

证券研究报告

公司研究——中报点评

中炬高新 (600872.SH)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2019.04.30

王见鹿 行业分析师

执业编号: S1500517100001

联系电话: +86 21 61678591

邮箱: wangjianlu@cindasc.com

毕翘楚 研究助理

联系电话: +86 21 61678587

邮箱: biqiaochu@cindasc.com

相关研究

《20171010 中炬高新 (600872) 小行业大机遇; 传统企业历久弥新》2017.10.10

《20180111 中炬高新 (600872) 关注中炬高新小包装化进程》2018.01.11

《20180426 中炬高新 (600872) 成本控制逻辑被验证, 渠道拓展体现做强决心》2018.04.26

《20180517 中炬高新 (600872) 阳西基地先进产能带来利润空间想象力》2018.05.17

《20180823 中炬高新 (600872) 看好调味品业务盈利能力持续提升》2018.08.23

《20181030 中炬高新 (600872) 提价影响减弱, 调味品业务增速放缓; 大股东变更为公司发展增添新动力》2018.10.30

《20190430 中炬高新 (600872) 调味品业务盈利能力显著提升, 品类扩张步伐加快》

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

调味品业务稳步发展, 新考核制度激发活力

2019年08月23日

事件: 中炬高新 2019年08月22日发布2019年中报, 公司实现营业总收入23.92亿元, 同比增长10.03%; 实现归母净利润3.66亿元, 同比增长7.99%; 摊薄每股收益0.46元。加权ROE 9.66%, 同比下降0.65个百分点。

调味品业务的实施主体美味鲜公司1H2019收入为22.62亿元, 同比增长15.29%; 归母净利润3.62亿元, 同比增长20.05%。剔除调味品业务的其他主营业务(包括房地产、物业租赁等)同期实现收入1.3亿元, 同比减少0.82亿元。

点评:

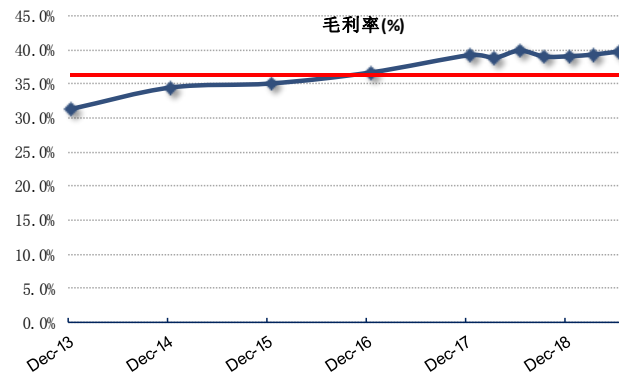
➤ **美味鲜收入增速符合预期, 品类扩张初见成效。**美味鲜公司1Q/2Q2019的收入增速分别为15.32%/15.26%, 公司继续沿袭了2018年的深度扩张策略: 1) 继续大力开拓市场, 发展经销商。2018年末经销商数量864家, 1H2019报告期末达到975家, 净增加111家, 加快了渠道细分优化; 开发空白地级市15个, 实现全国地级市已开发275个, 开发率达到81%。公司在中西部地区以及北部地区的经销商数量1Q/2Q2019分别净增加22/19和17/32家, 同期南部和东部大本营市场经销商数量仅增加2/4家和3/12家。总的来看, 公司经销商数量在非成熟区域保持高速增长, 且总量上高于成熟区域, 可见公司一方面在潜力增量市场进行渠道下沉和“经销商赛马机制”的决心, 另一方面对存量市场进行渠道整合、优胜劣汰。得益于公司“稳步发展东南沿海, 重点提升中北部地区, 加速开拓西南区域, 逐步推进西北市场”的市场战略, 分区域来看, 1H2019东部/南部/中西部/北部的营业收入分别达到5.51/9.53/3.94/3.49亿元, 增速12.13%/11.87%/24.49%/20.78%, 中西部、北部地区收入增速较快, 均高于20%, 有重点、有系统地进行市场开拓扩张。2) 按销售模式划分, 公司分销/直销收入分别为21.98/0.49亿, 同比增长15.68%/0.71%; 分销模式占据主流。根据全国超市连锁信息网, 公司下属厨邦品牌在超市渠道近年来保持了较快增长, 19年1-6月份酱油品类销量增速达到13.1%, 远高于行业平均水平9.4%, 但销售额增速仅为10.6%, 与行业平均水平持平。3) 产品品类进一步丰富, 食用油、蚝油、酱类、食醋等产品占比持续扩张。分品类来看, 酱油/鸡精鸡粉/酱类/蚝油/醋/料酒/腐乳/食用油/其他收入分别为14.69/2.70/0.82/1.02/0.45/0.46/0.20/2.01/0.11亿元, 同比增速10.44%/19.32%/12.01%/60.93%/8.39%/65.63%/26.84%/27.20%/-6.81%, 酱油、鸡精粉增长稳健, 蚝油、料酒增长快速, 增速超过60%, 食用油、腐乳增速超过25%。值得注意的是, 酱油/鸡精鸡粉/食用油/蚝油/其他1H2019占比分别为65.39%/12.02%/8.95%/4.55%/9.09%, 同比变动-2.88/0.41/0.83/1.29/0.35个百分点, 除酱油外小品类占比均得到提升, 我们预计2019年全年会继续延续半年度情况, 公司向调味品多元化平台持续努力发展。

