

持有

2008年9月4日

08上半年净利润同比增长8.4%,低于预期

- **08上半年净利润同比增长8.4%，低于预期：**公司08上半年销售收入和净利润分别为2.5亿元人民币和5124万元人民币，同比分别增长54.0%及8.4%，每股盈利由人民币0.11元倒退0.4%至人民币0.11元。销售额同比高速增长是由于公司于07年9月收购了悟通50%的权益，悟通于08上半年贡献了4780万人民币的新增销售收入，如除去此项，原有业务的销售额同比增长24.8%，符合我们的预期。
- **原有业务销售额同比增长24.8%，符合预期：**08上半年，烟用香精及食用香精业务销售额分别达1.3亿元人民币及4500万元人民币，同比增长31%及27%，均较我们的预期高。但日化用香精业务销售额同比仅增长1%，至2860万元人民币，远低于我们的预期。上游业务销售收入仅达4780万元人民币，远低于收购时的保证销售额的50%。
- **烟用香精及日化用香精业务毛利率出现大幅下降：**08上半年，公司的整体毛利率不仅因为毛利率较低的上游业务占总销售比例的上升而下降，更被烟用香精及日化用香精业务毛利率的大幅度下降所拉低。08上半年，公司的整体毛利率同比下降11.6个百分点，至53.4%。其中烟用香精及日化用香精业务毛利率分别同比大幅下降9.0及8.1个百分点，至67.4%及38.5%。上游业务的毛利率亦较07年的42.9%大幅下降至26.5%。食用香精则同比上升3.8个百分点至50.7%。
- **调降目标价至2.6港元，调降评级至持有：**基于公司的盈利能力减弱，我们分别下调08年及09年的每股摊薄盈利19%及12%，至人民币0.22元及0.27元。根据DCF计算，我们同时将公司的12个月目标价由3.3港元调低至2.6港元，新的目标价分别相当于08年及09年预测每股盈利的10.3倍及8.4倍，目标价较现价有4.0%的上升空间，我们调降评级至持有。

★ 1.0港元=0.88元人民币

许斐娜

86755-33367861

feina.xu@firstshanghai.com.hk

主要数据

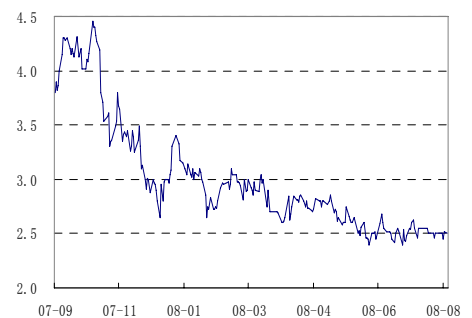
行业	消费品(食品饮料)
股价	2.5 港元
目标价	2.6 港元 (+4.0%)
股票代码	3318
已发行股本	4.84 亿股
市值	12.1 亿港元
52 周高/低	4.50—2.33 港元
每股净现值	1.5 元人民币
主要股东	创华有限公司 (51.32%)

表 1: 盈利摘要

截止12月31日财政年度	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
收入(百万元人民币)	293	429	639	796	1,001
变动(%)	32	47	49	25	26
净利润(百万元人民币)	75	94	102	127	164
每股摊薄收益(元人民币)	0.18	0.20	0.22	0.27	0.35
变动(%)	-9	15	9	24	29
市盈率(倍)	12.4	10.8	9.9	8.0	6.2
每股派息(元人民币)	0.08	0.08	0.09	0.11	0.14
息率(%)	3.41	3.71	4.03	4.98	6.43

来源: 公司资料, 第一上海

股价表现



来源: 彭博

08 上半年净利润同比增长 8.4%，低于预期

08 上半年净利润同比增长 8.4%，低于预期

公司 08 上半年销售收入和净利润分别为 2.5 亿元人民币和 5124 万元人民币，同比分别增长 54.0% 及 8.4%，每股盈利由人民币 0.11 元倒退 0.4% 至人民币 0.11 元。销售额同比高速增长是由于公司于 07 年 9 月收购了悟通 50% 的权益，悟通于 08 上半年贡献了 4780 万人民币的新增销售收入，如除去此项，原有业务的销售额同比增长 24.8%，符合我们的预期。但由于整体毛利率同比大幅下降 11.6 个百分点，公司 08 上半年的净利润率同比下降 8.5 个百分点，至 20.3%。

