

评级：强烈推荐（首次评级）
食品饮料
公司事件点评
证券研究报告

分析师 李镜池 S1080511060001
 联系人 晁岱秀 S1080110100006
 电话：0755-82485059
 邮件：chaodaixiu@fcsc.cn

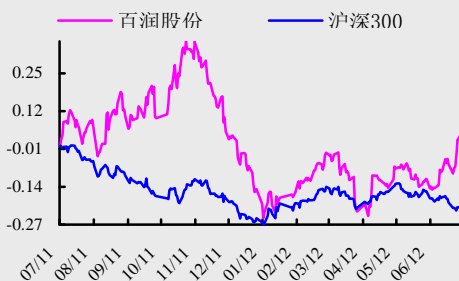
百润股份(002568)——
营收现爆发式增长，业绩大幅超预期
预测价格区间(元) 29 ~ 32

交易数据

上一日交易日股价(元) 22.87
 总市值(百万元) 1,830
 流通股本(百万股) 27
 流通股比率(%) 33.38

资产负债表摘要(03/12)

股东权益(百万元) 621
 每股净资产(元) 7.76
 市净率(倍) 2.95
 资产负债率(%) 2.43

公司与沪深300指数比较

相关报告
事件：

公司发布《2012年半年度业绩预告修正公告》，将2012年半年度归属于上市公司股东的净利润同比增长0~30%提升至80~100%，盈利在3697~4108万元。

点评：

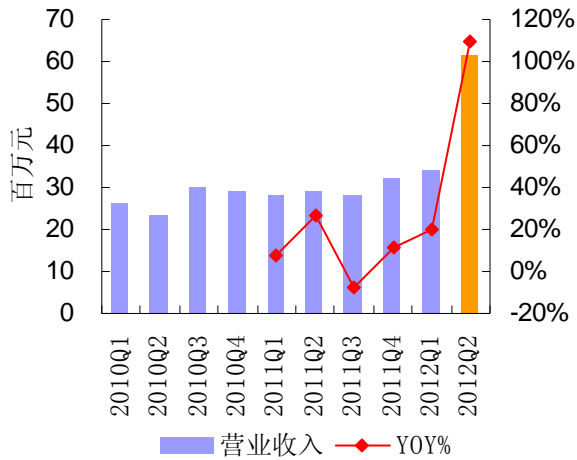
- 上半年业绩大幅超预期** 上半年净利润在3697~4108万元，EPS为0.46~0.51元，大幅超越市场预期。公司自2010年重点在华东、华北地区的加大新产品推广，效果已显现，二季度的净利润在2515~2926万元，同比增长118%~154%。
- 受益于食品安全事故频发，高品质食品添加剂企业受益** 近年来，食品安全事故频发，其主要源头之一就是食品添加剂的添加不规范，如“塑化剂事件”、“染色馒头事件”，此后政府加大监管力度，整治添加剂行业及食品企业。另外，食品企业更加重视食品添加剂的品质和安全，促进高品质食品添加剂企业的发展。
- 华南地区销售大幅增长** 公司加大食品香精在华东地区和华北地区的推广力度，2011年华东地区的销售额已达到5576万元，同比增长71.2%，占营业收入的比例已达47.7%；华北地区已有37.5%的增长，逐渐减少对甘肃烟厂的过分依赖。
- 毛利率将继续提升** 公司产品为食用香精和烟用香精，技术壁垒很高，可享受较高的毛利率，食用香精和烟用香精的毛利率分别接近65%和82%。行业对高品质的食品添加剂需求旺盛，公司根据市场需求，新推出的高品质、高毛利的新产品得到市场的认可，2012年一季度综合毛利率同比提升3个百分点至74%，并有进一步提升的可能性。
- 首次给予“强烈推荐”** 预测12~14年EPS为0.96(24X)、1.29(18X)、1.64(14X)，我们认为合理估值在30倍左右，合理股价区间在29~32元，给予“强烈推荐”。
- 风险提示：** 依赖大客户的风险

