

2019年12月04日

# 中炬高新 (600872.SH)

## 公司快报

食品饮料 | 调味品 III

投资评级

**买入-A(维持)**

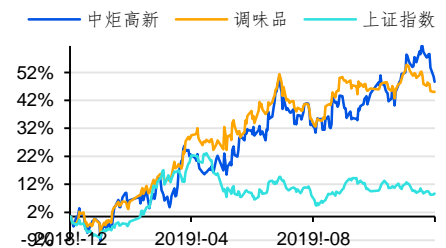
股价(2019-12-03)

43.64 元

### 交易数据

总市值 (百万元)	34,765.25
流通市值 (百万元)	34,765.25
总股本 (百万股)	796.64
流通股本 (百万股)	796.64
12 个月价格区间	26.61/48.10 元

### 一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.64	6.83	46.6
绝对收益	-1.84	5.28	55.26

### 分析师

 陈振志  
 SAC 执业证书编号: S0910519110001  
 chenzhenzhi@huajinsec.cn  
 021-20377051

### 相关报告

- 中炬高新: 调味品业务稳健, 期待后续改革效果显现 2019-11-01
- 中炬高新: 调味品业务稳健, 新绩效考核有望达成更高指标 2019-08-23
- 中炬高新: 美味鲜业绩高增, 期待公司机制改善效果显现 2019-05-29

## 对业绩经营无实质影响, 改革红利还在陆续释放

事件: 中炬高新发布公告, 公司收购厨邦公司少数股东股权的事项仲裁有终局裁决, 最终仲裁结果: (1) 确认朗天慧德与中炬高新之间的《广东厨邦食品有限公司股权转让协议》不具有法律效力; (2) 驳回中炬高新的全部仲裁反请求; (3) 本案本请求仲裁费为人民币 2,243,550 元, 朗天慧德与中炬高新各承担 50%, 即人民币 1,121,775 元; (4) 本案反请求仲裁费为人民币 2,457,750 元, 全部由中炬高新承担。

### 投资要点

#### ◆ 厨邦公司少数股东股权事由来源:

(1) 2012 年, 为做大做强厨邦品牌, 公司在阳西成立厨邦公司, 建设美味鲜厨邦食品阳西生产基地, 实施异地低成本扩张战略, 项目总投资为 14.98 亿元。其中美味鲜公司持股 80%, 引入战投朗天慧德持股 20%。在当时中山产能逐渐饱和, 厨邦公司将成为公司中长远业绩的重要组成部分, 当时规划成立以后税前的销售利润率达产后 12.67%, 15 年的平均值为 10.95%。

(2) 2019 年 3 月, 公司公告美味鲜公司拟收购朗天慧德持有的美味鲜控股子公司厨邦公司 20% 的股权。截至 2018 年底, 厨邦公司的全部股权价值为 25.28 亿元, 对应 20% 的股权价值为 5.057 亿元, 本次交易以此为依据确定交易价格为人民币 3.4 亿元。交易完成以后, 厨邦公司将成为美味鲜公司的全资子公司。

#### (3) 厨邦公司最近三年的财务数据

	2016	2017	2018
厨邦营收 (亿元)	10.43	13.02	15.26
调味品收入 (亿元)	28.95	34.53	38.17
厨邦净利润 (亿元)	1.95	2.66	3.22
占净利润的比重%	47.5%	52.05%	47.28%

资料来源: wind、华金证券研究所

◆ 仲裁结果不会对中炬高新的主营业务产生影响: 中炬高新目前主营业务稳定, 美味鲜公司的管理层也稳定, 在今年提高激励措施力度和形成更加清晰的布局以后, 未来三年的增速可期。厨邦的少数股东结构不会对公司的经营产生影响。(1) 目前管理层稳定。人员变动主要是在母公司的层面, 旨在优化公司内部结构, 提高执行效率, 而美味鲜公司方面仍然是由张卫华总在主持工作。母公司更多的是对厨邦公司的后勤、人事、采购、行政、财务进行日常监管, 促进内部的效率。(2) 增强激励的力度。公司发布 2019 年核心管理人员薪酬与绩效考核管理制度, 更加重视有质量的收入和利润的双增长, 有望激励管理层完成更高的指标。(3) 业绩释放可期。从产能、产品、渠道的梳理来看, 公司收入有望在未来几年进入加速期, 而且随着阳西规模效应继续显现+公司改革措施效果显现+增大控费增效力度, 利润率也有较大的提升空间。(4) 预计公司后续仍将就收回公司少数股权进行积极协

