

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

产品提示:

【卓越推】为行业周产品，集政策前瞻、市场热点、行业深度挖掘于一体，对追求绝对收益的投资者有重要参考价值。

【卓越推】行业覆盖公司里优中选优，每期只推 1-2 只股票。每周更新，若荐股不变，则跟踪点评，若荐股变，则说明理由。

【卓越推】为未来 3 个月我们最看好，我们认为这些股票走势将显著战胜市场，建议重点配置。

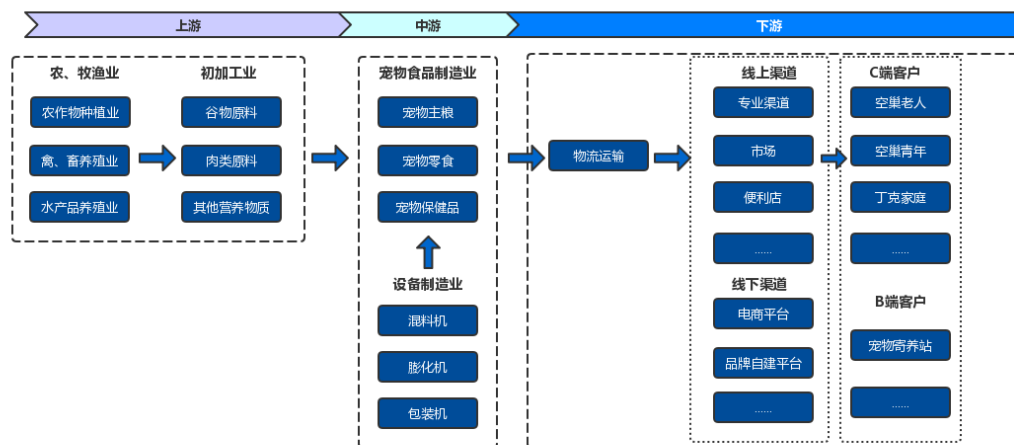
信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
 邮编: 100031

食品饮料行业

2019 年 3 月 25 日

◆ 本周行业观点: 从产业链加工价差看食品饮料子版块盈利能力 (二、宠物食品篇)
1、上游成本波动大，企业需要以技术研发推动产品差异化

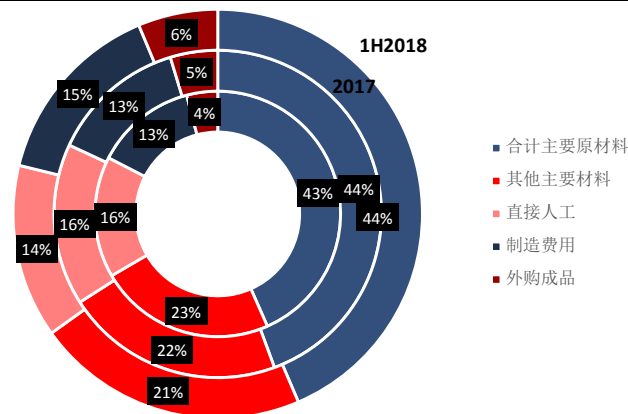
我国宠物食品企业早期发展，内资企业主要是为国外客户贴牌生产，对自有品牌建设投入有限，自主研发能力较弱；同时，企业为了快速发展，缩短了研发时间，大多以模仿国外产品设计为主。行业整体“重营销轻研发”非常普遍，较少关注宠物食品核心加工工艺及营养平衡，导致我国宠物食品同质化情况严重，对下游议价能力较弱，是被动的成本接受者。

图 1 宠物食品产业链概况


资料来源: 信达证券研发中心

以中宠股份为例，根据公司披露的成本结构，近 3 年，鸡胸肉、鸭胸肉和皮卷三大主要原材料占其总生产成本的 44%，其他主要原材料占比 22%；1H18，公司扩产的折旧和煤改气造成的能源耗用占比提升，导致制造费用占比提升。

图 2 近三年一期中宠股份成本构成情况



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

从公司近三年一期所披露的情况来看,其主要原材料采购价格波动较大,对单位成本的影响有明显正相关性。如下表所示,当2015年全年公司鸡胸肉的耗用单价变化为-28.83%时,其单位成本下降了8.48%;而2017-1H18,公司的鸡胸肉价格略升,单位成本也相应增长。