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	108.9	117.9	190.3	247.4	309.3
同比(%)	19.1%	8.3%	61.4%	30.0%	25.0%
营业毛利	79.8	84.5	143.4	187.3	234.2
同比(%)	22.8%	5.9%	69.7%	30.7%	25.0%
归属母公司净利润	42.9	46.5	76.5	102.9	131.3
同比(%)	21.0%	8.3%	64.5%	34.5%	27.7%
总股本(亿股)	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80
每股收益(元)	0.54	0.58	0.96	1.29	1.64
ROE	36.2%	7.6%	11.2%	13.0%	14.3%
P/E(倍)	43	39	24	18	14

数据来源：第一创业研究所、公司公告

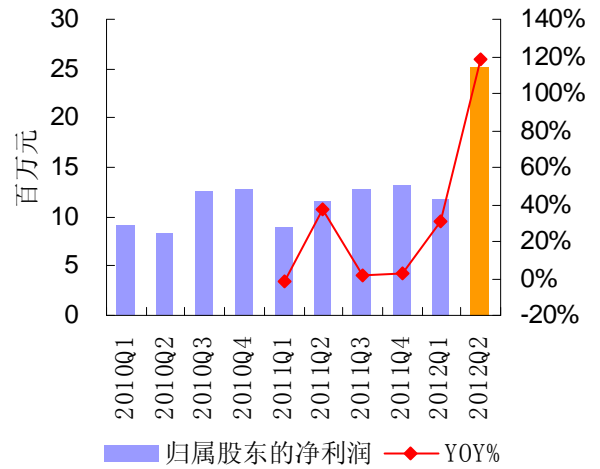


图 1 2012Q2 营业收入现爆发式增长



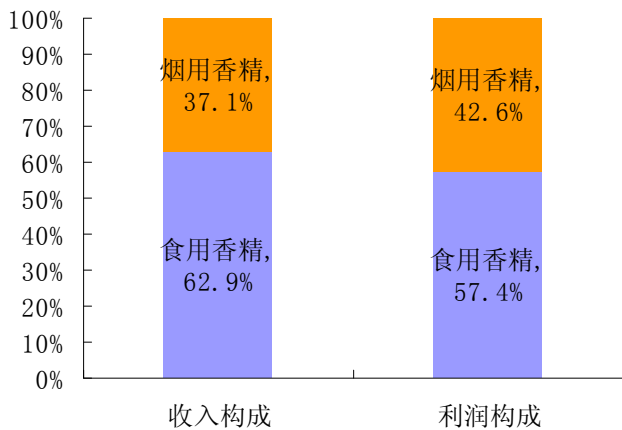
数据来源：公司公告 第一创业证券研究所预计

