

## 中炬高新(600872)/食品加工

## 调味品主业加速增长, 期待经营活力释放

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 34.29

**分析师: 范劲松**
**执业证书编号: S0740517030001**

电话: 021-20315138

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

**研究助理: 熊欣慰**

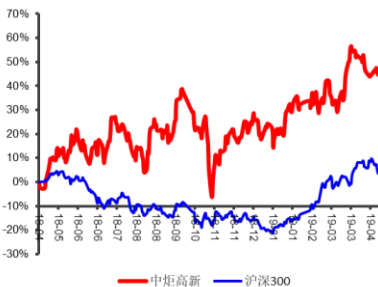
Email: xiongxiw@r.qlzq.com.cn

**分析师: 龚小乐**
**执业证书编号: S0740518070005**

Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	797
流通股本(百万股)	797
市价(元)	34.29
市值(百万元)	27,317
流通市值(百万元)	27,317

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 中炬高新(600872.SH)\_深度报告: 定位高鲜进军全国, 机制改善释放活力
- 2 中炬高新(600872.SH)\_点评报告: 调味品短期增长放缓, 体制改革值得期待
- 3 中炬高新(600872.SH)\_深度报告: 站位风口享升级红利, 内外兼修成长逻辑清晰

**公司盈利预测及估值**

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,609	4,166	4,711	5,632	6,643
增长率 yoy%	14.29%	15.43%	13.06%	19.55%	17.95%
净利润	453	607	721	934	1,149
增长率 yoy%	25.08%	34.01%	18.76%	29.50%	22.99%
每股收益(元)	0.57	0.76	0.91	1.17	1.44
每股现金流量	0.82	0.91	0.93	1.20	1.49
净资产收益率	14.43%	16.85%	17.29%	18.81%	19.26%
P/E	60.27	44.97	37.87	29.24	23.77
PEG	2.23	1.90	1.49	1.08	1.00
P/B	8.70	7.58	6.55	5.50	4.58

备注:

**投资要点**

- **事件:** 公司发布 2019 年一季度报告。2019Q1 公司实现营业收入 12.31 亿元, 同比增长 6.72%; 实现归母净利润 1.89 亿元, 同比增长 11.53%; 实现扣非后归母净利润 1.79 亿元, 同比增长 8.63%。
- **调味品主业加速增长, 盈利能力持续提升。** 2019Q1 调味品实现收入 11.60 亿元, 同比增长 15.32%, 对比 2018 年增长 10.56% 明显加速。一季度末预收账款环比季度初减少 52.75%, 主要系美味鲜 1 月销量较大, 预收账款提前到上年 12 月份。分品类, 酱油和鸡精鸡粉两大品类收入增速为 10.03% 和 25.14%, 小品类中蚝油和料酒分别实现 66.45% 和 90.24% 的收入高增长, 酱类、醋、腐乳、食用油、其他调味品收入增长为 12.66%、19.09%、-1.34%、16.09%、16.87%。分地区, 中西部、北部、东部、南部区域收入分别增长 25.62%、19.46%、12.81%、11.30%, 分别净增加经销商 22、17、3、2 家, 新兴市场受益渠道开拓增长更快, 成熟市场由于渠道下沉及餐饮开发保持稳健增长。公司整体毛利率上升 0.5 个 pct, 主要受益调味品业务盈利能力提升。2019Q1 美味鲜子公司收入增长 15.31%, 净利润增长 33.77%, 净利率提升 2.46 个 pct, 主要系阳西基地产能释放带动生产效率提升及一季度费用投放较少。
- **母公司物业出售减少拖累收入, 房地产业务超预期。** 2019Q1 母公司收入为 1725 万元, 同比减少 1.02 亿元, 下降 85.52%, 主要系本部一季度物业出售收入减少; 净利润为 -621 万元, 同比减少 3653 万元。中汇合创收入为 2362 万元, 同比增加 2321 万元超预期; 净利润为 1086 万元, 同比增加 992 万元。中炬精工收入为 2239 万元, 同比增长 7.22%; 净利润为 94 万元, 同比下降 16.07%。
- **销售费用投放较少, 管理费用率持续改善。** 2019Q1 销售/管理/研发/财务费用率 -0.44/-0.93/+0.17/+0.30 个 pct 至 10.14%/5.34%/2.95%/1.40%。其中销售费用率减少主要系季节性投放波动, 公司加大市场开拓力度, 预计全年呈上升趋势。管理费用率下降主要系公司本部及美味鲜薪酬支出减少, 民营机制增强有望进一步带动管理效率提升。
- **机制改善有望推动调味品加速增长。** 2019 年 3 月 21 日公司实际控制人由火炬开发区管委会变更为姚振华, 标志公司转变为民营体制。宝能入主后公司激励机制有望加强, 同时将加大对调味品的市场投入, 在近两年阳西产能逐步释放的背景下, 调味品业务有望加速增长。阳西基地生产效率更高, 自动化程度提高推动调味品毛利率上升。而公司体制从国企向民企转

变有望推动管理费用率下降。

- **盈利预测：**我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 47.11、56.32、66.43 亿元，归母净利润分别为 7.21、9.34、11.49 亿元，EPS 分别为 0.91、1.17、1.44 元，对应 PE 为 38 倍、29 倍、24 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**食品安全风险；中高端酱油竞争加剧；全国化不及预期

图表 1: 中炬高新三大财务报表预测 (单位: 百万元)

利润表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	3,609	4,166	4,711	5,632	6,643
增长率	14.3%	15.4%	13.1%	19.6%	18.0%
营业成本	-2,192	-2,537	-2,823	-3,272	-3,783
%销售收入	60.7%	60.9%	59.9%	58.1%	57.0%
毛利	1,417	1,630	1,887	2,360	2,859
%销售收入	39.3%	39.1%	40.1%	41.9%	43.0%
营业税金及附加	-48	-69	-79	-94	-111
%销售收入	1.3%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
营业费用	-426	-431	-490	-648	-764
%销售收入	11.8%	10.4%	10.4%	11.5%	11.5%
管理费用	-348	-276	-424	-496	-571
%销售收入	9.6%	6.6%	9.0%	8.8%	8.6%
息税前利润 (EBIT)	595	853	895	1,123	1,413
%销售收入	16.5%	20.5%	19.0%	19.9%	21.3%
财务费用	-60	-54	-60	0	0
%销售收入	1.7%	1.3%	1.3%	0.0%	0.0%
资产减值损失	23	-2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	71	96	90	80	70
%税前利润	11.4%	10.8%	9.5%	6.5%	4.7%
营业利润	628	893	927	1,205	1,485
营业利润率	17.4%	21.4%	19.7%	21.4%	22.4%
营业外收支	-2	-6	18	18	18
税前利润	627	887	945	1,223	1,503
利润率	17.4%	21.3%	20.1%	21.7%	22.6%
所得税	-98	-111	-132	-171	-211
所得税率	15.6%	12.6%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	511	681	809	1,048	1,289
少数股东损益	58	74	88	114	140
归属于母公司的净利润	453	607	721	934	1,149
净利率	12.6%	14.6%	15.3%	16.6%	17.3%

资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	241	397	942	1,126	2,385
应收款项	112	72	152	116	193
存货	1,413	1,594	1,856	2,324	2,324
其他流动资产	1,350	1,557	1,329	1,386	1,467
流动资产	3,116	3,621	4,280	4,952	6,369
%总资产	58.7%	60.5%	65.7%	69.9%	76.1%
长期投资	418	345	302	262	212
固定资产	1,214	1,350	1,265	1,176	1,086
%总资产	22.9%	22.6%	19.4%	16.6%	13.0%
无形资产	212	210	202	194	186
非流动资产	2,189	2,363	2,232	2,131	1,997
%总资产	41.3%	39.5%	34.3%	30.1%	23.9%
<b>资产总计</b>	<b>5,305</b>	<b>5,984</b>	<b>6,512</b>	<b>7,082</b>	<b>8,366</b>
短期借款	15	2	269	26	0
应付款项	696	876	838	1,184	1,175
其他流动负债	197	709	371	426	502
流动负债	908	1,587	1,479	1,635	1,677
长期贷款	20	0	0	0	0
其他长期负债	926	448	430	-64	39
<b>负债</b>	<b>1,855</b>	<b>2,036</b>	<b>1,909</b>	<b>1,571</b>	<b>1,716</b>
普通股股东权益	3,141	3,605	4,173	4,967	5,966
少数股东权益	309	343	431	544	684
<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,305</b>	<b>5,984</b>	<b>6,512</b>	<b>7,082</b>	<b>8,366</b>

比率分析					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标</b>					
每股收益 (元)	0.57	0.76	0.91	1.17	1.44
每股净资产 (元)	3.94	4.53	5.24	6.23	7.49
每股经营现金净流 (元)	0.82	0.91	0.93	1.20	1.49
每股股利 (元)	0.18	0.18	0.17	0.18	0.19
<b>回报率</b>					
净资产收益率	14.43%	16.85%	17.29%	18.81%	19.26%
总资产收益率	9.64%	11.38%	12.42%	14.79%	15.40%
投入资本收益率	17.66%	19.93%	20.99%	24.89%	30.23%
<b>增长率</b>					
营业总收入增长率	14.29%	15.43%	13.06%	19.55%	17.95%
EBIT增长率	21.24%	47.81%	3.38%	22.17%	23.34%
净利润增长率	25.08%	34.01%	18.76%	29.50%	22.99%
总资产增长率	8.02%	12.80%	8.83%	8.76%	18.13%
<b>资产管理能力</b>					
应收账款周转天数	9.1	7.9	8.5	8.5	8.3
存货周转天数	137.4	129.9	131.9	133.6	125.9
应付账款周转天数	40.0	45.9	43.6	43.2	44.2
固定资产周转天数	121.2	110.8	99.9	78.0	61.3
<b>偿债能力</b>					
净负债/股东权益	15.48%	-1.06%	-6.12%	-40.56%	-125.00%
EBIT利息保障倍数	10.6	17.5	16.4		
资产负债率	34.96%	34.02%	29.31%	22.19%	20.51%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	511	681	809	1,048	1,289
加: 折旧和摊销	129	130	122	125	127
资产减值准备	23	-2	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	59	56	60	0	0
投资收益	-71	-96	-90	-80	-70
少数股东损益	58	74	88	114	140
营运资金的变动	-461	-185	-162	-135	-159
<b>经营活动现金净流</b>	<b>651</b>	<b>724</b>	<b>739</b>	<b>957</b>	<b>1,186</b>
固定资本投资	-22	-238	-60	-60	-50
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-571</b>	<b>-307</b>	<b>75</b>	<b>62</b>	<b>72</b>
股利分配	-143	-143	-137	-140	-149
其他	-137	-128	-132	-695	150
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-280</b>	<b>-271</b>	<b>-269</b>	<b>-835</b>	<b>1</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-201</b>	<b>145</b>	<b>545</b>	<b>184</b>	<b>1,259</b>

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 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“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。