

日期: 2011年3月10日

行业: 化学原料及化学制品制造业



冀丽俊

021-53519888-1921

jilijun@sigchina.com

执业证书编号: S0870510120017

IPO 询价区间 RMB17.85-21.19 元
上市合理估值 RMB19.83-23.54 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 20.00
发行后总股本 (百万股) 80.00
发行方式 网下询价配售
网上定价发行
保荐机构 华龙证券

主要股东 (IPO 前)

刘晓东 51.74%
柳海彬 24.27%
刘晓俊 8.23%

收入结构 (Y10)

食用香精 53.62%
烟用香精 45.48%

报告编号: JIJ11-NSP08

首次报告时间: 2011年3月10日

领先的本土香精研发制造商

■ 投资要点:

领先的本土香精研发制造商

公司主要产品为食用香精和烟用香精两大类千余种香精产品, 是乳品、饮料、糖果、烘焙、冰品、肉制品、调味品和烟草等行业产品的重要配套原料。经过多年的发展, 公司已成为国内本土香精研发制造企业的领先者, 公司生产的“百润”牌香精, 于 2009 年获得了上海市名牌产品称号。公司在中国轻工业联合会 2009 年度香料香精行业十强企业评定中位居第六。

募投项目扩大产能

公司本次发行募集资金, 主要投向研发中心建设项目、扩建厂房、扩大产能项目。根据项目规划, 扩建项目完成后, 公司将新增 1,500 吨香精生产能力, 形成年产 2,500 吨香精的生产规模, 解决公司即将面临的产能瓶颈。

业绩增长可持续

预计募投项目 2012 年投产, 我们测算 2011-2014 年归母公司所有者的净利润将实现年递增 15.49%、28.40%、21.21% 和 15.66%, 相应的稀释后每股收益为 0.62 元、0.80 元、0.96 元和 1.12 元。

定价结论

我们认为, 给予公司 2011 年 32-38 倍市盈率较为合理, 公司合理估值区间为 19.83-23.54 元。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况, 我们选取一二级市场 10% 的折让, 建议询价区间为 17.85-21.19 元, 对应的 2010 年市盈率区间为 33.26-39.49 倍。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入	108.88	125.38	180.12	222.26	260.58
年增长率	19.07%	15.16%	43.66%	23.39%	17.24%
归属于母公司的净利润	42.93	49.58	63.66	77.16	89.25
年增长率	21.04%	15.49%	28.40%	21.21%	15.66%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.537	0.620	0.796	0.964	1.116

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

■ 公司概况

公司主要产品为食用香精和烟用香精两大类千余种香精产品,是乳品、饮料、糖果、烘焙、冰品、肉制品、调味品和烟草等行业产品的重要配套原料。经过多年的发展,公司已成为国内本土香精研发制造企业的领先者,公司凭借前瞻性的市场需求分析能力、雄厚的研发实力、先进的生产工艺、稳定的产品质量及高效的管理团队,得到了市场及客户的广泛认同。公司生产的“百润”牌香精,于2009年获得了上海市名牌产品称号。公司在中国轻工业联合会2009年度香料香精行业十强企业评定中位居第六。

公司所处行业归属于“化学原料及化学制品制造业”下的“香精、香料制造”。

表1 公司主要产品及用途

产品分类	主要用途
食用香精	乳品、饮料、糖果、烘焙、冰品、调味品、休闲食品、速冻食品、肉制品等
烟用香精	烤烟、混合型烟
其他	口腔护理产品

资料来源: 公司招股意向书等; 上海证券研究所整理

公司是由上海百润香精香料有限公司整体变更设立。上海百润香精香料有限公司设立于1997年6月19日; 2008年10月31日, 整体变更设立股份公司。

公司第一大股东刘晓东先生持有公司3,104万股股份, 占公司发行前股本总额的51.74%, 为公司的控股股东及实际控制人。另外刘晓东弟弟刘晓俊持有公司494万股股份, 占公司发行前股本总额的8.23%。本次发行后, 刘晓东先生将持有公司38.80%的股权, 仍为公司的控股股东及实际控制人。