商。

◆ **投资建议：** 我们预测 2019-2021 年公司收入同比增长 13.2%/20.7%/20.6%；净利润同比增长 20.6%/29.2%/23.5%；EPS 为 0.92/1.19/1.47 元/股（暂不考虑厨邦公司少数股权的收回），目前股价对应 PE 估值 41.0/31.7/25.7 倍，给予买入-A 的评级。

◆ **风险提示：** 调味品销售不达预期，公司改革不达预期，区域扩张不达预期

#### 财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	3,609.4	4,166.5	4,717.4	5,695.2	6,868.8
同比增长(%)	14.3%	15.4%	13.2%	20.7%	20.6%
营业利润(百万元)	611.0	798.5	968.7	1,251.5	1,546.2
同比增长(%)	30.7%	30.7%	21.3%	29.2%	23.5%
净利润(百万元)	453.3	607.4	732.8	946.8	1,169.7
同比增长(%)	25.1%	34.0%	20.6%	29.2%	23.5%
每股收益(元)	0.57	0.76	0.92	1.19	1.47
PE	66.2	49.4	41.0	31.7	25.7
PB	9.6	8.3	7.3	6.3	5.4

数据来源：贝格数据、华金证券研究所

**财务报表预测和估值数据汇总**
**利润表**

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,609.4	4,166.5	4,717.4	5,695.2	6,868.8
减:营业成本	2,191.9	2,536.8	2,808.9	3,244.0	3,930.6
营业税费	48.2	69.5	81.1	99.7	122.3
销售费用	426.3	431.3	542.5	711.9	824.3
管理费用	348.1	275.8	344.4	427.1	501.4
财务费用	60.4	54.2	55.2	50.5	30.6
资产减值损失	22.8	-2.1	-	-	-
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	71.2	95.7	83.5	89.6	86.5
营业利润	611.0	798.5	968.7	1,251.5	1,546.2
加:营业外净收支	-1.9	-6.0	-	-	-
利润总额	609.2	792.6	968.7	1,251.5	1,546.2
减:所得税	97.8	111.3	145.3	187.7	231.9
净利润	453.3	607.4	732.8	946.8	1,169.7

**资产负债表**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	240.8	397.1	391.3	1,159.1	2,022.6
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	112.5	47.4	136.0	85.5	180.5
应收票据	-	1.1	0.1	1.3	0.4
预付帐款	10.6	8.5	15.0	12.1	19.6
存货	1,413.0	1,594.1	1,682.9	2,101.8	2,374.7
其他流动资产	1,339.3	1,572.6	1,651.3	1,733.8	1,820.5
可供出售金融资产	36.7	55.6	58.4	61.3	64.4
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	30.6	6.1	6.1	6.1	6.1
投资性房地产	351.0	283.7	253.7	233.7	223.7
固定资产	1,214.0	1,350.4	1,536.8	1,698.0	1,804.8
在建工程	267.2	368.9	314.2	277.5	239.5
无形资产	211.9	210.2	204.4	196.5	187.5
其他非流动资产	77.3	87.9	94.7	101.1	107.2
资产总额	5,304.8	5,983.7	6,345.0	7,667.8	9,051.7
短期债务	15.0	2.2	-	-	-
应付帐款	432.3	395.3	541.0	540.3	760.6
应付票据	54.7	40.1	64.5	56.3	90.2
其他流动负债	406.4	1,150.0	754.4	910.5	1,088.5
长期借款	19.8	-	-	-	-
其他非流动负债	926.4	448.4	450.9	853.5	856.2
负债总额	1,854.6	2,035.9	1,810.9	2,360.5	2,795.5
少数股东权益	309.3	343.0	433.6	550.6	695.2
股本	796.6	796.6	796.6	796.6	796.6
留存收益	2,327.9	2,791.8	3,303.9	3,960.1	4,764.4
股东权益	3,450.2	3,947.8	4,534.1	5,307.3	6,256.2