图表 1：08 年中期业绩评述

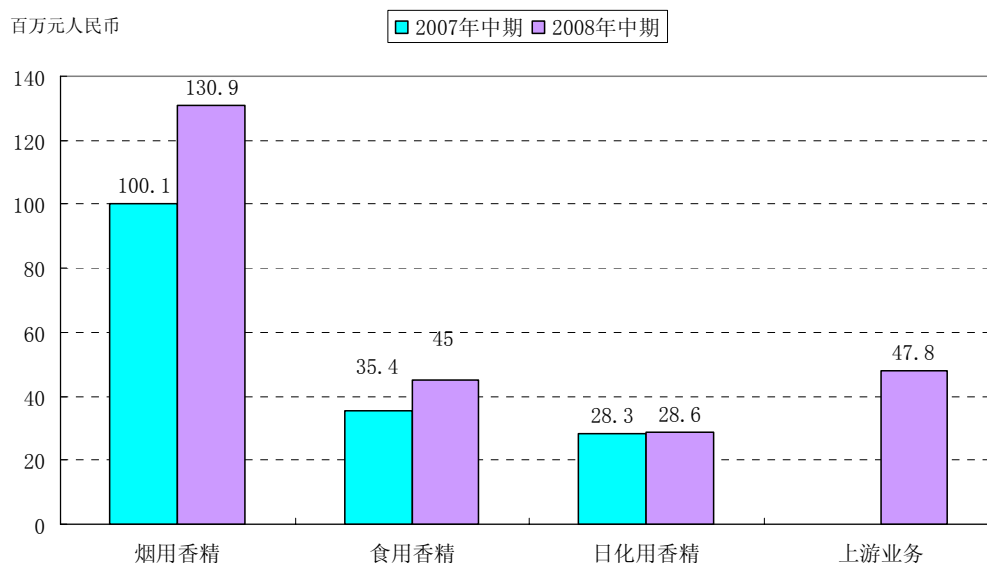
百万元人民币	2007年中期	2008年中期	变动	评论
销售收入	164	252	54.0%	主要是收购悟通后新增上游业务贡献4780万元人民币的贡献
销售成本	(57)	(118)	105.1%	
毛利	107	135	26.5%	毛利率同比下降11.6个百分点至53.4%，主要是由于产品结构变动导致
其他收入	2	4	166.8%	
销售及市场推广成本	(18)	(28)	55.7%	
行政开支	(28)	(38)	32.4%	行政开支占总销售收入比例同比下降2.4个百分点，至15.0%
经营溢利	62	73	19.0%	经营利润率同比下降8.6个百分点至29.0%
融资成本净额	(4)	(5)	18.4%	
分占联营公司盈利	-	0	不适用	
除所得税前溢利	57	68	19.7%	
所得税开支	(10)	(16)	59.4%	有效税率同比增加了0.2个百分点，至6.3%
少数股东权益	-	(1)	不适用	
净利润	47	51	8.4%	净利润率同比下降8.5个百分点至20.3%
每股摊薄盈利（人民币元）	0.11	0.11	-0.4%	07年7月配售3733万股新股导致加权平均股数同比提高8.9%

资料来源：公司资料、第一上海

原有业务销售额同比增长 24.8%，符合预期

08 上半年，烟用香精及食用香精业务销售额分别达 1.3 亿元人民币及 4500 万元人民币，同比增长 31% 及 27%，均较我们的预期高。但日化用香精业务销售额同比仅增长 1%，至 2860 万元人民币，远低于我们的预期。公司目前的产能利用率已超过 90%，而新工厂的投产时间延迟至 09 年中期，我们认为宝洁等国际品牌日化巨头考虑到公司的产能限制，延迟向公司进行香精采购，令公司的日化香精业务缺乏增长动力，我们预期日化香精业务要待新厂房投产后才有望重拾高速增长。上游业务销售收入仅达 4780 万元人民币，远低于收购时的保证销售额的 50%，我们预期是由于海外出口业务的受外围经济放缓影响而出现下降。

图表 2: 各业务销售收入增长对比



资料来源: 公司资料

烟用香精及日化用香精业务毛利率出现大幅下降

08上半年, 公司的整体毛利率不仅因为毛利率较低的上游业务占总销售额比例的上升而下降, 更被烟用香精及日化用香精业务毛利率的大幅度下降所拉低。08上半年, 公司的整体毛利率同比下降 11.6 个百分点, 至 53.4%。其中烟用香精及日化用香精业务毛利率分别同比大幅下降 9.0 及 8.1 个百分点, 至 67.4%及 38.5%。上游业务的毛利率亦较 07 年的 42.9%大幅下降至 26.5%。食用香精则同比上升 3.8 个百分点至 50.7%。

图表 3: 财务比率变动对比

	2007年中期	2008年中期	变动(百分点)
毛利率	65.0%	53.4%	-11.6
烟用香精	76.4%	67.4%	-9.0
食用香精	46.9%	50.7%	3.8
日化用香精	46.6%	38.5%	-8.1
上游业务	不适用	26.5%	不适用
经营利润率	37.6%	29.0%	-8.6
销售成本占比总销售收入	11.0%	11.2%	0.1
行政开支占比总销售收入	17.4%	15.0%	-2.4
税率	6.1%	6.3%	0.2
净利率	28.8%	20.3%	-8.5

资料来源: 公司资料、第一上海

调降目标价至 2.6 港元, 调降评级至持有

我们认为公司的盈利能力正在减弱, 我们将上游业务的销售额下调至收购时的保证销售额, 我们亦下调了烟用及上游业务的毛利率, 最终 08 年及 09 年的每股摊薄盈利分别较先前预测低 19% 及 12%, 至人民币 0.22 元及 0.27 元。根据自由现金流折算法计算, 我们同时将公司的 12 个月目标价由 3.3 港元调低至 2.6 港元, 新的目标价分别相当于 08 年及 09 年预测每股盈利的 10.3 倍及 8.4 倍, 目标价较现价有 4.0% 的上升空间, 我们调降评级至持有。

主要财务报表

损益表						财务分析					
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>											
	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年		2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
收入	293	429	639	796	1,001	盈利能力					
毛利	183	258	317	398	507	毛利率 (%)	62.4%	60.2%	49.6%	49.9%	50.6%
其他业务收入	0	0	0	0	0	EBITDA 利率 (%)	34.8%	34.9%	29.2%	30.2%	30.8%
销售及管理费用	(92)	(129)	(168)	(203)	(248)	净利率 (%)	25.8%	21.9%	16.0%	15.9%	16.3%
其他收入	3	3	7	7	7	营运表现					
营运收入	94	132	156	202	266	SG&A/收入 (%)	31.3%	30.1%	26.2%	25.5%	24.8%
财务开支	(2)	(2)	(1)	(1)	(1)	实际税率 (%)	17.9%	22.4%	18.0%	22.0%	25.0%
联营公司	0	0	0	0	0	股息支付率 (%)	44.3%	40.3%	40.0%	40.0%	40.0%
税前盈利	92	130	155	201	266	库存周转	102	126	126	126	126
所得税	(16)	(29)	(28)	(44)	(66)	应付账款天数	102	119	119	119	119
少数股东应占利润	0	(7)	(25)	(30)	(35)	应收账款天数	105	129	129	129	129
净利润	75	94	102	127	164	财务状况					
折旧及摊销	8	18	30	38	42	净负债/股本	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
EBITDA	102	150	187	240	308	收入/总资产	0.6	0.5	0.6	0.7	0.7
增长						总资产/股本	1.2	1.4	1.4	1.4	1.5
总收入 (%)	32.0%	46.5%	49.1%	24.5%	25.8%	盈利对利息倍数	42.7	53.3	113.8	148.5	531.3
EBITDA (%)	24.0%	46.7%	24.8%	28.8%	28.1%						
资产负债表						现金流量表					
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>						<百万人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年		2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
现金	269	258	144	168	251	EBITDA	102	150	187	240	308
应收账款	84	151	226	281	354	融资成本	(2)	(3)	(4)	(2)	(3)
存货	31	59	111	138	171	营运资金变化	(30)	(65)	(97)	(66)	(87)
其他流动资产	44	83	128	159	200	所得税	(16)	(22)	(27)	(42)	(63)
总流动资产	428	552	609	746	975	其他营运活动	(1)	(3)	(2)	(2)	(0)
固定资产	68	133	212	244	238	营运现金流	53	57	58	129	155
无形资产	24	183	152	147	138	资本开支	(48)	(85)	(110)	(65)	(25)
长期投资	2	79	66	65	63	其他投资活动	4	(104)	(21)	3	3
总资产	523	948	1,039	1,203	1,415	投资活动现金流	(44)	(189)	(131)	(62)	(22)
应付帐款	31	56	105	130	161	负债变化	(18)	(35)	(3)	(2)	0
短期银行贷款	27	23	22	20	20	股本变化	130	195	0	0	0
其他短期负债	18	54	78	101	129	股息	0	(33)	(38)	(41)	(51)
总短期负债	75	133	206	250	310	其他融资活动	(5)	(6)	0	0	0
长期银行贷款	0	0	0	0	0	融资活动现金流	107	122	(41)	(43)	(51)
其他负债	1	43	2	2	2	现金变化	116	(11)	(114)	24	83
总负债	76	176	208	252	312	期初持有现金	153	269	258	144	168
少数股东权益	0	75	90	108	129	汇兑变化	0	0	0	0	0
股东权益	446	697	742	843	973	期末持有现金	269	258	144	168	251
每股账面值	1.0	1.5	1.6	1.8	2.1						
营运资金	351	376	402	494	663						

资料来源: 公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人传阅。未经批准,不得以任何方式使用或转载本报告之任何内容。此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请或构成对任何人的投资建议。此报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向,财务情况或任何特别需要。此报告所载资料在刊出时皆被第一上海认为可靠,但第一上海不能担保其准确性或完整性,而第一上海不会对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。第一上海或其雇员将不会对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会持有此报告内所提及到的证券或投资项目。

©2008 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。