



短期下滑, 不影响长期发展

增持 维持

目标价格: 17.00 元

投资要点:

- 上半年收入 6337 万元同比下滑 23%, 净利润 1908 万元同比下滑 51%
- 公司中报业绩下滑受 12 年高基数拖累和收入确认较少导致
- 公司产能建设有序进行, 手握大量现金资产, 内涵与外延发展并举

报告摘要:

- 中报收入 6337 万元下滑 23%, 净利润 1908 万元下滑 51%。公司中报净利润下滑 51%, 同时预告 1-9 月净利润下滑 -50% 和 -30%。我们认为, 这主要是 12 年公司中报净利润高速增长 88.61% 形成的高基数效应, 以及公司烟草及饮料收入确认较少导致。拉长考察周期, 公司净利润增长符合食品饮料行业稳定增长的趋势, 基本面良好。
- 烟用和食品香精的长期趋势向上。不论是香烟还是饮料, 消费的刚性都很强, 下游卷烟厂和饮料巨头的销售收入一直稳步增长, 盈利情况良好。同时香精本身价值量小, 毛利率高, 下游客户对香精的接受度和承受度, 都比较好, 长期趋势向上。公司积极进行的产能扩建项目也说明公司看好香精的长期市场前景。
- 公司香精产品和客户资源储备充分, 占据高端市场的有利位置。公司产品种类丰富, 上半年橙香精被认定为高新技术成果, 充分体现了公司领先的技术实力。同时, 公司在烟用市场享受自然增长之外, 经过多年发展, 在食品饮料领域储备了丰富的客户资源。
- 公司资产结构优秀, 除了现金就是房子, 具有外延扩张的能力。公司总资产 6.7 亿元, 现金和房产分别达到 4.5 亿元和 1.2 亿元, 先发上市的资金优势十分明显。香精行业轻资产的特性, 进一步提升了公司外延扩展的能力, 行业内或跨行业收购是公司做大做强的方式之一。
- 盈利预测与估值。看好公司长期向上的发展趋势, 预测公司 13-15 年 EPS 分别为 0.60/0.70/0.88 元, 维持增持评级。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	117.93	164.21	221.76	298.62	397.01
增长率(%)	8.32	39.25	35.04	34.66	32.95
归母净利润(百万)	46.48	76.99	95.36	112.48	141.37
增长率(%)	8.28	65.63	23.87	17.95	25.68
每股收益	0.58	0.48	0.60	0.70	0.88
市盈率	49.98	60.35	26.39	22.37	17.80

中小市值公司研究组

首席分析师:

王凤华(S1180511010001)

新财富 2012 年最佳中小市值分析师

电话: 010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

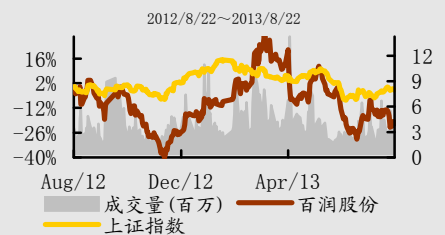
研究助理:

邓锐

电话: 010-88085986

Email: dengrui@hysec.com

市场表现



基础数据

当前价格(元)	14.48
6个月最高/低(元)	24.1/13.2
总市值(亿元)	23.17
流通市值(亿元)	8.49
大股东持股(%)	38.80
十大流通股东(%)	13.20

相关研究

- 《百润股份: 中国味道第一股崛起在即》
2013/8/22
- 《中小市值周报 20130818: 乌龙指打乱节奏, 市场面临多维冲击》
2013/8/17
- 《中小市值周报 20130811: 循着行业政策, 走精选个股路线》
2013/8/12
- 《中小市值周报 20130804: “微刺激”下的明天会更好》
2013/8/4

