



收入增长 15.97%，董事会换血宝能话语权进一步增强

强烈推荐

2018.10.30

(维持)

食品饮料行业

	王亮 (分析师)	王永健 (研究助理)	卢周伟 (研究助理)
电话:	020-37392941	020-37392937	020-37392937
邮箱:	wangle_a@gzgzhs.com.cn	wang.yongjian@gzgzhs.com.cn	lu.zhouwei@gzgzhs.com.cn
执业编号:	A1310514080002	A1310117080002	A1310118080005

事件:

10月29日，公司发布三季度报告，实现营收31.65亿元，同比增长15.97%；实现归母净利润4.86亿元，同比增长36.95%；每股收益0.61元/股，同比增长36.95%；其中第三季度实现营业收入9.91亿（YOY：7.14%），归母净利润1.47亿（YOY：2.08%）。

公司董事会全票赞成通过《关于公司董事会换届选举的议案》，将于11月15日召开股东大会进行审议。

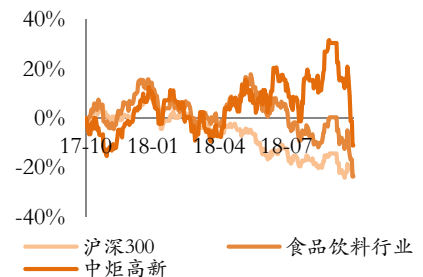
点评:

● **高基数下调味品业务增速放缓，其他业务前三季度整体表现良好：公司调味品业务前三季度整体增长稳定但第三季度增速略有放缓。**美味鲜公司前三季度实现营业收入29.2亿，同比增长10.28%，实现归母净利润4.56亿，同比增长15.59%；其中第三季度实现营业收入9.58亿（YOY：6.41%），归母净利润1.54亿（YOY：1%）。调味品业务第三单季度增速放缓主要是因为1）美味鲜公司2017年初提价后，从三季度销售开始走入正规，单季度实现营收9亿元，增幅达23.3%，基数较高；2）9月中旬受“山竹”影响，公司物流停滞数天。从其他业务变化来看，**公司本部业务**前三季度实现收入1.37亿，上半年确认了约1.1亿的资产转让收入，而在第三季度没有发生资产转让仅收入921万；本部前三季度实现归母净利润1582万，其中7-9月归母净利润为-489万元，同比减亏348万元。**房地产业务**中中汇合创公司1-9月实现主营业务收入4,580万元，受中山本地房地产限价政策影响，收入确认各季度不均衡；上半年确认了约4,000万元的收入，而第三季度仅确认了600万元；1-9月归母净利润1,326万元（增幅3.8倍），7-9月归母净利润387万元（增幅1.8倍）。**中炬精工**1-9月实现营业收入5,849万元（增幅14.39%），其中第三季度营业收入1,656万元（增幅14.84%）。

● **原材料价格上升影响毛利率水平，期间费用稳中有降：**公司前三季度毛利率39.07%，其中美味鲜公司毛利率39.18%，同比下降1.05个百分点，主要是今年以来原材料及包装材料成长大幅上升，对第三季度影响更加明显。前三季度实现净利率17.03%，其中管理（不含研发费用）、销售和财务费用率分别为5.99%、9.75%和1.26%，管理费用率和销售费用率稳中有降，公司费用控制效果显著，管理效率逐步提升。

● **宝能系4人进入董事会，体制改革落锤在即：**公司将迎来新一届董事会成员，新一届董事会中6名非独立董事中4名来自于宝能投资集团，另外2名分别来自中山火炬公有资产经营有限公司和公司现任副总经理兼董秘，分属第一大股东、实际控制人和经营主体，但宝能占据人数优势和绝对话语权，这是公司8月修改公司章程以来宝能话语权提升的又一重大变动，也使得市场一直担忧的董事会换届得以确定。此次宝能派驻的4名董事包含两名高级副总裁和两名高管，足见宝能对公司后续发展的重视程度。我们认为宝能旗下丰富的产业资源未来有望与公司形成良好的互动，并且宝能入驻有望在公司员工激励、生产效率提升等方面给予更多的优化和改进，带给公司正向促进和激励作用。

行业指数走势



股价表现

涨跌 (%)	1M	3M	6M
中炬高新	-31.8	-22.0	-4.0
食品饮料行业	-23.9	-26.4	-21.2
沪深300	-10.5	-12.5	-18.1

基本资料

总市值 (亿元)	177.1
总股本 (亿股)	8.0
流通股比例	100.0
资产负债率 (%)	37.1
大股东	中山润田投资有限公司
大股东持股比例 (%)	24.9

相关报告



- **盈利预测与估值：**根据公司现有业务情况，我们测算公司 18-20 年 EPS 分别为 0.77、0.96、1.18 元，对应 29、23、19 倍 PE，给予“强烈推荐”评级。

重要财务指标		单位:百万元			
主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	
营业收入	3609.37	4215.52	4957.52	5777.02	
同比(%)	14.29%	16.79%	17.60%	16.53%	
归属母公司净利润	453.26	616.19	768.62	941.54	
同比(%)	25.08%	35.94%	24.74%	22.50%	
毛利率(%)	39.27%	40.16%	41.47%	42.24%	
ROE(%)	13.86%	16.57%	17.61%	18.07%	
每股收益(元)	0.57	0.77	0.96	1.18	
P/E	39.07	28.74	23.04	18.81	
P/B	5.67	4.92	4.16	3.49	
EV/EBITDA	5.40	19.31	14.97	12.26	

