

百润股份 (002568.SZ) 食品行业

评级: 买入 维持评级

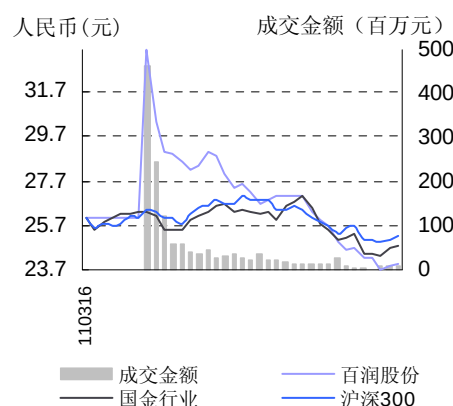
公司研究

市价(人民币): 23.99 元
目标(人民币): 23.56-26.92 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	16.00
总市值(百万元)	1,919.20
年内股价最高最低(元)	33.61/23.70
沪深 300 指数	3153.22
中小板指数	6831.90



香精香料第一股, 中国风中国味;

公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.591	0.715	0.673	0.875	1.097
每股净资产(元)	1.76	1.97	8.47	9.34	10.44
每股经营性现金流(元)	0.74	0.66	0.63	0.83	1.04
市盈率(倍)	N/A	N/A	35.92	27.63	22.03
行业优化市盈率(倍)	115.21	115.21	115.21	115.21	115.21
净利润增长率(%)	81.16%	21.04%	25.44%	30.02%	25.40%
净资产收益率(%)	33.60%	36.23%	7.95%	9.37%	10.51%
总股本(百万股)	60.00	60.00	80.00	80.00	80.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **极具吸引力的高增长、高毛利率行业**, 百润是国内香精上市首个标的。10 年公司收入 1.1 亿元(其中食用香精、烟用香精收入分别为 5838 万元、4951 万元, 毛利率 66%和 82%), 共实现净利润 4293 万元, 净利润率 39.4%。2008 到 2010 年年收入复合增长率 11.71%, 营业利润复合增长率 45.57%, 净利润增长 48.08%; 综合毛利率从 56.15%大幅提升至 73.27%。香精原料价格波动较小, 上游价格波动可以有效向下游传导, 下游定制化的产品有较强的议价能力。在目前全球通胀的形式背景下, 百润公司具有较强的防御能力。
- **大客户粘性、公司产品特色以及强大研发实力保障公司的高盈利能力持续**。公司通过 2-3 年的周期与客户共同研发新产品并推向市场, 香精产品因其整体香气风味上具有独特性和难以复制的特点, 具有较大的客户粘性。公司目前拥有国内前五大饮料厂商, 且食用香精在客户采购额中占比依然较小(公司占娃哈哈香精采购额不足 5%), 未来潜在增长空间较大。国内 30 名资深调香师, 百润拥有 5 名, 研发实力可见一斑。
- **行业呼唤国内龙头企业, 百润手握上亿超募资金期待整合预期**。国内香精香料行业鱼龙混杂需要行业整合, 上市之后百润公司手握上亿元超募集资金, 企业管理层战略定位清晰, 提供了收购兼并等行业整合的超预期可能。

估值及投资建议

- 11 年-13 年公司摊薄后 EPS 分别为 0.673 元、0.875 元和 1.097, 同比增长 25.44%、30.02%和 25.40%。销售收入分别为 1.38、1.72 和 2.24 亿, 同比增长 26.6%、25.1%和 30.1%。考虑到公司未来的成长性及中小公司的估值溢价, 给予 35-40X11PE, 对应合理价位在 23.56-26.92 元。

风险

- 食品安全风险, 税收优惠取消的风险, 技术人员流失的风险。

陈钢

分析师 SAC 执业编号: S1130511030031
(8621)61038215
cheng@gjzq.com.cn

内容目录

盈利预测及投资建议	4
三高潜质企业：高新技术壁垒、高毛利率、高增长	5
市场反应迅速、与客户共同成长、研发能力领先	7
行业增长稳定，行业外资占主导	7
下游需求总体保持旺盛：烟草香精现金牛、食品饮料行业为高速增长动力	8
饮料香精：重要客户关系已经建立，新产品更新换代频率高带来抢占市场机会	9
大客户服务持续增长，产品粘性强盈利能力持续	11
公司大客户战略逐步进入收获时期	11
产品高粘性保障公司盈利能力持续	11
并购将是公司快速增长的新引擎	12
风险提示	12
附录：三张报表预测摘要	13

图表目录

图表 1：销售收入预测	4
图表 2：公司销售收入稳步增长	5
图表 3：高毛利率为食品饮料香精香料行业一大亮点	5
图表 4：食用香精、烟用香精为公司的主要产品	6
图表 5：分产品毛利情况	6
图表 6：香精成本占香烟销售比例低	6
图表 7：食用香精成本和售价比较稳定	6
图表 8：烟用香精成本和售价比较稳定	6
图表 9：香精香料大行业规模达 300 亿元	8
图表 10：香精香料产量稳定增长	8
图表 11：国内外知名企业市场占有率	8
图表 12：本土香精企业排名	8
图表 13：我国香烟消费量趋于稳定	9
图表 14：公司对甘肃烟草销售额逐年增加	9
图表 15：我国人均饮料消费量仍然很低	10
图表 16：软饮料增速一直保持在 20% 以上	10
图表 17：碳酸饮料增速 10% 以上	10
图表 18：软饮料增速一直保持在 20% 以上	10
图表 19：果汁类饮料保持 20% 以上高增长	10

图表 20: 茶饮料 09 年来势头迅猛	10
图表 21: 公司持续向食品饮料香精生产企业转型	11
图表 22: 公司食品饮料香精市场渗透进程	11
图表 23: 公司主要的客户	11
图表 24: 主要客户所占销售收入比重	11

盈利预测及投资建议

■ 盈利预测核心假设: 公司 11 年保持原有大客户的增长预期, 预计食用香精增长幅度在 32%左右, 主要来自于前五大饮料厂商和第二梯队的饮料和乳制品厂商的需求增长。烟用香精增速预计跟甘肃烟草整体增长呈线性关系, 预计为 20%左右。

■ 投资建议: 11 年-13 年公司摊薄后 EPS 分别为 0.673 元、0.875 元和 1.097, 同比增长 25.44%、30.02%和 25.40%。销售收入分别为 1.38、1.72 和 2.24 亿, 同比增长 26.6%、25.1%和 30.1%。目前在香港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, 其 2009-2011 年平均动态市盈率分别为 28.47 倍、21.22 倍和 17.74 倍, 考虑到公司未来的成长性及中小公司的估值溢价, 给予 35-40X11PE, 对应合理价位在 23.56-26.92 元。

图表1: 销售收入预测

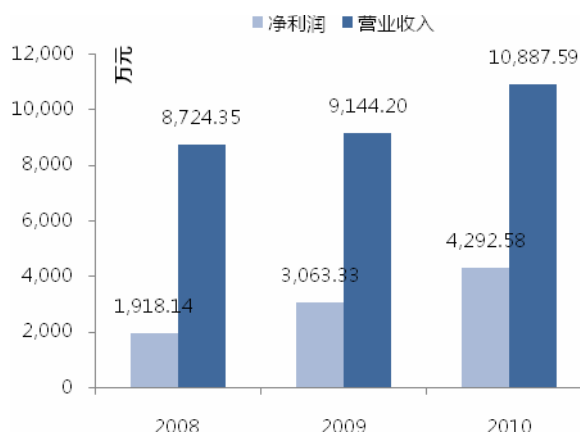
项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
食用香精						
平均售价 (万元/吨)	6.69	8.39	7.73	8.43	9.20	10.20
增长率 (YOY)	N/A	25.27%	-7.78%	9.02%	9.13%	10.87%
销售数量 (吨)	591.00	561.00	755.00	920.00	1,105.00	1,350.00
增长率 (YOY)	N/A	-5.08%	34.58%	21.85%	20.11%	22.17%
销售收入 (百万元)	39.56	47.04	58.38	77.56	101.66	137.70
增长率 (YOY)	N/A	18.91%	24.11%	32.85%	31.08%	35.45%
毛利率	60.18%	66.83%	66.01%	66.00%	66.00%	66.00%
销售成本 (百万元)	15.75	15.60	19.84	26.37	34.56	46.82
增长率 (YOY)	N/A	-0.95%	27.18%	32.89%	31.08%	35.45%
毛利 (百万元)	23.81	31.44	38.54	51.19	67.10	90.88
增长率 (YOY)	N/A	32.05%	22.58%	32.83%	31.08%	35.45%
占总销售额比重	45.34%	51.44%	53.62%	56.27%	58.96%	61.39%
占主营业务利润比重	44.01%	48.72%	48.47%	51.76%	54.46%	56.93%
烟用香精						
平均售价 (万元/吨)	13.18	13.37	14.69	16.00	17.00	19.00
增长率 (YOY)	N/A	1.48%	9.89%	8.89%	6.25%	11.76%
销售数量 (吨)	220.00	293.00	337.00	370.00	410.00	450.00
增长率 (YOY)	N/A	33.18%	15.02%	9.79%	10.81%	9.76%
销售收入 (百万元)	28.99	39.18	49.52	59.20	69.70	85.50
增长率 (YOY)	N/A	35.15%	26.39%	19.55%	17.74%	22.67%
毛利率	77.66%	80.65%	82.06%	80.00%	80.00%	80.00%
销售成本 (百万元)	6.48	7.58	8.88	11.84	13.94	17.10
增长率 (YOY)	N/A	17.06%	17.18%	33.27%	17.74%	22.67%
毛利 (百万元)	22.51	31.60	40.64	47.36	55.76	68.40
增长率 (YOY)	N/A	40.35%	28.60%	16.55%	17.74%	22.67%
占总销售额比重	33.23%	42.85%	45.48%	42.96%	40.42%	38.12%
占主营业务利润比重	41.62%	48.97%	51.11%	47.89%	45.26%	42.85%
销售总收入 (百万元)	87.24	91.44	108.88	137.82	172.42	224.30
销售总成本 (百万元)	33.15	26.91	29.37	38.93	49.22	64.66
毛利 (百万元)	54.10	64.53	79.51	98.89	123.20	159.64
平均毛利率	62.01%	70.57%	73.03%	71.75%	71.45%	71.17%

来源: 国金证券研究所

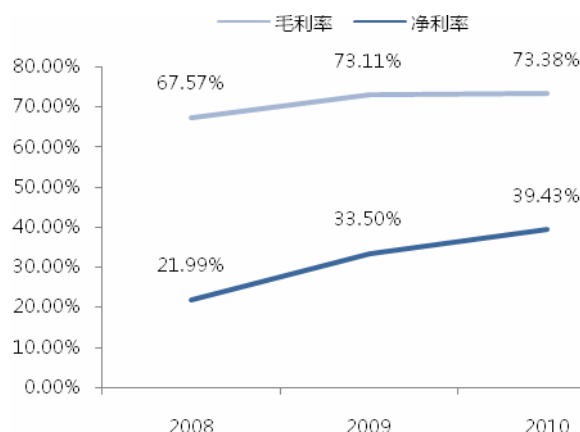
三高潜质企业：高新技术壁垒、高毛利率、高增长

■ “以研带产”的烟草、食品饮料用香精公司。百润股份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。公司的业务模式是以研发为先导，以技术、服务和产品为载体，为客户提供产品整体解决方案的一种创新盈利模式，具有典型轻资产、重研发以及高技术含量、高附加值的知识密集型高新技术企业的特征。

图表2：公司销售收入稳步增长



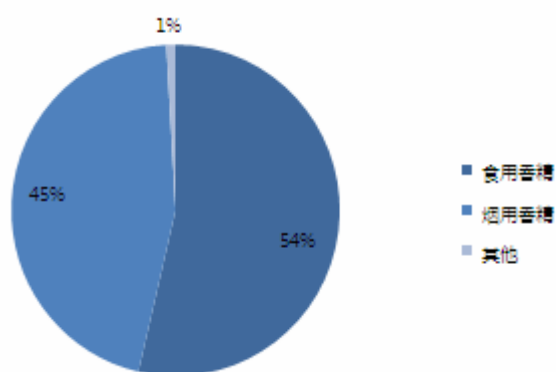
图表3：高毛利率为食品饮料香精香料行业一大亮点



来源：国金证券研究所

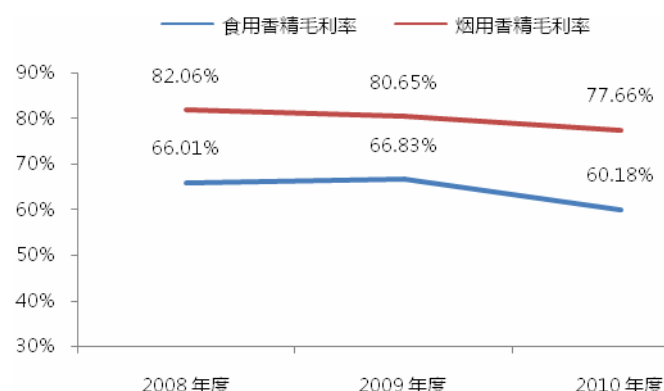
■ 业绩稳中有升毛利率稳定、抗通胀能力强、价格敏感度低。公司营业收入一直保持稳定增长的良好态势，从 2008 年的 8724 万元达到 2010 年的 10888 万元，年复合增长率 11.71%。营业利润从 2008 年的 2216 万元达到 2010 年的 4697 万元，年复合增长率 45.57%；净利润从 2008 年的 1958 万达到 2010 年的 4293 万元，复合增长率 48.08%；综合毛利率从 2008 年的 56.15%达到 2010 年的 73.27%，出现很大程度的提升。报告期内，食用香精和烟用香精销售收入为公司的主要收入来源，其中食用香精销售业务收入增长较快，其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。烟用香精作为公司多年经营的传统产品，是公司较为稳定的现金流来源。食用和烟用香精近年来原料的采购价格和成品市场销售价格波动较小，受到经济周期影响不大。2008 年、2009 年及 2010 年，公司食用香精毛利率基本保持稳定，烟用香精毛利率呈上升的态势。虽然香精是食品工业中的必需品，但是采购的成本占食品生产成本的 1%以下，在大量的百润客户中除非客户用量非常巨大，才会提出议价需求，否则下游对于产品的价格并不敏感，所以不需要同行业间进行价格战降低毛利率以抢占市场，以上因素决定了在目前全球通胀的形式背景下，百润公司具有较强的防御能力。

图表4：食用香精、烟用香精为公司的主要产品



来源：国金证券研究所

图表5：分产品毛利情况

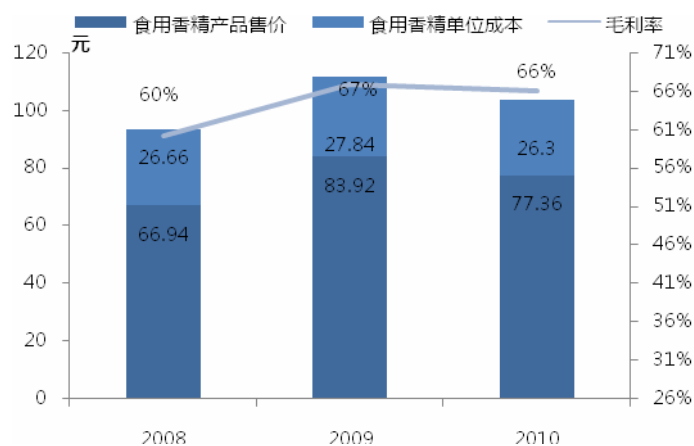


来源：国金证券研究所

图表6：香精成本占香烟销售比例低

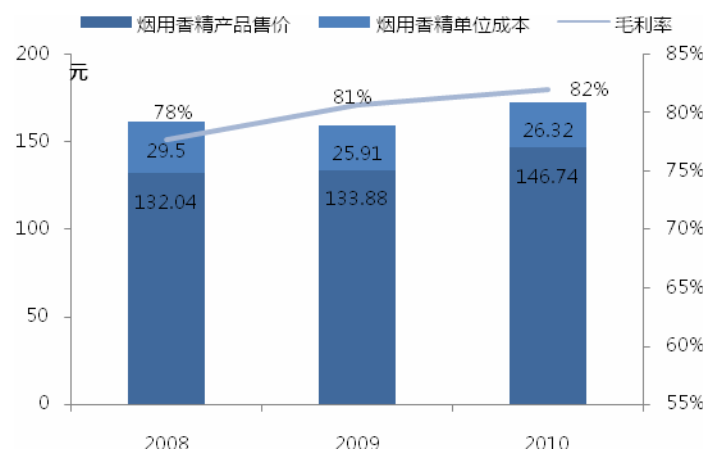
焙烤类食品	0.1%-0.3%
肉制品	0.3%-0.8%
膨化食品	0.3%-0.8%
糖果	0.5%-0.8%
乳制品	0.03-0.05%
饮料	0.05%左右
香烟	0.5%左右