表2 公司的股东及实际控制人情况 单位: 万股

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数	持股比例	持股数	持股比例
1	有限售条件流通股	6,000.00	100.00	6,000.00	75.00
	其中: 刘晓东	3,104.00	51.74	3,104.00	38.80
	柳海彬	1,456.00	24.27	1,456.00	18.20
	刘晓俊	494.00	8.23	494.00	6.18
	其他自然人股东	946.00	15.76	946.00	11.83
2	无限售条件流通股	-	-	2,000.00	25.00
	合计	6,000.00	100.00	8,000.00	100.00

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

■ 行业增长前景

香精香料产品广泛应用于食品业、日用化工业、制药业、烟草业、纺织业、皮革业等各个行业。随着科技水平和人们生活水平的提高，国内外市场对香精、香料的需求逐年增长，其中食用香精香料的市场需求更是呈现出快速增长的发展态势，这为我国香精香料制造行业的快速发展提供了广阔的市场空间。

近年来国内香精香料制造行业呈现出良好的发展态势。2002~2009年，国内香精、香料制造行业工业产值持续稳定增长。2004~2009年，国内香精香料销售收入总额分别约为123.92亿元、179.45亿元、225.09亿元、220.05亿元、253.66亿元与274.35亿元。2007年国内食品香精香料销售总额约99.97亿元，其中外资企业销售额约44.87亿元，约占国内销售总额的45%。外资企业诸如奇华顿（Givaudan）、芬美意（Firmenich）、国际香料（IFF）等国际著名香精香料公司，凭借其著名的品牌，先进的技术，大规模的投入，规范的经营管理和先进的经营理念，已成为中国食品香精香料中高档市场的主要力量，引领着中国香精香料行业的未来发展方向。

按产品用途分类，公司生产的香精产品主要可分为食用香精和烟用香精两大类，分别被广泛应用于食品、饮料和烟草行业，并逐渐成为上述行业实现创新和可持续发展的重要配套原料。因此，上述行业的发展状况与市场需求将对公司的未来发展与经营产生直接影响。

1、食用香精

快速发展的食品工业，为食用香精香料行业的发展提供了广阔的市场空间。在我国的加香产品中，70%以上为食品。食用香精香料作为食品生产中常用的一类特殊食品添加剂，其市场正伴随着食品工业的发展而不断发展。

根据食品工业“十一五”发展纲要，我国食品工业规模和效益将持续快速增长。到2010年，食品工业总产值将从2005年的20,345亿元增加到40,900亿元，年均增长15%；食品工业产值与农业产值之比从2005年的0.5:1提高到0.8:1。

乳制品加工业：在“十一五”期间，固体乳制品达到年增长率为7%；液体乳制品达到年增长率为16%。饮料制造业：在“十一五”期间，继续提高饮料生产总量，到2010年，全国软饮料总产量达到5,700万吨，年增长率约11%。

2、烟用香精

我国是全球第一大卷烟消费国，每年消耗掉两万多亿支卷烟。随着中国烟草工业的快速发展，大品牌的形成，以及烟草品类的进一步完善，对高品质烟用香精香料的需求与日俱增，为香精香料企业提供了新的发展机会。

■ 行业竞争结构及公司的地位

中国香精香料行业经过多年的快速发展，已发展成为一个完全竞争性的行业。2009 年行业内销售收入排名居前的主要为国际香精香料公司的在华企业。

当前国内香精香料行业竞争格局主要表现为外资企业与民营企业之间的市场竞争。国际著名香精香料公司纷纷在中国本土投资建厂，占据了大部分国内香精香料中高档市场的份额。与此同时，国内民营香精香料制造企业经过多年的发展，涌现出一批如爱普香料集团股份有限公司和公司等行业领先企业，凭借稳定的产品质量、合理的产品价格、周到的技术服务，赢得了客户的认可和青睐，市场份额和品牌知名度日渐提高，迅速发展成为国内香精香料行业的骨干力量。

