

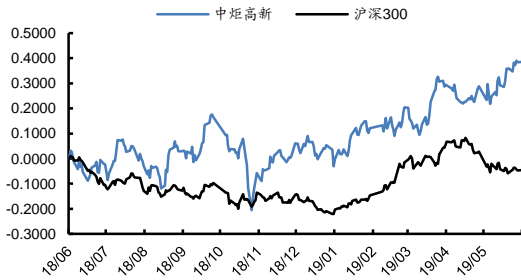
研究所

证券分析师：余春生 S0350513090001  
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn  
联系人：李鑫鑫 S0350117090009  
13246620312 lixx@ghzq.com.cn

## 调味品二梯队领头羊，静待改革深化落地

### ——中炬高新（600872）动态研究

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
中炬高新	7.5	15.1	41.5
沪深300	-7.2	-4.3	-4.6

市场数据

2019-06-03

当前价格(元)	38.75
52周价格区间(元)	21.60 - 39.31
总市值(百万)	30869.69
流通市值(百万)	30869.69
总股本(万股)	79663.72
流通股(万股)	79663.72
日均成交额(百万)	227.81
近一月换手(%)	19.82

相关报告

- 《中炬高新（600872）动态点评：美味鲜稳健增长，餐饮占比提升》——2018-05-18
- 《中炬高新（600872）动态点评：高基数拉低业绩，毛利率稳步提升》——2018-04-24
- 《中炬高新（600872）调研简报：扩充品类协同发展，盈利能力仍可提升》——2018-01-31
- 《中炬高新（600872）动态点评：调味品稳健增长，盈利能力持续提升》——2017-12-28

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司

## 投资要点：

- 调味品业务：差异化战略做大做强，公司长短逻辑各不相同。**
  - 核心竞争力：**早年公司凭借专一品牌、差异化战略，将厨邦从地区性小品牌做到区域性大品牌，未来公司考虑引入日式发酵工艺，打造广式、日式相结合生产方式，继高鲜酱油之后，再次引领市场，公司核心竞争力不断加强。
  - 长期逻辑：收入端，**公司现在面临三个不平衡，即渠道不平衡、销售区域不平衡、品类不平衡，未来随着三个不平衡逐步打破，收入增速高增长可期；**利润端，**公司信息化水平、自动化水平、管理水平较行业龙头仍有较大差距，未来三大水平提升，有望带来净利率不断上行；
  - 中短期逻辑：**中期跟指引，短期看动销。2014年公司制定高管绩效考核制度，将高管薪酬与年度经营目标完成度挂钩，即营业收入、净利润、净资产收益率，制度制定后公司每年完成率均在100%+，这也给了我们很好的中期跟踪指引。消费品短期终端库存、动销是公司收入的先行指标，短期值得跟踪关注。
- 调味品未来展望：坚持三步走战略，向双百目标迈进。**2019年公司制定长中期目标，即长期聚焦健康食品主业，把公司打造成为国内超一流的综合性调味品集团企业，中期公司用五年时间，即2019-2023年，通过内生+外延战略，实现**收入过百亿、销量过百万吨的双百目标**。战略上，公司坚持**三步走战略**，聚焦调味品主业，力争在较短时间内，把公司从区域性品牌打造成全国性强势品牌，并适当采用兼并收购方式进行公司外延扩张，规模向百亿奋进。
- 调味品中短期跟踪：渠道、区域、品类拓展不断深化。**
  - 渠道上：**公司销售收入家庭端、餐饮端占比分别为75%、25%，未来公司将加大餐饮端开拓力度，占比逐步提升至40%；
  - 区域上：**公司销售收入中东部+南部占比70%，北部+中西部占比30%，下一步公司将稳步发展东南沿海，重点布局北部区域，加速推进西南区域，逐步开拓西北地区；2019Q1公司经销商数量为907，预计2019年底达到1000个，2023年达到1500个，逐步改善区域不平衡的问题；
  - 品类上：**目前公司产品结构为酱油68%、鸡精11%、食用油8%、其他12%，未来五年公司将继续做大酱油，同时布局其他品类，预计2023年公司产品结构为酱油占比60%（略降），2个十亿大单品、3个五亿大单品以及其他品类。
- 房地产业务：地产业务估值约40亿，9万平米商品房2019开售，收入确认有望加速。**
  - 长期估值：**地产公司长期估值一般采用RNAV

已发行股份的 1%。

估值或 PS 估值, PS 估值法主要适用于拿地能力强且具有可持续性、销售良好周转高的房企龙头, 公司主要是存量用地的开发和销售, 更适用于 RNAV 估值, 我们测算公司未开发商住房估值约为 38.3 亿元, 存量房销售估值约为 2.3 亿元, 房地产业务合计估值约为 40 亿。2) **短期估值:** 中炬高新名下 85 亩商住地已于 2017 年开工建设, 公司建设可出售商品房近 9 万平米将在 2019 年开售, 地产销售收入有望在明后两年加速确认。

