

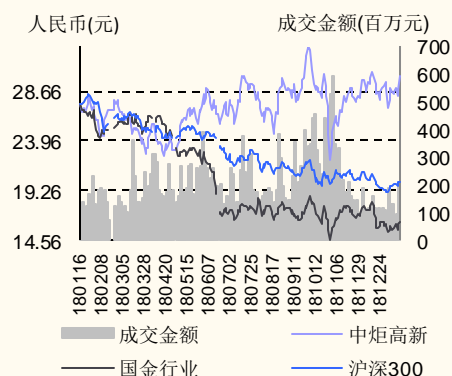
## 中炬高新 (600872.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 30.06 元

## 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	796.64
总市值 (百万元)	23,946.91
年内股价最高最低 (元)	32.88/22.23
沪深 300 指数	3128.65
上证指数	2570.42



## 相关报告

- 《短期业绩低于预期，换届即将落地利好长期-2018年中炬高新三...》，2018.10.30
- 《总体业绩超预期，下半年经营压力大幅减轻-中炬高新18年半年报...》，2018.8.22
- 《调味品主业净利率提升及母公司资产处置推动上半年业绩超预期-中...》，2018.7.15
- 《17年刹车收官，18年目标无虞-中炬高新公司点评》，2018.4.24

寇星

联系人  
kouxing@gjzq.com.cn

唐川

分析师 SAC 执业编号: S1130517110001  
tangchuan@gjzq.com.cn

## 18年完美收官，19年预计进入改善提升期

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.455	0.534	0.762	0.937	1.176
每股净资产 (元)	3.51	3.94	4.20	4.54	4.62
每股经营性现金流 (元)	0.84	0.81	0.79	0.96	1.39
市盈率 (倍)	30.95	46.40	39.46	32.07	25.55
净利润增长率 (%)	46.55%	17.31%	33.89%	23.05%	25.51%
净资产收益率 (%)	12.95%	13.53%	18.12%	20.64%	25.47%
总股本 (百万股)	796.64	796.64	796.64	796.64	796.64

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 中炬高新公布 18 年业绩快报，公司实现营业总收入 41.67 亿元，同比增长 15.46%；实现归属母公司的净利润 6.07 亿元，同比增长 33.83%，折合 EPS 0.762 元。18Q4 公司收入 10.03 亿元，同比增长 13.86%；净利润 1.21 亿元，同比增长 22.59%，扣非后净利润 1.04 亿元，同比增长 21.66%。

## 经营分析

- 18 年收入利润达成目标，预计美味鲜业绩基本符合预期：从快报来看公司年报目标全部达成：收入 41.3 亿元，归母净利润 5.85 亿元，18 年完美收官。18Q3 美味鲜业务因基数和台风“山竹”及原材料成本上升影响导致收入利润略低于预期，18Q4 尽管因快报未披露美味鲜业务收入利润，不过根据我们对公司调味品业务终端调研，认为 18Q4 美味鲜公司收入增速应环比 18Q3 (+6.41%) 有所改善，预计在 10% 增速以上，利润增速应环比 18Q3 (+1%) 有较大幅度改善，预计在 15% 增速以上。整体来看，美味鲜业务业绩预计将符合我们预期。
- 公司董事会成员变更，预计 19 年有望迎来较大改善：2018 年 11 月 15 日，公司完成了第九届董事会选举，宝能系占据了 9 个董事会席位中的 4 席，同时宝能系陈琳被选举为董事长。未来公司有望对标海天，提高员工人均产出和效率，并推出更多激励机制，激发员工活力，进而推动业绩增长。另外，19Q1 公司可能面临 18Q1 收入的高增速基数 (+18.4%)，同时叠加宏观经济下行预期，增速有下行压力，但是我们认为不应过分悲观，原因在于公司拥有库存+费用武器来应对高基数和外部环境的变化，19Q1 仍然值得期待。
- 盈利预测  
预计中炬高新 2018-2020 年收入分别为 41.67 亿元/47.12 亿元/56.90 亿元，同比+15.46%/13.08%/20.76%；归属上市公司净利润分别为 6.07 亿元/7.47 亿元/9.37 亿元，同比+42.75%/23.05%/25.51%，折合 EPS 分别为 0.76 元/0.94 元/1.18 元，若不考虑扣除房地产市值则对应 PE 分别为 39X/32X/26X，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 后续费用加剧或效果不达预期/股东减持风险/房地产销售不达预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	2,759	3,158	3,609	4,167	4,712	5,690
增长率		14.5%	14.3%	15.46%	13.08%	20.76%
主营业务成本	-1,791	-1,999	-2,192	-2,472	-2,762	-3,326
%销售收入	64.9%	63.3%	60.7%	59.3%	58.6%	58.5%
毛利	967	1,159	1,417	1,695	1,950	2,364
%销售收入	35.1%	36.7%	39.3%	40.7%	41.4%	41.6%
营业税金及附加	-29	-42	-48	-56	-63	-76
%销售收入	1.1%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
营业费用	-270	-275	-426	-479	-507	-613
%销售收入	9.8%	8.7%	11.8%	11.5%	10.8%	10.8%
管理费用	-331	-349	-348	-379	-424	-484
%销售收入	12.0%	11.0%	9.6%	9.1%	9.0%	8.5%
息税前利润 (EBIT)	336	493	595	781	955	1,191
%销售收入	12.2%	15.6%	16.5%	18.7%	20.3%	20.9%
财务费用	-61	-63	-60	-52	-48	-44
%销售收入	2.2%	2.0%	1.7%	1.2%	1.0%	0.8%
资产减值损失	-3	-7	-23	-11	-10	-10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	29	45	71	80	85	90
%税前利润	8.6%	9.3%	12.3%	9.8%	8.5%	7.2%
营业利润	301	467	583	798	982	1,227
营业利润率	10.9%	14.8%	16.1%	19.1%	20.8%	21.6%
营业外收支	38	19	-2	20	20	20
税前利润	339	486	581	818	1,002	1,247
利润率	12.3%	15.4%	16.1%	19.6%	21.3%	21.9%
所得税	-65	-76	-98	-131	-160	-200
所得税率	19.2%	15.6%	16.8%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	274	410	483	687	842	1,047
少数股东损益	27	48	58	80	95	110
归属于母公司的净利润	247	362	425	607	747	937
净利率	9.0%	11.5%	11.8%	14.6%	15.8%	16.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	274	410	511	687	842	1,047
少数股东损益	27	48	58	80	95	110
非现金支出	118	129	147	144	157	172
非经营收益	17	-4	-14	-45	-54	-63
营运资金变动	-20	137	2	-158	-184	-51
经营活动现金净流	389	673	647	628	761	1,106
资本开支	-152	-161	-206	-146	-188	-169
投资	-423	-268	-434	-1	0	0
其他	90	25	69	80	85	90
投资活动现金净流	-485	-404	-571	-67	-103	-79
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	305	-20	-74	-65	-72	-58
其他	-130	-166	-207	-455	-529	-924
筹资活动现金净流	175	-186	-280	-519	-600	-981
现金净流量	79	83	-204	41	57	46

