

证券研究报告

公司研究——中报点评

中炬高新 (600872.sh)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2018.05.17

王见鹿 行业分析师

执业编号: S1500517100001

联系电话: +86 21 61678591

邮箱: wangjianlu@cindasc.com

毕翘楚 研究助理

联系电话: +86 21 61678587

邮箱: biqiaochu@cindasc.com

相关研究

《20171010 中炬高新 (600872) 小行业大机遇;

传统企业历久弥新》2017.10.10

《20180111 中炬高新 (600872) 关注中炬高新小包装化进程》2018.01.11

《20180426 中炬高新 (600872) 成本控制逻辑被验证, 渠道拓展体现做强决心》2018.04.26

《20180517 中炬高新 (600872) 山西基地先进产能带来利润空间想象力》2018.05.17

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

看好调味品业务盈利能力持续提升

2018年8月23日

事件: 中炬高新 2018年08月22日发布18年中报。1H18, 公司实现营业收入21.74亿元, 同比增长20.49%; 实现归母净利润3.39亿元, 同比增长60.99%, EPS为0.43元。其中, 2Q18单季收入10.20亿元, 同比增长22.94%; 归母净利润1.69亿元, 同比增长77.41%。加权平均净资产收益率10.31%, 同比上升3.06个百分点。

调味品业务的实施主体美味鲜公司 1H18收入为19.62亿元, 同比增长12.28%; 归母净利润3.02亿元, 同比增长24.85%。剔除调味品业务的其他主营业务(包括房地产、物业租赁等)的收入为2.12亿元, 较去年同期多增1.55亿元; 对应多增净利润约5900万元。总体来看, 公司调味品业务保持稳健增速, 盈利能力显著提升; 非调味品业务业绩大幅提升, 确保了上半年靓丽业绩。

点评:

➤ **2017年主营业务稳健增长, 渠道布局提速。**公司18年H1实现营业收入21.74亿元。其中, 美味鲜公司营业收入19.62亿元, 同比增加12.28%; 房地产方面, 中汇合创公司实现营业收入3,988万元, 同比增加3,715万元, 增幅13.62倍; 公司本部通过开展资产经营, 实现营业收入1.27亿元, 同比增加1.13亿元, 增幅8.07倍; 中炬精工公司实现营业收入4,197万元, 同比增加527万元, 增幅14.35%。18Q1美味鲜收入增长13.74%, 受益于17Q公司产品提价; 18Q2美味鲜依旧保持两位数增长, 达到17.16%, 二季度不再受提价影响, 说明主营业务稳健增长。分品类来看, 酱油的增幅超10%, 食用油、其他品类增幅20%; 分区域来看, 2018H1东部/南部/中西部/北部的营业收入分别达到5/8.44/3.17/2.92亿元, 增速12.61%/9.18%/13.62%/22.18%, 南部区域下降1.25个百分点, 其他区域占比均提升, 国内北部区域增长明显, 增速超20%, 体现公司全国化布局提速。上半年美味鲜在三个渠道都保持了两位数的增长趋势, 其中商超和餐饮渠道的增速略高于公司的平均增长水平。在零售业态复杂多变、行业市场竞争激烈的大形势下, 美味鲜在居民零售和餐饮两个渠道上, 一方面强化多品项发展意志, 结合组合式推广动作, 另一方面持续打造餐饮推广路径, 上半年取得较好的销售成果。美味鲜渠道布局提速, 经销商数量持续增加, 全年有望新增100个经销商。

