

百润股份：创造美味生活

百润股份询价定价报告

报告关键点：

- 香精香料行业成长空间大；
- 行业领先企业，近年增长迅猛
- 客户资源优秀

报告摘要：

- 香精香料行业成长空间大：**2004-2009年，国内香精香料销售收入总额从123.92亿元增长到274.35亿元，5年间复合增长率达到17.23%。食品工业的快速发展带动了食品香精香料行业的快速发展，人们的食品消费结构发生了巨大变化。“自给型”食品消费比重逐年下降，一些营养、方便、休闲、绿色的新型工业化食品的需求逐年增长，食用香精香料对食品风味起着举足轻重的作用，为食用香精香料的发展创造了难得的机遇。
- 行业领先企业，食用香精业务增长迅猛：**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。食用香精是公司近年来大力发展的一项重要业务。公司在市场开拓方面一直实行大客户战略，经过多年的努力，公司已成为众多知名食品饮料企业的香精供应商，报告期内公司食用香精业务稳定增长，销售收入增速加快。2008年公司食用香精销售收入为3956万元，2009年增加到4704万元，2010年达到5838万元，较2009年增长24.12%。食用香精销售业务收入增长较快，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。
- 客户资源优秀：**2009年，公司的“百润”牌香精荣获“上海名牌”产品称号。在发展烟用香精传统业务基础上，公司迅速发展食用香精业务，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。优质的客户资源、良好的大客户优势，为公司将来业务实现迅速扩张奠定了坚实的基础。
- 募投项目增强竞争力：**公司目前香精产品的设计产能为1,200吨/年，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。研发中心工程项目完成后，将极大提升公司研发能力和创新能力，促使公司不断推陈出新，增加新产品，加快新产品上市速度，促进现有食用香精和烟用香精业务的快速发展。
- 盈利预测和定价分析：**我们预测公司2011、2012和2013年的销售收入将分别实现增长30.80%、24.10%和24.90%，摊薄后的EPS分别为0.70、0.87、1.14元。目前A股食品饮料行业上市公司2011年的PE水平约为30-35倍。给予2011年（EPS=0.70）30-35 x PE，对应21.00-24.50元作为建议询价区间。考虑到上市首日存在一定的溢价，参照近一个月中小板上市公司首日的价格区间25.36-29.59元，约为2011年36-42倍的PE。
- 风险提示：**激烈的市场竞争和食品安全问题。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	91.4	108.9	142.4	176.7	220.7
Growth(%)	4.8%	19.1%	30.8%	24.1%	24.9%
净利润	35.5	42.9	55.7	69.4	91.2
Growth(%)	81.2%	21.0%	29.8%	24.5%	31.5%
毛利率(%)	71.0%	73.3%	74.1%	75.1%	76.3%
净利率(%)	38.8%	39.4%	39.1%	39.3%	41.3%
每股收益(元)	0.59	0.72	0.70	0.87	1.14
每股净资产(元)	1.76	1.97	2.08	2.51	3.08
净资产收益率(%)	33.6%	36.2%	33.5%	34.5%	37.0%
ROIC(%)	46.4%	64.3%	37.3%	38.3%	42.3%

建议询价区间：

21.00 - 24.50 元

上市首日定价区间：

25.36 - 29.59 元

报告日期：2011-03-11

发行数据

总股本(万股)	6,000
发行数量(万股)	2,000
网下发行(万股)	400
网上发行(万股)	1,600
保荐机构	华龙证券有限责任公司
发行日期	2011-03-16
发行方式	网下询价，上网定价

股东信息

刘晓东	51.74%
柳海彬	24.27%
刘晓俊	8.23%
温浩	6.41%
其他自然人股东	3.41%
张其忠	1.33%
周永生	1.07%
孙晓峰	1.07%
郑小柏	.87%
谢霖	.80%

李铁

 010-66581633
 执业证书编号

行业分析师

 litie2@essence.com.cn
 S1450511020014

1. 公司概况

1.1. 公司业务概要

上海百润香精香料有限公司设立于1997年6月19日。公司自设立以来，始终致力于食用香精和烟用香精的研发与生产，努力向市场提供满足顾客需求的产品和服务。公司产品的应用领域包括饮料、乳品、冰品、糖果、烘焙食品、咸味产品及烟草制品。

表1 公司主要产品

产品分类	主要产品	主要用途
食用香精	奶类香精、橙香精、苹果香精、番石榴香精、梨香精、芒果香精、牛油香精、蔗糖口感香精、粉末类香精	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	烤烟香精、烤烟加料香精、梗丝加料香精	烤烟、混合型烟
其他		口腔护理产品

数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

公司自2003年起就被认定为上海市高新技术企业，是国内最早将感官鉴评技术全面应用于调香及应用领域的香精制造企业之一。公司还创立应用部门，能小规模生产包括饮料、乳品、烘焙、冰品、糖果等食品，充分模拟各类食品的生产过程，准确把握产品特性，协助客户研发满足终端消费者需求的产品。

图1 公司主要产品列示图



图片来源：公司网站 安信证券研究中心

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。中国轻工业联合会评定的2009年度饮料行业前5强企业均为本公司的重要客户。

