

证券研究报告—动态报告

食品饮料

食品

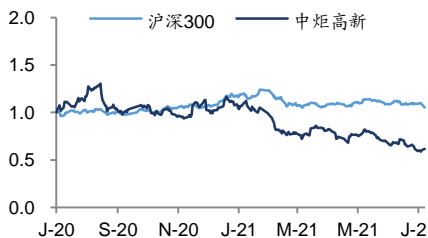
中炬高新(600872)
买入

公告点评

(首次覆盖)

2021年07月27日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	797/797
总市值/流通(百万元)	30,538/30,538
上证综指/深圳成指	3,467/14,631
12个月最高/最低(元)	81.63/36.69

证券分析师: 陈青青

电话: 0755-22940855

E-MAIL: chenqingq@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520110001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

公告点评
拟向控股股东定增募资, 调味品产能持续加码
● 拟向控股股东增发近 80 亿元, 彰显大股东长期经营信心

7月25日公司董事会审议通过了非公开发行股票相关议案。出于对未来发展前景的坚定信心, 本次非公开发行由公司控股股东中山润田全额认购, 发行价格为 32.6 元/股, 定增募集资金 77.91 亿元。本次非公开发行完成后, 控股股东中山润田持股比例将由 25.00% 增加至 42.31%, 将触发要约收购。并且控股股东承诺自发行结束之日起 36 个月内不转让本次新发行股份, 彰显大股东长期经营信心。

● 调味品产能持续加码, 完善多品类发展格局

本次非公开发行的募集资金净额将用于阳西美味鲜公司 300 万吨调味品扩产项目及补充流动资金, 其中阳西美味鲜扩产拟投入 70 亿元。本次募投项目的实施, 将进一步增加中炬酱油、蚝油、料酒、食醋、酱类、复合调味品等产品产能, 进一步完善公司多品类发展布局; 同时新产能的落地也有利于公司建立先发优势, 扩大市场占有率, 从而巩固公司市场领先地位。本次募投项目和原有的产能规划落地后, 阳西美味鲜公司产能将达到 365 万吨, 所有工厂产能将突破 470 万吨。

● 再推股权回购方案, 稳定市场投资者信心

公司拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司股份, 回购资金总额为 3-6 亿元, 回购股份约占公司总股本的 0.63%-1.26%, 回购价格不超过人民币 60 元/股。公司股价自年初以来, 回撤幅度超过 40%, 本次回购基于公司未来发展前景的信心, 回购所得股份将用于注销, 以充分维护公司和投资者利益, 稳定投资者预期, 增强市场信心。

● 风险提示: 渠道扩张低于预期; 原料成本大幅波动; 费用投放超预期。
● 投资建议: 建议把握优质赛道长线布局机会, 给予“买入”评级

公司作为调味品龙头, 品牌知名度高, 并且多品类布局及渠道下沉稳步推进, 期待未来在薪酬改革、股权激励落地等管理改善带动下, 业绩将进一步提速。预计 21-23 年归母净利润为 9.4/11.0/12.8 亿元, 同比增长 5%/17%/17%, EPS 为 1.18/1.38/1.61 元, 当前股价对应 21-23 年 PE 为 32/27/24 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

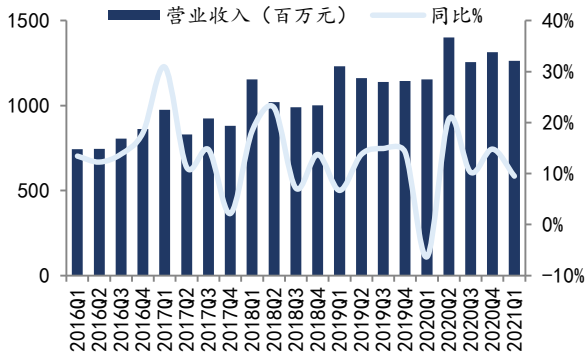
盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,675	5,123	5,900	6,851	7,898
(+/-%)	12.2%	9.6%	15.2%	16.1%	15.3%
净利润(百万元)	718	890	938	1096	1282
(+/-%)	18.2%	24.0%	5.4%	16.8%	17.0%
摊薄每股收益(元)	0.90	1.12	1.18	1.38	1.61
EBIT Margin	18.5%	21.4%	18.6%	18.9%	19.4%
净资产收益率(ROE)	18.2%	19.3%	17.9%	18.3%	18.7%
市盈率(PE)	41.9	33.8	32.0	27.4	23.5
EV/EBITDA	31.8	25.5	25.2	21.3	18.2
市净率(PB)	7.62	6.52	5.73	5.03	4.40

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

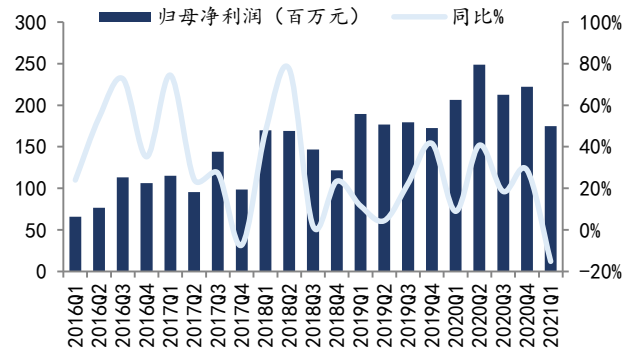
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1：中炬高新分季度营业收入及同比增速