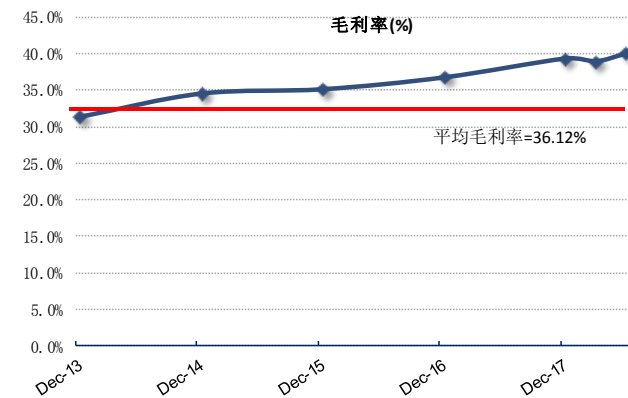
➤ **公司成本控制得当, 全年盈利水平大幅提升。**美味鲜18H1整体毛利率达到39.99%, 同比上升0.47个百分点; 主要原材料黄豆、盐、糖等价格保持稳定, 谷氨酸价格略有上升, 包材价格继续上涨。营业收入净利润率达到了17%, 同比上升1.8个百分点, 企业毛利率、净利率再创历史最佳成绩。主要原因三项费用合计同比上升了3%, 增速低于营业收入的增长; 费用率下降约2个百分点(销售费用率11%, 下降3个百分点, 管理费用率8%, 上升1个百分点), 管理费用中研

发费用同比增幅 28.26%，主要是本期研发项目增加及投入增加所致。销售费用率大幅下降，主要是 2017 年上半年产品提价，促销活动相应增加，导致当年销售费用投入较大。公司实现归属母公司的净利润 3.39 亿元，同比增加 1.28 亿元，增幅 60.99%，每股收益 0.43 元，同比增加 0.16 元，增幅 60.99%；加权平均净资产收益率 10.31%，同比上升 3.06 个百分点。公司本期扣除非经常性损益的净利润 3.27 亿元，同比增加 59.65%。

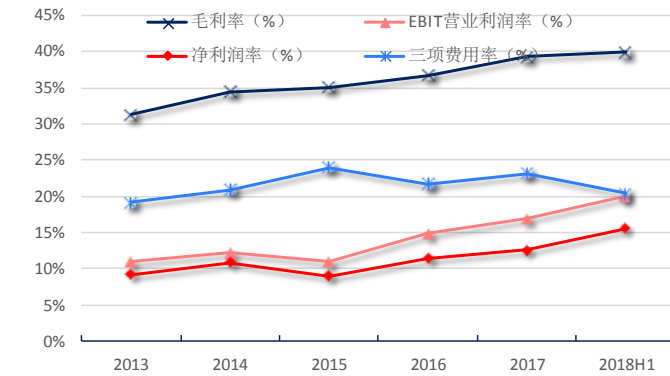
- **地产收入同比增长，长期成长空间显著。**上半年，中汇合创房地产公司通过将已售房产转自持物业再做二手销售的方式，在上半年完成了部分已售房产的备案和交付工作，实现营业收入 3,988 万元，同比增加 3,715 万元，增幅 13.62 倍。目前已售尚未结转收入的物业货值约 1 亿元，下半年是否增加结转尚未可知。中炬高新本部名下 84 亩商住地已确定在 2017 年 9 月底前动工，目前已完成基坑支护搅拌桩工程约 7 万平方米、土方开挖工程约 15 万立方米、地下室承台及底板工程完成工程量的 90%。公司预计首期（3-5#楼，约 1.8 万方）在 9 月 1 日前达到可办理预售证条件，预计 2020 年开始确认收入。
- **盈利预测与评级：**我们预计中炬高新 2018-2020 年归属母公司所有者净利润分别为 5.82、7.02 和 9.18 亿元，对应的每股收益分别为 0.73、0.88 和 1.15 元。维持公司“买入”评级。
- **股价催化剂：**成本控制特别是销售费用率的进一步下降；配合经销商数量增长，公司产能迎来密集投放期。
- **风险因素：**1) 原材料、价格波动风险；2) 渠道拓展进度不及预期的风险；3) 产能扩张不达预期的风险；4) 经营及决策效率持续低于同行业民营企业，竞争力降低的风险；5) 食品安全问题；6) 房地产业务受宏观政策调整而低于预期的风险；7) 跨行业经营的风险。

