

2019年06月30日

证券研究报告·公司调研报告

中炬高新 (600872) 食品饮料

买入 (维持)

当前价: 42.83元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

新人新气象，静待改革落地业绩加速

投资要点

- **事件:** 近日, 我们参加公司股东大会并参观阳西工厂, 就生产经营情况与发展战略与公司领导进行交流。
- **新管理层首次集体亮相, 态度自信积极开放。** 1、本次股东大会是公司董事会换届后首次集体亮相, 和投资者进行面对面交流。以宝能主导的新董事会及高管团队均有列席, 规模之大前所未有, 也体现新管理团队对投资者及资本市场的重视。2、交流态度自信积极开放。管理团队就公司发展战略、经营动作、激励举措甚至少数股东权益等较为敏感的问题做了较为正面、详细的交流, 与原先国企体制下较为保守的风格不同, 新管理层态度自信, 交流积极开放, 这是与过去变化较为明显的地方。
- **宝能入主, 动作开始逐步发力, 前期重点理顺发展战略和激励机制。** 1、新管理层对公司未来的发展战略已全面梳理清晰: 1) 进一步发挥厨邦品牌价值, 做大做强调味品主业; 2) 抓住粤港澳大湾区发展机遇, 盘活园区存量资产价值以及发展好地产业务。公司在发展战略中提出从 2019 年到 2023 年, 用五年时间, 以内生式发展为主, 以外延式发展为辅, 实现健康食品产业年营业收入过百亿, 年产销量过百万吨的双百目标, 年化收入增速超 20%, 公司信心满满。2、就之前市场一直诟病的激励机制问题, 公司也做出相应改进。一方面公司通过内部选拔、轮岗培训等方式组建后备人才团队, 为基层员工提供透明有效的晋升通道, 另一方面一线销售员工薪酬将与业绩挂钩, 对于优秀员工给予加薪、住房优惠购买等福利切实提升员工工资待遇, 激发积极性。
- **调味品主业仍是重中之重, 对标海天有较大提升空间。** 调味品主业是公司未来五年发展重中之重, 公司保持美味鲜原班人马不变, 并给予更大支持。目前公司是全国第二的调味品企业, 发展势头良好, 但在规模、渠道、生产效率上较龙头海天仍有不小差距。针对公司发展中的“品类不平衡、渠道不平衡、区域不平衡”的问题, 公司正努力改进: 1、品类上, 以酱油为主导, 食用油、鸡精粉、料酒等小品类作为重要补充; 2、通过厨邦俱乐部、餐批旗舰店等方式开发餐饮渠道, 弥补餐饮短板; 3、区域上, 公司遵循稳定发展东南沿海市场、着力提升中北部市场、加快开发西北西南市场的战略, 并逐步启动全国产能布局, 加快异地低成本扩张步伐; 4、在生产制造端, 公司对中山阳西已经投产的项目降本增效, 阳西美味鲜新建产能引入高智能化生产设备, 提升生产效率, 缩小与领导企业差距。另外公司将在有合适情况下开展兼并动作, 实现外延式增长。
- **盈利预测与评级。** 宝能入主将对公司带来质的改变, 激励机制逐步落地, 业绩有望加速。预计 2019-2021 年收入分别为 47.3 亿元、55.2 亿元、63.8 亿元, 归母净利润分别为 7.5 亿元、9.3 亿元、11.1 亿元, 三年净利润复合增速 22%, EPS 分别为 0.95 元、1.17 元、1.4 元, 对应动态 PE 分别为 45 倍、37 倍、31 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	4166.46	4734.04	5517.69	6383.15
增长率	15.43%	13.62%	16.55%	15.69%
归属母公司净利润 (百万元)	607.43	752.94	931.37	1113.62
增长率	34.01%	23.96%	23.70%	19.57%
每股收益 EPS (元)	0.76	0.95	1.17	1.40
净资产收益率 ROE	17.26%	18.32%	19.24%	19.52%
PE	56	45	37	31
PB	8.64	7.40	6.29	5.33

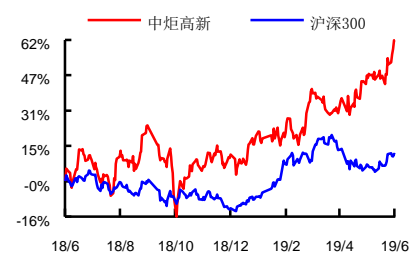
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
 执业证号: S1250513110001
 电话: 023-63786049
 邮箱: zhzh@swsc.com.cn

联系人: 周金菲
 电话: 0755-23614240
 邮箱: zjfei@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.97
流通 A 股(亿股)	7.97
52 周内股价区间(元)	22.23-42.83
总市值(亿元)	341.20
总资产(亿元)	59.12
每股净资产(元)	4.52