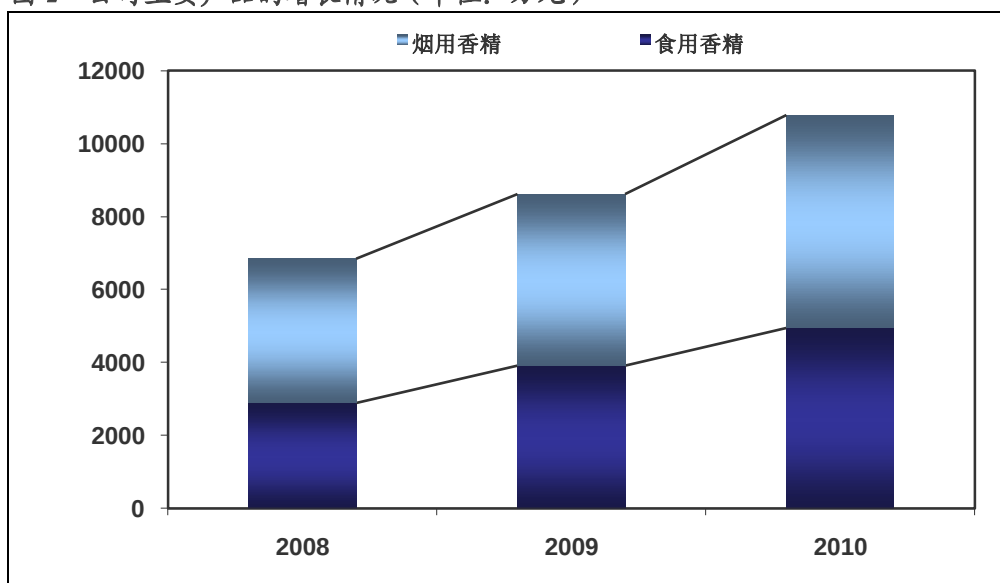
表 2 2009 年行业内排名居前部分企业销售收入及其市场份额情况(单位: 万元, %)

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: 前瞻商业资讯有限公司《中国香精香料行业产销需求与投资预测分析报告》

食用香精是公司近年来大力发展的一项重要业务。公司在市场开拓方面一直实行大客户战略, 经过多年的努力, 公司已成为众多知名食品饮料企业的香精供应商, 报告期内公司食用香精业务稳定增长, 销售收入增速加快。2008 年公司食用香精销售收入为 3,955.85 万元, 2009 年增加到 4,703.82 万元, 较 2008 年增长 18.91%, 2010 年达到 5,838.15 万元, 较 2009 年增长 24.12%。总体上来看, 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。

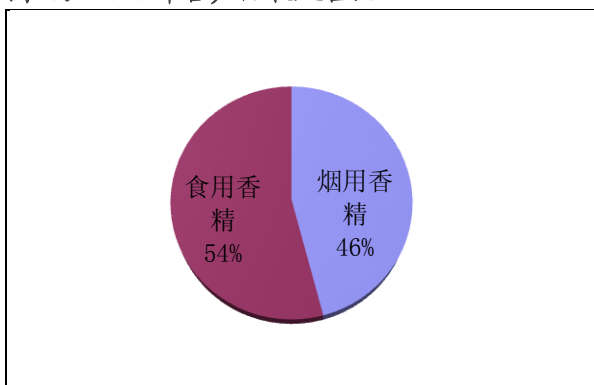
图 2 公司主要产品的增长情况(单位: 万元)



数据来源: 公司资料 安信证券研究中心

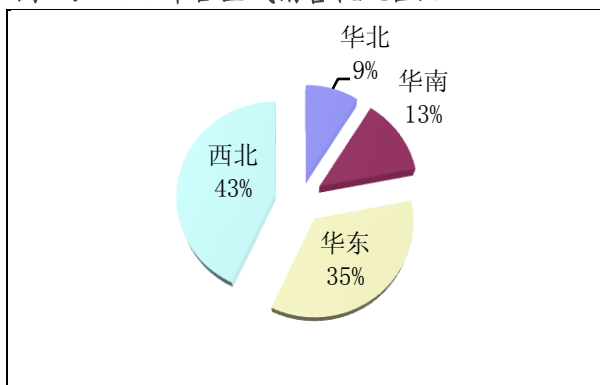
公司未来将保持烟用香精稳定的增长态势, 以食用香精为重点发展方向, 致力于有潜力的香精品种创新, 进一步提升食用香精产品的竞争力, 不断提高公司的盈利能力和抗风险能力。