重要财务指标		单位:百万元				
主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
营业收入	3,157.99	3,609.37	4,285.44	5,003.66	6,454.91	
同比(%)	14.48%	14.29%	18.73%	16.76%	29.00%	
归属母公司净利润	362.37	453.26	582.39	702.22	918.24	
同比(%)	46.55%	25.08%	28.49%	20.58%	30.76%	
毛利率(%)	36.69%	39.27%	39.63%	39.63%	39.92%	
ROE(%)	13.64%	15.26%	17.33%	18.17%	20.23%	
每股收益(元)	0.45	0.57	0.73	0.88	1.15	
P/E	58.2	46.5	36.2	30.0	23.0	
P/B	7.5	6.7	5.9	5.1	4.3	
EV/EBITDA	32.82	27.63	22.54	19.07	15.09	

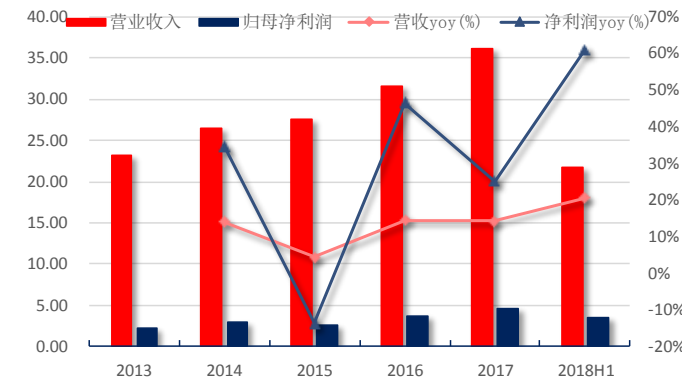
资料来源：万得，信达证券研发中心预测 注：股价为 2018 年 8 月 22 日收盘价

图 1 公司 2013-2018H1 年毛利率 (%)


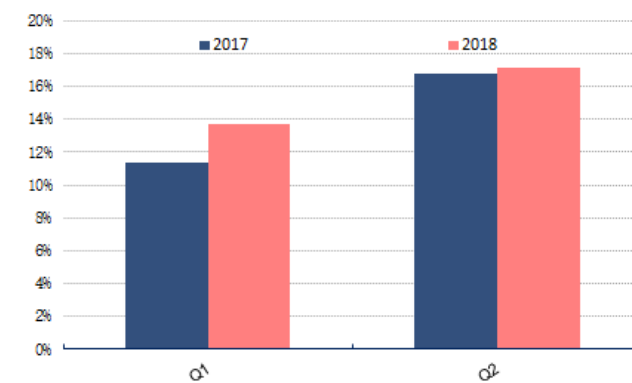
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2 毛利率、净利润率、营业利润率和三项费用率情况 (%)


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 3 公司营业收入及净利润变化 (亿元; %)


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4 美味鲜 2017Q1、Q2、2018Q1、Q2 净利率变化 (%)


资料来源：万得，信达证券研发中心

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2,799.54	3,116.08	3,679.08	4,453.41	5,564.02
货币资金	441.44	240.76	431.22	893.31	1,385.67
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	43.57	67.00	79.55	92.89	119.83
预付账款	65.88	10.56	12.47	14.56	18.69
存货	1,342.25	1,412.96	1,771.04	2,067.86	2,655.05
其他	906.39	1,384.79	1,384.79	1,384.79	1,384.79
非流动资产	2,111.33	2,188.68	2,221.08	2,217.77	2,226.06
长期投资	48.89	30.56	30.56	30.56	30.56
固定资产	1,216.25	1,213.95	1,288.16	1,447.17	1,446.86
无形资产	143.19	211.92	204.78	197.63	190.48
其他	703.00	732.25	697.59	542.41	558.17
资产总计	4,910.87	5,304.76	5,900.16	6,671.18	7,790.09
流动负债	855.03	908.33	990.03	1,101.53	1,324.27
短期借款	20.00	15.00	15.00	15.00	15.00
应付账款	236.45	251.19	296.47	346.15	444.45
其他	598.58	642.15	678.57	740.38	864.83
非流动负债	966.73	946.27	946.27	946.27	946.27
长期借款	58.57	19.83	19.83	19.83	19.83
其他	908.16	926.45	926.45	926.45	926.45
负债合计	1,821.76	1,854.61	1,936.31	2,047.81	2,270.55
少数股东权益	289.85	309.34	384.05	474.12	591.91
归属母公司股东权益	2,799.26	3,140.81	3,579.80	4,149.25	4,927.63
负债和股东权益	4910.87	5304.76	5900.16	6671.18	7790.09

