

产品高附加值，长期稳定发展

增持首次评级

投资要点:

- ☞ 香精行业与消费业紧密关联，近年来一直稳定发展；
- ☞ 公司产品具有高附加值的特性，且下游客户对产品价格不敏感；
- ☞ 公司募投项目投产、高附加值产品比重的提升，为近年业绩增长点。

报告摘要:

- **近年来香精行业稳定发展。**香精行业主要以天然香料和合成香料为原料，其下游则涉及到食用香精、烟用香精、日用香精等领域。由于几个下游均为消费领域，其需求平稳，因此香精行业近年也呈现典型的稳定发展趋势。2002-2009年国内香精制造行业总产值占GDP比重一直稳定在0.09%-0.10%之间。
- **盈利能力高且有较强持续性。**由于香精品种细分程度超高、对于安全、环保要求严格，而且在配方、人才等方面壁垒很高，使得香精产品具有高附加值的特点，近年公司的香精产品毛利率一直保持在70%左右。在烟草、食品等生产成本中，香精成本占比不到1%，因此下游客户对于香精产品价格不敏感，保证了香精产品的高盈利能力。
- **公司战略转型，大客户占比逐步提升。**公司2010年前五大客户包括甘肃烟草、娃哈哈集团、美晨集团、可口可乐等，其销售额占比达61%。今年公司继续发展大客户资源，在拓展新的大客户的同时，力争扩大在原有大客户中的供货比例。
- **烟用香精自然增长，食用香精快速发展。**公司烟用香精产品占销售收入约40%左右，主要客户为甘肃烟草。由于烟草行业的特殊性，烟用香精未来将保持每年3%左右的自然增长；其毛利率一直在80%以上。公司另一主营产品食用香精，销售占比在50%-60%之间，近年毛利率在66%左右。由于下游食品饮料行业呈现快速发展趋势，同时公司积极开拓大客户资源，预计食用香精每年将有10%-20%的需求增长。
- **业绩预测。**目前公司拥有香精产能1000吨；公司募投项目1500吨香精项目将于明年底完工。另外公司将逐步淘汰低附加值产品、增加高附加值产品的比重，为另一业绩增长点。预计公司2011-2013年EPS分别为0.61元、0.70元、0.95元，给予“增持”评级。

单位:百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	91.44	108.88	129.69	144.99	205.51
增长率	4.81%	19.07%	19.11%	11.80%	41.74%
归属母公司股	35.46	42.93	48.46	55.76	76.16
增长率	□1.16%	21.04%	12.89%	15.06%	36.59%
每股收益	0.443	0.537	0.606	0.697	0.952
市盈率(P/E)	56.12	46.37	41.07	35.70	26.13

化工研究组

分析师:

祖广平(S1180510120011)

电话: 010-88085610

zuguangping@hysec.com

张延明(S1180510120009)

电话: 010-88085223

Email: zhangyanming@hysec.com

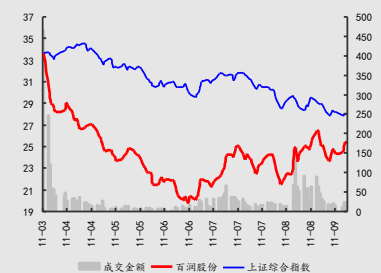
联系人

柴沁虎

电话: 010-88085958

chaiqinhu@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20110630	1971	
20110331	1397	
20110324	499	

数据来源: 港澳资讯

机构持股汇总

报告日期	20100331	20091231
基金持股		
占流通A股比		
持股家数及进出情况		

数据来源: 港澳资讯

表 1: 预测财务报表 (万元)

利润表	2011E	2012E	2013E	资产负债表	2011E	2012E	2013E
营业收入	129.69	144.99	205.51	货币资金	16.27	65.62	100.95
减: 营业成本	34.97	38.90	58.40	应收和预付款项	44.01	51.73	84.02
营业税金及附加	0.47	0.53	0.75	存货	4.60	10.62	12.23
营业费用	11.25	12.58	17.82	其他流动资产	0.00	0.00	0.00
管理费用	26.69	29.84	42.29	长期股权投资	0.00	0.00	0.00
财务费用	0.94	-0.80	-1.71	投资性房地产	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.20	0.20	0.20	固定资产和在建工程	87.39	75.24	63.08
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	无形资产和开发支出	5.09	4.38	3.68
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	资产总计	157.36	207.59	263.96
营业利润	55.16	63.75	87.75	短期借款	0.00	0.00	0.00
加: 其他非经营损益	1.85	1.85	1.85	应付和预收款项	1.71	9.17	7.11
利润总额	57.01	65.60	89.60	长期借款	0.00	0.00	0.00
减: 所得税	8.55	9.84	13.44	其他负债	0.00	0.00	0.00
净利润	48.46	55.76	76.16	负债合计	1.71	9.17	7.11
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	股本	60.00	60.00	60.00
归属母公司股东净利润	48.46	55.76	76.16	资本公积	0.82	0.82	0.82
现金流量表	2011E	2012E	2013E	留存收益	94.83	137.60	196.02
经营性现金净流量	56.32	59.84	49.63	归属母公司股东权益	155.65	198.42	256.84
投资性现金净流量	1.57	1.57	1.57	少数股东权益	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-57.13	-12.07	-15.87	股东权益合计	155.65	198.42	256.84
现金流量净额	0.77	49.34	35.33	负债和股东权益合计	157.36	207.59	263.96

资料来源: 宏源证券, 公司公告

分析师简介:

祖广平: 宏源证券研究所化工行业研究员, 化学工程与工艺学士, 金融学硕士, 三年化工行业工作经验, 四年证券行业从业经验。

柴沁虎: 宏源证券研究所化工行业研究员, 管理学博士。

张延明: 宏源证券研究所化工行业研究员, 四年证券行业从业经验。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixihong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。