表 1: 公司盈利预测及估值

单位:百万元									
利润表					现金流量表				
	2012A	2013E	2014E	2015E		2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	164	222	299	397	经营活动现金流				
YoY	39%	35%	35%	33%	净利润	77	95	112	141
营业成本	41	53	84	113	折旧与摊销	5	17	22	24
营业税金及附加	1	2	2	3	财务费用	0	-13	-12	-8
销售费用	13	18	24	32	非经常性/非经营性损益	0	0	0	0
管理费用	38	51	69	91	营运资金的减少	-3	-26	-27	-35
EBITDA	76	116	143	183	长期经营性负债的增加	0	0	0	0
YoY	71%	52%	23%	28%	经营活动现金流净额	79	72	95	123
EBIT	71	99	120	158	投资活动现金流				
财务费用	(13)	(13)	(12)	(8)	固定资产购建	-23	-54	-20	-20
非经营性/经常性损益	5	0	0	0	无形资产购建	0	-10	-10	-10
利润总和	89	112	132	166	非经常性/非经营性损益	0	0	0	0
所得税费用	12	17	20	25	非核心资产的减少	0	0	0	0
净利润	77	95	112	141	投资活动现金流量净额	-23	-64	-30	-30
YoY	66%	24%	18%	26%	筹资活动现金流				
少数股东损益	0	0	0	0	短期借款增加	0	1	1	2
归属母公司所有者净利润	77	95	112	141	长期借款增加	0	0	0	0
YoY	66%	24%	18%	26%	股本及资本公积增加	0	0	0	0
					财务费用及红利等	-48	13	12	8
					筹资活动现金流量净额	-48	14	13	10
					现金及现金等价物净增加额	8	23	79	102
					现金及现金等价物期末余额	457	480	559	661
资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E	主要财务指标	2012A	2013E	2014E	2015E
资产					盈利能力				
货币资金	457	480	559	661	ROE	12.1%	13.0%	13.3%	14.3%
应收款项	52	78	105	139	净利率	46.9%	43.0%	37.7%	35.6%
预付款项	1	1	1	2	毛利率	74.9%	76.3%	72.0%	71.6%
存货	10	11	18	27	营业费用率	7.8%	8.0%	8.0%	8.0%
其他流动资产	0	0	0	0	管理费用率	23.2%	23.0%	23.0%	23.0%
流动资产合计	520	569	683	828	财务费用率	-8.1%	-6.0%	-4.0%	-2.0%
固定资产	121	154	148	144	资本结构				
在建工程	5	10	15	17	资产负债率	2.0%	1.9%	2.7%	3.3%
无形资产	6	15	23	31	权益乘数	1.02	1.02	1.03	1.03
非核心资产	0	0	0	0	流动资产/总资产	79.8%	76.1%	78.6%	81.2%
非流动资产合计	131	179	186	192	流动负债/总负债	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
资产总计	651	748	869	1021	偿债能力				
负债					流动比率	39.18	39.43	29.05	24.87
短期借款	0	1	3	4	速动比率	38.44	38.69	28.27	24.07
应付款项	11	11	18	27	产权比率	0.02	0.02	0.03	0.03
预收款项	0	0	0	0	归属母公司股东权益/负债	48.09	50.82	35.98	29.64
其他应付款	3	3	3	3	营运能力				
其他流动负债	0	0	0	0	存货周转率	4.15	5.09	5.73	5.02
流动负债合计	13	14	24	33	应收账款周转率	3.18	3.43	3.28	3.26
长期借款	0	0	0	0	流动资产周转率	0.32	0.41	0.48	0.53
长期经营性负债	0	0	0	0	固定资产周转率	2.25	1.61	1.98	2.72
其他非流动负债	0	0	0	0	总资产周转率	0.26	0.32	0.37	0.42
非流动负债合计	0	0	0	0	每股和估值指标				
负债合计	13	14	24	33	EPS(元)	0.48	0.60	0.70	0.88
股本	160	160	160	160	BPS(元)	3.99	4.58	5.29	6.17
资本公积金	377	377	377	377	P/E(x)	32.69	26.39	22.37	17.80
留存收益	101	196	309	450	P/B(x)	3.94	3.43	2.98	2.55
归属母公司股东权益	638	733	846	987					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	638	733	846	987					
负债和股东权益合计	651	748	869	1021					

资料来源: 宏源证券

作者简介:

王风华: 宏源证券研究所首席分析师，分管中小市值、医药、机械、旅游、农业等行业研究组，《新财富》2012年最佳中小市值研究机构第四名。中国人民大学硕士研究生，本科毕业于江西财经大学。16年从业经历，曾在多家券商任职，任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职，10年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖：宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。

主要研究覆盖公司：百润股份、科力远、盛运股份、海越股份、利德曼、金宇集团、德力股份、尚荣医疗、海虹控股、紫光股份、众生药业、华星化工、久立特材、佳都新太、中弘股份、双塔食品、利亚德、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、长信科技、中恒集团、山大华特等。

机构销售团队

公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
周迪		0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com	
机构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。