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	355	441	241	282	339	385
应收款项	78	71	112	125	141	171
存货	1,322	1,342	1,413	1,558	1,741	1,959
其他流动资产	587	945	1,350	1,453	1,554	1,657
流动资产	2,342	2,800	3,116	3,418	3,775	4,172
%总资产	51.8%	57.0%	58.7%	60.7%	62.5%	64.7%
长期投资	531	472	418	418	438	458
固定资产	1,504	1,459	1,481	1,484	1,512	1,506
%总资产	33.3%	29.7%	27.9%	26.4%	25.0%	23.3%
无形资产	122	156	224	225	228	231
非流动资产	2,181	2,111	2,189	2,211	2,263	2,279
%总资产	48.2%	43.0%	41.3%	39.3%	37.5%	35.3%
资产总计	4,523	4,911	5,305	5,629	6,038	6,451
短期借款	40	50	15	12	0	2
应付款项	538	629	696	783	876	1,054
其他流动负债	150	176	197	211	234	355
流动负债	728	855	908	1,005	1,110	1,412
长期贷款	89	59	20	40	60	80
其他长期负债	908	908	926	845	765	685
负债	1,725	1,822	1,855	1,890	1,935	2,177
普通股股东权益	2,514	2,799	3,141	3,349	3,618	3,679
少数股东权益	285	290	309	389	485	595
负债股东权益合计	4,523	4,911	5,305	5,629	6,038	6,451

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.310	0.455	0.534	0.762	0.937	1.176
每股净资产	3.156	3.514	3.943	4.204	4.542	4.618
每股经营现金净流	0.488	0.844	0.812	0.788	0.955	1.388
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.500	0.600	1.100
回报率						
净资产收益率	9.84%	12.95%	13.53%	18.12%	20.64%	25.47%
总资产收益率	5.47%	7.38%	8.01%	10.78%	12.37%	14.53%
投入资本收益率	7.11%	10.16%	11.29%	14.23%	16.38%	19.97%
增长率						
主营业务收入增长率	4.42%	14.48%	14.29%	15.46%	13.08%	20.76%
EBIT增长率	-2.91%	46.54%	20.75%	31.21%	22.39%	24.72%
净利润增长率	-13.78%	46.55%	17.31%	33.89%	23.05%	25.51%
总资产增长率	11.44%	8.57%	8.02%	6.11%	7.27%	6.84%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.9	5.5	5.6	6.0	6.0	6.0
存货周转天数	263.1	243.1	229.4	230.0	230.0	215.0
应付账款周转天数	62.4	45.5	40.6	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	168.8	140.6	122.8	105.7	94.9	77.5
偿债能力						
净负债/股东权益	23.82%	18.18%	20.01%	15.66%	11.13%	8.26%
EBIT利息保障倍数	5.5	7.8	9.8	15.0	20.0	26.9
资产负债率	38.13%	37.10%	34.96%	33.58%	32.05%	33.75%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	7	13	30	66
增持	3	3	6	14	28
中性	0	0	2	5	12
减持	0	0	0	1	1
评分	1.43	1.30	1.48	1.54	1.51

来源：贝格数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

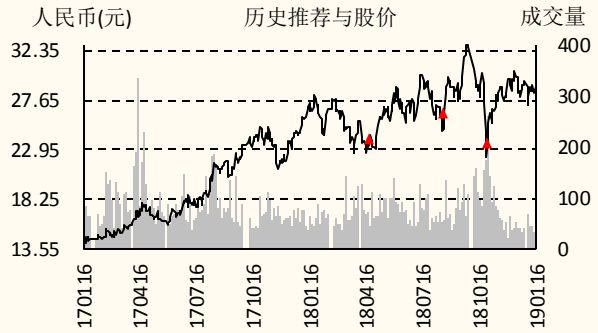
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-01-07	买入	26.13	30.00~30.00
2	2018-04-24	买入	23.68	N/A
3	2018-07-15	买入	30.05	N/A
4	2018-08-22	买入	26.72	N/A
5	2018-10-30	买入	22.23	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH