

中炬高新（600872）：调味品主业稳健增长，激励机制愈发市场化

2019年08月26日

强烈推荐/维持

中炬高新 公司报告

——中炬高新 2019H1 财报点评

事件：公司发布半年报，19H1 实现营收 23.92 亿元，同比增长 10.03%，实现归母净利 3.66 亿元，同比增长 7.99%；其中 19Q2 实现收入 11.61 亿元，同比增长 13.78%，实现归母净利 1.77 亿元，同比增长 4.43%。

调味品业务是中炬核心增长点，差异化竞争策略成效显著。美味鲜收入占中炬整体收入的 95%，近年来其占比持续提升，成为公司业绩的核心增长点。公司旗下品牌厨邦定位中高端，通过差异化竞争策略，构筑品牌竞争力。在公司主业的不断聚焦下，近十年的公司收入利润增速持续高于海天。另一方面，自 18 年下半年起，由于管理层换届，公司持续处于调整状态，调味品业务平稳增长，但随着公司治理持续优化，产能持续释放，营收增速正在逐季改善。19Q2，美味鲜实现营收 10.95 亿元，同比增长 15.26%；归母净利润 1.76 亿元，同比增长 7.98%。未来随着公司治理的优化，调味品主业将不断聚焦，公司业绩将重回稳健增长。

渠道将是公司调味品业务未来增长的主要驱动。厨邦速度除产品差异化做保证外，渠道巨大的未开发空间一直是潜在增长点。流通渠道方面，东部、南部是主力，做渠道下沉，中西北部是薄弱区域，渗透空白市场。目前公司地级市开发覆盖率达 81%，仍存在广阔的发展空间。餐饮端是厨邦较为薄弱的渠道环节，近两年通过菜系大赛、厨师培训等发力中高端餐饮，餐饮端占比逐步提升 5pct，19H1 同比增长 41%，推广初显成效，仍将持续。

考核制度变更，激励更加市场化。公司修订了 2019 版的《绩效考核与薪酬激励制度》，营业收入、归母净利和 ROE 的权重，从原本的 2:6:2 调整为 4:4:2，收入和利润并重，说明公司对盈利能力的要求提升，同时也不放弃收入的保障；奖金分配向中层人员倾斜，员工可提取超额增量部分的 15%、25% 作为奖金奖励，新激励市场化制度的执行预计给公司带来更市场化的效果。另外，公司拟通过银行间市场发行融资券、票据合计不超过 71.4 亿元，用以主业扩展、外延并购和建设孵化聚集区等项目，内生外延有望协同发展。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	3,609.37	4,166.46	4,801.85	5,574.95	6,544.99
增长率（%）	14.29%	15.43%	15.25%	16.10%	17.40%
净利润（百万元）	511.40	681.24	755.48	870.76	1,027.51
增长率（%）	24.65%	33.21%	10.90%	15.26%	18.00%
净资产收益率（%）	14.43%	16.85%	17.47%	18.15%	19.22%
每股收益（元）	0.57	0.76	0.87	1.01	1.21
PE	73.81	55.08	48.11	41.47	34.79
PB	10.65	9.28	8.40	7.53	6.69

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

公司简介：

中炬高新是全国国家级开发区的首家上市公司，一直致力于从事高新技术产业投资，国家级开发区建设管理。主业包括调味品、房地产开发、工业园区开发管理及汽车配件等。其中，调味食品业务的收入及效益规模，占公司较大的比重

未来 3-6 个月重大事项提示：

暂无

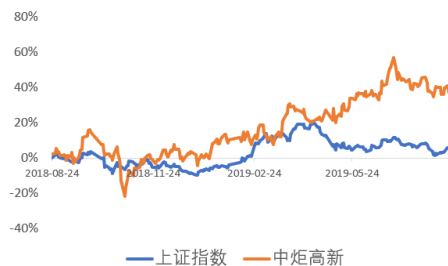
发债及交叉持股介绍：

暂无

交易数据

52 周股价区间（元）	21.48-44.76
总市值（亿元）	312
流通市值（亿元）	312
总股本/流通 A 股（万股）	79663 / 79663
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.05%

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

首席分析师：刘畅

010-66554017 liuchang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480517120001

分析师：娄倩

010-66554008 louqian@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519020001

盈利预测：预计公司 19-21 年收入分别实现 48.02/55.75/65.45 亿元，同比增长 15.3%/16.1%/17.4%，净利润分别实现 7.55/8.71/10.27 亿元，同比增长 10.9%/15.3%/18.0%，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：1、上游原材料价格大幅波动；2、下游需求不及预期；3、宏观经济持续下行。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F		2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
流动资产合计	3116	3621	4300	4612	5319	营业收入	3609	4166	4802	5575	6545
货币资金	241	397	620	488	618	营业成本	2192	2537	2879	3283	3804
应收账款	67	47	70	83	89	营业税金及附加	48	69	69	83	100
其他应收款	45	24	27	32	37	营业费用	426	431	528	663	785
预付款项	11	8	40	76	118	管理费用	348	276	403	479	609
存货	1413	1594	1866	2102	2431	财务费用	60	54	61	62	64
其他流动资产	1339	1548	1675	1829	2023	资产减值损失	22.78	-2.07	9.36	10.02	5.77
非流动资产合计	2189	2363	2758	3079	3378	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	31	6	41	49	53	投资净收益	71.24	95.69	50.00	45.00	50.00
固定资产	1213.95	1350.36	#####	1993.8	2277.13	营业利润	611	799	902	1040	1227
无形资产	212	210	189	168	147	营业外收入	5.60	1.30	3.84	3.58	2.91
其他非流动资产	35	43	0	0	0	营业外支出	7.46	7.28	6.00	6.91	6.73
资产总计	5305	5984	5789	6371	7041	利润总额	609	793	899	1037	1223
流动负债合计	908	1587	1674	1330	1553	所得税	98	111	144	166	196
短期借款	15	2	15	15	15	净利润	511	681	755	871	1028
应付账款	251	395	368	432	524	少数股东损益	58	74	60	64	66
预收款项	209	237	354	416	508	归属母公司净利润	453	607	696	807	962
一年内到期的	0	499	499	0	0	EBITDA	16019	18594	1214	1424	1651
非流动负债合计	946	448	954	1014	1068	EPS (元)	0.57	0.76	0.87	1.01	1.21
长期借款	20	0	50	110	160	主要财务比率					
应付债券	896	399	898	900	902		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	1855	2036	2629	2344	2620	成长能力					
少数股东权益	309	343	403	467	533	营业收入增长	14.29%	15.43%	15.25%	16.10%	17.40%
实收资本(或股	797	797	797	797	797	营业利润增长	30.73%	30.69%	12.90%	15.35%	17.99%
资本公积	282	282	282	282	282	归属于母公司净利	14.50%	16.00%	14.50%	16.00%	19.19%
未分配利润	1762	2214	2230	2248	2302	获利能力					
归属母公司股	3141	3605	3982	4444	5004	毛利率(%)	39.27%	39.11%	40.04%	41.12%	41.88%
负债和所有者	5305	5984	5789	6371	7041	净利率(%)	14.17%	16.35%	15.73%	15.62%	15.70%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	8.54%	8.54%	10.15%	12.01%	12.66%
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	ROE(%)	14.43%	16.85%	17.47%	18.15%	19.22%
经营活动现金	651	724	675	927	1055	偿债能力					
净利润	511	681	755	871	1028	资产负债率(%)	35%	34%	37%	32%	40%
折旧摊销	126.00	129.00	235.19	306.35	343.67	流动比率		2.28	2.57		3.43
财务费用	60	54	61	62	64	速动比率		1.28	1.45		1.86
应收账款减少	7	-24	-23	-13	-6	营运能力					
预收账款增加	100	10	116	62	92	总资产周转率	0.71	0.74	0.74	0.78	0.85
投资活动现金	-571	-307	-608	-607	-615	应收账款周转率	65	73	82	73	76
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转率	14.80	12.89	12.58	13.95	13.70
长期股权投资	-59	-54	-92	-31	-19	每股指标(元)					
投资收益	71	96	50	45	50	每股收益(最新摊	0.57	0.76	0.87	1.01	1.21
筹资活动现金	-280	-271	155	-452	-310	每股净现金流(最	-0.25	0.18	0.28	-0.17	0.16
应付债券增加	2	2	499	2	2	每股净资产(最新	3.94	4.53	5.00	5.58	6.28
长期借款增加	30	38	50	60	50	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	73.81	55.08	48.11	41.47	34.79
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	10.65	9.28	8.40	7.53	6.69
现金净增加额	-201	145	223	-132	130	EV/EBITDA	2.13	1.83	28.26	23.87	20.55

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	《中炬高新（600872）2019 一季报点评：主营业务稳步增长，静待公司机制持续改进》	2019-04-29
公司	《中炬高新（600872）2018 年度报告点评：业绩稳定增长，目标“双百”大步向前》	2019-04-01
公司	《中炬高新（600872）：稳扎稳打，中炬持续增长动力强》	2019-01-21
公司	《中炬高新（600872）三季度财报点评：体制改革力度加快，公司治理效果显著》	2018-10-30
公司	《中炬高新（600872）股权转让揭示民营道路拓展，中炬机制将全面盘活》	2018-09-10

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券研究所大消费组长、首席分析师。先后职于天风证券研究所、东方基金、泰达宏利基金。杜伦大学金融学一等学位，北京航空航天大学工学、法学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责食品饮料、商贸零售、社会服务、轻工造纸、农林牧渔、纺织服装的研究工作。2018年获得万得wind平台综合影响力第一名，万得wind食品饮料最佳分析师第三名，同花顺ifind食品饮料最佳分析师第二名。

姜倩

曾就职于方正证券研究所、方正证券投资，于2018年6月加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

研究助理简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。