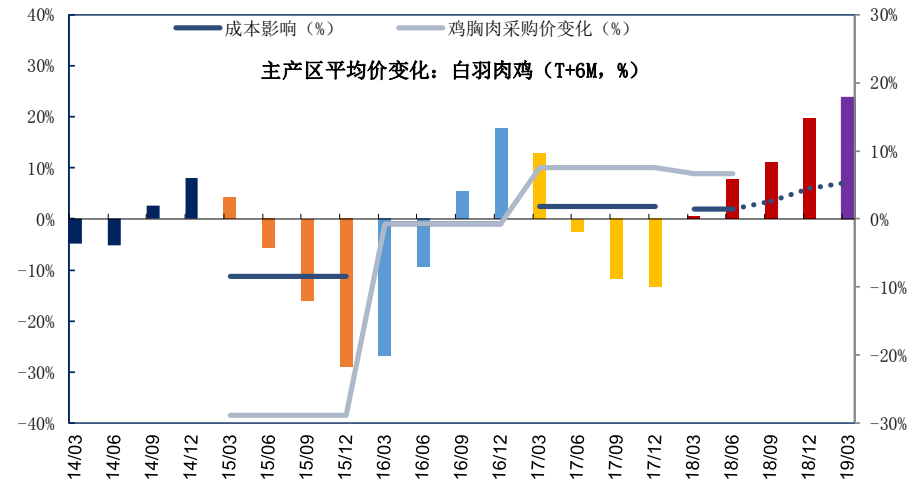
表 1 中宠股份原材料耗用单价变动对公司的单位成本影响 (%)

	2015	2016	2017	1H18
鸡胸肉(中国)耗用单价变动	-28.83%	-0.72%	7.51%	6.59%
鸭胸肉耗用单价变动	-13.81%	19.91%	20.57%	-8.23%
皮卷耗用单价变动	-6.40%	-11.43%	-8.14%	2.56%
鸡胸肉占比	23.0%	23.0%	23.0%	20.9%
鸭胸肉占比	5.3%	5.6%	6.1%	5.3%
皮卷占比	14.0%	14.8%	15.2%	17.4%
影响单位成本	-8.48%	-0.75%	1.90%	1.50%

资料来源: 中宠股份公司公告, 信达证券研发中心

鉴于中宠股份的采购周期为6个月,我们估算了白羽肉鸡价格变化对公司生产成本的影响。由下图可见,公司披露的鸡胸肉采购价变化和我们统计的白羽肉鸡6个月平均采购价变化趋势一致,且与成本影响也呈明显相关性。

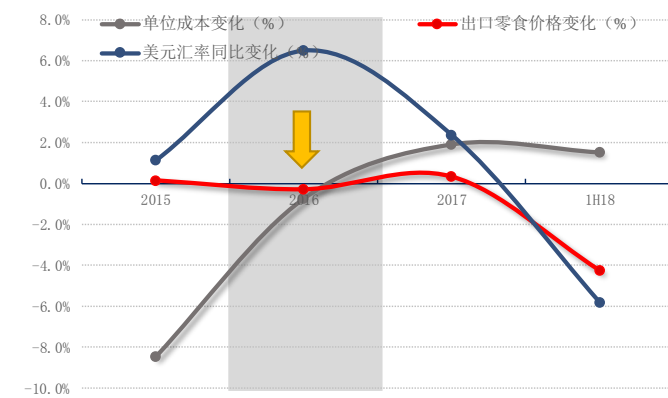
图 3 白羽鸡价格变化对公司生产成本的影响 (%)



资料来源: Wind, 博亚和讯, 信达证券研发中心整理

但是, 公司的出口产品售价却与单位成本变化无明显相关性, 其结算价格的更大影响因素是汇率波动。2015-2017 年上半年, 美元兑人民币汇率总体呈上升趋势, 尽管公司下调了部分产品对客户的美元报价, 但由于公司出口产品的实际汇率持续上升, 受此影响出口产品的人民币价格变动幅度较小。2018 年 1-6 月, 由于美元兑人民币汇率较 2017 年同期下降幅度较大, 从而使得相同美元价格的情况下, 产品的人民币价格下降幅度较大, 导致宠物零食单位价格出现一定程度下降。

图 4 11M17-4M18 天猫/淘宝狗主粮零售额前十 (千万元)



资料来源: 数据冰山, 天猫淘宝销售数据

图 5 2014 年至今美元兑人民币走势 (元/美元)



资料来源: 数据冰山, 天猫淘宝销售数据

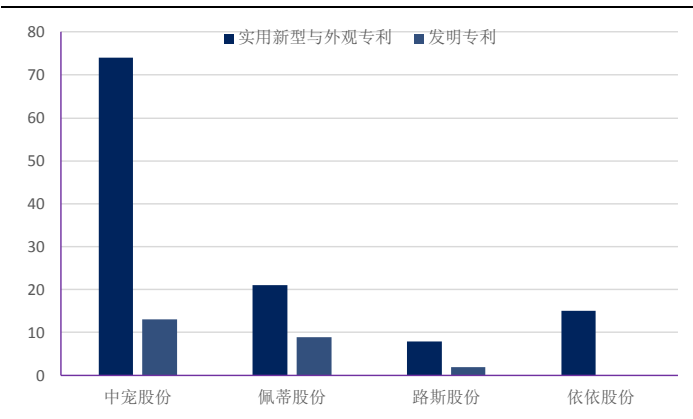
综上所述, 在代工模式且其他条件不变的情况下, 企业的毛利空间面临汇率波动和原材料采购价格波动的风险。汇率波动