图 3: 2010 年各产品收入占比



数据来源: 公司资料 安信证券研究中心

图 4: 2010 年各区域销售收入占比

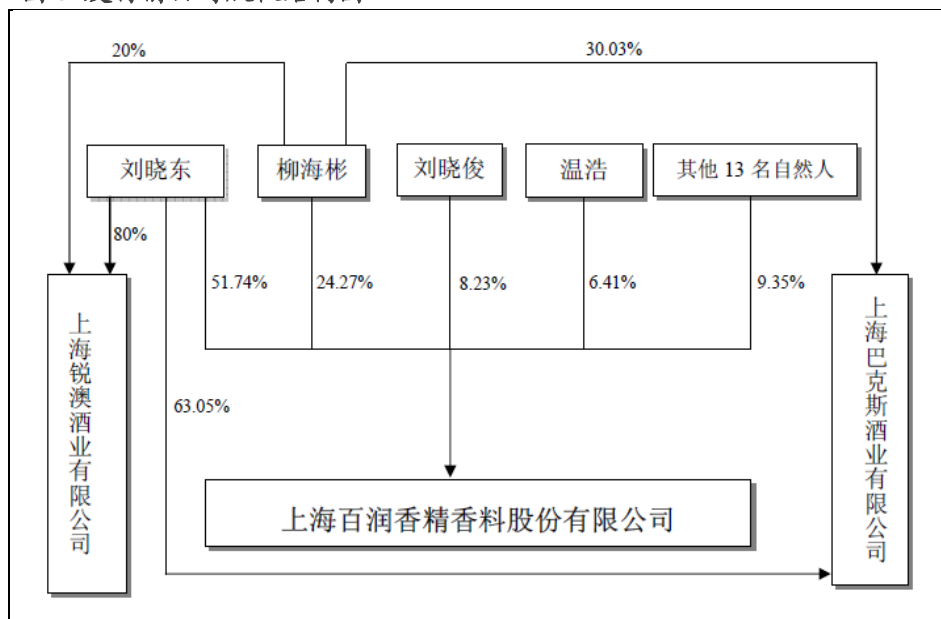


数据来源: 公司资料 安信证券研究中心

1.2. 公司发展历史沿革及股权结构

公司前身为上海百润香精香料有限公司, 设立于 1997 年 6 月 19 日, 由刘晓东、杜宇红、马小花、陆斌以及兰州津源化工有限责任公司共同以货币资金出资组建。2008 年 11 月 28 日, 公司全体发起人同意将净资产折股, 并将有限公司整体变更为股份有限公司。

图 5 发行前公司股权结构图



数据来源: 公司资料 安信证券研究中心

1.3. 公司实际控制人及重要股东概况

公司实际控制人为自然人刘晓东, 本次发行前持有本公司 51.74% 的股权。现任发行人董事长, 兼总经理, 任期自 2008 年 11 月至 2011 年 11 月。

2. 香精香料行业成长空间大

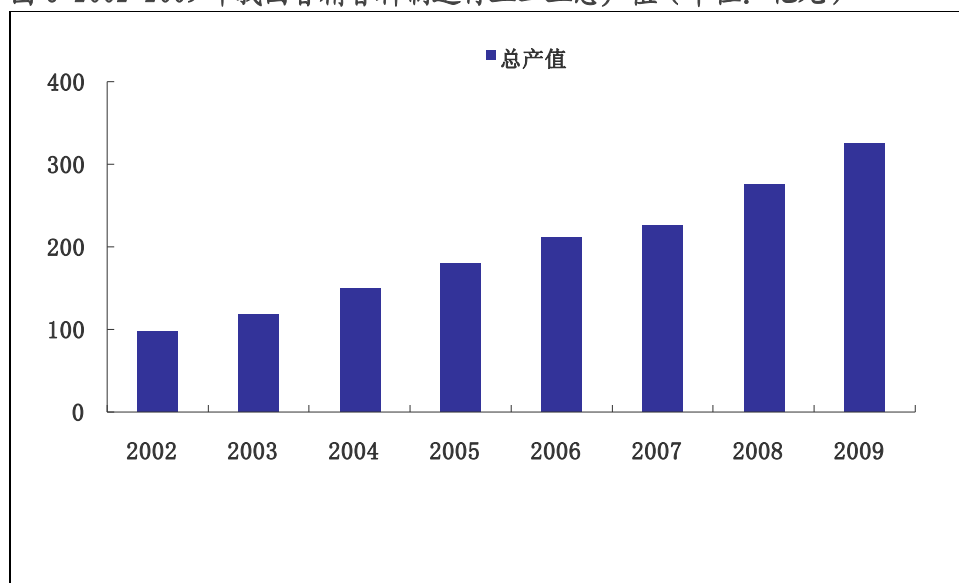
2.1. 行业概况

随着消费者环保意识的逐步增强和对自身健康的日渐关注，天然香料和使用天然香料调配的香精将逐渐成为市场消费的主流。

按产品用途分类，本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，并已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。

近年来国内香精香料制造行业呈现出良好的发展态势。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。

图 6 2002-2009 年我国香精香料制造行业工业总产值（单位：亿元）



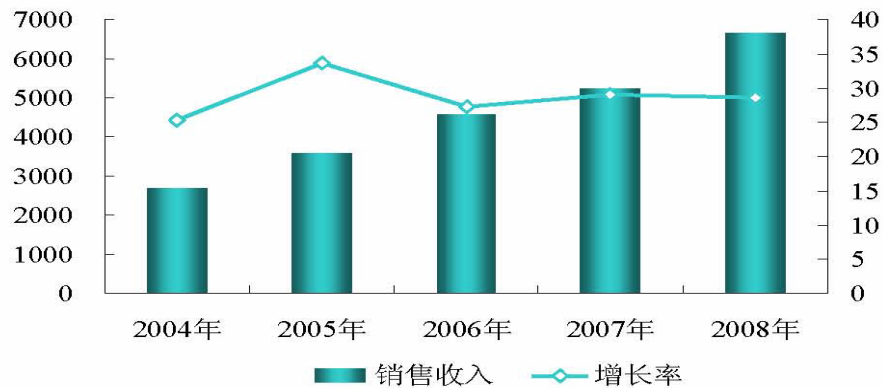
数据来源：公司资料 安信证券研究中心

2.2. 食品行业发展状况及市场需求

进入二十一世纪以后，食品工业的快速发展带动了食品香精香料行业的快速发展，人们的食品消费结构发生了巨大变化。“自给型”食品消费比重逐年下降，一些营养、方便、休闲、绿色的新型工业化食品的需求逐年增长，食用香精香料对食品风味起着举足轻重的作用，为食用香精香料的发展创造了难得的机遇。

2004-2008 年，我国食品制造行业销售收入始终保持高速稳定地增长，年均增长率均超过 25%。2008 年国内食品制造行业实现销售收入 6,662.10 亿元，同比增长 28.51%，2009 年 1-11 月份国内食品制造行业实现销售收入 7,903.64 亿元，同比增长 18.47%。