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,157.99	3,609.37	4,285.44	5,003.66	6,454.91
同比(%)	14.48%	14.29%	18.73%	16.76%	29.00%
归属母公司净利润	362.37	453.26	582.39	702.22	918.24
同比(%)	46.55%	25.08%	28.49%	20.58%	30.76%
毛利率(%)	36.69%	39.27%	39.63%	39.63%	39.92%
ROE(%)	13.64%	15.26%	17.33%	18.17%	20.23%
每股收益(元)	0.45	0.57	0.73	0.88	1.15
P/E	58.2	46.5	36.2	30.0	23.0
P/B	7.5	6.7	5.9	5.1	4.3
EV/EBITDA	32.82	27.63	22.54	19.07	15.09

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,157.99	3,609.37	4,285.44	5,003.66	6,454.91
营业成本	1,999.38	2,191.89	2,587.03	3,020.60	3,878.33
营业税金及附加	41.68	48.20	79.39	92.70	119.58
营业费用	275.36	426.34	453.39	529.37	682.91
管理费用	348.94	348.08	387.61	425.31	548.67
财务费用	63.25	60.45	57.52	56.94	55.49
资产减值损失	7.38	22.78	8.75	7.32	11.94
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	45.38	71.24	48.57	55.07	58.29
营业利润	467.38	611.03	760.32	926.48	1,216.29
营业外收入	24.95	5.60	26.69	26.69	26.69
营业外支出	6.07	7.46	5.69	11.09	11.09
利润总额	486.26	609.18	781.32	942.08	1,231.89
所得税	76.00	97.77	124.23	149.79	195.87
净利润	410.26	511.40	657.09	792.29	1,036.02
少数股东损益	47.89	58.14	74.70	90.08	117.78
归属母公司净利润	362.37	453.26	582.39	702.22	918.24
EBITDA	673.26	797.12	977.07	1,154.86	1,460.01
EPS	0.45	0.57	0.73	0.88	1.15

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	676.67	650.62	710.49	751.95	812.27
净利润	410.26	511.40	657.09	792.29	1,036.02
折旧摊销	126.12	128.51	138.06	155.09	170.43
财务费用	60.88	59.42	57.69	57.69	57.69
投资损失	-45.38	-71.24	-48.57	-55.07	-58.29
营运资金变动	137.33	2.32	-99.59	-208.06	-407.46
其它	-12.54	20.20	5.81	10.01	13.89
投资活动现金流	-403.96	-570.98	-118.95	-99.40	-122.38
资本支出	-160.79	-206.05	-167.52	-154.46	-180.67
长期投资	4,760.85	7,307.11	48.57	55.07	58.29
其他	-5,004.02	-7,672.05	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-186.01	-280.18	-201.08	-190.46	-197.54
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-20.00	-73.74	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	165.81	206.44	201.08	190.46	197.54
现金净增加额	86.82	-200.68	390.46	462.09	492.35

研究团队简介

王见鹿，食品饮料行业分析师。多国留学背景，先后于新加坡华侨初级学院及英国华威大学求学，主修经济、政治及国际关系学。回国后在某大型商业地产开发集团投资部工作，先后参与了多家上市或非上市企业的股权投资及并购重组业务，所涉及行业包括商业地产、文化旅游、装备制造、消费零售及金融服务等。2015年4月正式加入信达证券研究开发中心，从事食品饮料和炼化行业研究。

毕翹楚，研究助理，复旦大学硕士，2017年7月加入信达证券研发中心，从事食品饮料行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。