

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

公司的收入和盈利结构持续改善

——中炬高新(600872) 2018H及 20191Q 业绩点评

证券研究报告-年报点评

增持(维持)

市场数据(2019-05-07)

发布日期: 2019年05月07日

收盘价(元)	36.29
一年内最高/最低(元)	37.91/21.60
沪深300指数	3720.67
市净率(倍)	8.02
流通市值(亿元)	289.10

基础数据(2019-3-31)

每股净资产(元)	4.52
每股经营现金流(元)	0.48
毛利率(%)	39.38
净资产收益率-摊薄(%)	5.25
资产负债率(%)	34.88
总股本/流通股(万股)	79663.72/79663.72
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

- 《中炬高新(600872) 2018年中报点评: 既无惊艳, 也无惊悚》 2018-08-28
- 《中炬高新(600872) 2017年报及 2018一季报点评: 华南外市场增长迅猛, 内在价值突出》 2018-05-04
- 《中炬高新(600872) 调研简报: 调味品主业增长稳健, 隐蔽资产价值可观》 2017-10-12

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

投资要点:

- **公司公布 2018 年年报:** 2018 年, 公司实现营业收入 41.66 亿元, 同比增 15.43%。其中, 调味品营收 38.17 亿元, 同比增 10.54%; 房地产营收 1.27 亿元, 同比增 159.18%; 汽配汽修营收 0.7 亿元, 同比增 7.69%。2018 年, 公司实现综合毛利率 39.12%, 同比降 0.15 个百分点, 其中调味品毛利率 39.31%, 同比降 0.63 个百分点; 房地产毛利率 34.84%, 同比升 22.33 个百分点; 汽配汽修毛利率 25.67%, 同比降 6.87 个百分点。2018 年, 公司实现归母扣非净利润 5.72 亿元, 同比增长 37.85%; 同期, 公司 ROE15.86%, 同比升 2.65 个百分点。
- **公司公布 2019 年一季报:** 20191Q, 公司实现营业收入 12.31 亿元, 同比增 6.67%; 实现综合毛利率 39.38%, 同比升 0.26 个百分点; 实现净利率 17.27%, 同比升 0.92 个百分点; 期间费用率 19.82%, 同比降 1.38 个百分点; 同期, 公司实现归母扣非净利润 1.79 亿元, 同比增 8.63%。
- **我们对公司 2018 年的业绩点评如下:**
- **酱油销售的增幅收窄。**2018 年, 公司酱油销量 401908 吨, 同比升 7.81%; 酱油收入 25.9 亿元, 同比增 9.12%。公司的酱油主业在销量和收入口径上的增长均有所放缓。2018 年, 公司新增经销商 178 个, 已经覆盖了超过 80% 的地级市市场, 市场拓展情况令人满意。酱油销售增速放缓可能与行业整体增长趋缓有关。
- **阳西产能中的新加品类耗油、料酒和食用油等增长较快。**2018 年, 公司的耗油、料酒和食用油分别销售 1.4 亿元、0.58 亿元和 3.21 亿元, 分别同比增长 41.8%、68.88% 和 15.93%。耗油、料酒和食用油是阳西基地 2017 年投产的新品类, 刚刚经过两年的市场开拓, 由于基数小, 故销售增长快; 此外, 耗油、料酒和食用油市场目前也是调味品中增长较快的几个细分市场。
- **公司在年报中提出: 至 2023 年, 公司的销售规模突破百亿元。**假设百亿元中, 调味品的营收占比为 93%, 意味着, 至 2023 年调味品的收入规模至少突破 90 亿元, 即五年期间调味品收入的年均增长要接近 20%。考虑到酱油收入增长放缓的趋势, 我们认为边际增长更多地来自于新品类。
- **酱油毛利率略微下滑, 是营业成本压力较大所致。**2018 年酱油毛利率微降可能有这么几个原因: 公司使用的是 2017 年采购的黄豆, 时年的平均吨价是 4034.34 元, 处于相对高的价位, 黄豆、白糖和焦糖色等直接材料在成本中占比超过 50%, 黄豆采购价格高就会导致后期毛利

受损；而 2018 年的平均吨价是 3821.52 元，同比降了 5.55%，所以 2019 年的黄豆成本应低于 2018 年，2019 年酱油的毛利率可边际改善。此外，包材价格和制造成本上涨过快，也是酱油毛利率下滑的重要原因。对于此，我们认为，2019 年的制造成本压力也会得以缓解。

