

中炬高新 (600872) \食品饮料

——体制改革落地激励业绩前行

事件:

公司2018年实现营业收入41.66亿元,同比增长15.43%;归母净利润6.07亿元,同比增长34.01%。

投资要点:

► Q4发货量提升,全年业绩稳健

公司2018Q3由于台风天气原因导致发货量较少,2018Q4收入增速环比提高,全年业绩稳健。美味鲜公司2018年整体生产量约54万吨,营业收入38.52亿元(+10.34%),净利润6.36亿元(12.35%),其中酱油的销售额占业务总收入的67.8%,鸡精鸡粉占比11.6%,食用油占比8.4%,其他调味品占比12.2%。公司2018年销售费用率为10.35%(-1.46pct),管理费用率6.62%(-3.02pct),财务费用1.30%(-0.37pct)。

► 产品结构优化&产能效率提升对冲成本压力,渠道开拓推进

2018年重点围绕酱油、鸡精粉两大核心品类进行产品结构优化,2018年公司酱油产品实现营业收入25.90亿元(+9.12%),销量40.19万吨(+7.81%),毛利率为44.14%(-0.66pct),酱油产品吨价提升2.3%。鸡精鸡粉收入4.43亿元(+7.24%),销量2.44万吨(+7.27%),毛利率40.72%(-1.38pct)。除此之外,公司推进厨邦智造,生产效率的提升对冲原材料价格上涨。分品类来看,蚝油和料酒增速表现亮眼,蚝油实现收入1.40亿元(+41.80%),毛利率29.69%(-3.92pct),销量2.98万吨(+38.74%);料酒实现收入5768.13万元(+68.88%),毛利率29.71%(-0.41pct),销量9986吨(+75.05%)。公司积极推进区域市场的开拓,2018年公司开发18个空白地级市,全国337个地市级已开发260个,累计开发率达77%,新开178个经销商,累计经销商数量达864个。

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,609.37	4,166.46	4,846.38	5,671.17	6,644.64
增长率(%)	14.29%	15.43%	16.32%	17.02%	17.17%
EBITDA(百万元)	769.33	952.54	1,175.51	1,410.88	1,677.27
净利润(百万元)	434.15	590.37	774.40	973.81	1,184.61
增长率(%)	19.81%	35.98%	31.17%	25.75%	21.65%
EPS(元/股)	0.54	0.74	0.97	1.22	1.49
市盈率(P/E)	67.12	49.36	37.63	29.92	24.60
市净率(P/B)	9.28	8.08	6.65	5.44	4.46
EV/EBITDA	39.44	31.32	28.98	24.11	20.45

数据来源:公司公告,国联证券研究所

投资建议: **推荐**
 上次建议: **推荐**
 当前价格: 36.58元
 目标价格: 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	797/797
流通A股市值(百万元)	29,141
每股净资产(元)	4.52
资产负债率(%)	34.02
一年内最高/最低(元)	37.91/21.60

一年内股价相对走势



钱建 分析师
 执业证书编号: S0590515040001
 电话: 0510-85613752
 邮箱: qj@glsc.com.cn

王映雪 研究助理
 电话: 0510-85630532
 邮箱: wangyingxue@glsc.com.cn

相关报告

- 《中炬高新(600872)\食品饮料行业》
《短期增速放缓,换届选举有望业绩加速》
- 《中炬高新(600872)\食品饮料行业》
《调味品二季度增速加快,地产收入利润释放》
- 《中炬高新(600872)\食品饮料行业》
《迎合消费升级打开突破口,渠道扩张与品类开

➤ **地产收入确认加速**

2018年公司推进已售住宅的销售确认工作，2018年中汇合创实现营业收入8773.3万元，同比增长566.66%；净利润3039万元，同比增长271.96%。公司房地产业务2018年实现收入1.27亿元，同比增长155.56%，商品房销售597平方米。公司重点加强总公司D地块（84.6亩商住地）项目的开发力度，首期3-5号楼、约1.8万方住宅楼将于2019年上半年开盘。

➤ **盈利预测与估值**

公司体制改革落地，换届选举完成后，业务目标和激励有望提高。2019年在产能释放生产规模提升以及厨邦智造的基础上，上游原材料成本控制趋好，毛利率有望得到提升，未来公司有望收购子公司少数股东权益增厚归母净利润。经测算，我们预计公司2019-2021年实现营业收入48.46亿元、56.71亿元和66.45亿元，归母净利润7.74亿元、9.74亿元和11.85亿元，EPS为0.97/1.22/1.49元。

➤ **风险提示**

市场开拓风险、行业竞争格局变化风险、上游原材料上涨风险

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	46.71	169.99	4,361.74	5,104.05	5,980.18	营业收入	3,609.3	4,166.4	4,846.3	5,671.1	6,644.6
应收账款+票据	112.48	72.30	150.66	110.25	195.45	营业成本	2,191.8	2,536.7	2,920.4	3,395.3	3,953.7
预付账款	10.56	8.45	39.07	16.18	48.16	营业税金及附加	48.20	69.47	69.83	81.72	95.75
存货	1,412.9	1,594.1	1,867.80	2,157.11	2,529.73	营业费用	426.34	431.29	498.90	583.81	684.02
其他	1,338.7	1,547.7	1,547.73	1,547.73	1,547.73	管理费用	348.08	275.84	320.85	375.46	439.90
流动资产合计	2,921.4	3,392.6	7,967.00	8,935.31	10,301.2	财务费用	60.45	54.18	38.96	45.92	24.15
长期股权投资	30.56	6.14	6.14	6.14	6.14	资产减值损失	22.78	-2.07	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,213.9	1,350.3	1,215.32	1,412.31	1,510.38	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	267.21	368.92	668.92	600.00	600.00	投资净收益	1.67	0.05	0.00	0.00	0.00
无形资产	211.92	210.17	210.17	210.17	210.17	其他	0.00	-121.87	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	435.16	397.73	396.35	394.96	393.58	营业利润	513.30	679.18	997.38	1,188.8	1,447.0
非流动资产合计	2,158.8	2,333.3	2,496.89	2,623.58	2,720.27	营业外净收益	67.72	89.66	3.68	3.68	3.68
资产总计	5,080.2	5,725.9	10,463.8	11,558.8	13,021.5	利润总额	581.02	768.84	1,001.0	1,192.5	1,450.7
短期借款	15.00	2.16	4,149.20	4,050.74	4,274.45	所得税	88.74	104.66	140.61	167.52	203.78
应付账款+票据	305.90	435.31	403.28	571.68	563.62	净利润	492.29	664.18	860.45	1,025.0	1,246.9
其他	393.10	941.67	704.19	704.19	704.19	少数股东损益	58.14	73.81	86.04	51.25	62.35
流动负债合计	714.00	1,379.1	5,256.67	5,326.61	5,542.26	归属于母公司净	434.15	590.37	774.40	973.81	1,184.6
长期带息负债	916.06	398.98	398.98	398.98	398.98						
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
非流动负债合计	916.06	398.98	398.98	398.98	398.98						
负债合计	1,630.0	1,778.1	5,655.65	5,725.59	5,941.24						
少数股东权益	309.34	343.01	429.05	480.31	542.65						
股本	796.64	796.64	796.64	796.64	796.64						
资本公积	282.05	282.05	282.05	282.05	282.05						
留存收益	2,062.1	2,526.1	3,300.50	4,274.31	5,458.93						
股东权益合计	3,450.1	3,947.8	4,808.25	5,833.31	7,080.27						
负债和股东权益总	5,080.2	5,725.9	10,463.8	11,558.8	13,021.5						

现金流量表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	443.23	533.28	857.28	1,021.90	1,243.80
折旧摊销	128.51	130.45	136.42	173.31	203.31
财务费用	59.42	55.71	38.03	44.99	23.22
存货减少	-75.87	-182.02	-273.66	-289.31	-372.62
营运资金变动	78.19	181.37	-378.49	231.70	-125.23
其它	17.78	5.70	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	651.27	724.50	379.58	1,182.59	972.48
资本支出	206.83	355.06	300.00	300.00	300.00
长期投资	7,672.0	7,146.1	0.00	0.00	0.00
其他	7,307.9	7,193.8	3.17	3.17	3.17
投资活动现金流	-570.98	-307.35	-296.83	-296.83	-296.83
债权融资	-73.74	-32.67	4,147.04	-98.45	223.71
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-206.44	-238.39	-38.03	-44.99	-23.22
筹资活动现金流	-280.18	-271.06	4,109.00	-143.45	200.49
现金净增加额	-200.03	146.19	4,191.75	742.31	876.13

主要财务比					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	14.29%	15.43%	16.32%	17.02%	17.17%
EBIT	16.80%	28.29%	26.40%	19.10%	19.10%
EBITDA	14.01%	23.81%	23.41%	20.02%	18.88%
归属于母公司净	46.55%	35.98%	31.17%	25.75%	21.65%
获利能力					
毛利率	39.27%	39.11%	39.74%	40.13%	40.50%
净利率	13.64%	15.94%	17.75%	18.07%	18.77%
ROE	13.82%	16.38%	17.68%	18.19%	18.12%
ROIC	13.60%	16.46%	20.73%	11.40%	12.36%
偿债能力					
资产负债	32.09%	31.05%	54.05%	49.53%	45.63%
流动比率	4.09	2.46	1.52	1.68	1.86
速动比率	0.24	0.18	0.87	0.98	1.12
营运能力					
应收账款周转率	53.87	85.95	51.62	78.00	54.25
存货周转率	1.55	1.59	1.56	1.57	1.56
总资产周转率	0.71	0.73	0.46	0.49	0.51
每股指标(元)					
每股收益	0.54	0.74	0.97	1.22	1.49
每股经营现金流	0.82	0.91	0.48	1.48	1.22
每股净资产	3.94	4.53	5.50	6.72	8.21
估值比率					
市盈率	67.12	49.36	37.63	29.92	24.60
市净率	9.28	8.08	6.65	5.44	4.46
EV/EBITDA	39.44	31.32	28.98	24.11	20.45
EV/EBIT	47.35	36.28	32.78	27.49	23.27

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810