风险提示：管理层变动、产能扩张不达预期



附录：公司财务预测表

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	
流动资产	3116.08	3651.39	3525.89	4505.01	
现金	240.76	0.12	14.89	581.21	
应收账款	67.00	68.21	86.12	96.92	
其它应收款	45.47	44.56	57.43	64.00	
预付账款	10.56	42.93	52.99	44.61	
存货	1412.96	1754.63	1994.40	2251.50	
其他	1339.32	1740.93	1320.06	1466.77	
非流动资产	2188.68	2278.70	2414.38	2519.06	
长期投资	30.56	44.15	41.20	38.64	
固定资产	1213.95	1437.53	1605.34	1726.02	
无形资产	211.92	236.28	270.04	306.57	
其他	732.25	560.74	497.80	447.84	
资产总计	5304.76	5930.08	5940.27	7024.07	
流动负债	908.33	1904.86	1157.83	1298.95	
短期借款	15.00	889.55	15.00	15.00	
应付账款	251.19	274.62	300.10	327.86	
其他	642.15	740.68	842.73	956.09	
非流动负债	946.27	39.52	41.06	43.56	
长期借款	19.83	19.84	19.85	19.86	
其他	926.45	19.69	21.21	23.70	
负债合计	1854.61	1944.38	1198.89	1342.52	
少数股东权益	309.34	388.38	486.98	607.75	
股本	796.64	796.64	796.64	796.64	
资本公积	282.05	282.05	282.05	282.05	
留存收益	2045.84	2518.63	3175.72	3995.11	
归属母公司股东权益	3124.53	3597.32	4254.41	5073.80	
负债和股东权益	5304.76	5930.08	5940.27	7024.07	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	
经营活动现金流	650.58	94.79	1247.31	888.31	
净利润	511.40	616.19	768.62	941.54	
折旧摊销	128.51	132.83	162.29	189.72	
财务费用	60.45	26.30	23.47	-2.75	
投资损失	-71.24	-88.12	-79.68	-83.90	
营运资金变动	2.32	-667.32	276.98	-273.78	
其它	19.13	74.92	95.63	117.47	
投资活动现金流	-570.98	-159.15	-215.47	-206.33	
资本支出	-206.83	-229.58	-280.38	-268.38	
长期投资	434.34	17.84	30.50	26.55	
其他	-798.49	52.59	34.40	35.49	
筹资活动现金流	-280.18	-176.29	-1017.07	-115.65	
短期借款	-5.00	874.55	-874.55	0.00	
长期借款	-38.74	0.01	0.01	0.01	
普通股本增加	0.00	0.00	0.00	0.00	
资本公积金增加	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他	-236.44	-1050.85	-142.52	-115.67	
现金净增加额	-200.59	-240.65	14.77	566.32	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	
营业收入	3609.37	4215.52	4957.52	5777.02	
营业成本	2191.89	2522.52	2901.64	3336.94	
营业税金及附加	48.20	52.32	64.39	74.63	
营业费用	426.34	426.23	506.37	576.55	
管理费用	348.08	436.17	495.52	587.58	
财务费用	60.45	26.30	23.47	-2.75	
资产减值损失	22.78	13.76	19.68	26.08	
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资净收益	71.24	88.12	79.68	83.90	
营业利润	611.03	826.35	1026.13	1261.89	
营业外收入	5.60	5.77	12.11	7.83	
营业外支出	7.46	6.05	6.53	6.68	
利润总额	609.18	826.07	1031.71	1263.04	
所得税	97.77	130.85	164.50	200.73	
净利润	511.40	695.23	867.21	1062.32	
少数股东损益	58.14	79.04	98.59	120.77	
归属母公司净利润	453.26	616.19	768.62	941.54	
EBITDA	735.95	985.20	1217.48	1450.02	
EPS (摊薄)	0.57	0.77	0.96	1.18	

主要财务比率					
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	
成长能力					
营业收入增长率	14.29%	16.79%	17.60%	16.53%	
营业利润增长率	30.73%	35.24%	24.18%	22.98%	
归属于母公司净利润增长率	25.08%	35.94%	24.74%	22.50%	
获利能力					
毛利率	39.27%	40.16%	41.47%	42.24%	
净利率	14.17%	16.49%	17.49%	18.39%	
ROE	13.86%	16.57%	17.61%	18.07%	
ROIC	16.14%	15.86%	20.64%	20.70%	
偿债能力					
资产负债率	34.96%	32.79%	20.18%	19.11%	
净负债比率	1.88%	47.54%	3.53%	3.43%	
流动比率	3.43	1.92	3.05	3.47	
速动比率	1.87	1.00	1.32	1.73	
营运能力					
总资产周转率	0.71	0.75	0.84	0.89	
应收账款周转率	65.28	62.35	64.24	63.12	
应付账款周转率	8.99	9.59	10.10	10.63	
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.57	0.77	0.96	1.18	
每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	0.12	1.57	1.12	
每股净资产(最新摊薄)	3.92	4.52	5.34	6.37	
估值比率					
P/E	39.07	28.74	23.04	18.81	
P/B	5.67	4.92	4.16	3.49	
EV/EBITDA	5.40	19.31	14.97	12.26	

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生



广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼
电 话：020-88836132，020-88836133
邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15% 以上；
谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；
中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5% 以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。