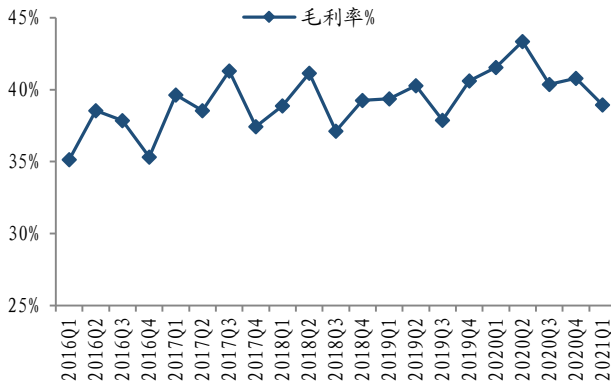
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：中炬高新分季度归母净利润及同比增速



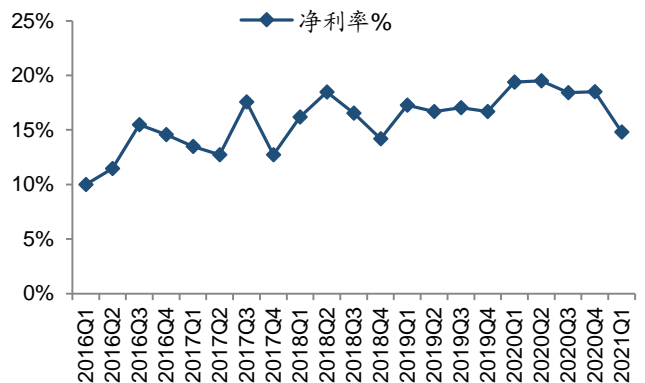
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 3：中炬高新分季度毛利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：中炬高新分季度净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表 1：可比公司的估值对比（截止至 2021 年 7 月 25 日）

股票代码	简称	PE (TTM)	股价 (元)	EPS			PE			总市值 (亿元)
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
600872	中炬高新	35.0	37.75	1.18	1.38	1.61	32.05	27.45	23.47	300.73
可比公司：										
1579.HK	颐海国际	51.4	51.60 港元	1.03	1.26	1.55	41.91	34.10	27.66	540.20 港元
603288	海天味业	74.0	118.39	2.33	2.86	3.46	50.86	41.39	34.22	4,987.27
603317	天味食品	57.6	28.01	0.71	0.95	1.25	39.40	29.46	22.36	211.81
300999	金龙鱼	62.7	73.46	1.42	1.67	1.93	51.63	43.98	38.08	3,982.70
603027	千禾味业	109.8	24.10	0.34	0.46	0.61	71.43	51.84	39.30	192.51
600305	恒顺醋业	53.0	16.78	0.36	0.42	0.49	46.79	40.09	34.31	168.30
002507	涪陵榨菜	34.6	31.80	0.98	1.23	1.55	32.49	25.86	20.47	282.27
	平均	61.0					46.38	37.15	30.32	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

注：千禾、金龙鱼、恒顺等公司的 EPS、PE 等数据取自 Wind 一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	242	472	240	240	营业收入	5123	5900	6851	7898
应收款项	67	81	94	108	营业成本	2994	3532	4074	4674
存货净额	1682	2045	2349	2685	营业税金及附加	58	67	78	90
其他流动资产	1329	1180	1370	1580	销售费用	566	708	822	932
流动资产合计	4099	4778	5253	6113	管理费用	281	332	385	442
固定资产	1685	2018	2608	3150	财务费用	13	10	13	22
无形资产及其他	198	190	182	174	投资收益	85	80	80	80
投资性房地产	672	672	672	672	资产减值及公允价值变动	2	0	0	0
长期股权投资	5	5	5	5	其他收入	(130)	(145)	(174)	(197)
资产总计	6659	7663	8720	10114	营业利润	1169	1186	1386	1622
短期借款及交易性金融负债	360	465	504	726	营业外净收支	(39)	5	5	5
应付款项	552	602	691	790	利润总额	1130	1191	1391	1627
其他流动负债	645	804	925	1057	所得税费用	159	167	195	228
流动负债合计	1557	1870	2121	2573	少数股东损益	81	86	100	117
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	890	938	1096	1282
其他长期负债	110	115	120	125					
长期负债合计	110	115	120	125	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1667	1985	2241	2698	净利润	890	938	1096	1282
少数股东权益	376	433	500	579	资产减值准备	2	0	0	0
股东权益	4616	5245	5979	6837	折旧摊销	148	175	218	265
负债和股东权益总计	6659	7663	8720	10114	公允价值变动损失	(2)	0	0	0
					财务费用	13	10	13	22
关键财务与估值指标					营运资本变动	(1503)	(14)	(291)	(324)
	2020	2020E	2021E	2022E	其它	56	57	67	78
每股收益	1.12	1.18	1.38	1.61	经营活动现金流	(409)	1156	1090	1301
每股红利	0.32	0.39	0.45	0.53	资本开支	(41)	(500)	(800)	(800)
每股净资产	5.79	6.58	7.50	8.58	其它投资现金流	356	(221)	(200)	(300)
ROIC	26%	23%	24%	24%	投资活动现金流	314	(721)	(1000)	(1100)
ROE	19%	18%	18%	19%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	42%	40%	41%	41%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	21%	19%	19%	19%	支付股利、利息	(257)	(310)	(362)	(423)
EBITDA Margin	24%	22%	22%	23%	其它融资现金流	152	105	39	222
收入增长	10%	15%	16%	15%	融资活动现金流	(363)	(205)	(322)	(201)
净利润增长率	24%	5%	17%	17%	现金净变动	(457)	231	(232)	0
资产负债率	31%	32%	31%	32%	货币资金的期初余额	699	242	472	240
息率	0.9%	1.0%	1.2%	1.4%	货币资金的期末余额	242	472	240	240
P/E	33.8	32.0	27.4	23.5	企业自由现金流	(453)	604	242	462
P/B	6.5	5.7	5.0	4.4	权益自由现金流	(309)	700	271	665
EV/EBITDA	25.5	25.2	21.3	18.2					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032