相关研究

1. 中炬高新 (600872): 稳健前行, 期待业绩加速 (2019-03-31)
2. 中炬高新 (600872): 董事会成功换届, 中炬开启新篇章 (2018-11-16)
3. 中炬高新 (600872): Q3 业绩增速放缓, 机制改革加速有望释放活力 (2018-10-30)
4. 中炬高新 (600872): 收入稳健增长, 控费提升盈利 (2018-08-23)
5. 中炬高新 (600872): 美味鲜 Q2 增速回升明显, 集团业务贡献利润 (2018-07-15)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4166.46	4734.04	5517.69	6383.15	净利润	681.24	844.44	1044.54	1248.94
营业成本	2536.75	2782.27	3214.55	3716.13	折旧与摊销	130.45	175.13	193.51	208.63
营业税金及附加	69.47	70.96	84.30	98.39	财务费用	54.18	66.28	66.21	63.83
销售费用	431.29	473.40	529.70	593.63	资产减值损失	-2.07	6.00	5.00	5.00
管理费用	275.84	430.80	480.04	529.80	经营营运资本变动	-156.16	-360.25	-382.26	-441.17
财务费用	54.18	66.28	66.21	63.83	其他	15.94	-94.72	-95.25	-95.09
资产减值损失	-2.07	6.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	723.57	636.87	831.75	990.14
投资收益	95.69	90.00	90.00	90.00	资本支出	-311.86	-150.00	-150.00	-150.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	4.52	88.00	88.00	88.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-307.35	-62.00	-62.00	-62.00
营业利润	798.55	994.34	1227.89	1466.37	短期借款	-12.84	249.47	-251.63	0.00
其他非经营损益	-5.98	-1.14	-1.24	-1.21	长期借款	-19.83	0.00	0.00	0.00
利润总额	792.57	993.20	1226.66	1465.15	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	111.33	148.76	182.11	216.21	支付股利	-143.39	-182.23	-225.88	-279.41
净利润	681.24	844.44	1044.54	1248.94	其他	-95.00	-565.83	-66.21	-63.83
少数股东损益	73.81	91.49	113.17	135.32	筹资活动现金流净额	-271.06	-498.59	-543.72	-343.24
归属母公司股东净利润	607.43	752.94	931.37	1113.62	现金流量净额	145.26	76.28	226.03	584.90
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	397.13	473.40	699.43	1284.33	成长能力				
应收和预付款项	80.75	119.12	135.79	152.77	销售收入增长率	15.43%	13.62%	16.55%	15.69%
存货	1594.14	1784.19	2050.21	2369.39	营业利润增长率	30.69%	24.52%	23.49%	19.42%
其他流动资产	1548.83	1759.82	2051.13	2372.85	净利润增长率	33.21%	23.96%	23.70%	19.57%
长期股权投资	6.14	6.14	6.14	6.14	EBITDA 增长率	22.90%	25.69%	20.38%	16.89%
投资性房地产	283.69	283.69	283.69	283.69	获利能力				
固定资产和在建工程	1719.27	1703.21	1668.77	1619.20	毛利率	39.11%	41.23%	41.74%	41.78%
无形资产和开发支出	211.67	203.99	196.31	188.62	三费率	18.27%	20.50%	19.50%	18.60%
其他非流动资产	142.08	142.69	143.31	143.93	净利率	16.35%	17.84%	18.93%	19.57%
资产总计	5983.69	6476.25	7234.77	8420.91	ROE	17.26%	18.32%	19.24%	19.52%
短期借款	2.16	251.63	0.00	0.00	ROA	11.38%	13.04%	14.44%	14.83%
应付和预收款项	850.46	908.09	1059.42	1229.44	ROIC	17.31%	19.41%	21.82%	23.74%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	23.60%	26.10%	26.96%	27.24%
其他负债	1183.27	706.90	747.06	793.66	营运能力				
负债合计	2035.89	1866.62	1806.48	2023.09	总资产周转率	0.74	0.76	0.80	0.82
股本	796.64	796.64	796.64	796.64	固定资产周转率	3.25	3.39	3.80	4.39
资本公积	282.05	282.05	282.05	282.05	应收账款周转率	72.82	82.65	76.50	77.84
留存收益	2509.72	3080.44	3785.92	4620.13	存货周转率	1.68	1.64	1.67	1.68
归属母公司股东权益	3604.79	4175.13	4880.61	5714.82	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.03%	—	—	—
少数股东权益	343.01	434.50	547.68	683.00	资本结构				
股东权益合计	3947.80	4609.63	5428.29	6397.82	资产负债率	34.02%	28.82%	24.97%	24.02%
负债和股东权益合计	5983.69	6476.25	7234.77	8420.91	带息债务/总负债	19.70%	34.85%	22.09%	19.72%
					流动比率	2.28	2.92	3.64	3.92
					速动比率	1.28	1.66	2.13	2.42
					股利支付率	23.61%	24.20%	24.25%	25.09%
					每股指标				
					每股收益	0.76	0.95	1.17	1.40
					每股净资产	4.96	5.79	6.81	8.03
					每股经营现金	0.91	0.80	1.04	1.24
					每股股利	0.18	0.23	0.28	0.35
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	983.17	1235.75	1487.61	1738.83					
PE	56.17	45.32	36.63	30.64					
PB	8.64	7.40	6.29	5.33					
PS	8.19	7.21	6.18	5.35					
EV/EBITDA	34.22	26.96	22.07	18.55					
股息率	0.42%	0.53%	0.66%	0.82%					

数据来源: Wind, 西南证券

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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn