

中炬高新(600872)

点评报告

行业公司研究——园区开发 II 行业

证券研究报告

3Q 业绩低于预期不改长期成长逻辑

——中炬高新跟踪报告

✍️ : 张海涛 执业证书编号: S1230517080002
☎️ : 021-80106029 李晓璐
✉️ : lixiaolu@stocke.com.cn

事件: 1-9 月公司实现营业总收入 31.65 亿元, 同比增长 15.97%; 实现归属母公司的净利润 4.86 亿元, 同比增长 36.95%; 对应每股收益 0.61 元。1-9 月实现扣非后净利润 4.7 亿元, 同比增长 42.5%。3Q 单季度实现营业总收入 9.91 亿元, 同比增长 7.3%; 实现归属母公司的净利润 1.47 亿元, 同比增长 2%, 扣非后实现净利润 1.42 亿元, 同比增长约 14%。

点评

□ 3Q 业绩低于预期

一是 9 月中旬台风影响物流前后约 1 周时间, 美味鲜公司 3Q 营收增长仅为 6.4%; 二是由于原物料和包材价格上涨使得美味鲜公司的调味品毛利率下降, 拖累中炬高新 3Q 综合毛利率同比下降 4 个百分点至 37.12%。最终美味鲜公司 3Q 实现归母净利润 1.54 亿元, 同比仅增长 1%。此外, 母公司没有资产转让收入, 3Q 实现归母净利润为 -489 万元, 同比减亏 348 万元; 中汇合创确认地产收入 600 万元, 3Q 实现归母净利润 387 万元, 同比增加 250 万元; 中炬精工 3Q 实现归母净利润 54 万元, 同比减少 46 万元。

□ 调味品长期成长逻辑仍在

从公司层面看, 我们认为 9 月底适逢中秋, 中旬台风天气影响当月发货造成营收波动为短期事件。毛利率下降系原物料和包装价格上涨以及收入下降的共同影响。从行业层面看, 我们认为食品饮料主流子行业中调味品行业的必需品属性最强, 受经济波动的影响小, 若后期成本持续上涨, 龙头公司极可能提价, 中炬高新亦会跟随, 以此释放成本上涨压力。因此综合看, 我们认为公司的长期成长逻辑仍在。

□ 有望迎来治理结构改善所释放的红利

公司 29 日晚间公告董事会将于 11 月 15 日换届选举, 被提名的九名董事中有 4 名来自宝能系, 届时有望迎来治理结构改善所释放的红利: 更多的激励政策以及经营效率提升。

□ 盈利预测及评级

考虑到 3Q 业绩低于预期, 适当下调公司盈利预测, 预估公司 2018、2019、2020 年可分别实现归母净利润 6 亿元 (隐含假设为调味品业务归母净利润为 5.9 亿元, 同比增 15%)、7.23 亿元、9.32 亿元, 同比分别增长 32%、21%、29%, 对应 EPS 为 0.75 元、0.91 元、1.17 元。当前股价对应 2019 和 2020 年 PE 分别为 25 倍和 19 倍。维持买入评级。

□ 风险因素: 行业需求超预期下滑, 换届事项进程不顺利

评级

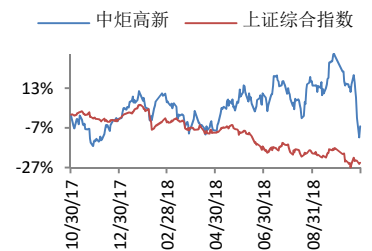
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥23.66

单季度业绩

元/股

单季度业绩	元/股
3Q/2018	0.21
2Q/2018	0.24
1Q/2018	0.23
4Q/2017	0.14



公司简介

公司以酱油为主营业务, 旗下拥有“美味鲜”和“厨邦”两大品牌。从规模看, 公司是 A 股第二大酱油公司, 仅次于海天味业。

相关报告

- 《中报业绩略超预期, 非调味品业务锦上添花》2018.08.28
- 《中炬高新 (600872) 跟踪报告: 中报预增超预期, 上调全年盈利预测》2018.07.16
- 《中炬高新 (600872) 跟踪报告: 预计中报维持快速增长》2018.07.04
- 《中炬高新 (600872) 跟踪报告: 财报数据积极, 增长逻辑未变》2018.05.04
- 《中炬高新 (600872) 跟踪报告: 理性看待短期干扰因素》2018.04.10

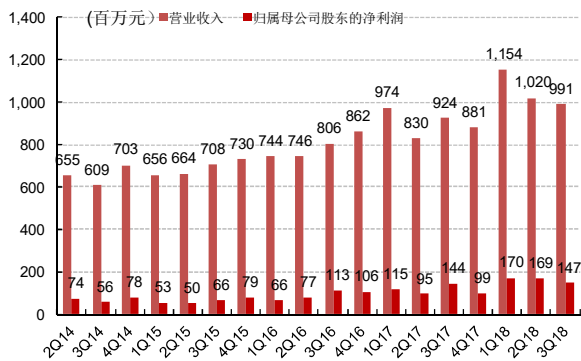
报告撰写人: 张海涛

数据支持人: 李晓璐

财务摘要

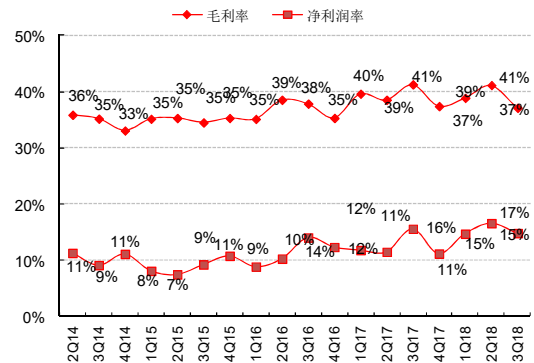
(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	3609.37	4303.89	4930.28	6188.65
(+/-)	14.29%	19.24%	14.55%	25.52%
净利润	453.26	598.47	722.90	931.65
(+/-)	25.08%	32.04%	20.79%	28.88%
每股收益(元)	0.57	0.75	0.91	1.17
P/E	39.07	29.59	24.50	19.01

图 1: 公司分季度营收和归母净利润



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 2: 公司分季度毛利率和净利润率走势



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2017	2018E	2019E	2020E	单位: 百万元	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	3116.08	3909.81	4908.61	6244.76	营业收入	3609.37	4303.89	4930.28	6188.65
现金	240.76	859.71	1817.64	2928.39	营业成本	2191.89	2645.08	2934.44	3622.18
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	48.20	62.16	66.19	83.09
应收账款	67.00	34.55	32.65	48.77	营业费用	426.34	414.38	463.86	582.25
其它应收款	45.47	44.51	51.74	68.97	管理费用	348.08	362.99	463.30	581.55
预付账款	10.56	45.02	53.59	48.42	财务费用	60.45	59.42	69.51	87.25
存货	1412.96	1587.05	1613.94	1811.09	资产减值损失	22.78	11.38	10.00	10.00
其他	1339.32	1338.97	1339.04	1339.11	公允价值变动收益及其他收益	28.15	-27.00	0.00	0.00
非流动资产	2188.68	2163.72	2092.62	2053.99	投资净收益	71.24	60.90	14.00	14.00
金额资产类	36.74	54.38	50.98	47.37	营业利润	611.03	782.39	936.98	1236.34
长期投资	30.56	30.56	30.56	30.56	营业外收入	5.60	8.62	31.00	31.00
固定资产	1213.95	1201.98	1147.70	1097.48	营业外支出	7.46	5.25	7.00	7.00
无形资产	211.92	239.13	278.69	321.51	利润总额	609.18	785.76	960.98	1260.34
在建工程	267.21	213.77	171.02	136.81	所得税	97.77	117.15	144.15	201.65
其他	428.30	423.89	413.67	420.26	净利润	511.40	668.62	816.83	1058.69
资产总计	5304.76	6073.53	7001.23	8298.75	少数股东损益	58.14	70.14	93.94	127.04
流动负债	908.33	1046.94	1178.49	1431.48	归属母公司净利润	453.26	598.47	722.90	931.65
短期借款	15.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	736.91	867.49	1033.57	1319.17
应付款项	305.90	404.33	426.19	528.42	EPS (元)	0.57	0.75	0.91	1.17
预收账款	209.34	224.06	284.86	346.23					
其他	378.09	418.56	467.44	556.82	主要财务比率				
非流动负债	946.27	935.16	936.87	939.30		2017	2018E	2019E	2020E
长期借款	19.83	19.83	19.83	19.83	成长能力				
其他	926.45	915.34	917.05	919.48	营业收入	14.29%	19.24%	14.55%	25.52%
负债合计	1854.61	1982.10	2115.37	2370.78	营业利润	30.73%	28.04%	19.76%	31.95%
少数股东权益	309.34	379.49	473.42	600.47	归属母公司净利润	25.08%	32.04%	20.79%	28.88%
归属母公司股东权益	3140.81	3711.93	4412.44	5327.50	获利能力				
负债和股东权益	5304.76	6073.53	7001.23	8298.75	毛利率	39.27%	38.54%	40.48%	41.47%
现金流量表					净利率	14.17%	15.54%	16.57%	17.11%
单位: 百万元	2017	2018E	2019E	2020E	ROE	13.86%	15.87%	16.11%	17.23%
经营活动现金流	650.62	734.66	1054.16	1253.34	ROIC	16.08%	14.94%	15.22%	16.44%
净利润	511.40	668.62	816.83	1058.69	偿债能力				
折旧摊销	128.51	87.67	90.88	92.64	资产负债率	34.96%	32.64%	30.21%	28.57%
财务费用	60.45	59.42	69.51	87.25	净负债比率	1.88%	1.84%	1.67%	1.29%
投资损失	-71.24	-60.90	-14.00	-14.00	流动比率	3.43	3.73	4.17	4.36
营运资金变动	-341.13	86.91	110.30	222.12	速动比率	1.87	2.22	2.80	3.10
其它	362.62	-107.04	-19.37	-193.36	营运能力				
投资活动现金流	-570.98	-30.10	-3.39	-33.87	总资产周转率	0.71	0.76	0.75	0.81
资本支出	-21.78	-12.52	16.42	2.07	应收帐款周转率	65.28	61.52	64.05	65.77
长期投资	53.85	-41.87	16.07	3.24	应付帐款周转率	8.99	9.03	8.56	9.21
其他	-603.05	24.30	-35.88	-39.18	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-280.18	-85.63	-92.84	-108.73	每股收益	0.57	0.75	0.91	1.17
短期借款	-5.00	-15.00	0.00	0.00	每股经营现金	0.82	0.92	1.32	1.57
长期借款	-38.74	0.00	0.00	0.00	每股净资产	3.94	4.66	5.54	6.69
其他	-236.44	-70.63	-92.84	-108.73	估值比率				
现金净增加额	-200.55	618.94	957.94	1110.75	P/E	39.07	29.59	24.50	19.01
					P/B	5.64	4.77	4.01	3.32
					EV/EBITDA	26.91	19.90	15.87	11.68

资料来源：港澳资讯、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>