

買入

2008年8月8日

收購富君 100%權益，提升華寶盈利水準

- **收購富君 100%權益，對公司股東有利：**公司於 7 日公告，計畫向朱主席收購富君投資公司 100%的權益，收購代價為 8.71 億港元。朱主席對被收購公司提出截止 3 月 31 日的 09 財年的有效保證利潤為 7255 萬元，收購代價相當於有效保證利潤的 12 倍，公司現價相當於 09 財年預測每股盈利的 19 倍，收購代價不貴，對公司股東有利。
- **收購完成後，公司將成為紅金龍的核心香精供應商：**公司收購澳華達以後，公司在紅金龍的市占率將超過 50%，成為紅金龍的煙用香精核心供應商。紅金龍是國內的第三大煙草品牌，收購使公司成為除紅山茶外的所有十大煙草品牌的核心供應商。公司收購澳華，將進一步提升公司煙用香精的市場份額，有利於公司的長遠發展。
- **目標公司的盈利能力可望持續增強：**朱主席于 07 下半年已開始對目標公司進行整合，07 年目標公司的毛利率已接近番翻，管理層估計 08 年可提升到 60%的水準。我們相信通過華寶的整合，目標公司於 09 財年的毛利率將超過管理層預期的 60%。華寶 08 財年的淨利潤率高達 61%，且由於煙用香精的毛利率較食用高 30 個百分點，因而我們預期通過華寶對目標公司的進一步整合，其 08 財年的淨利潤率可望超過 50%，超過保證利潤，未來將逐步接近公司的整體利潤水準，提升對公司的利潤貢獻度。
- **調升目標價至 9.25 港元，維持買入評級：**昨天，收購項目已正式獲得股東會通過，根據新的資訊，我們分別上調公司的 2009 年及 2010 年的盈利預測 3.8%及 6.6%，至 11.2 億港元及 14.4 億港元，我們同時調升公司的 12 個月目標價至 9.25 港元，目標價較現價有 59.2%的上升空間，維持買入評級。

★1 港元=0.89 人民幣

表 1：盈利摘要

截止3月31日財政年度	2007实际	2008实际	2009预测	2010预测	2011预测
收入 (百萬元港元)	1,013	1,419	1,900	2,453	3,029
变动 (%)	30	40	34	29	23
净利润 (百萬元港元)	567	862	1,125	1,442	1,804
每股攤薄收益 (港元)	0.19	0.28	0.37	0.47	0.59
变动 (%)	96	48	33	28	25
市盈率 (倍)	31.1	21.0	15.8	12.3	9.8
每股派息 (港元)	0.06	0.08	0.11	0.14	0.18
息率 (%)	0.97	1.44	1.90	2.44	3.05

來源：公司資料，第一上海預測

許斐娜

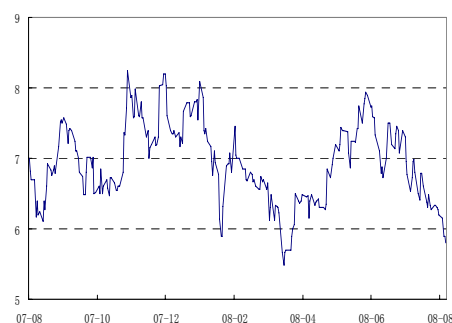
86755-33367861

feina.xu@firstshanghai.com.hk

主要資料

行業	消費品(食品飲料)
股價	5.81 港元
目標價	9.25 港元 (+59.2%)
股票代碼	336
已發行股本	30.74 億股
市值	178.6 億港元
52 周高/低	8.46—4.8 港元
每股淨現值	0.64 港元
主要股東	朱林瑤 (62.96%)

股價表現



來源：彭博

收購富君 100%權益，提升華寶盈利水準

以 8.71 億港元收購富君 100%權益，對公司股東有利

以 8.71 億港元收購富君投資公司於 7 日公告，計畫向朱主席收購富君投資公司 100%的權益，收購代價為 8.71 億港元。朱主席對被收購公司提出截止 3 月 31 日的 09 財年的有效保證利潤為 7255 萬元，收購代價相當於有效保證利潤的 12 倍，公司現價相當於 09 財年預測每股盈利的 19 倍，收購代價不貴，對公司股東有利。

圖表 1：目標公司的財務資料

千港元	截至	截至	截至
	二零零六年 十二月三十一日 止年度 (未經審核)	二零零七年 十二月三十一日 止年度 (未經審核)	二零零八年 六月三十日 止六個月 (未經審核)
營業額	155,634	159,432	81,410
除稅前盈利 / (虧損) 淨額	9,401	37,228	34,523
除稅後盈利 / (虧損) 淨額	6,235	24,927	34,950
淨利潤率	4%	16%	43%
收購的PE值	140	35	12
資產淨值	63,788	94,401	134,450
收購的PB值	14	9	6