● **我们对公司 2019 年一季度业绩点评如下：**

- 2019Q1，公司的销售商品流入现金大幅增长 21.3%，而上年同期仅 7.08%。2019 年开年的销售数据好于上年。
- 2019Q1，公司的毛利率较上年回升 0.26 个百分点，至 39.38%。一季度，公司的营业成本增长低于收入增长，呈现了良好的盈利能力修复回升的趋势。如上分析，我们认为，2019 年的原材料和经营性成本压力均小于 2018 年，公司的毛利率将会修复和回升。
- 2019Q1，延续 2018 年的势头，公司的各项费用率进一步下降，净利率大幅上升。2018 年的期间费用率同比下降 1.93 个百分点，2019Q1 较 2018 年继而又降 1.38 个百分点。与此同时，2018 年公司的净利率同比升 2.18 个百分点，2019Q1 较 2018 年又升 0.92 个百分点。股权和治理结构变更带来费用控制的显著效果，减少代理人成本，对于公司基本面产生了深远积极的影响。
- 公司的股权结构完成了根本性变更：公司的实际控制人从中山市政府转变为姚振华先生，后者通过钜盛华投资持有公司 24.92% 的股权。并进驻董事会对公司实施实质性管理。公司近期股价已经反映了完善的治理结构对基本面长期的积极影响预期。
- **投资建议：**公司 2019、2020、2021 年的 EPS 分别为 1.00 元、1.16 元和 1.40 元，分别同比增长 30.9%、16.2% 和 20.5%，对应 5 月 7 日收盘价 36.29 元，公司的市盈率分别为 36.3 倍、31.3 倍和 25.9 倍。我们给予公司股价 35 倍市盈率，对应 2020 年的目标股价为 40.6 元，股价涨幅 11.8%，维持公司“增持”评级。

风险提示：销售情况不及预期；食品安全等黑天鹅事件发生。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3609.4	4166.5	4756.6	5446.4	6276.1
增长比率	14.3%	15.4%	14.2%	14.5%	15.2%
净利润(百万元)	453.3	607.4	794.8	923.6	1113.1
增长比率	25.1%	34.0%	30.9%	16.2%	20.5%
每股收益(元)	0.57	0.76	1.00	1.16	1.40
市盈率(倍)	60.6	45.2	36.3	31.3	25.9

资料来源：贝格数据，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3609.4	4166.5	4756.6	5446.4	6276.1	成长性					
减: 营业成本	2,191.9	2,536.8	2,873.0	3,279.2	3,736.4	营业收入增长率	14.3%	15.4%	14.2%	14.5%	15.2%
营业税费	48.2	69.5	66.6	77.3	94.1	营业利润增长率	30.7%	30.7%	22.2%	16.2%	20.5%
销售费用	426.3	431.3	487.5	555.5	638.9	净利润增长率	25.1%	34.0%	30.8%	16.2%	20.5%
管理费用	348.1	275.8	447.1	506.5	577.4	EBITDA 增长率	17.7%	40.2%	5.8%	12.9%	15.8%
财务费用	60.4	54.2	6.9	-5.8	-36.8	EBIT 增长率	21.2%	47.8%	3.3%	14.8%	17.9%
资产减值损失	22.8	-2.1	-	-	-	NOPLAT 增长率	25.9%	30.0%	12.6%	14.8%	17.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	15.2%	9.5%	36.0%	-20.1%	12.4%
投资和汇兑收益	71.2	95.7	100.0	100.0	100.0	净资产增长率	11.7%	14.4%	30.5%	12.6%	13.5%
营业利润	611.0	798.5	975.4	1,133.5	1,366.1	利润率					
加: 营业外净收支	-1.9	-6.0	-	-	-	毛利率	39.3%	39.1%	39.6%	39.8%	40.5%
利润总额	609.2	792.6	975.4	1,133.5	1,366.1	营业利润率	16.9%	19.2%	20.5%	20.8%	21.8%
减: 所得税	97.8	111.3	156.1	181.4	218.6	净利润率	12.6%	14.6%	16.7%	17.0%	17.7%
净利润	453.3	607.4	794.8	923.6	1113.1	EBITDA/营业收入	21.3%	25.8%	24.0%	23.6%	23.7%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	17.8%	22.8%	20.7%	20.7%	21.2%
货币资金	240.8	397.1	475.7	1,314.0	1,361.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	121	111	111	100	79
应收帐款	112.5	47.4	1,009.6	453.9	592.2	流动营业资本周转天数	176	178	233	235	198
应收票据	-	1.1	131.1	20.2	154.1	流动资产周转天数	295	291	345	355	334
预付帐款	10.6	8.5	390.6	64.9	454.1	应收帐款周转天数	9	7	40	48	30
存货	1,413.0	1,594.1	2,236.5	1,771.4	1,964.9	存货周转天数	137	130	145	132	107
其他流动资产	1,339.3	1,572.6	1,262.0	1,600.0	1,900.0	总资产周转天数	509	488	516	492	445
可供出售金融资产	36.7	55.6	65.0	65.0	65.0	投资资本周转天数	343	333	359	325	266
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	30.6	6.1	6.1	6.1	6.1	ROE	14.4%	16.9%	15.5%	16.0%	17.0%
投资性房地产	351.0	283.7	283.7	283.7	283.7	ROA	9.6%	11.4%	10.7%	13.2%	13.9%
固定资产	1,214.0	1,350.4	1,576.2	1,443.1	1,303.5	ROIC	17.7%	19.9%	20.5%	17.3%	25.5%
在建工程	267.2	368.9	-	-	-	费用率					
无形资产	211.9	210.2	205.7	201.3	196.7	销售费用率	11.8%	10.4%	10.3%	10.2%	10.2%
其他非流动资产	77.3	87.9	10.5	5.7	1.5	管理费用率	9.6%	6.6%	9.4%	9.3%	9.2%
资产总额	5,304.8	5,983.7	7,652.7	7,229.4	8,283.3	财务费用率	1.7%	1.3%	0.1%	-0.1%	-0.6%
短期债务	15.0	2.2	837.7	-	-	三费/营业收入	23.1%	18.3%	19.8%	19.4%	18.8%
应付帐款	432.3	395.3	722.0	462.1	887.1	偿债能力					
应付票据	54.7	40.1	119.6	62.6	145.0	资产负债率	35.0%	34.0%	29.5%	15.4%	16.4%
其他流动负债	406.4	1,150.0	195.7	331.8	264.9	负债权益比	53.8%	51.6%	41.8%	18.2%	19.7%
长期借款	19.8	-	-	-	-	流动比率	3.43	2.28	2.94	6.10	4.96
其他非流动负债	926.4	448.4	280.0	200.0	-	速动比率	1.87	1.28	1.74	4.03	3.44
负债总额	1,854.6	2,035.9	2,155.0	1,056.6	1,296.9	利息保障倍数	10.64	17.55	142.47	-195.77	-36.13
少数股东权益	309.3	343.0	23.4	28.5	33.6	分红指标					
股本	796.6	796.6	796.6	796.6	796.6	DPS(元)	0.18	0.23	0.30	0.35	0.42
留存收益	2,327.9	2,791.8	4,333.5	4,980.0	5,759.2	分红比率	31.6%	30.2%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	3,450.2	3,947.8	5,153.5	5,805.1	6,589.4	股息收益率	0.5%	0.7%	0.9%	1.0%	1.2%
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	511.4	681.2	794.8	923.6	1,113.1	EPS(元)	0.57	0.76	1.00	1.16	1.40
加: 折旧和摊销	128.5	130.4	157.5	159.6	161.1	BVPS(元)	3.94	4.53	6.44	7.25	8.23
资产减值准备	22.8	-2.1	-	-	-	PE(X)	60.6	45.2	36.3	31.3	25.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.8	7.6	5.4	4.8	4.2
财务费用	59.4	55.7	6.9	-5.8	-36.8	P/FCF	-266.0	120.3	-36.9	25.4	80.2
投资收益	-71.2	-95.7	-100.0	-100.0	-100.0	P/S	7.6	6.6	5.8	5.0	4.4
少数股东损益	58.1	73.8	24.6	28.6	34.4	EV/EBITDA	36.5	25.9	24.4	20.3	17.3
营运资金的变动	-460.6	-6.2	-1,861.9	943.4	-710.3	CAGR(%)	23.0%	19.0%	25.9%	23.0%	19.0%
经营活动产生现金流量	650.6	723.6	-978.1	1,949.3	461.5	PEG	2.6	2.4	1.3	1.3	1.3
投资活动产生现金流量	-571.0	-307.3	80.6	78.0	83.0	ROIC/WACC	1.7	1.9	2.0	1.7	2.5
融资活动产生现金流量	-280.2	-271.1	976.0	-1,189.0	-497.1	REP	4.4	3.6	2.5	3.5	2.1

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。