风险尚能依托金融衍生品如远期外汇合约或利率互换得以平滑，但家禽类产品缺乏衍生品市场，无法完全化解价格波动风险。

为了走出利润率受挤压的困局，我们认为核心在于企业需要有差异化的能力，这一能力来自于企业持续的研发投入，没有太多捷径可循。

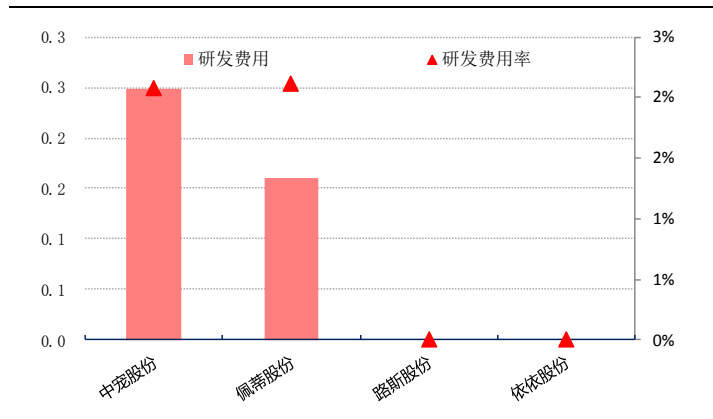
在已披露公开数据的上市公司中，可以看到我国宠物食品公司如中宠和佩蒂均有多项发明专利，我们判断随着这些专利研究成果的逐步商品化，将成为其有别于其他对手的核心竞争力，帮助企业实现盈利水平的提升。

图 6 我国上市宠物用品公司拥有专利情况对比



资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

图 7 我国上市宠物用品公司营研发费用对比 (亿元, %)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

3、风险提示： 宠物行业食品安全问题；细分需求判断失误的风险；宏观经济下行的风险；汇兑损益。

❖ 本期【卓越推】：中炬高新（600872）。

中炬高新（600872）

（2019-03-22 收盘价 34.28 元）

➤ 核心推荐理由：

- 1、**公司产能将迎来密集投放期，定位差异化竞争，知名度不断提升。**1) 公司酱油产能已进入密集投放期，随着阳西美味鲜项目投产，其他调味品产能也将从 2020 年开始增长，符合公司平台化发展的策略；2) 公司定位精准差异化竞争，深耕中高端酱油领域多年，且公司酱油出厂吨价最高，产品结构符合消费升级逻辑；3) 公司是品牌化战略的先行者，塑造了“品牌可信赖，无食品安全隐患”的企业形象。随着公司近年来销售规模、市场份额和营销网络的不断扩大，厨邦、美味鲜品牌知名度有望进一步提升。
 - 2、**大股东变更为中山润田，降低险资投资风险，为发展增添新动力。**2018 年 9 月 18 日，公司收到前海人寿及中山润田转送的《过户登记确认书》，股东前海人寿向中山润田协议转让公司股份事宜已完成过户登记手续。公司第一大股东变更为中山润田，持有公司 24.92% 的股权。此次股权转让的接收方中山润田与前海人寿实际控制人同属姚振华先生，但在股权结构上存在差异：钜盛华公司是姚振华先生通过宝能投资控股的孙公司；而中山润田是钜盛华公司通过深圳华利通全资控股的孙公司，前海人寿是钜盛华公司持股 51% 的控股子公司，钜盛华对于中山润田的实际持股比例（100%）高于前海人寿（51%），因此控股股东由前海人寿变更为中山润田后，姚振华先生和宝能投资对于中炬高新的控制权进一步加强。且前海人寿为险资，股东变更降低投资风险。此次变更，公司治理结构有望持续改善，为发展增添新动力。
- **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。
- **风险提示：**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。
- **相关研究：**《20180111 中炬高新（600872）关注中炬高新小包装化进程》，《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》，《20180517 中炬高新（600872）阳西基地先进产能带来利润空间想象力》，《20180823 中炬高新（600872）看好调味品业务盈利能力持续提升》，《20181030 中炬高新（600872）提价影响减弱，调味品业务增速放缓；大股东变更为公司发展增添新动力》。

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，复旦大学工学硕士，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理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。