

持有

2008年9月4日

08上半年淨利潤同比增長 8.4%，低於預期

- **08上半年淨利潤同比增長 8.4%，低於預期：**公司 08 上半年銷售收入和淨利潤分別為 2.5 億元人民幣和 5124 萬元人民幣，同比分別增長 54.0%及 8.4%，每股盈利由人民幣 0.11 元倒退 0.4%至人民幣 0.11 元。銷售額同比高速增長是由於公司於 07 年 9 月收購了悟通 50%的權益，悟通於 08 上半年貢獻了 4780 萬人民幣的新增銷售收入，如除去此項，原有業務的銷售額同比增長 24.8%，符合我們的預期。
- **原有業務銷售額同比增長 24.8%，符合預期：**08 上半年，煙用香精及食用香精業務銷售額分別達 1.3 億元人民幣及 4500 萬元人民幣，同比增長 31%及 27%，均較我們的預期高。但日化用香精業務銷售額同比僅增長 1%，至 2860 萬元人民幣，遠低於我們的預期。上游業務銷售收入僅達 4780 萬元人民幣，遠低於收購時的保證銷售額的 50%。
- **煙用香精及日化用香精業務毛利率出現大幅下降：**08 上半年，公司的整體毛利率不僅因為毛利率較低的上游業務占總銷售額比例的上升而下降，更被煙用香精及日化用香精業務毛利率的大幅度下降所拉低。08 上半年，公司的整體毛利率同比下降 11.6 百分點，至 53.4%。其中煙用香精及日化用香精業務毛利率分別同比大幅下降 9.0 及 8.1 個百分點，至 67.4%及 38.5%。上游業務的毛利率亦較 07 年的 42.9%大幅下降至 26.5%。食用香精則同比上升 3.8 個百分點至 50.7%。
- **調降目標價至 2.6 港元，調降評級至持有：**基於公司的盈利能力減弱，我們分別下調 08 年及 09 年的每股攤薄盈利 19%及 12%，至人民幣 0.22 元及 0.27 元。根據 DCF 計算，我們同時將公司的 12 個月目標價由 3.3 港元調低至 2.6 港元，新的目標價分別相當於 08 年及 09 年預測每股盈利的 10.3 倍及 8.4 倍，目標價較現價有 4.0%的上升空間，我們調降評級至持有。

許斐娜

86755-33367861

feina.xu@firstshanghai.com.hk

主要資料

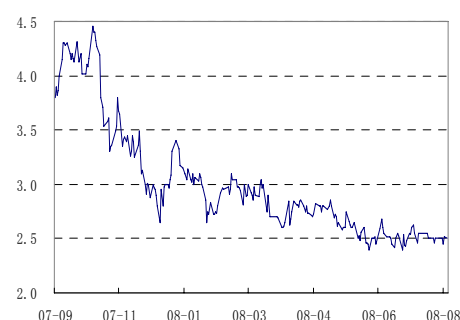
行業	消費品(食品飲料)
股價	2.5 港元
目標價	2.6 港元 (+4.0%)
股票代碼	3318
已發行股本	4.84 億股
市值	12.1 億港元
52 周高/低	4.50—2.33 港元
每股淨現值	1.5 元人民幣
主要股東	創華有限公司 (51.32%)

表 1：盈利摘要

截止12月31日財政年度	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
收入(百萬元人民幣)	293	429	639	796	1,001
變動(%)	32	47	49	25	26
淨利潤(百萬元人民幣)	75	94	102	127	164
每股攤薄收益(元人民幣)	0.18	0.20	0.22	0.27	0.35
變動(%)	-9	15	9	24	29
市盈率(倍)	12.4	10.8	9.9	8.0	6.2
每股派息(元人民幣)	0.08	0.08	0.09	0.11	0.14
息率(%)	3.41	3.71	4.03	4.98	6.43

來源：公司資料，第一上海

股價表現



來源：彭博

08 上半年淨利潤同比增長 8.4%，低於預期

08 上半年淨利潤同比增長 8.4%，低於預期

公司 08 上半年銷售收入和淨利潤分別為 2.5 億元人民幣和 5124 萬元人民幣，同比分別增長 54.0% 及 8.4%，每股盈利由人民幣 0.11 元倒退 0.4% 至人民幣 0.11 元。銷售額同比高速增長是由於公司於 07 年 9 月收購了悟通 50% 的權益，悟通於 08 上半年貢獻了 4780 萬人民幣的新增銷售收入，如除去此項，原有業務的銷售額同比增長 24.8%，符合我們的預期。但由於整體毛利率同比大幅下降 11.6 個百分點，公司 08 上半年的淨利潤率同比下降 8.5 個百分點，至 20.3%。