图 7 2004~2008 年我国食品制造行业销售收入趋势图（单位：亿元）



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

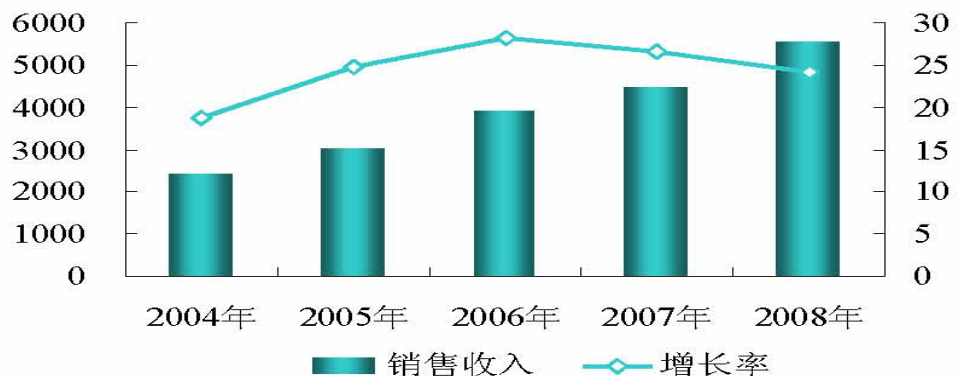
2.3. 饮料行业发展状况及市场需求

近年来，中国饮料市场发展迅速，已成为中国食品行业中发展最快的市场之一，拥有巨大的发展潜力和广阔市场空间。

从饮料消费水平分析，我国居民人均饮料消费量仍处于较低水平。数据显示，我国人均年消费软饮料约 8 公升，为世界平均水平的 1/5，西欧发达国家的 1/24。其中，果汁及果汁饮料人均年消费量仅 1 公升，约为西欧发达国家的 1/40。从长期发展趋势来看，随着我国全面建设小康社会和城市化建设步伐的不断加快，以及餐饮服务业的快速发展和居民收入水平的逐年提高，饮料产品将成为居民生活消费必需品的重要组成部分，饮料消费市场需求将长期保持快速增长的发展态势。

国内饮料行业销售收入自 2004 年以来以年均 15% 以上的速度持续快速增长，其中 2006 年增长速度最快，达到 28.15%。2008 年中国饮料行业实现销售收入 5,541.98 亿元，增速为 24.12%，2009 年 1-11 月中国饮料行业实现销售收入 6,642.61 亿元，增速为 19.93%。

图 8 2004~2008 年国内饮料行业销售收入趋势图（单位：亿元）



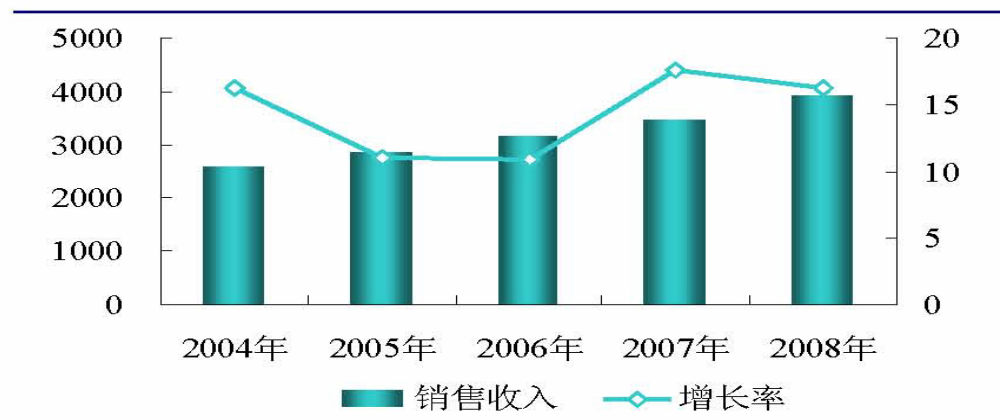
数据来源：公司资料 安信证券研究中心

2.4. 烟草行业发展状况及市场需求

自 2004 年以来，我国卷烟产销量呈现出均衡增长的发展态势。2004 年全国卷烟产量为 1.87 万亿支，至 2009 年，全国卷烟产量已攀升至 2.29 万亿支。数据显示，2008 年国内烟草行业实现销售收入 3,933.11 亿元，同比增长 16.28%，2009 年 1-11 月国内

