

饮料香精需求旺盛，大客户战略推动公司持续发展

2012年8月28日

推荐/维持

百润股份

调研快报

——百润股份（002568）调研快报

杨若木	基础化工行业分析师	执业证书编号：S1480510120014
	010-66554032	Email: yangrm@dxzq.net.cn
联系人：梁博	010-66554046	执业证书编号：S1480512060006
		Email: liangbo@dxzq.net.cn

事件：

近日我们实地拜访了百润股份，就香精行业的发展现状、公司上半年的生产经营情况以及公司未来规划等问题与公司管理层进行了交流。

观点：

1、专注香精业务15年，重点发展饮料香精

公司1997年创立，专注于香精业务15年，目前公司主营业务包括：烟用香精和食用香精。烟用香精市场已经非常成熟，需求增长缓慢，且获得新客户较难，因此公司积极开发食用香精产品，食用香精已经成为公司主要增长点。公司食用香精主要应用领域包括：果汁饮料、含乳饮料、冰品（冰淇淋等）、烘焙（面包、蛋糕等）。

今年公司收入和利润大幅增长，中期收入为8200万元，同比增长42.6%，主要得益于新研发的饮料香精需求快速增长。据测算，公司收入中食用香精的比例从之前的约60%上升至约75%。在食用香精中，销售收入从高到低分别是：饮料类、含乳类、冰品类。预计未来3年公司食用香精的收入增速将保持在25%-30%，食用香精的利润贡献比例有望逐步上升至80%。

图1：2012年收入有望突破1.5亿元

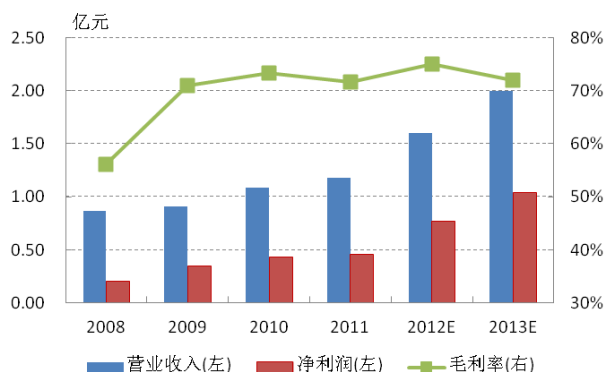
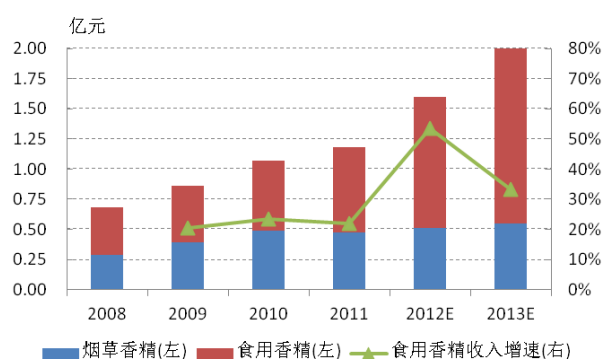


图2：2012年食用香精收入增长超50%



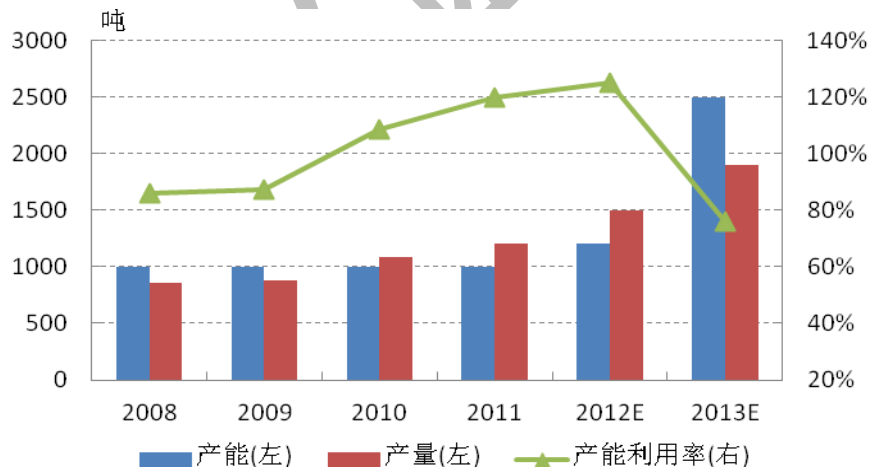
资料来源：公司年报，东兴证券研究所

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

2、募投项目有望 9 月开工，2013 年新增产能约 1500 吨

目前公司实际产能为1000-1200吨/年，上半年产量大概600-700吨，预计全年产量可以达到1500吨左右，产能利用率将超过100%，下游需求的增加使公司面临产能不足的压力。公司募投项目计划新增产能1500吨/年，该项目有望于今年9月开工建设，建设期约1年。明年新产能投产后，公司为大客户供货的能力将进一步得到保障，同时公司也能利用新增产能扩大新产品的生产规模，抢占新的市场份额。