圖表 1：08 年中期業績評述

百萬元人民幣	2007年中期	2008年中期	變動	評論
銷售收入	164	252	54.0%	主要是收購悟通后新增上游業務貢獻4780萬元人民幣的貢獻
銷售成本	(57)	(118)	105.1%	
毛利	107	135	26.5%	毛利率同比下降11.6個百分點至53.4%，主要是由於產品結構變動導致
其他收入	2	4	166.8%	
銷售及市場推廣成本	(18)	(28)	55.7%	
行政開支	(28)	(38)	32.4%	行政開支占總銷售收入比例同比下降2.4個百分點，至15.0%
經營溢利	62	73	19.0%	經營利潤率同比下降8.6個百分點至29.0%
融資成本淨額	(4)	(5)	18.4%	
分占聯營公司盈利	-	0	不適用	
除所得稅前溢利	57	68	19.7%	
所得稅開支	(10)	(16)	59.4%	有效稅率同比增加了0.2個百分點，至6.3%
少數股東權益	-	(1)	不適用	
淨利潤	47	51	8.4%	淨利潤率同比下降8.5個百分點至20.3%
每股攤薄盈利（人民幣元）	0.11	0.11	-0.4%	07年7月配售3733萬股新股導致加權平均股數同比提高8.9%

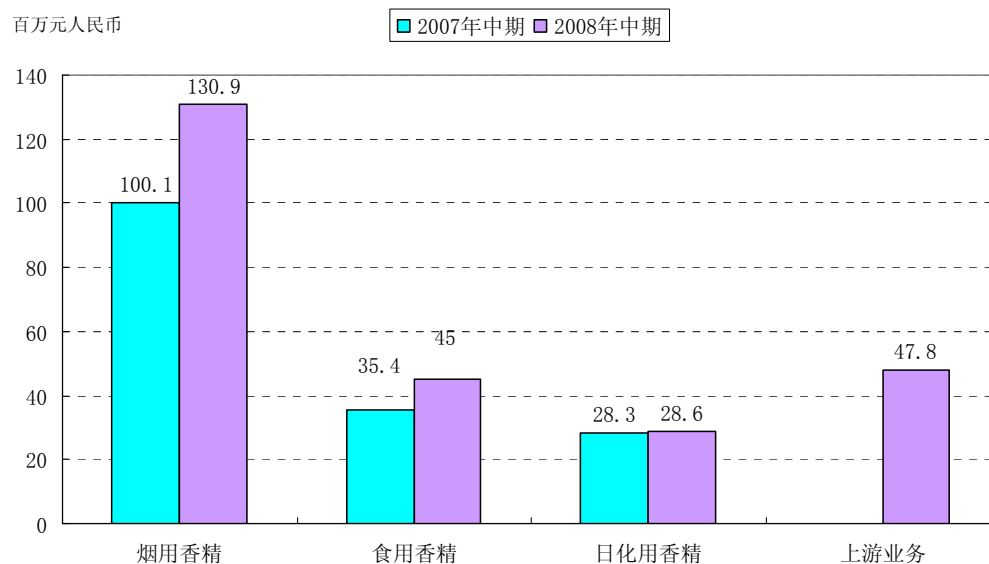
資料來源：公司資料、第一上海

原有業務銷售額同比增長 24.8%，符合預期

08 上半年，煙用香精及食用香精業務銷售額分別達 1.3 億元人民幣及 4500 萬元人民幣，同比增長 31% 及 27%，均較我們的預期高。但日化用香精業務銷售額同比僅增長 1%，至 2860 萬元人民幣，遠低於我們的預期。公司目前的產能利用率已超過 90%，而新工廠的投產時間延遲至 09 年中期，我們認為寶潔等國際品牌日化巨頭考慮到公司的產能限制，延遲向公司進行香精採購，令公司的日化香精業務缺乏增長動力，我們預期日化香精業務要待新廠房投產後才有望重拾高速增長。上游業務銷售收入僅達 4780 萬元人民幣，遠低於收購時的保證銷售額的 50%，我們預期是由

於海外出口業務的受週邊經濟放緩影響而出現下降。

圖表 2：各業務銷售收入增長對比



資料來源：公司資料

煙用香精及日化用香精業務毛利率出現大幅下降

08 上半年，公司的整體毛利率不僅因為毛利率較低的上游業務占總銷售額比例的上昇而下降，更被煙用香精及日化用香精業務毛利率的大幅度下降所拉低。08 上半年，公司的整體毛利率同比下降 11.6 百分點，至 53.4%。其中煙用香精及日化用香精業務毛利率分別同比大幅下降 9.0 及 8.1 個百分點，至 67.4%及 38.5%。上游業務的毛利率亦較 07 年的 42.9%大幅下降至 26.5%。食用香精則同比上升 3.8 個百分點至 50.7%。

圖表 3：財務比率變動對比

	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

資料來源：公司資料、第一上海

調降目標價至 2.6 港元, 調降評級至持有

我們認為公司的盈利能力正在減弱，我們將上游業務的銷售額下調至收購時的保證銷售額，我們亦下調了煙用及上游業務的毛利率，最終 08 年及 09 年的每股攤薄盈利分別較先前預測低 19%及 12%，至人民幣 0.22 元及 0.27 元。根據自由現金流折算法計算，我們同時將公司的 12 個月目標價由 3.3 港元調低至 2.6 港元，新的目標價分別相當於 08 年及 09 年預測每股盈利的 10.3 倍及 8.4 倍，目標價較現價有 4.0%的上升空間，我們調降評級至持有。

主要財務報表

损益表						财务分析					
<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 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测		2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 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 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测		2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 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						

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。