烟草行业实现销售收入 4,434.11 亿元，同比增长 13.15%。

图 9 2004~2008 年国内烟草行业销售收入变化趋势图 单位：亿元



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

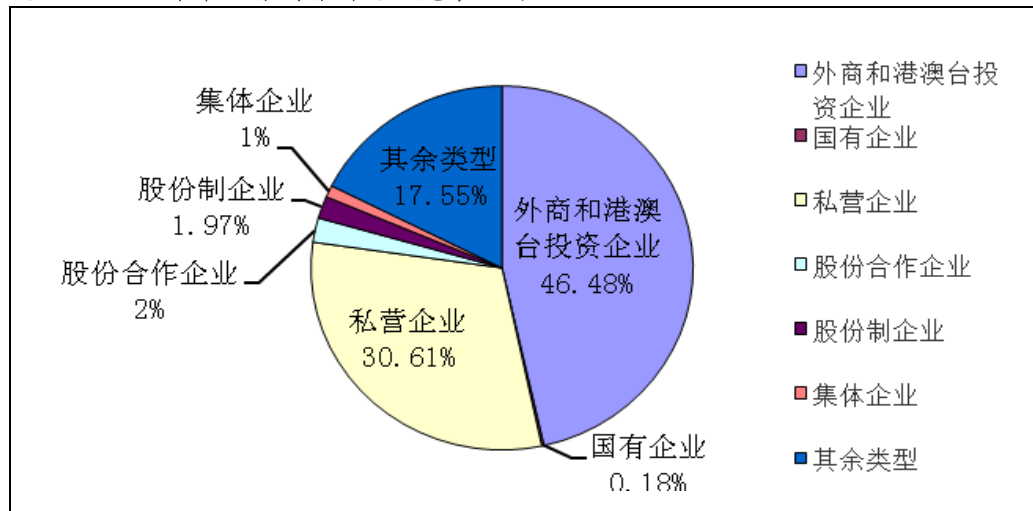
2.5. 我国得天独厚的资源优势

我国是天然香料植物资源大国，从南到北都有香料植物的分布。据不完全统计，我国拥有分属 62 个科的 400 余种香料植物，已有工业化生产的天然香料约 120 多种，约占天然香料总数的 60%。从国内香料工业地域分布来看，我国香料产地主要集中在长江以南地区，以广西、贵州、海南、云南、湖南、广东、福建、四川、湖北等产量最大。我国在香料植物资源和天然香料品种及数量方面均已在国际上占有重要地位，并已成为全球天然香料生产大国之一，为国内香精香料行业的长期稳定发展提供了有效的资源保障。

2.6. 行业竞争格局

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。由于中国香精香料市场拥有巨大的发展潜力与市场空间，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本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。

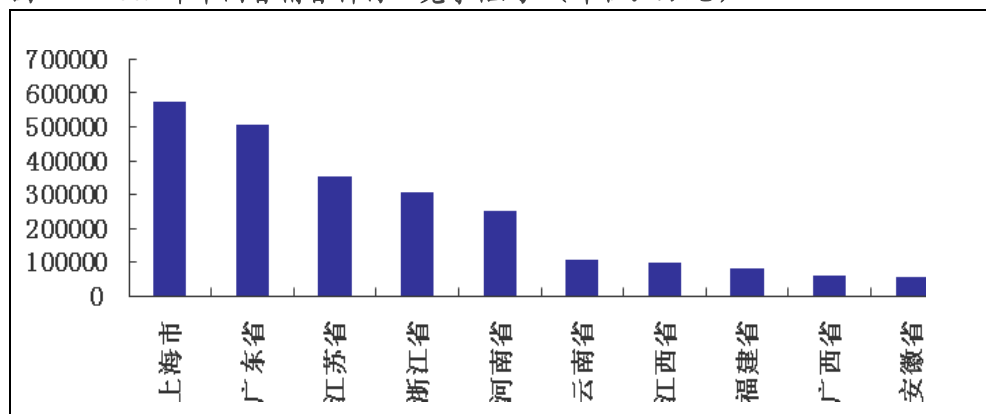
图 10 2009 年中国香精香料行业竞争格局



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

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。

图 11 2009 年中国香精香料行业竞争格局（单位：万元）



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

3. 公司的竞争优势

3.1. 技术创新优势

经过多年的发展与积累，公司已形成了完整的技术研发体系，通过自主研发、技术创新、技术转化等方式，保持行业中的技术领先优势，公司自 2003 年起就被认定为上海市高新技术企业。公司拥有一流的研发中心和先进的实验设备，汇集了众多业界资深调香师、应用工程师、分析化学师。

目前，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。公司自行研发的多项香精产品获得了有关部门的认定，公司自行研发的（无负重）乳化奶油香精、蔗糖口感香精与番石榴香精及其相关生产技术在国内外处于同行业领先水平，产品性能指标达到国际先进水平。

3.2. 客户优势

在发展烟用香精传统业务基础上，公司迅速发展食用香精业务，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

名食品、饮料客户，并与其建立了稳定的业务关系。优质的客户资源、良好的大客户优势，为公司将来业务实现迅速扩张奠定了坚实的基础。

表 3 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

数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

3.3. 品牌质量优势

多年来，公司始终坚持以“诚信务实、价值共享、永续经营”为企业经营理念，凭借稳定的产品质量、优异的产品性能、完善的售后服务在食品、饮料、烟草等行业中树立了“百润”优质的品牌形象，赢得了良好的市场声誉。1998 年，公司被国家烟草专卖局认定为烟用香精香料首批定点供应单位。2002 年，公司通过 ISO9001:2000 质量管理体系认证及 HACCP 食品安全卫生保证体系认证，成为国内最早通过上述两项认证的香精香料生产企业之一。2009 年，公司生产的“百润”牌香精荣获“上海名牌”产品称号。

3.4. 管理和服务创新优势

公司通过多角度的市场分析紧跟市场消费需求，依据科学手段结合公司自身及客户的市场策略，为客户提供全面的个性化产品解决方案，协助客户开发符合市场需求及消费潮流的新产品。此外，公司通过开展客户满意度工程，以“先于客户想到、先于客户做到”的服务创新理念，不断完善服务方法和服务内容，建立了行之有效的客户服务机制。

经过多年的发展与积累，公司已由单一生产型企业迅速发展成集研发、生产、服务于一身，并能为下游行业提供从设计到研发、从技术到应用、从方案到产品等整体产品解决方案的国内综合型食用香精和烟草香精骨干生产企业。目前，公司已在内部形成了完整的管理体系，建立了完善的管理制度，拥有一支经验丰富、高效、务实的优秀管理团队，并通过营造开放的企业环境与和谐的企业氛围，吸引了大批优秀管理人才的加盟。

