

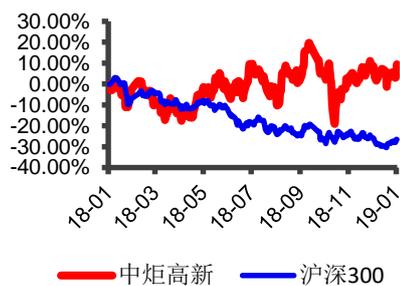
投资评级

谨慎推荐

公司基本情况

收盘价(元)	30.06
52周最高(元)	33.66
52周最低(元)	21.60
总市值(亿元)	239
流通市值(亿元)	239
总股本(亿股)	7.97
流通股本(亿股)	7.97

股价走势图



研发部

首席分析师：程毅敏
 SAC 执业证书编号：S1340511010001
 Email: chengyimin@cnpsec.com

研究助理：高贺
 SAC 执业证书编号：S1340118070002
 Email: gaohe@postoa.com.cn
 电话：010-67017788-9510

相关研究报告

中炬高新 (600872.SH):
全年销售增长平稳、控费能力提升，成长性确定
核心观点：
● 四季度增速回升，全年销售增长平稳

公司公告业绩快报，2018年度，公司实现营业总收入41.67亿元，同比增长15.46%；归母净利润6.07亿元，同比增长33.83%；归母扣非净利润5.73亿元，同比增长38.22%。公司第四季度营业收入10.02亿元，同比增长13.73%，归母净利润1.21亿元，同比增长22.22%。

第三季度受台风影响导致销售额偏低，叠加同期基数较高因素，导致营收同比仅增7.15%。第四季度销售回归正常水平，同时同期高基数因素消除，同比增速得以回升。近三年公司营收同比增速较为稳定，均位于14%-16%之间，主要得益于销量的提升。

● 主要产品调味品，成长性较为确定

按业务划分，公司主要收入主要来自调味品，少量来自房地产、汽车配件。主要产品为美味鲜公司生产的厨邦调味品，包含酱油、鸡精、耗油、料酒、辣椒酱等，酱油为主要产品。公司的成长性来自“提价+控成本+品类拓展”：公司产品价格目前与海天、李锦记等同类产品价格相差不大，调味品日常必需、消费频次低等特点使得价格存在提升空间；截至第三季度，公司毛利率39.07%，较海天味业低7.4个百分点，随着规模扩大、技术提升，毛利率存在提升空间；品类拓展分为两个领域，一是在现有品类下细分，如在酱油品类下新添特殊用途酱油或特殊口味酱油，实现增加销量目的，二是开发新种类的调味品产品。

● 销售费用减少、费用率降低，控费水平提升

本年净利润的高增一方面来自收入的增长，另一方面来自销售费用率的降低。前三季度销售费用同比减少，得益于广告、推广、运输费用的降低。前三季度销售费用率9.75%，同比下降3.09个百分点，销售费用率低于海天味业，体现了较好的控费水平。根据业绩快

报公布的数据推断，公司第四季度销售费用率维持了前三季度水平。

● **盈利预测与投资评级**

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.76 元、0.93 元和 1.12 元，对应的动态市盈率分别为 39.48 倍、32.17 倍和 26.92 倍。给予“谨慎推荐”的投资评级。

● **风险提示**

产品提价不及预期；品类扩展脚步放缓。

盈利预测

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万）	3609	4167	4764	5431
增长率	14.29%	15.45%	14.32%	14.01%
归母净利润（百万）	453	607	744	890
增长率	25.08%	33.83%	22.70%	19.53%
EPS（元）	0.57	0.76	0.93	1.12
PE	52.83	39.48	32.17	26.92

数据来源：中炬高新公告、中邮证券研发部

财务预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	241	298	711	1285	营业总收入	3609	4167	4764	5431
应收款及预付款	78	92	102	113	营业总成本	3098	3430	3880	4370
存货	1413	1514	1681	1849	营业成本	2192	2539	2887	3276
其他流动资产	1385	1598	1648	1698	税金及附加	48	56	64	73
金融资产	37	52	52	52	销售费用	426	406	454	506
长期应收款	0	0	0	0	管理费用	348	375	420	468
长期股权投资	31	6	6	6	财务费用	60	50	46	36
固定资产、无形资产	1693	1925	1984	2050	资产减值损失	23	4	10	11
其他非流动资产	428	454	454	454	其他经营收益	99	61	89	93
资产合计	5305	5940	6639	7506	投资净收益	71	53	79	80
短期借款	15	14	0	0	其他收益	3	0	0	0
应付票据及应付账款	306	364	416	474	营业利润	611	798	972	1154
预收款项及合同负债	209	249	285	325	加: 营业外收	6	4	5	6
其他应付款	375	402	321	210	减: 营业外支	7	10	5	6
一年内到期债务及其他流动负债	3	3	3	3	利润总额	609	793	972	1154
金融负债	0	0	0	0	减: 所得税	98	118	149	172
长期借款和应付债券	916	898	898	898	净利润	511	674	823	981
其他长期负债	30	30	146	256	减: 少数股东	58	68	79	92
负债合计	1855	1958	2068	2165	归母净利润	453	607	744	890
股本	797	797	797	797					
资本公积	282	282	282	282	财务指标	2017A	2018E	2019E	2020E
留存收益	2062	2488	3036	3715	成长能力				
归属于母公司所有者权益	3141	3604	4115	4793	营业收入增长率	14.29%	15.45%	14.32%	14.01%
少数股东权益	309	377	456	547	利润总额增长率	30.74%	30.63%	21.81%	18.70%
权益合计	3450	3981	4570	5341	归母利润增长率	25.08%	33.83%	22.70%	19.53%
负债权益合计	5305	5940	6639	7506	盈利能力				
					毛利率	39.27%	39.07%	39.39%	39.68%
					归母净利率	12.56%	14.56%	15.62%	16.38%
					ROE	14.82%	16.94%	18.01%	18.38%
					偿债能力				
					资产负债率	34.96%	32.97%	31.16%	28.85%
					利息保障倍数	4.99	19.86	24.62	29.46
					营运能力				
					存货周转率	1.55	1.68	1.72	1.77
					应收账款周转率	53.87	52.26	52.26	52.26
					总资产周转率	0.68	0.70	0.72	0.72
					每股指标与估值				
					EPS	0.57	0.76	0.93	1.12
					每股经营性现金流	0.81	0.96	1.06	1.28
					每股净资产	3.94	4.52	5.17	6.02
					PE	52.83	39.48	32.17	26.92
					PB	7.62	6.64	5.82	5.00

数据来源: wind、中炬高新公告、中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行业或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。