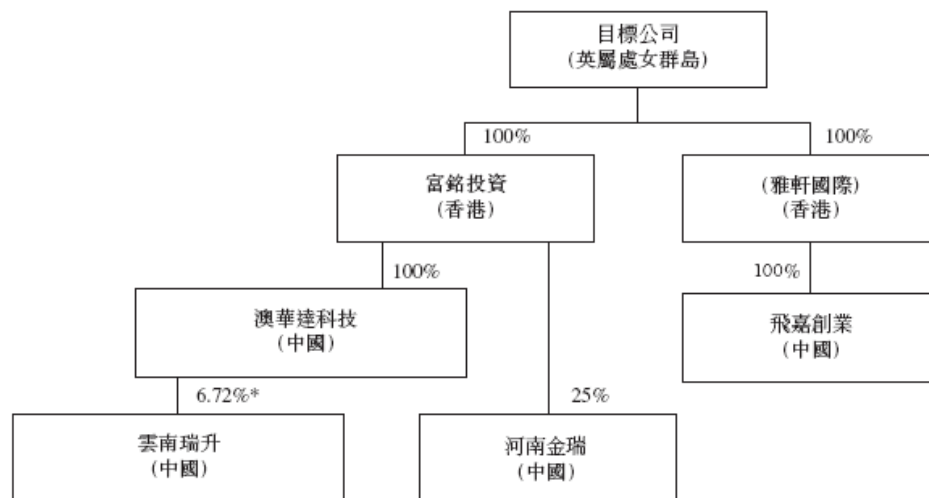
資料來源：公司資料、第一上海

收購完成後，公司將成為紅金龍的核心香精供應商

收購使公司成為除紅山茶外的所有十大煙草品牌的核心供應商。富君投資持有澳華達科技公司 100%的權益，澳華達科技是國內主要的煙用香精香料供應商之一，澳華達是紅金龍的核心香精供應商及紅旗渠的香精供應商，其煙用香精供應量占紅金龍需求量的 40%以上。公司原來對紅金龍煙用香精的供應量占其需求量約 10%，收購澳華達以後，公司在紅金龍的市占率將超過 50%，成為紅金龍的煙用香精核心供應商。紅金龍是國內的第三大煙草品牌，收購使公司成為除紅山茶外的所有十大煙草品牌的核心供應商。公司收購澳華，將進一步提升公司煙用香精的市場份額，有利於公司的長遠發展。

公司管理層表示過去兩年紅金龍的銷售量增長約為 20%，但是澳華達的銷售額增長緩慢，主要是公司強佔了部分澳華達在紅金龍的市場份額，導致其市占率下降。管理層表示 08 年主要是整合，未來澳華達的銷售額增長將跟隨紅金龍品牌的銷售量增長趨勢。

圖表 2：目標公司的成員結構



資料來源：公司資料

* 有待擁有權轉讓完成

目標公司的盈利能力可望持續增強

我們預期目標公司的 08 財年憑藉強勁的整合能力，公司能有效提高被收購企業的盈利水準，令被收購企業呈現顯著的內生性成長，令收購代價變得更加便宜。如 07 年凱新集團的收購專案，如以主席提供的 08 財年保證利潤計算，收購代價則為 08 財年的 12.0 倍，而最終實際利潤較保證利潤高 58%，因而收購代價也降低至 7.6 倍。

50%，超過保證利潤

朱主席于 07 年下半年已向目標公司支付了部分收購訂金，隨後開始整合工作，07 年目標公司的毛利率已接近番翻，管理層估計 08 年可提升到 60% 的水準。目標公司在被收購前的盈利模式與以前的華寶是一樣的，即從海外購買香基，再做簡單的加工，最後賣給煙廠。由於香基是香精中附加值最高的部分，而目標公司並沒實現垂直整合，因此其毛利率只有約 20%。從行業來看，實現垂直整合的煙用香精公司的毛利率一般都可以達到 70% 以上，我們相信通過華寶的整合，目標公司於 09 財年的毛利率將超過管理層預期的 60%。另外，公司還將通過優化目標公司的稅率來提高其盈利能力，公司 08 財年的有效稅率為 3.8%，而目標公司 07 年的有效稅率高達 33%，公司將通過轉移定價實現目標公司稅率的優化，管理層預期 09 財年目標公司的有效稅率可優化至 10%。

目標公司於 07 年的淨利潤率僅為 16%，從公司提供的資料可以看到，08 上半年目標公司的稅前利潤率已經提升至 42%，而華寶 08 財年的淨利潤率高達 61%，且由於煙用香精的毛利率較食用高 30 個百分點，因而我們預期通過華寶對目標公司的進一步整合，其 08 財年的淨利潤率可望超過 50%，未來將逐步接近公司的整體利潤水準，提升對公司的利潤貢獻度。

調升目標價至 9.25 港元，維持買入評級

上調盈利預測，上調目標價至 9.25 港元 昨天，收購專案已正式獲得股東會通過，管理層表示希望在股東大會通過後的 10 天內實現收購交收，由此我們推測此收購業務為公司的 09 財年盈利貢獻約為 7 個月