图 2 2012Q2 净利润增长 118%~154%



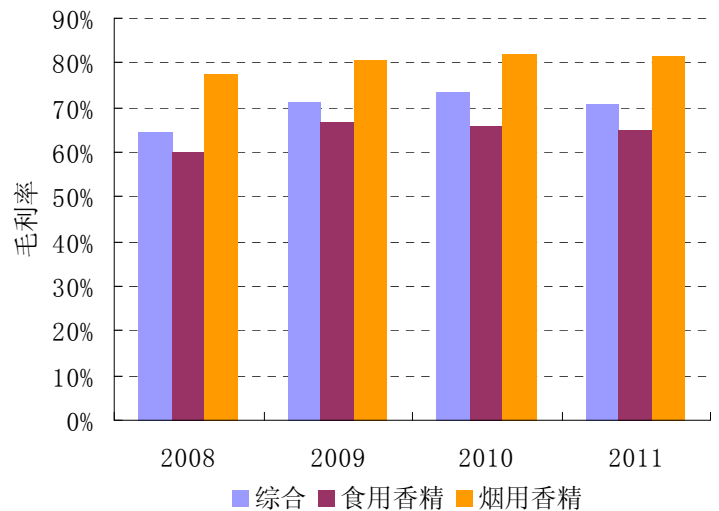
数据来源：公司公告 第一创业证券研究所预计

图 3 收入构成、利润构成



数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

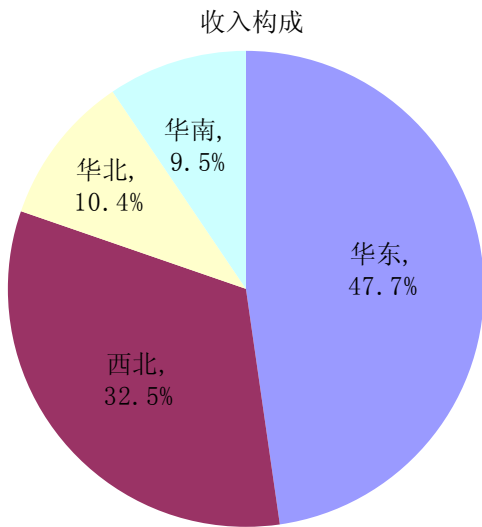
图 4 高技术壁垒保证产品的高毛利



数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

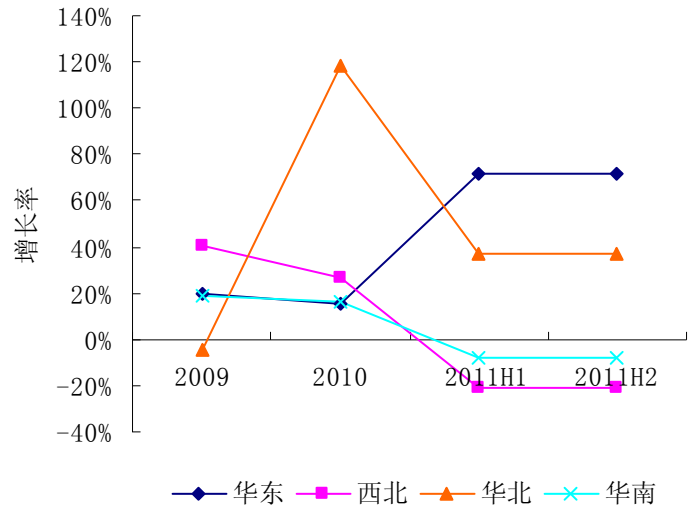


图 5 华东区域占比已达 47.7%



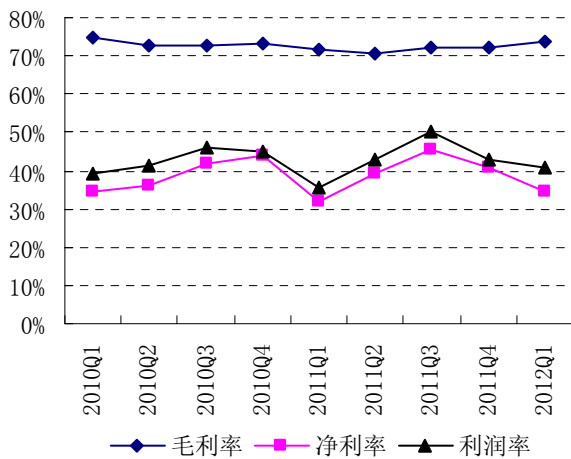
数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

图 6 华东地区销售增长 71%



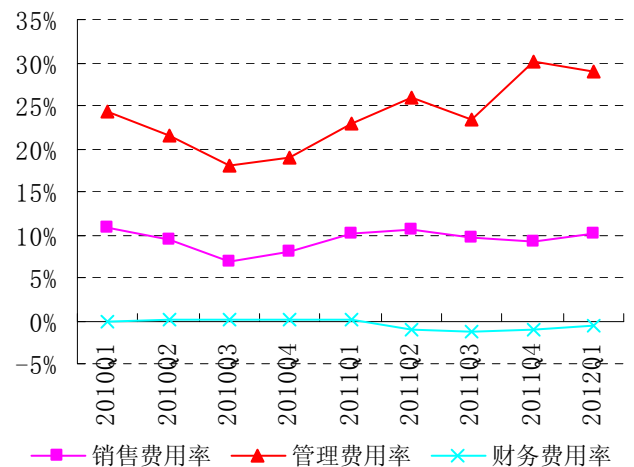
数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

图 7 毛利率提升至 74%，净利润在 35%左右



数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

图 8 管理费用接近 30%，销售费用在 10%左右



数据来源：公司公告 第一创业证券研究所



主要财务指标预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	511.2	582.3	688.3	822.9	一、营业收入	117.9	190.3	247.4	309.3
货币资金	449.4	509.7	598.4	714.3	减: 营业成本	33.5	46.9	60.1	75.1
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	0.8	1.3	1.7	2.2
应收款项	28.1	42.3	55.3	69.2	销售费用	11.6	19.3	24.7	30.9
预付款项	0.4	1.0	1.4	1.7	管理费用	30.4	40.9	47.0	54.0
存货	9.9	13.9	17.8	22.3	财务费用	-9.0	-4.6	-3.5	-3.7
其他流动资产	23.3	15.4	15.4	15.4	资产减值损失	0.2	0.3	0.3	0.3
非流动资产	112.0	121.4	121.6	121.8	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
债权与公允价值资产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中: 联营企业收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	25.4	24.5	22.4	20.2	二、营业利润	50.5	86.2	117.1	150.4
在建工程	80.9	91.6	94.5	97.5	加: 营业外收入	4.1	3.8	3.9	4.1
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	0.2	0.0	0.0	0.0
无形及递延性资产	5.6	5.2	4.6	4.1	三、利润总额	54.4	90.0	121.0	154.5
其它非流动资产	0.1	0.1	0.1	0.1	减: 所得税费用	7.9	13.5	18.2	23.2
资产总计	623.2	703.7	809.9	944.8	四、净利润	46.5	76.5	102.9	131.3
流动负债	14.1	18.1	21.5	25.0	归属母公司净利润	46.5	76.5	102.9	131.3
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	8.3	12.4	16.0	19.9	五、总股本(百万股)	80.0	80.0	80.0	80.0
预收帐款	0.2	0.1	0.1	0.2	EPS (元)	0.58	0.96	1.29	1.64
其它流动负债	5.6	5.6	5.4	4.8					
非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	主要财务比率				
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其它非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入	8.3%	61.4%	30.0%	25.0%
负债合计	14.1	18.1	21.5	25.0	营业毛利	5.9%	69.7%	30.7%	25.0%
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	主业盈利	-12.3%	96.6%	39.0%	29.1%
股本	80.0	80.0	80.0	80.0	母公司净利	8.3%	64.5%	34.5%	27.7%
资本公积与其它	477.1	477.1	477.1	477.1	获利能力				
留存收益	52.0	128.5	231.3	362.7	毛利率	73.3%	71.6%	75.3%	75.7%
股东权益合计	609.1	685.6	788.5	919.8	主业盈利/收入	35.3%	43.0%	46.0%	47.5%
负债和股东权益	623.2	703.7	809.9	944.8	ROS	39.4%	40.2%	41.6%	42.5%
					ROE	7.6%	11.2%	13.0%	14.3%
					ROIC	7.6%	11.2%	13.0%	14.3%
					偿债能力				
					资产负债率	2.3%	2.6%	2.6%	2.6%
					利息保障倍数	-5.2	-16.6	-29.5	-35.5
					速动比率	33.99	30.50	30.53	31.47
					经营现金净额/当期债务	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
					营运能力				
					总资产周转率	0.19	0.27	0.31	0.33
					应收款天数	85.66	79.95	80.53	80.56
					存货天数	106.90	106.91	106.92	106.92
					每股指标(元)				
					主业盈利/股本	0.52	1.02	1.42	1.84
					每股经营现金流	0.46	0.77	1.10	1.44
					每股净资产	7.61	8.57	9.86	11.50
					估值比率				
					P/E	39.36	23.93	17.79	13.93
					P/B	3.00	2.67	2.32	1.99
					P/S	15.51	9.61	7.39	5.92
					EV/EBITDA	31.39	15.61	10.60	7.49

数据来源: 公司公告 第一创业研究所

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135