图表7：食用香精成本和售价比较稳定



来源：国金证券研究所

图表8：烟用香精成本和售价比较稳定



市场反应迅速、与客户共同成长、研发能力领先

■ 百润无论从产品种类和营业收入都无法与国际巨头抗衡。但由于食品饮料口感疲劳周期较短，新产品推广比例非常高，所以百润利用自身特色，有一定的抢占市场新产品的能力。由于我国有悠久的饮食文化，国内外的口味差异巨大，百润作为本土企业更熟悉中国老百姓口味的变化和需求；外资不擅长的地方，比如茶饮料/花草茶；中国特色的产品；中国风、中国味的流行；菊花茶，红豆沙的风味等等，这些都是百润的技术强项；同时百润对柑橘属的研究，在该领域也处于国际领先地位。所以百润的机会在于做中国特色的产品，并开发市场中外资不擅长的产品。

■ 作为本土民营企业，百润市场反应迅速、决策流程简单。目前本土市场的前五名均是国外巨头，机构庞大组织机构复杂，中国市场的重大决策通过执行层反馈给国外决策层的流程多时间久，相比这些巨头企业，百润的特色在于船小好调头，组织中的结构层次简单，只要经营班子定出可行性方案，由董事会讨论通过，就可迅速执行。决策与执行环节少，使得决策集中高效，执行快速有力。在瞬息万变的香精市场，终端客户的产品需求更新快速，而香精产品一旦使用难以替代的特性使得抢占市场先机就变得尤为重要，百润的快速反应能力是其一大竞争优势。

■ 市场调研预判与客户共同成长。百润公司根据食品、饮料市场流行需求及生产企业拟订的新产品推出计划，选择符合公司技术水平及研发能力，且产品附加值较高的项目进行香精研发及配方试验，通过研发试制符合市场流行趋势的香精品种，向客户提出产品改良或新产品建议，在协助客户进行产品创新的同时获取新的项目合作机会，为公司研发的香精产品开辟新的市场空间。百润股份密切关注国外产品的发布情况，善用跟随策略。与此同时百润还与客户共同进行未来市场的消费口味预测和调研工作，更好的对市场做出预判并即时生产出新产品抢占市场。

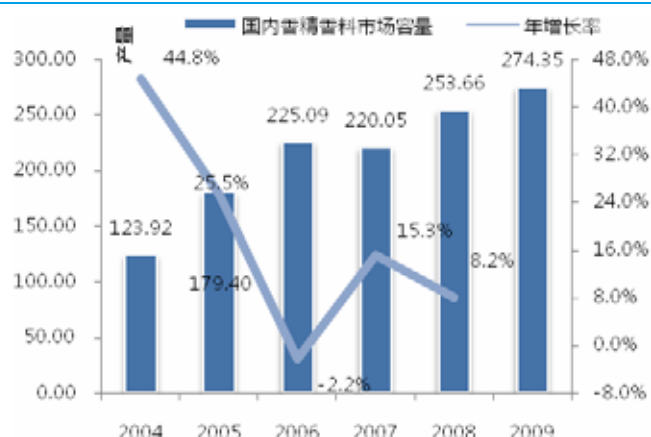
■ 调香能力和研发能力均处于领先。调香是一门半科学半艺术的技术，和艺术行业有所类似，调香行业的核心资产在于香精行业内的“艺术家”——调香师，调香师几乎直接决定了企业的研发实力。目前公司拥有研发技术人员 42 名，其中资深调香师 5 名（全国不超过 30 名），科研实力在国内行业处于领先地位。上述研发人员在生物萃取技术的应用、食品饮料研发和乳制品研发领域拥有丰富的调香和食品研发经验，通过相互合作的方式为客户提供从产品概念创新到工艺配方设计的整套产品解决方案。同时，公司与国内香精香料行业的专业院校——上海应用技术学院香精香料学院建立了长期的人才培养和项目技术合作关系。并且公司拥有多项国内外专利技术，被评为国家高新技术企业。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。