3.5. 专业人才优势

目前公司拥有研发技术人员 42 名，其中调香师 10 名（资深调香师 5 名）。上述研发人员在生物萃取技术的应用、食品饮料研发和乳制品研发领域拥有丰富的调香和食品研发经验，通过相互合作的方式为客户提供从产品概念创新到工艺配方设计的整套产品解决方案。同时，公司与上海应用技术学院香精香料学院建立了长期的人才培养和项目技术合作关系。公司在专业人才配备方面已处于国内领先水平。

4. 公司经营模式简介

4.1. 采购模式

公司拥有独立的物资供应系统。采购部负责具体材料采购，由于公司对外采购的原料种类较多，各种原料的价格变化不一，为确保公司能根据原材料市场的变化情况，适时调整公司的采购政策和方式，提高公司的产品品质，降低生产成本。公司制订了《采购与付款内部控制制度》，建立并实施采购与付款内部控制制度，强化对关键方面或

者关键环节的风险控制，按照请购、审批、采购、验收、付款等规定的程序办理采购与付款业务，并在采购与付款各环节设置相关记录、填制相应凭证，建立完整的采购登记制度、核对制度。

公司根据《供方/原料/包材新增/替代批准作业指导书》，通过寻找、筛选、考察、评定等规范化管理流程，选择专业技术水平高、产品质量稳定、市场信誉好的供应商作为长期合作伙伴。公司采购部每年对合格供应商进行一次跟踪复评，对于连续多年被列为合格供应商的供货方，将通过公司内部制定长期采购计划及对其进行现场技术指导等方式与其建立长期稳定的合作关系。

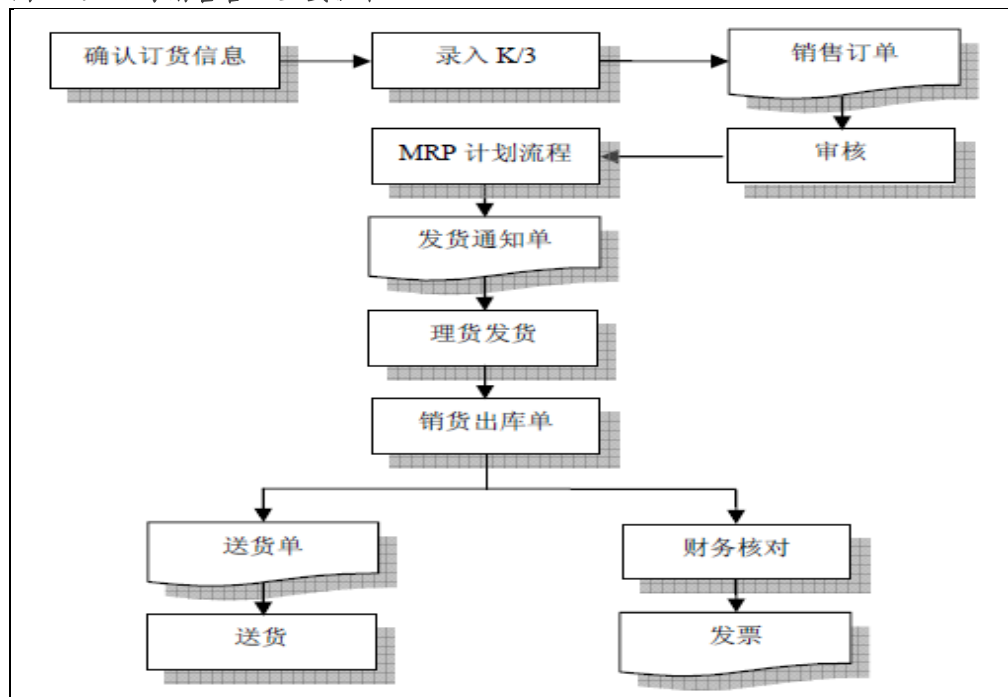
4.2. 销售模式

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。

4.2.1. 直销模式

公司在直销过程中实施大客户战略，针对重点客户和有重大行业影响力的客户由公司销售人员组建项目团队进行拓展与维护，通过不断优化客户结构以保证企业稳定的生产与盈利。公司制定了“以大客户为依托，以中小客户为辅助”的直销策略。目前，公司 90%的产品采用直销模式进行，并由直销总监下属的市场部、大客户直销部及设在北京和广州的办事处负责全国范围的产品直销。公司在直销过程中实行销售订单管理制度，并及时根据市场情况、新增客户订单情况及新产品开发计划对销售计划进行相应调整。

图 12：公司销售管理主要流程



数据来源：公司资料 安信证券研究中心

4.2.2. 分销模式（经销商模式）

公司以区域为单元授权一家或若干家经销商经营公司产品。在该销售模式下，公司以经销协议为基础明确协议各方应承担的责任、义务与风险。该模式的运行方式为，由经销商根据其开发的客户的采购需求向公司下产品订单，公司依订单组织生产、发货。公司 10%的产品通过全国范围内 10 余家授权经销商进行销售，并由公司综合事业部负责对各区域经销商进行统一管理。

5. 募投项目分析

本次发行股票募集资金将根据项目的轻重缓急按下表排列顺序投资于以下项目：

表 4：募集资金项目

单位：万元

项目名称	投资总额	备案（核准）情况
研发中心建设项目	11,979.51	业经上海市张江高科技园区管理委员会沪张江园区管备[2010]016号文件备案
扩建厂房、扩大产能项目	6,933.90	业经上海市浦东新区发展和改革委员会沪浦发改审备南（2009）047号文件备案
合计	18,913.41	