的利潤。根據新的資訊，我們分別上調公司的 2009 年及 2010 年的盈利預測 3.8%及 6.6%，至 11.2 億港元及 14.4 億港元，分別上調公司的 2009 年及 2010 年的每股盈利 3.8%及 6.6%，至 0.37 港元及 0.47 港元。我們仍以 2009 財年每股盈利的 25 倍給公司估值，同時將公司的 12 個月目標價從 9.0 港元調升至 9.25 港元，新目標價對應的 2010 財年的預測市盈率約為 19.7 倍，目標價較現價有 59.2%的上升空間，維持買入評級。

圖表 3：盈利預測變動

	2009預測			2010預測			2011預測		
	旧	新	变动	旧	新	变动	旧	新	变动
销售额	1805	1900	5.3%	2257	2453	8.7%	2794	3029	8.4%
净利润	1084	1125	3.8%	1352	1442	6.6%	1672	1804	7.9%
每股盈利	0.36	0.37	3.8%	0.44	0.47	6.6%	0.55	0.59	7.9%

資料來源：公司資料、第一上海預測

主要財務報表

损益表						财务分析					
<百万港元>, 财务年度截至<三月>						<百万港元>, 财务年度截至<三月>					
	2007年 实际	2008年 实际	2009年 预测	2010年 预测	2011年 预测		2007年 实际	2008年 实际	2009年 预测	2010年 预测	2011年 预测
收入	1013	1419	1900	2453	3029	盈利能力					
毛利	704	1063	1427	1864	2334	毛利率 (%)	69.5%	74.9%	75.1%	76.0%	77.1%
其他业务收入	0	0	0	0	0	EBITDA 利率 (%)	58.2%	65.8%	69.8%	70.0%	70.1%
销售及管理费用	(140)	(214)	(243)	(310)	(373)	净利率 (%)	56.0%	60.8%	59.2%	58.8%	59.6%
其他收入	11	41	37	25	20						
营运收入	575	890	1221	1579	1981	营运表现					
财务开支	3	14	17	15	33	SG&A/收入 (%)	13.8%	15.1%	12.8%	12.7%	12.3%
联营公司	0	(0)	0	0	0	实际税率 (%)	0.2%	3.8%	8.5%	9.0%	10.0%
税前盈利	579	904	1238	1594	2015	股息支付率 (%)	30.2%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
所得税	(1)	(34)	(105)	(143)	(201)	库存周转	73	140	130	120	110
少数股东应占利润	10	7	8	9	9	应付账款天数	95	166	150	140	130
净利润	567	862	1125	1442	1804	应收账款天数	115	107	105	100	95
折旧及摊销	15	44	105	139	143						
EBITDA	590	934	1325	1718	2124	财务状况					
						净负债/股本	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
增长						收入/总资产	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
总收入 (%)	30.1%	40.1%	33.9%	29.1%	23.5%	总资产/股本	1.4	1.3	1.2	1.2	1.2
EBITDA (%)	86.8%	58.4%	41.9%	29.6%	23.7%	盈利对利息倍数	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
资产负债表						现金流量表					
<百万港元>, 财务年度截至<三月>						<百万港元>, 财务年度截至<三月>					
	2007年 实际	2008年 实际	2009年 预测	2010年 预测	2011年 预测		2007年 实际	2008年 实际	2009年 预测	2010年 预测	2011年 预测
现金	858	972	950	2,063	3,465	EBITDA	590	934	1325	1718	2124
应收账款	320	416	547	672	788	融资成本	(6)	(14)	(17)	(15)	(33)
存货	62	137	168	194	209	营运资金变化	89	(65)	(39)	(38)	(37)
其他流动资产	12	13	19	25	30	所得税	(1)	(28)	(84)	(115)	(161)
总流动资产	1,252	1,538	1,684	2,953	4,493	其他营运活动	8	29	34	30	66
固定资产	185	215	372	386	396	营运现金流	679	857	1220	1581	1959
无形资产	12	700	1,359	1,257	1,155	资本开支	(17)	0	(50)	(50)	(50)
长期投资	14	25	24	23	23	其他投资活动	32	(751)	(854)	15	33
总资产	1,463	2,477	3,440	4,620	6,066	投资活动现金流	15	(751)	(904)	(35)	(17)
应付帐款	80	162	194	226	247	负债变化	0	0	0	0	0
短期银行贷款	0	0	0	0	0	股本变化	66	(1)	0	0	0
其他短期负债	242	262	371	463	551	股息	(60)	(255)	(337)	(433)	(541)
总短期负债	322	425	565	689	799	其他融资活动	(2)	250	0	0	0
长期银行贷款	0	0	0	0	0	融资活动现金流	4	(6)	(337)	(433)	(541)
其他负债	0	31	0	0	0						
总负债	322	455	565	689	799	现金变化	697	100	(21)	1113	1401
少数股东权益	61	70	78	86	95	期初持有现金	174	871	972	950	2,063
股东权益	1,080	1,952	2,797	3,845	5,172	汇兑变化	0	0	0	0	0
每股账面值 (港元)	0.4	0.6	0.9	1.3	1.7	期末持有现金	871	972	950	2,063	3,465
营运资金	929	1082	1119	2265	3694						

資料來源：公司資料、第一上海預測

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話: (852) 2522-2101

傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司("第一上海")編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別的投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認為可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。

©2008 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。