行业增长稳定，行业外资占主导

■ 香精市场 2010 年市场 300 亿元左右规模。目前，香精香料行业的规模达到 300 亿元左右，2007 年-2010 年平均增速达到 18%。近年来我国香精香料行业总体保持平稳增长。06-10 年，我国香精香料行业收入复合增长率 14.8%，利润总额复合增长率 17.5%。2010 年，香精香料行业收入 357 亿元，同比增长 30%，利润总额 44.4 亿元，同比增长 32%。

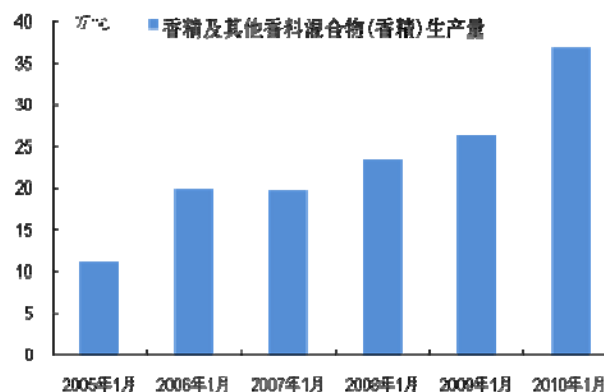
■ 香精行业细分行业差别较大。香精行业可细分为日化香精、烟用香精、食品饮料香精三子行业，日化香精主要为日化用品，如香皂、洗发水等，占比达 60%左右，烟用香精占比达 25%左右，食品饮料香精占比达 10%左右。由于每个细分市场的产品定制化和差异化的特点，难有大型企业可以垄断所有市场。

图表9：香精香料大行业规模达 300 亿元



来源：国金证券研究所

图表10：香精香料产量稳定增长



来源：国金证券研究所

■ 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。外资企业诸如华宝国际、中国香精香料、奇华顿 (Givaudan)、芬美意 (Firmenich)、国际香料 (IFF) 等国际著名香精香料公司, 凭借品牌、技术、研发实力和经营理念占据国内市场份额的半壁江山。外资占领的已有产品市场份额, 国内公司短期内难以撼动, 本土的新产品需求方是本土企业的机会。

图表11：国内外知名企业市场占有率

企业名称	销售收入 (万元)	市场份额 (%)
华宝国际 (00336.HK)	208406	7.60
中国香精香料 (03318.HK)	58960	2.15
芬美意香料 (中国) 有限公司	74,171.7	2.70
国际香料 (中国) 有限公司	65,535.7	2.39
德之馨 (上海) 有限公司	58,272.9	2.12
上海奇华顿有限公司	52,942.5	1.93
国际香料香精 (杭州) 有限公司	45,048.7	1.64

来源：国金证券研究所

图表12：本土香精企业排名

序号	企业名称	综合得分
1	嘉兴市中华化工有限责任公司	96.32
2	上海爱普香料有限公司	85.56
3	深圳波顿香料有限公司	77.10
4	华宝食用香精香料 (上海) 有限公司	75.93
5	天津春发食品配料有限公司	74.92
6	上海百润香精香料股份有限公司	71.60
7	上海华宝孔雀香精香料有限公司	68.34
8	瀛海 (沧州) 香料有限公司	67.26
9	北京天利海香精香料有限公司	66.83
10	安徽丰乐香料有限责任公司	65.36