图 3：目前公司产能利用率超过 100%

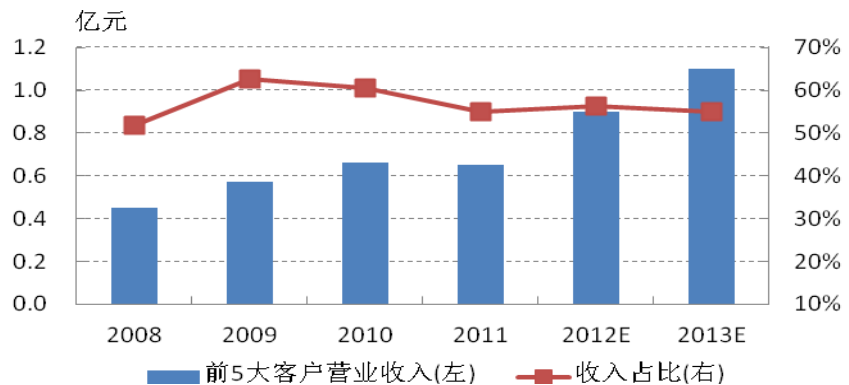


资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

3、实施大客户战略，前五大客户收入占比超五成

2007年以来公司转变了销售模式，基本暂停了经销商销售模式，转而实施向大客户直接供货的战略。在客户开发新产品阶段，公司就积极介入，按客户要求调配香精产品。因此随着下游客户不断开发新产品，公司食用香精的销量也同步增长。今年上半年，公司前五大客户收入约4300万，占总收入的52.3%，而去年同期前五大客户收入约2700万。大客户贡献的收入显示出良好的增长势头。

图 4：前五大客户收入占比超五成



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

香精行业竞争较激烈下，游客户一般对同一类香精会选择2-3家供应商，很少出现只采购一家的情况。因此根据客户需求实现快速反应，是香精企业增加客户粘性的主要方法之一。百润股份依靠成熟的研发体系保证了对客户需求的快速反应，不断抢占新的市场份额。依靠大客户战略和高效灵活的研发体系，公司成功进入娃哈哈，伊利，可口可乐，康师傅等大客户的供应体系。公司未来仍将以大客户为重点，不断丰富产品类别，提升市场份额。

4、紧跟市场发展潮流，积极开发新产品

香精行业产品种类多，批量规模小，企业必须不断研发新产品，满足市场不断变化的需求。公司成立了市场部，有专人跟踪世界香精行业的发展动向，了解行业发展潮流，研发储备最流行的香精配方，并推荐给下游客户。同时公司新建的研发中心已经投入使用，公司研发团队扩充至50人左右，其中资深调香师5人，充足的研发力量将保证公司产品及时更新换代，保持在业内的领先地位。今年上半年公司综合毛利率达到75.1%，较去年同期增加4.2个百分点，正是由于今年二季度投放市场的新产品较多，新产品毛利率高于老产品所致。

5、行业集中度低，未来整合空间大

国内香精行业集中度低，前10大企业的市场份额约25%-30%，而国外前10大企业的市场份额达到60%左右。国内食用香精市场容量大约100亿元，因此公司目前市场份额依然很小。公司上市之后，随着产能扩张，公司的资金和规模优势将有助于公司提升市场份额，公司具备持续成长的能力。

结论：

1、公司的核心竞争力是：产品配方，对客户需求的快速反应。公司派研究人员直接参与下游客户的新产品开发，根据客户需求配制香精，锁定大客户。今年上半年，前五大客户收入约4300万元，占总收入的52.3%。目前公司已经进入娃哈哈，伊利，可口可乐，康师傅等大客户的供应体系，未来公司收入将伴随大客户同步增长。

2、公司核心业务包括烟用香精和食用香精，未来食用香精，特别是饮料香精是发展重点。上半年收入约8200万元，主要因为饮料用香精的销售量大幅上升，食用香精的比例约70%，较去年上升约10个百分点。在食用香精中，销售收入从高到低分别是：饮料类、含乳类、冰品类。

3、公司注重新产品研发，未来成长空间大。公司上市之后建成了新的研发中心，研究团队也扩展到50人左右，新产品的研发能力得到提升。预计新产品的投产将提升产品的毛利率水平。国内香精行业仍处于集中度较低的状态，前10大企业的市场份额约25%-30%，公司上市后凭借资金和规模优势，未来有望扩大市场份额。

4、下游食品行业景气度高将支撑起公司的高速发展。预计公司2012-2014年EPS分别为0.96元，1.30元和1.73元，目前股价对应PE分别为38.8倍，28.7倍和21.5倍。由于前期股价已经大幅上涨，暂时维持“推荐”评级。

表 1： 公司盈利预测

	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	118	160	200	275
(+/-)%	8.26%	35.71%	25.00%	37.50%
经营利润（EBIT，百万元）	59	95	127	167
(+/-)%	6.35%	60.70%	33.68%	31.77%
净利润（百万元）	46	76.5	103.7	138
(+/-)%	6.98%	66.30%	35.56%	33.08%
每股净收益（元）	0.58	0.96	1.30	1.73

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

2005 年获得工学硕士学位，2007 年加盟东兴证券研究所，现任基础化工行业组长，资深行业研究员，有四年化工行业研究经验。

梁博

2007 年获得工学硕士学位，两年煤化工和炼油装置设计经验，2010 年起任中山证券化工行业研究员，2011 年加盟东兴证券研究所，有两年石油化工研究经验。

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。

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。