41.68	48.20	56.75	66.63	78.29
存货	1,342.2	1,412.9	1,761.9	1,963.5	2,375.2	营业费用	275.36	426.34	424.92	473.94	527.58
其他	879.30	1,338.7	1,338.7	1,338.7	1,338.7	管理费用	348.94	348.08	395.18	449.00	527.58
<b>流动资产合计</b>	<b>2,799.5</b>	<b>3,116.0</b>	<b>4,151.0</b>	<b>5,140.1</b>	<b>6,666.2</b>	财务费用	63.25	60.45	37.20	15.59	-12.01
长期股权投资	48.89	30.56	30.56	30.56	30.56	资产减值损失	7.38	22.78	5.00	6.00	7.00
固定资产	1,216.2	1,213.9	1,087.5	1,290.6	1,215.5	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	243.13	267.21	367.21	100.00	100.00	投资净收益	1.80	1.67	0.00	0.00	0.00
无形资产	143.19	211.92	207.16	202.39	197.63	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	459.88	465.04	411.29	357.54	303.79	<b>营业利润</b>	<b>423.80</b>	<b>513.30</b>	<b>804.36</b>	<b>1,013.8</b>	<b>1,281.8</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,111.33</b>	<b>2,188.6</b>	<b>2,103.7</b>	<b>1,981.1</b>	<b>1,847.5</b>	营业外净收益	62.46	67.72	60.00	60.00	60.00
<b>资产总计</b>	<b>4,910.8</b>	<b>5,304.7</b>	<b>6,254.8</b>	<b>7,121.2</b>	<b>8,513.7</b>	<b>利润总额</b>	<b>486.26</b>	<b>581.02</b>	<b>864.36</b>	<b>1,073.8</b>	<b>1,341.8</b>
短期借款	20.00	15.00	0.00	0.00	0.00	所得税	76.00	88.74	146.55	182.07	227.50
应付账款+票据	286.50	305.90	490.17	443.94	643.94	<b>净利润</b>	<b>410.26</b>	<b>492.29</b>	<b>717.82</b>	<b>891.81</b>	<b>1,114.3</b>
其他	548.53	587.44	650.45	671.28	749.43	少数股东损益	47.89	58.14	79.58	98.87	123.54
<b>流动负债合计</b>	<b>855.03</b>	<b>908.33</b>	<b>1,140.6</b>	<b>1,115.2</b>	<b>1,393.3</b>	<b>归属于母公司净</b>	<b>362.37</b>	<b>434.15</b>	<b>638.23</b>	<b>792.94</b>	<b>990.78</b>
长期带息负债	953.00	916.06	916.06	916.06	916.06						
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他	13.73	30.21	30.21	30.21	30.21						
<b>非流动负债合计</b>	<b>966.73</b>	<b>946.27</b>	<b>946.27</b>	<b>946.27</b>	<b>946.27</b>						
<b>负债合计</b>	<b>1,821.7</b>	<b>1,854.6</b>	<b>2,086.8</b>	<b>2,061.5</b>	<b>2,339.6</b>						
少数股东权益	289.85	309.34	388.93	487.80	611.34						
股本	796.64	796.64	796.64	796.64	796.64						
资本公积	282.05	282.05	282.05	282.05	282.05						
留存收益	1,720.5	2,062.1	2,700.3	3,493.2	4,484.0						
<b>股东权益合计</b>	<b>3,089.1</b>	<b>3,450.1</b>	<b>4,167.9</b>	<b>5,059.7</b>	<b>6,174.1</b>						
<b>负债和股东权益总</b>	<b>4,910.8</b>	<b>5,304.7</b>	<b>6,254.8</b>	<b>7,121.2</b>	<b>8,513.7</b>						

  

现金流量表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	344.50	443.23	667.99	841.98	1,064.5
折旧摊销	126.12	128.51	179.91	216.63	226.63
财务费用	60.88	59.42	36.41	14.80	-12.80
存货减少	-27.55	-75.87	-349.03	-201.54	-411.76
营运资金变动	164.88	78.19	190.17	-21.21	212.50
其它	8.69	17.78	5.00	6.00	7.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>677.51</b>	<b>651.27</b>	<b>730.45</b>	<b>856.67</b>	<b>1,086.0</b>
资本支出	209.39	206.83	100.00	100.00	100.00
长期投资	5,004.0	7,672.0	0.00	0.00	0.00
其他	4,809.4	7,307.9	49.83	49.83	49.83
<b>投资活动现金流</b>	<b>-403.96</b>	<b>-570.98</b>	<b>-50.17</b>	<b>-50.17</b>	<b>-50.17</b>
债权融资	-20.00	-73.74	-15.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-166.01	-206.44	-36.41	-14.80	12.80
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-186.01</b>	<b>-280.18</b>	<b>-51.41</b>	<b>-14.80</b>	<b>12.80</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>87.67</b>	<b>-200.03</b>	<b>628.87</b>	<b>791.69</b>	<b>1,048.6</b>

  

主要财务比率					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	14.48%	14.29%	17.73%	17.41%	17.50%
EBIT	37.37%	16.80%	40.57%	20.86%	22.08%
EBITDA	29.89%	14.01%	40.47%	20.79%	19.18%
归属于母公司净	-13.78%	19.81%	47.01%	24.24%	24.95%
<b>获利能力</b>					
毛利率	36.69%	39.27%	40.56%	40.59%	41.12%
净利率	12.99%	13.64%	16.89%	17.88%	19.01%
ROE	12.95%	13.82%	16.89%	17.34%	17.81%
ROIC	12.22%	14.04%	16.07%	18.56%	22.06%
<b>偿债能力</b>					
资产负债	37.10%	34.96%	33.36%	28.95%	27.48%
流动比率	3.27	3.43	3.64	4.61	4.78
速动比率	0.68	0.40	0.92	1.65	2.12
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	72.48	53.87	67.26	55.64	65.19
存货周转率	1.49	1.55	1.43	1.51	1.45
总资产周转率	0.64	0.68	0.68	0.70	0.69
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.45	0.54	0.80	1.00	1.24
每股经营现金流	0.85	0.82	0.92	1.08	1.36
每股净资产	3.51	3.94	4.74	5.74	6.98
<b>估值比率</b>					
市盈率	65.86	54.98	37.40	30.10	24.09
市净率	8.53	7.60	6.32	5.22	4.29
EV/EBITDA	36.96	32.59	22.85	18.44	14.94
EV/EBIT	45.46	39.12	27.41	22.11	17.48

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

#### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F  
 电话：021-38991500  
 传真：021-38571373

**分公司机构销售联系方式**

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810