数据来源：公司资料 安信证券研究中心

● 研发中心建设项目

项目总投资为11,979.51 万元，项目投资估算详见下表：

表 5：投资估算表

序号	项目	投资额合计（万元）	占总投资%
1	建筑工程	8,061.74	67.30
2	设备	3,061.00	25.55
3	安装工程	154.31	1.29
4	其他费用	702.46	5.86
	合计	11,979.51	100.00

数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

● 扩建厂房、扩大产能项目

项目总投资为6,933.90 万元，项目投资估算详见下表：

表 6：投资估算表

序号	项目	投资额合计（万元）	占总投资%
1	建筑工程	1,918.50	27.67
2	设备	3,655.00	52.71
3	安装工程	430.40	6.21
4	其他费用	930.00	13.41
	合计	6,933.90	100.00

数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

公司目前香精产品的设计产能为1,200吨/年，由于公司产品为非标准化产品，具有多品种、小批量、多批次的特点，因此公司香精产品的实际产能为1,000吨左右。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。研发中心工程项目完成后，将极大提升公司研发能力和创新能力，促使公司不断推陈出新，增加新产品，加快新产品上市速度，促进现有食用香精和烟用香精业务的快速发展。

6. 盈利预测与定价分析

我们预测公司 2011、2012 和 2013 年的销售收入将分别实现增长 30.80%、24.10%和 24.90%，摊薄后的 EPS 分别为 0.70、0.87、1.14 元。目前 A 股食品饮料行业上市公司 2011 年的 PE 水平约为 30-35 倍。给予 2011 年（EPS=0.70）30-35 x PE，对应 21.00-24.50 元作为建议询价区间。

表 7 公司食用香精和烟用香精销售及预测

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
食用香精						
销量(公斤)	590965	560521	754666	1056532	1373492	1785540
单价(元/公斤)	66.94	83.92	77.36	78.91	80.49	82.10
销售额(元)	39559188	47038885	58380956	83368006	110545976	146583964
成本(元)	15752469	15602798	19843687	26669425	33152738	41028851
烟用香精						
销量(公斤)	219530	292686	337421	388034	426838	469521
单价(元/公斤)	132.04	133.88	146.74	149.67	152.67	155.72
销售额(元)	28986741	39184762	49513158	58078934	65164564	73114640
成本(元)	6475638	7582251	8882660	9838571	10387231	10923327

数据来源：安信证券研究中心

表 8 A 股近一个月中小企业板首日涨跌幅

股票代码	简称	上市日期	发行价	收盘价	涨跌幅 %
002559	亚威股份	2011-3-3	40	38.4	-4
002560	通达股份	2011-3-3	28.8	32.45	12.67
002561	徐家汇	2011-3-3	16	20.93	30.81
002555	顺荣股份	2011-3-2	35	36.88	5.37
002556	辉隆股份	2011-3-2	37.5	38.68	3.15
002557	洽洽食品	2011-3-2	40	38.22	-4.45
002558	世纪游轮	2011-3-2	30	38.13	27.10
002551	尚荣医疗	2011-2-25	46	60.01	30.46
002552	宝鼎重工	2011-2-25	20	25.55	27.75
002553	南方轴承	2011-2-25	17	25.16	48
002554	惠博普	2011-2-25	26	28.71	10.42
002547	春兴精工	2011-2-18	16	22.01	37.56
002548	金新农	2011-2-18	24	28.05	16.88
002549	凯美特气	2011-2-18	25.48	37.5	47.17
002550	千红制药	2011-2-18	32	39.22	22.56
002545	东方铁塔	2011-2-11	39.49	41.17	4.25
002546	新联电子	2011-2-11	33.8	46.4	37.28

数据来源: Wind 安信证券研究中心

考虑到上市首日存在一定的溢价, 参照近一个月中小板上市公司首日的价格区间 25.36-29.59 元, 约为 2011 年 36-42 倍的 PE。

7. 风险提示

市场竞争的风险

近年来, 中国香精香料行业发展迅速, 已经发展成为一个完全竞争性的行业。国内已涌现出广东、上海、浙江等香精香料工业较为发达、生产企业较为集中的产业集群地, 同时众多国际知名香精香料生产企业纷纷在中国投资建厂, 国内香精香料市场已逐渐形成国内市场国际化的竞争格局, 企业将直接面对激烈的国际化竞争。本公司如不能尽快提升研发能力, 扩大产能, 提高品牌知名度, 保持和加强竞争优势, 将面临市场占有率下降的风险。

产业政策风险

目前, 我国对香精香料制造行业实行许可证管理制度。国际性组织制定并颁布的产品标准及行业规范, 对国内香精香料行业的发展起重要的指导作用, 同时也对我国近几年香精香料行业的市场容量、发展速度、收益水平产生了较大影响。若上述法律、法规、政策及标准发生变化, 而公司未能针对上述变化及时在产品结构、生产技术及产品性能等方面做出相应调整与完善, 则将对公司的未来发展产生直接影响。

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。目前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、创造良好的工作和文化氛围等, 但如果公司技术人员发生较大规模的流失, 将增加本公司实现战略目标的难度。

募投项目风险

公司本次发行募集资金投资项目总额为 18,913.41 万元。其中，研发中心建设项目投资额为 11,979.51 万元，扩建厂房、扩大产能项目投资额为 6,933.90 万元。项目实施后，公司的生产规模将迅速扩大。尽管公司目前订单充足，但如国家产业政策或市场需求发生不可预见的重大变化，则将直接影响上述投资项目预期收益的实现。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2011-3-11		
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	91.4	108.9	142.4	176.7	220.7	成长性					
减: 营业成本	26.5	29.1	36.9	43.9	52.3	营业收入增长率	4.8%	19.1%	30.8%	24.1%	24.9%
营业税费	0.8	0.4	0.5	0.6	0.8	营业利润增长率	78.4%	18.8%	35.6%	28.1%	28.6%
销售费用	8.4	9.4	11.4	14.1	17.7	净利润增长率	81.2%	21.0%	29.8%	24.5%	31.5%
管理费用	20.4	22.4	28.5	35.3	44.1	EBITDA 增长率	50.5%	15.8%	42.5%	29.3%	28.3%
财务费用	0.5	0.1	1.4	1.0	0.7	EBIT 增长率	60.5%	17.5%	38.2%	26.9%	27.9%
资产减值损失	0.1	0.4	0.1	0.1	0.2	NOPLAT 增长率				23.5%	30.7%
加: 公允价值变动收益	0.0	-0.0	-	-	-	投资资本增长率	-13.5%	128.0%	20.2%	18.5%	15.7%
投资和汇兑收益	4.8	0.0	0.0	0.0	0.0	净资产增长率	50.6%	12.2%	40.4%	20.9%	22.7%
营业利润	39.5	47.0	63.7	81.6	104.9	利润率					
加: 营业外净收支	1.4	2.9	1.0	-1.0	1.0	毛利率	71.0%	73.3%	74.1%	75.1%	76.3%
利润总额	40.9	49.8	64.7	80.6	105.9	营业利润率	43.2%	43.1%	44.7%	46.2%	47.5%
减: 所得税	5.5	6.9	9.0	11.2	14.7	净利润率	38.8%	39.4%	39.1%	39.3%	41.3%
净利润	35.5	42.9	55.7	69.4	91.2	EBITDA/营业收入	46.7%	45.4%	49.5%	51.6%	53.0%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	43.8%	43.2%	45.7%	46.7%	47.9%
货币资金	45.1	19.6	39.2	42.5	57.2	运营效率					
交易性金融资产	0.8	-	-	-	-	固定资产周转天数	111	84	127	196	216
应收账款	27.5	40.5	53.0	65.8	82.2	流动营业资本周转天数	150	136	124	114	110
应收票据	0.6	0.7	0.9	1.1	1.4	流动资产周转天数	322	253	219	228	223
预付账款	0.8	0.4	-0.0	-0.5	-1.2	应收账款周转天数	66	51	59	60	60
存货	7.8	9.1	11.5	13.7	16.3	存货周转天数	33	28	26	26	24
其他流动资产	0.0	0.0	-1.2	-2.0	-3.0	总资产周转天数	456	479	520	522	496
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	284	363	425	408	382
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	33.6%	36.2%	33.5%	34.5%	37.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	31.0%	24.4%	23.6%	25.0%	27.6%
固定资产	25.8	25.2	75.7	116.7	148.1	ROIC	46.4%	64.3%	37.3%	38.3%	42.3%
在建工程	-	74.4	45.2	27.7	17.2	费用率					
无形资产	5.9	5.8	5.9	6.0	6.1	销售费用率	9.1%	8.7%	8.0%	8.0%	8.0%
其他非流动资产	-	0.1	5.7	6.0	6.2	管理费用率	22.3%	20.6%	20.0%	20.0%	20.0%
资产总额	114.3	175.7	235.9	277.0	330.7	财务费用率	0.6%	0.1%	1.0%	0.6%	0.3%
短期债务	-	45.0	44.8	44.6	44.4	三费/营业收入	32.0%	29.4%	29.0%	28.6%	28.3%
应付账款	6.2	8.1	17.2	20.5	24.5	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	7.7%	32.6%	29.5%	27.4%	25.4%
其他流动负债	2.5	4.1	7.5	10.9	15.2	负债权益比	8.3%	48.3%	41.8%	37.8%	34.1%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	9.43	1.23	1.49	1.59	1.82
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	8.54	1.07	1.32	1.41	1.63
负债总额	8.8	57.2	69.5	76.0	84.0	利息保障倍数	76.40	390.42	47.67	81.64	144.87
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	60.0	60.0	80.0	80.0	80.0	DPS(元)	-	0.50	0.35	0.43	0.57
留存收益	45.6	58.5	86.3	121.0	166.6	分红比率	0.0%	69.9%	50.0%	50.0%	50.0%
股东权益	105.6	118.5	166.3	201.0	246.6	股息收益率					
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	35.5	42.9	55.7	69.4	91.2	EPS(元)	0.59	0.72	0.70	0.87	1.14
加: 折旧和摊销	2.9	2.6	5.4	8.5	11.2	BVPS(元)	1.76	1.97	2.08	2.51	3.08
资产减值准备	0.1	0.4	0.1	0.1	0.2	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损失	-0.0	0.0	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	2.8	0.9	0.3	1.4	1.0	P/FCF	-	-	-	-	-
投资收益	-4.8	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	10.1	-4.9	-1.6	-7.3	-9.5	CAGR(%)	25.1%	28.6%	28.5%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	44.2	39.4	61.0	71.7	93.8	PEG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-22.0	-76.4	-32.1	-32.1	-32.1	ROIC/WACC	10.8	14.9	8.7	8.9	9.8
融资活动产生现金流量	-16.0	11.5	-9.4	-35.9	-46.6	REP	-	-	-	-	-

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

李铁，食品饮料行业分析师。经济学学士，格拉斯哥大学（Glasgow University）会计和财务管理硕士，中国注册会计师、中国注册税务师。曾就职于德勤华永会计师事务所，2008年1月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

李铁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034