- **调味品板块盈利水平环比小幅下滑，公司费用率平稳。**中炬高新整体毛利率达到 39.82%，同比微降 0.13 个百分点，调味品毛利率为 39.61%，主要原材料黄豆、盐、糖、包材等价格保持稳定，谷氨酸、包材等价格处于较高水平。报告期内费用率小幅上升，公司整体共上升 0.18 个百分点：销售费用率 10.27%，同比下降 0.3 个百分点；管理费用率 5.82%，同比上升 0.2 个百分点；财务费用率 1.29%，同比上升 0.05 个百分点，研发费用率 2.97%，同比上升 0.23 个百分点。调味品板块美味鲜公司 1H2019 净利润 3.99 亿元，同比增长 19.46%，归属母公司股东的净利润 3.62 亿元，同比增长 20.05%。美味鲜公司盈利能力逐年提高，2016-1H2019 的净利润率分别为 14.5%/16.2%/16.5%/17.6%，其中 1Q/2Q2019 归母净利润率分别为 15.94%和 16.07%。鉴于公司及全行业今年没有主要提价措施，行业增长以量增为主，因此调味品盈利能力提升主要为公司综合成本下降的体现。
- **房地产收入下滑。**公司本部上半年实现营业收入 0.25 亿元，同比减少 1.02 亿元，减幅 80.31%，实现净利润-1,710 万元，同比减少 4,373.5 万元。公司本部于 2018 年上半年开展了一笔资产出售，实现营业收入 1.13 亿元，贡献净利润约 5,000 万元。因此造成本年上半年业绩下滑较大。中汇合创公司实现营业收入 6,094 万元，同比增加 2,106 万元，增幅 52.83%。归母净利润 2,001 万元，同比增加 1,021 万元，增幅 104.18%。中炬精工公司实现营业收入 4,156 万元，同比减少 41 万元，减幅 0.98%。归母净利润 101 万元，同比减 41 万元，减幅 28.87%。剔除调味品业务的其他主营业务（包括房地产、物业租赁等）2019H1 实现收入 1.3 亿元，同比减少 0.82 亿元。总的来说，非调味品业务不及预期，但公司有望凭借调味品业务实现收入、利润双突破。
- **新考核制度重新调整，激发员工积极创造性。**公司修订了 2019 版的《绩效考核与薪酬激励制度》，将考核指标中的营业收入、归母净利和 ROE 的各自权重，从原本的 2:6:2 调整为 4:4:2。加大了收入指标的权重，与公司中长期的发展远景更加契合，为五年“双百”保驾护航。同时，奖金分配上将改为向中层业务骨干倾斜，并且采用“阶梯式”的超额激励形式，激发员工的积极性和创造性，促进公司业绩的提升。均衡考核收入及利润，同时大力奖励超额增量，新考核制度更加合理，也更加积极。此外，公司拟通过银行间市场择时融资合计不超过 71.4 亿元的融资券和票据，用以补充流动资金，以及满足调味品主业的扩产和外延并购、岐江新城的开发、孵化集聚区的建设等多方面的需求。
- **盈利预测与评级：**我们预计中炬高新 2019-2021 年归属母公司所有者净利润分别为 7.49、9.69 和 11.38 亿元，对应摊薄每股收益分别为 0.94、1.22 和 1.43 元。维持公司“买入”评级。
- **股价催化剂：**费用率特别是销售、管理费用的进一步下降；公司调味品产能迎来密集投放期；公司房地产项目于 2019 年开始预售。
- **风险因素：**1) 原材料、价格波动风险；2) 渠道拓展进度不及预期的风险；3) 产能扩张不达预期的风险；4) 经营及决策效率持续低于同行业民营企业，竞争力量降低的风险；5) 食品安全问题；6) 房地产业务受宏观政策调整而低于预期的风险；7) 跨行业经营的风险。

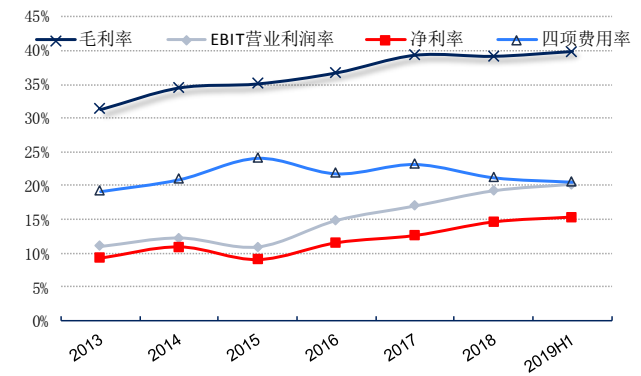
重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	3,609.37	4,166.46	4,864.74	6,275.71	7,513.58
增长率 YoY %	14.29%	15.43%	16.76%	29.00%	19.72%
归属母公司净利润(百万元)	453.26	607.43	748.76	969.39	1,137.95
增长率 YoY%	25.08%	34.01%	23.27%	29.47%	17.39%
毛利率%	39.27%	39.11%	39.92%	40.25%	39.95%
净资产收益率 ROE%	15.26%	18.01%	19.26%	20.82%	19.93%
EPS(摊薄)(元)	0.57	0.76	0.94	1.22	1.43
市盈率 P/E(倍)	69	51	42	32	27
市净率 P/B(倍)	9.93	8.65	7.48	6.07	4.97

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测

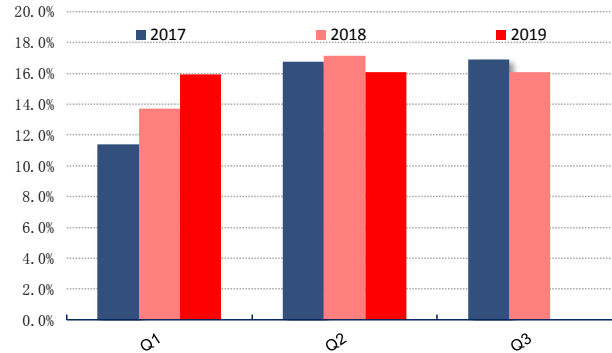
注: 股价为2019年8月22日收盘价

图 1 公司 2013-2019H1 毛利率 (%)


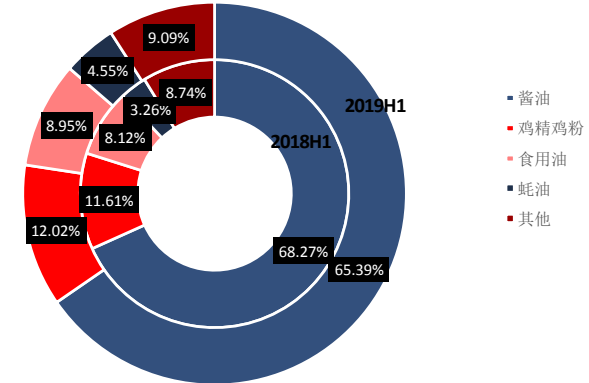
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2 毛利率、净利率、营业利润率和四项费用率情况 (%)


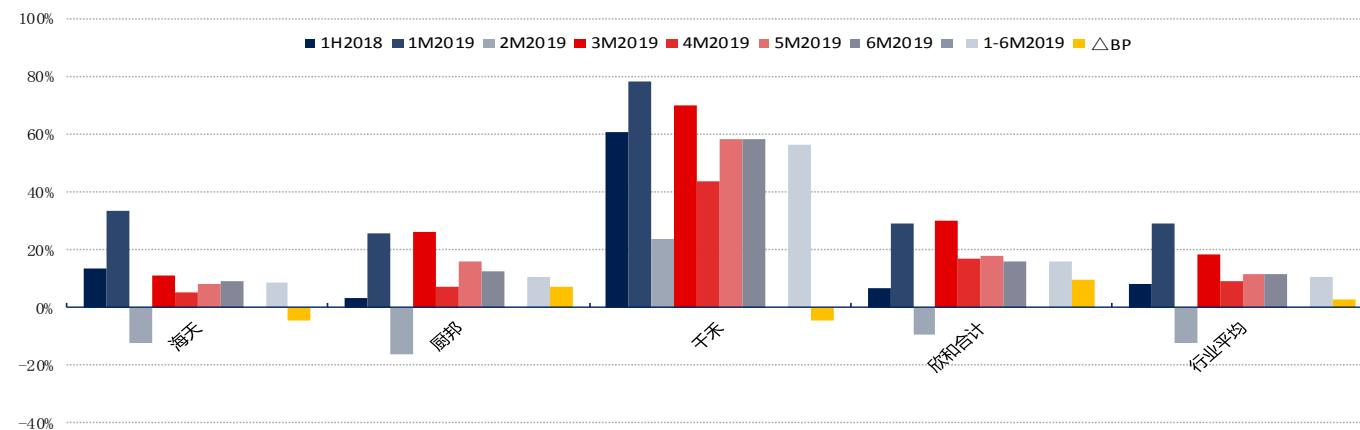
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 3 美味鲜 Q1、Q2、Q3 归母净利率对比 (%)


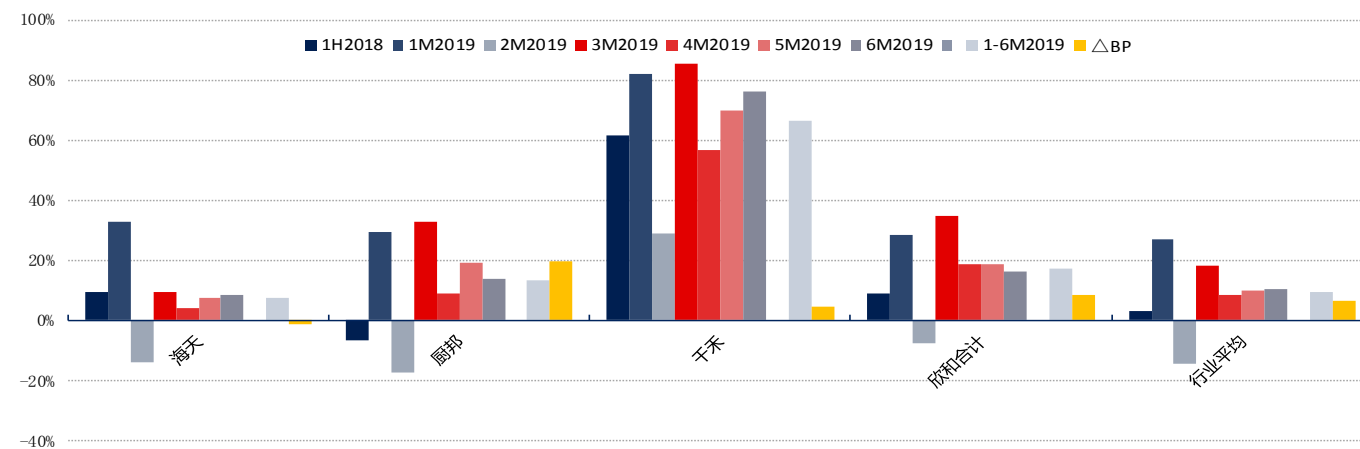
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4 产品品类持续扩张 (%)


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 5 1-6 月主要酱油公司销售额增速对比 (%)


资料来源: 全国连锁超市信息网, 信达证券研发中心

图 6 1-6 月主要酱油公司销量增速对比 (%)


资料来源: 全国连锁超市信息网, 信达证券研发中心

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,116.08	3,620.84	4,330.54	5,581.31	7,001.40
货币资金	240.76	397.13	854.75	1,566.85	2,491.07
应收票据	0.00	1.05	1.23	1.58	1.89
应收账款	67.00	47.43	55.38	71.44	85.53
预付账款	10.56	8.45	9.74	12.49	15.03
存货	1,412.96	1,594.14	1,836.80	2,356.30	2,835.22
其他	1,384.79	1,572.65	1,572.65	1,572.65	1,572.65
非流动资产	2,188.68	2,362.84	2,429.29	2,514.26	2,595.37
长期股权投资	30.56	6.14	6.14	6.14	6.14
固定资产(合计)	1,213.95	1,350.36	1,403.58	1,500.15	1,594.82
无形资产	211.92	210.17	238.88	265.92	280.06
其他	732.25	796.18	780.70	742.06	714.35
资产总计	5,304.76	5,983.69	6,759.83	8,095.57	9,596.77
流动负债	908.33	1,587.46	1,705.53	1,952.06	2,174.68
短期借款	15.00	2.16	2.16	2.16	2.16
应付票据	54.71	40.06	46.15	59.21	71.24
应付账款	251.19	395.25	455.42	584.22	702.97
其他	587.44	1,150.00	1,201.80	1,306.48	1,398.31
非流动负债	946.27	448.43	448.43	448.43	448.43
长期借款	19.83	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	926.45	448.43	448.43	448.43	448.43
负债合计	1,854.61	2,035.89	2,153.96	2,400.49	2,623.10
少数股东权益	309.34	343.01	435.55	555.36	696.01
归属母公司股东权益	3,140.81	3,604.79	4,170.32	5,139.72	6,277.66
负债和股东权益	5,304.76	5,983.69	6,759.83	8,095.57	9,596.77

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	3,609.37	4,166.46	4,864.74	6,275.71	7,513.58
同比(%)	14.29%	15.43%	16.76%	29.00%	19.72%
归属母公司净利润	453.26	607.43	748.76	969.39	1,137.95
同比(%)	25.08%	34.01%	23.27%	29.47%	17.39%
毛利率(%)	39.27%	39.11%	39.92%	40.25%	39.95%
ROE%	15.26%	18.01%	19.26%	20.82%	19.93%
EPS(摊薄)(元)	0.57	0.76	0.94	1.22	1.43
P/E	69	51	42	32	27
P/B	9.93	8.65	7.48	6.07	4.97
EV/EBITDA	40.29	32.79	27.91	22.04	18.92

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	3,609.37	4,166.46	4,864.74	6,275.71	7,513.58
营业成本	2,191.89	2,536.75	2,922.90	3,749.58	4,511.70
营业税金及附加	48.20	69.47	81.12	104.64	125.28
销售费用	426.34	431.29	503.57	649.62	777.76
管理费用	348.08	275.84	322.07	415.48	497.43
研发费用	0.00	121.87	142.29	183.56	219.77
财务费用	60.45	54.18	-3.74	-8.95	-17.45
减值损失合计	22.78	-2.07	6.73	7.22	5.10
投资净收益	71.24	95.69	70.77	79.23	81.90
其他	28.15	23.72	25.50	24.24	24.87
营业利润	611.03	798.55	986.08	1,278.02	1,500.75
营业外收支	-1.85	-5.98	3.68	3.39	3.47
利润总额	609.18	792.57	989.77	1,281.42	1,504.23
所得税	97.77	111.33	148.47	192.21	225.63
净利润	511.40	681.24	841.30	1,089.20	1,278.59
少数股东损益	58.14	73.81	92.54	119.81	140.65
归属母公司净利润	453.26	607.43	748.76	969.39	1,137.95
EBITDA	797.12	978.73	1,149.73	1,456.03	1,696.40
EPS(当年)(元)	0.57	0.76	0.94	1.22	1.43

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	650.62	723.57	797.81	893.60	1,116.85
净利润	511.40	681.24	841.30	1,089.20	1,278.59
折旧摊销	128.51	130.45	159.83	174.48	192.04
财务费用	59.42	55.71	0.14	0.14	0.14
投资损失	-71.24	-95.69	-70.77	-79.23	-81.90
营运资金变动	2.32	-0.64	-140.73	-299.35	-278.35
其它	20.20	-47.50	8.05	8.37	6.34
投资活动现金流	-570.98	-307.35	-156.82	-181.37	-192.50
资本支出	-206.05	-246.10	-227.60	-260.60	-274.39
长期投资	7,307.11	7,084.85	70.77	79.23	81.90
其他	-7,672.05	-7,146.10	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-280.18	-271.06	-183.36	-0.14	-0.14
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-73.74	-32.67	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	206.44	237.27	183.36	0.14	0.14
现金流净增加额	-200.68	145.26	457.62	712.10	924.22

研究团队简介

王见鹿，食品饮料行业分析师。多国留学背景，先后于新加坡华侨初级学院及英国华威大学求学，主修经济、政治及国际关系学。回国后在某大型商业地产开发集团投资部工作，先后参与了多家上市或非上市企业的股权投资及并购重组业务，所涉及行业包括商业地产、文化旅游、装备制造、消费零售及金融服务等。2015年4月正式加入信达证券研究开发中心，从事食品饮料和炼化行业研究。

毕翹楚，研究助理，复旦大学工学硕士，2017年7月加入信达证券研发中心，从事食品饮料行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。