- **管理层预期:** 三大期待紧密跟踪, 静待机制改善落地。2018 年 11 月公司换届完成, 2019 年 3 月公司实控人由中山火炬高新技术产业开发区管理委员会变更为姚振华先生, 公司正式从国企变更为民企。宝能入主, 公司预期在激励机制、运营效率、人才引进力度等三个方面有较大改善。目前来看, 宝能仅对总部进行减人增效、费用压减等, 机制改善值得紧密跟踪, 期待后续改革落地。
- **投资建议:** 维持公司“买入”评级。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.94 元、1.17 元、1.45 元, 对应 PE 分别为 41X、33X、26X, 公司凭借专一品牌、差异化战略, 异军突起做大做强, 成为调味品二梯队领头羊, 长期看渠道、区域、品类三维度拓展, 中期跟指引, 短期看动销; 宝能入主之后, 对美味鲜认可度高, 期待后续改革落地, 维持公司“买入”评级。
- **风险提示:** 食品安全事件; 新品不达预期; 渠道拓展的不确定性; 盈利能力提升的不确定性

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	4166	4764	5517	6374
增长率(%)	15%	14%	16%	16%
净利润(百万元)	607	745	935	1158
增长率(%)	34%	23%	26%	24%
摊薄每股收益(元)	0.76	0.94	1.17	1.45
ROE(%)	15.39%	16.34%	17.56%	18.44%

资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

表：中炬高新盈利预测表

证券代码:	600872.SH				股价:	38.75	投资评级:	买入		日期:	2019-06-03
财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值		2018	2019E	2020E	2021E	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
ROE	15%	16%	18%	18%	EPS		0.76	0.94	1.17	1.45	
毛利率	39%	41%	41%	42%	BVPS		4.53	5.18	6.00	7.02	
期间费率	18%	20%	19%	18%	<b>估值</b>						
销售净利率	15%	16%	17%	18%	P/E		50.26	40.97	32.63	26.37	
<b>成长能力</b>					P/B		8.47	7.40	6.38	5.46	
收入增长率	15%	14%	16%	16%	P/S		7.33	6.41	5.53	4.79	
利润增长率	34%	23%	26%	24%							
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>		<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	
总资产周转率	0.70	0.74	0.71	0.72	营业收入		4166	4764	5517	6374	
应收账款周转率	57.63	26.35	36.16	30.48	营业成本		2537	2831	3229	3671	
存货周转率	1.59	1.59	1.59	1.59	营业税金及附加		69	79	92	106	
<b>偿债能力</b>					销售费用		431	493	552	606	
资产负债率	34%	29%	31%	30%	管理费用		276	458	497	561	
流动比	2.28	2.98	2.87	3.17	财务费用		54	17	9	4	
速动比	1.28	1.68	1.81	2.09	其他费用/(-收入)		98	83	83	85	
					营业利润		799	969	1222	1512	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	营业外净收支		(6)	4	(1)	(1)	
现金及现金等价物	397	403	1345	1965	利润总额		793	972	1221	1511	
应收款项	72	181	153	209	所得税费用		111	137	171	212	
存货净额	1594	1829	2087	2374	净利润		681	836	1049	1298	
其他流动资产	1557	1781	2062	2383	少数股东损益		74	91	114	141	
<b>流动资产合计</b>	<b>3621</b>	<b>4194</b>	<b>5646</b>	<b>6930</b>	归属于母公司净利润		607	745	935	1158	
固定资产	1350	1215	1094	984	<b>现金流量表 (百万元)</b>						
在建工程	369	369	369	369	经营活动现金流		724	320	1336	1108	
无形资产及其他	210	205	200	195	净利润		681	836	1049	1298	
长期股权投资	6	6	6	6	少数股东权益		74	91	114	141	
<b>资产总计</b>	<b>5984</b>	<b>6416</b>	<b>7742</b>	<b>8911</b>	折旧摊销		126	140	127	114	
短期借款	2	2	2	2	公允价值变动		0	0	0	0	
应付款项	435	441	819	1035	营运资金变动		(158)	(387)	(1068)	(882)	
预收帐款	237	52	232	234	投资活动现金流		(307)	135	122	109	
其他流动负债	913	913	913	913	资本支出		(238)	135	122	109	
<b>流动负债合计</b>	<b>1587</b>	<b>1408</b>	<b>1965</b>	<b>2183</b>	长期投资		24	0	0	0	
长期借款及应付债券	399	399	399	399	其他		(94)	0	0	0	
其他长期负债	49	49	49	49	筹资活动现金流		(410)	(224)	(281)	(347)	
<b>长期负债合计</b>	<b>448</b>	<b>448</b>	<b>448</b>	<b>448</b>	债务融资		(530)	0	0	0	
<b>负债合计</b>	<b>2036</b>	<b>1856</b>	<b>2414</b>	<b>2632</b>	权益融资		0	0	0	0	
股本	797	797	797	797	其它		119	(224)	(281)	(347)	
股东权益	3948	4560	5328	6280	现金净增加额		6	231	1177	870	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5984</b>	<b>6416</b>	<b>7742</b>	<b>8911</b>							

资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

## 【分析师承诺】

余春生，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。