**现金流量表**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	511.4	681.2	732.8	946.8	1,169.7
加:折旧和摊销	128.5	130.4	59.0	66.4	72.1
资产减值准备	22.8	-2.1	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	59.4	55.7	55.2	50.5	30.6
投资损失	-71.2	-95.7	-83.5	-89.6	-86.5
少数股东损益	58.1	73.8	90.6	117.0	144.6
营运资金的变动	-460.6	-6.2	8.0	-306.0	-32.4
经营活动产生现金流量	650.6	723.6	862.2	785.2	1,298.1
投资活动产生现金流量	-571.0	-307.3	-74.3	-76.3	-38.5
融资活动产生现金流量	-280.2	-271.1	-793.7	58.9	-396.0

**财务指标**

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年增长率					
营业收入增长率	14.3%	15.4%	13.2%	20.7%	20.6%
营业利润增长率	30.7%	30.7%	21.3%	29.2%	23.5%
净利润增长率	25.1%	34.0%	20.6%	29.2%	23.5%
EBITDA 增长率	17.7%	40.2%	0.6%	26.4%	20.5%
EBIT 增长率	21.2%	47.8%	7.7%	27.2%	21.1%
NOPLAT 增长率	25.9%	30.0%	18.7%	27.2%	21.1%
投资资本增长率	15.2%	9.5%	2.8%	10.1%	1.9%
净资产增长率	11.7%	14.4%	14.9%	17.1%	17.9%
盈利能力					
毛利率	39.3%	39.1%	40.5%	43.0%	42.8%
营业利润率	16.9%	19.2%	20.5%	22.0%	22.5%
净利润率	12.6%	14.6%	15.5%	16.6%	17.0%
EBITDA/营业收入	21.3%	25.8%	23.0%	24.0%	24.0%
EBIT/营业收入	17.8%	22.8%	21.7%	22.9%	23.0%
偿债能力					
资产负债率	35.0%	34.0%	28.5%	30.8%	30.9%
负债权益比	53.8%	51.6%	39.9%	44.5%	44.7%
流动比率	3.43	2.28	2.85	3.38	3.31
速动比率	1.87	1.28	1.61	1.99	2.09
利息保障倍数	10.64	17.55	18.54	25.76	51.54
营运能力					
固定资产周转天数	121	111	110	102	92
流动营业资本周转天数	176	178	163	144	128
流动资产周转天数	295	291	286	284	302
应收帐款周转天数	9	7	7	7	7
存货周转天数	137	130	125	120	117
总资产周转天数	509	488	470	443	438
投资资本周转天数	343	333	311	275	241
费用率					
销售费用率	11.8%	10.4%	11.5%	12.5%	12.0%
管理费用率	9.6%	6.6%	7.3%	7.5%	7.3%
财务费用率	1.7%	1.3%	1.2%	0.9%	0.4%
三费/营业收入	23.1%	18.3%	20.0%	20.9%	19.7%
投资回报率					
ROE	14.4%	16.9%	17.9%	19.9%	21.0%
ROA	9.6%	11.4%	13.0%	13.9%	14.5%
ROIC	17.7%	19.9%	21.6%	26.8%	29.4%
分红指标					
DPS(元)	0.18	0.23	0.28	0.37	0.46
分红比率	31.6%	30.2%	30.5%	31.0%	31.5%
股息收益率	0.5%	0.6%	0.7%	1.0%	1.2%

**业绩和估值指标**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.57	0.76	0.92	1.19	1.47
BVPS(元)	3.94	4.53	5.15	5.97	6.98
PE(X)	66.2	49.4	41.0	31.7	25.7
PB(X)	9.6	8.3	7.3	6.3	5.4
P/FCF	-290.6	131.5	249.6	32.3	27.7
P/S	8.3	7.2	6.4	5.3	4.4
EV/EBITDA	39.8	28.3	27.8	21.8	17.6
CAGR(%)	27.7%	24.5%	26.1%	27.7%	24.5%
PEG	2.4	2.0	1.6	1.1	1.0
ROIC/WACC	2.4	2.7	2.9	3.6	3.9

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

陈振志声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)