从地域分布来看，国内香精香料制造企业主要集中在华东地区和华南地区，其中广东、浙江、江苏、四川、上海等省市的发展速度较快，企业数量和销售收入均位居行业前列。据统计，2007~2009 年国内香精香料累计产品销售收入排名居前五位的地区均为广东、上海、浙江、江苏、河南五个省市，已成为国内香精香料市场主要的竞争区域。

表3 2009 年行业内排名居前部分企业销售收入及其市场份额情况(单位: 万元, %)

企业名称	销售收入	市场份额
芬美意香料(中国)有限公司	74,171.70	2.70
国际香料(中国)有限公司	65,535.70	2.39
德之馨(上海)有限公司	58,272.90	2.12
上海奇华顿有限公司	52,942.50	1.93
国际香料香精(杭州)有限公司	45,048.70	1.64

资料来源: 公司招股意向书等; 上海证券研究所整理

公司的主要竞争优势:

1、技术创新优势。公司拥有实用新型专利 6 项, 发明专利 2 项,

国家及市级技术成果转化项目 3 项，省市级火炬计划项目 1 项。为长期保持行业内的技术领先优势，公司在继续发展与巩固现有核心技术与产品优势地位的同时，紧跟国内外香精香料生产技术与产品发展趋势，利用公司现有技术资源对生物萃取技术、天然香料的制备与应用等新技术与新产品进行了前瞻性的开发与研究，在国内同行业中拥有较为明显的技术领先优势。

2、大客户优势。公司目前已拥有包括娃哈哈、可口可乐、康师傅、伊利、汇源、银鹭、农夫山泉、雨润等在内的一批国内外知名食品、饮料客户，并与其建立了稳定的业务关系。在公司食用香精客户中，中国轻工业联合会评选的“2009 年度中国轻工业行业饮料行业十强企业”前五名企业均为公司的重要客户。

表4 公司主要食品饮料客户统计表

序号	主要客户品牌	业务情况
1	娃哈哈、美晨、可口可乐、农夫山泉、润田、健力宝、今麦郎、统一、银鹭、汇源、均瑶、双汇、伊利、焙乐道	已通过客户审核认可或被确认为其供应商，且形成一定的业务规模
2	卡夫、通用磨坊、默克、味好美、康师傅、蒙牛、光明、雨润	已通过客户审核认可或被确认为其供应商，并已实现销售

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

■ 募资项目

公司本次发行募集资金，主要投向研发中心建设项目、扩建厂房、扩大产能项目。根据项目规划，扩建项目完成后，公司将新增 1,500 吨香精生产能力，形成年产 2,500 吨香精的生产规模，解决公司即将面临的产能瓶颈。

表5 公司的募集资金项目计划概况 单位：万元

序号	项目名称	项目总投资	建设期
1	研发中心建设项目	11,979.51	8个月（截止2010.12.31，已投入7,438.71 万元）
2	扩建厂房、扩大产能项目	6,933.90	15个月
	项目投资金额合计	18,913.41	

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

研发中心建成后，虽不直接产生效益，但公司整体研发能力的大幅提升，为公司本次募集资金运用项目——扩建厂房、扩大产能项目达到预期的效益提供了关键性的保障；扩建厂房、扩大产能项目效益的实现，将为研发中心日常研发活动的顺利实施提供持续的资金支持，据此，本次发行募集资金运用项目合并进行项目效益测算。

表6 扩建厂房、扩大产能项目实施进度及安排情况

项目实施时间	项目完成情况	备注
T~T+12 个月	基建施工与安装	项目实施期
T+12~T+15 个月	购置及安装相关设备、试生产	
T+15~T+24 个月	达到项目生产规模的40%	
T+24~T+36 个月	达到项目生产规模的70%	项目投产期
T+36~T+48 个月	达到项目生产规模的100%	

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

表7 项目效益预测表

项目	数据	备注
一、财务数据及指标		
产品销售收入（万元）	12,726	年均值
销售税金及附加（万元）	284	年均值
总成本（万元）	7,714	年均值
利润总额（万元）	4,727	年均值
所得税税率（%）	15%	
所得税（万元）	709	年均值
税后利润（万元）	4,018	年均值
销售净利率（%）	31.57	年均值
投资利润率（%）	24.52	年均值
二、全部投资的财务内部收益率		
所得税前（%）	23.46	
所得税后（%）	20.77	
三、全部投资的财务净现值（Ic=10%）		
所得税前（万元）	18,987	
所得税后（万元）	14,662	
四、静态投资回收期（含项目实施期）		
所得税前（年）	5.43	
所得税后（年）	5.87	
五、项目盈亏平衡点		
销售收入（万元）	5,730	正常年
盈亏平衡点（%）	42.13	正常年

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

■ 公司业务简况及收入、利润结构变化

公司主要产品为食用香精和烟用香精两大类千余种香精产品，主要销售对象为国内外众多食品、饮料及烟草生产企业。

生产模式：由于公司生产的香精属于非标准化产品，需根据客户的具体要求进行研发与生产，因此公司在日常经营中采用了“以销定产”的生产模式，即根据公司业务承接安排和组织生产。

销售模式：公司在产品销售过程中，主要采用了直销和分销（经销商模式）相结合，以直销为主的销售模式。

2009-2010 年营业总收入同比增长分别为 4.81% 和 19.07%，归属于母公司所有者的净利润同比增长 81.16% 和 21.04%。报告期内，食用香精和烟用香精销售收入为公司的主要收入来源，除 2008 年因处置投资性房地产的特殊情况外，二者之和占公司营业收入的比重都在 90% 以上。

其中食用香精销售业务收入增长较快，其占公司营业收入总额的比例从 2008 年的 45.34% 上升至 2010 年的 53.62%，为公司第一大营业收入来源。随着公司研发投入的不断加大及大客户战略效应日益显现，预计未来食用香精销售收入还将会快速增长。

烟用香精作为公司多年经营的传统产品，是公司较为稳定的收入来源之一。报告期内公司烟用香精销售收入随客户需求的增长呈稳定增长态势。

报告期内，公司的综合毛利率较高，2008 年、2009 年及 2010 年，公司综合毛利率分别为 56.15%、71.02% 和 73.27%，香精业务毛利率分别为 67.57%、73.11% 和 73.38%，保持稳定上升的态势。

表8 公司营业收入构成 单位：万元、%

项目	2010 年度		2009 年度		2008 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
食用香精	5,838.15	53.62	4,703.82	51.44	3,955.85	45.34
烟用香精	4,951.47	45.48	3,918.33	42.85	2,898.70	33.23
小计	10,789.62	99.10	8,622.15	94.29	6,854.55	78.57
预调酒注	—	—	485.01	5.30	675.21	7.74
其他	97.97	0.90	37.04	0.41	1,194.59	13.69
合计	10,887.59	100.00	9,144.20	100.00	8,724.35	100.00

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

表9 公司产能、产量情况

单位：吨、%

产品	2010年			2009年			2008年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
香精产品	1000	1084	108.4	1000	874	87.4	1000	858	85.8

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

表10 公司主要产品产量、销量及变动情况

单位：吨、%

产品类别	2010年			2009年			2008年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
食用香精	766	755	98.56	564	561	99.47	612	591	96.57
烟用香精	318	337	105.97	310	293	94.52	246	220	89.43
合计	1084	1092	100.74	874	854	97.71	858	811	94.52

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

表11 按地区分类的产品销售收入

产品类别	2010年		2009年		2008年	
	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)
西北地区	4,592	42.56	3,630	42.10	2,577	37.59
华东地区	3,798	35.20	3,303	38.31	2,764	40.32
华南地区	1,455	13.48	1,256	14.57	1,059	15.45
华北地区	945	8.76	433	5.02	455	6.64
合计	10,790	100.00	8,622	100.00	6,855	100.00

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

表12 公司主要产品平均销售价格

类别	产品名称	2010年	2009年	2008年
		销售价格(元/千克)	销售价格(元/千克)	销售价格(元/千克)
食用香精	奶类香精	68.00	85.96	88.97
	橙香精	79.86	78.93	80.85
	苹果香精	191.16*	177.46*	70.33
	番石榴香精	104.99	105.08	115.21

	梨香精	66.85	71.73	46.33
	芒果香精	102.79	103.38	107.86
	牛油香精	156.24	159.32	171.77
	蔗糖口感 香精	80.05	82.09	79.36
	粉末类香 精	77.41	65.66	56.32
	烤烟香精	149.36	135.42	133.55
	烤烟加料 香精	207.64	186.59	181.72
烟用香 精	梗丝加料 香精	114.29	111.97	105.18

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

表13 公司按产品类别区分的毛利构成及毛利率情况

产品类别	2010 年		2009 年		2008 年	
	毛利 (万元)	毛利率 (%)	毛利 (万元)	毛利率 (%)	毛利 (万元)	毛利率 (%)
食用香精	3,853.47	66.01	3,143.54	66.83	2,380.55	60.18
烟用香精	4,063.41	82.06	3,160.12	80.65	2,251.00	77.66
小计	7,916.88	73.38	6,303.66	73.11	4,631.55	67.57
预调酒	—	—	179.23	36.95	218.84	32.41
其他	60.61	61.86	11.40	30.77	48.43	4.05
合计	7,977.49	73.27	6,494.29	71.02	4,898.82	56.15

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

表14 食用、烟用香精产品的销售价格、成本情况

年度	2010 年		2009 年		2008 年	
	食用香精	烟用香精	食用香精	烟用香精	食用香精	烟用香精
营业收入 (万元)	5,838.15	4,951.47	4,703.82	3,918.33	3,955.85	2,898.70
销售数量 (公斤)	754,665.93	337,421.00	560,520.55	292,685.70	590,964.86	219,530.00
销售单价 (元/公斤)	77.36	146.74	83.92	133.88	66.94	132.04
营业成本 (万元)	1,984.68	888.06	1,560.28	758.22	1,575.30	647.70
单位成本 (元/公斤)	26.30	26.32	27.84	25.91	26.66	29.50
其中：直接材料	23.71	23.72	24.59	22.82	23.66	25.30
直接人工	0.54	0.49	0.65	0.59	0.44	1.22
包装物	1.00	1.07	1.25	1.19	1.54	1.52

制造费用	1.05	1.04	1.35	1.30	1.02	1.47
毛利(万元)	3,853.47	4,063.41	3,143.54	3,160.12	2,380.55	2,251.00
单位毛利(元/公斤)	51.06	120.43	56.08	107.97	40.28	102.54
毛利率(%)	66.01	82.06	66.83	80.65	60.18	77.66

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

■ 财务状况和盈利预测

盈利能力及资产周转能力

2009-2010 年营业总收入同比增长分别为 4.81% 和 19.07%，归属于母公司所有者的净利润同比增长 81.16% 和 21.04%。

2008-2010 年，公司的综合毛利率分别为 56.15%、71.02%、73.27%。公司较高的毛利率水平是由公司所处香精香料行业的特点以及公司产品的高技术含量、高附加值所决定的。

表15 公司主要财务指标增长情况 单位: 万元、%

项目	2009年		2008年		2007年
	金额	增长率	金额	增长率	金额
营业总收入	10887.59	19.07	9144.20	4.81	8724.35
营业利润	4696.47	18.80	3953.17	78.38	2216.20
利润总额	4984.33	21.79	4092.61	74.62	2343.69
归属于母公司所有者的净利润	4292.58	21.04	3546.37	81.16	1957.56

资料来源: 公司招股意向书等; 上海证券研究所整理

表16 可比上市公司的毛利率情况

公司名称	2009年	2008年
华宝国际控股有限公司	75.50	75.40
公司	73.11	67.57

资料来源: 公司招股意向书等; 上海证券研究所整理

2008-2010 年，公司应收账款周转率分别为 2.64、5.44 和 7.00，呈逐年上升的趋势；公司存货周转率分别为 3.01、2.97 和 3.24，较为稳定。随着公司销售规模的持续扩大，公司已于 2009 年全面采用 ERP 管理系统，进一步提高了存货管理的科学性及有效性，减少存货对资金的占用，提高了资金的使用效率。

表17 公司应收账款周转率、存货周转率情况

财务指标	2010年度	2009年度	2008年度
应收账款周转率(次/年)	7.00	5.44	2.64

存货周转率 (次/年)	3.24	2.97	3.01
-------------	------	------	------

资料来源: 公司招股意向书等; 上海证券研究所整理

表18 可比上市公司的资产周转能力指标情况

公司名称	应收账款周转天数 (天)	存货周转率 (天)
华宝国际控股有限公司	71	139
公司	51	111

资料来源: 公司招股意向书等; 上海证券研究所整理

业绩预测

预计募投项目 2012 年投产, 我们测算 2011-2014 年归于母公司所有者的净利润将实现年递增 15.49%、28.40%、21.21% 和 15.66%, 相应的稀释后每股收益为 0.62 元、0.80 元、0.96 元和 1.12 元。

表 19 公司未来三年收入、利润结构预测 单位: 万元

指标	2011E	2012E	2013E	2014E
现有业务				
销售量 (吨)				
食用香精	84.52	87.06	89.67	89.67
烟用香精	37.79	38.92	40.09	40.09
销售价格 (万元/吨)				
食用香精	80.00	80.00	80.00	80.00
烟用香精	150.00	150.00	150.00	150.00
食用香精	6,761.81	6,964.66	7,173.60	7,173.60
烟用香精	5,668.67	5,838.73	6,013.89	6,013.89
预调酒注	0.00	0.00	0.00	1.00
其他	107.77	118.54	130.40	143.44
收入合计	12,538.25	12,921.94	13,317.89	13,331.93
食用香精	66.00%	66.00%	66.00%	66.00%
烟用香精	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%
预调酒注				
其他	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%
综合毛利率	72.28%	72.27%	72.26%	72.25%

资料来源: 公司招股意向书等; 上海证券研究所整理

表 20 募集资金项目盈利预测 单位: 万元

	2011E	2012E	2013E	2014E
营业总收入	0	5,090	8,908	12,726
营业总成本	0	3,200	5,599	7,999
营业成本	0	1,554	2,719	3,884
营业税金及附加	0	114	199	284

销售费用	0	458	802	1,145
管理费用	0	1,069	1,871	2,672
财务费用	0	5	9	13
利润总额	0	1,891	3,309	4,727
减：所得税	0	284	496	709
净利润	0	1,607	2,813	4,018

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

表 21 公司损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
营业总收入	108.88	125.38	180.12	222.26	260.58
营业总成本	61.90	67.06	105.23	131.48	155.58
营业成本	29.10	34.76	51.37	64.13	75.84
营业税金及附加	0.40	0.44	1.59	2.45	3.31
销售费用	9.44	10.66	15.57	19.34	22.79
管理费用	22.40	25.08	36.53	45.34	53.39
财务费用	0.12	-3.87	0.18	0.22	0.26
资产减值损失					
其他经营收益	-0.03	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	46.96	58.33	74.89	90.78	105.00
加：营业外收入	2.93	0.00	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	49.84	58.33	74.89	90.78	105.00
减：所得税	6.92	8.75	11.23	13.62	15.75
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	42.93	49.58	63.66	77.16	89.25
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	42.93	49.58	63.66	77.16	89.25
摊薄 EPS（元）	0.537	0.620	0.796	0.964	1.116

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

■ 风险因素

税收优惠取消的风险

公司被认定为“上海市 2008 年第一批高新技术企业”。自 2008 年 1 月 1 日起，公司可享受企业所得税减按 15% 税率征收的优惠政策，税收优惠期为 3 年。税收优惠期内，若公司享受上述税收优惠的条件发生变化，或经相关机构核定不再具备高新技术企业资格，则将可能对公司整体经营业绩产生一定影响。

技术人员流失的风险

香精制造行业属于技术密集型行业，技术人员尤其是核心技术人员对公司的产品创新、持续发展起着关键的作用。技术人员的稳定对公司的发展具有重要影响。目前，公司已建成高素质技术人员队伍，为公司的长远发展奠定了良好的基础。虽然公司已建立了完善的人才管理体系，采取了一系列吸引和稳定技术人员的措施，包括核心技术人员持股，提高技术人员福利待遇、增加培训机会、创造良好的工作氛围等，但这些措施并不能完全保证技术人员不流失。如果公司技术人员发生较大规模的流失，将增加公司实现战略目标的难度。

客户集中度较高的风险

2010年、2009年及2008年，公司向前五名客户销售额合计占公司当期香精销售收入的比例分别为61.23%、66.07%和62.37%。在烟用香精领域，公司向甘肃烟草有限责任公司的销售额占公司当期香精销售收入的比例分别为42.56%、42.10%和37.59%；在食用香精领域，国内众多知名食品饮料企业已成为公司重要客户。随着公司“大客户、大业务”战略的实施，预期公司对重要客户的销售额将较快增长，公司存在客户集中度较高的风险。

■ 估值及定价分析

国内/国际同类公司的比较

由于目前尚无专业从事香精业务的境内上市公司，在香港联合交易所上市的华宝国际控股有限公司(00336.HK)的主营业务与公司较为相似，选其作为分析比较对象。华宝国际2009-2011年平均动态市盈率分别为28.47倍、21.22倍和17.74倍。A股最近上市的中小板股票中，2009-2011年平均动态市盈率分别为67.93倍、50.42倍和35.85倍。

表 22 同行业上市公司估值比较

股票代码	公司简称	股价	每股收益 (元/股)			市盈率 (倍)		
			2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
0336.HK	华宝国际	10.80	0.38	0.51	0.61	28.47	21.22	17.74
平均值						28.47	21.22	17.74

数据来源: Wind 资讯上海证券研究所整理 (3月2日收盘价)

表 23 最近上市 (中小板) 股票 (10只平均) 的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益 (元/股)				市盈率 (倍)			
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
002552.SZ	宝鼎重工	27.03	0.68	0.70	0.89	1.25	39.96	38.50	30.31	21.56

002553.SZ	南方轴承	27.20	0.30	0.41	0.64	0.86	91.24	66.83	42.26	31.55
002554.SZ	惠博普	31.79	0.39	0.49	0.69	1.07	80.73	65.45	45.87	29.80
002555.SZ	顺荣股份	34.62	0.58	0.73	1.30	1.82	60.00	47.12	26.66	19.01
002556.SZ	辉隆股份	36.55	0.79	0.92	1.25	1.59	46.40	39.70	29.17	22.95
002557.SZ	洽洽食品	37.71	0.51	0.76	0.96	1.23	74.42	49.59	39.38	30.78
002558.SZ	世纪游轮	36.31	0.39	0.57	0.77	0.96	93.53	63.55	46.92	37.74
002559.SZ	亚威股份	37.91	0.45	0.86	1.19	1.71	84.24	44.19	31.84	22.18
002560.SZ	通达股份	30.75	0.51	0.68	0.96	1.40	60.41	45.07	32.03	21.96
002561.SZ	徐家汇	20.65	0.43	0.47	0.61	0.67	48.32	44.21	34.07	30.77
平均值							67.93	50.42	35.85	26.83

数据来源: Wind 资讯, 上海证券研究所整理 (3月8日收盘价)

公司可给的估值水平及报价区间

我们认为, 给予公司 2011 年 32-38 倍市盈率较为合理, 公司合理估值区间为 19.83-23.54 元。

从 2010 年至今的上市中小板股票来看, 截至 3 月 8 日的发行价相对于最新市场价格平均折扣率为 19.99%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况, 我们选取一二级市场 10% 的折让, 建议询价区间为 17.85-21.19 元, 对应的 2010 年市盈率区间为 33.26-39.49 倍。

分析师承诺

分析师 冀丽俊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明:

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。