下游需求总体保持旺盛：烟草香精现金牛、食品饮料行业为高速增长动力

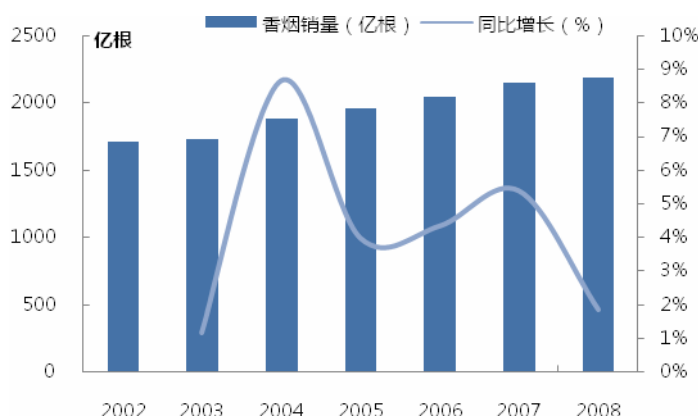
■ 卷烟消费步入成熟期，烟用香精稳中有升。目前我国香烟消费量为 2.2 万根左右，消费量趋于稳定的迹象明显，复合增长率为 3%-4% 之间；香烟作为成熟消费品，目前香烟销量的增长缺乏动力，相反，随着人们对健康的重视程度加深，对香烟销量下降的担心从来就没有停止过，公司依托烟用香精来实现高速增长的可能性不大，事实上公司也明确的看到了这一点，将烟用香精业务诉求为“自然增长”。

■ 低焦化、高档化成为香烟消费新趋势构成烟草香精需求一定利好。国家烟草专卖局提出自 2011 年 1 月 1 日起, 国内生产卷烟盒标焦油量不超过 12 毫克/支, 2015 年 1 月 1 日起不超过 10 毫克/支; 卷烟危害性指数到 2012 年降至 9.5 以下、2015 年降至 9.0 以下, 低焦化成为卷烟行业的趋势; 另外出于人们对健康日益重视以及香烟在中国特殊的身份象征意义, 香烟高档化趋势事实一直

在持续。低焦化、高档化香烟对应更高品质催生了对烟草香味补偿需求，对烟用香精行业构成一定利好。

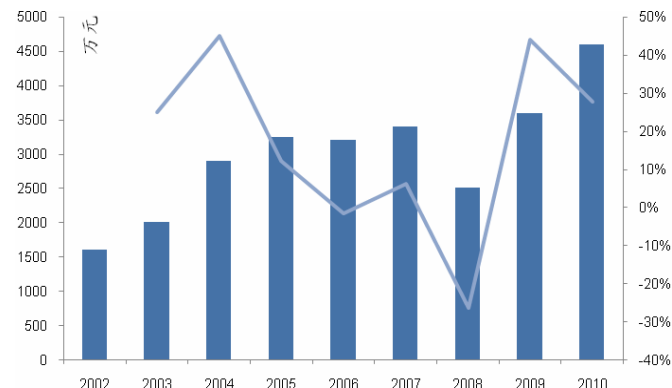
■ 公司烟用香精的最大客户甘肃烟草的香精需求过去经常有爆发性增长，过去 2 年公司对甘肃烟草的销售额增加为 35%和 26%。2008 出现销量下滑由于客户 07 年底提前采购所致。综合以上判断，我们认为公司烟用香精将保持稳中略升的态势，持续大幅超越行业增长的可能性不大，未来几年的复合增速有望保持在 15%左右。

图表13：我国香烟消费量趋于稳定



来源：国金证券研究所

图表14：公司对甘肃烟草销售额逐年增加



来源：国金证券研究所

饮料香精：重要客户关系已经建立，新产品更新换代频率高带来抢占市场机会

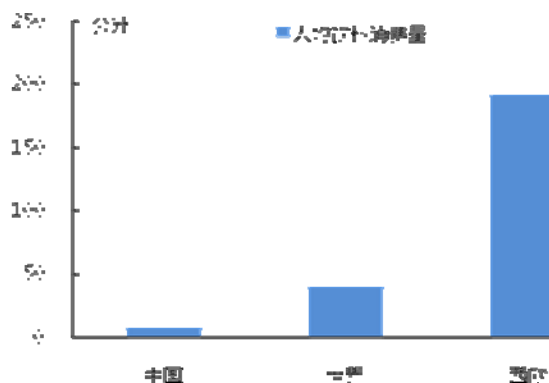
■ 饮料行业口味频繁变化、产品衍生能力强提供公司成长契机。高粘性意味着公司难以进入业已成熟的产品品类的配套体系，但是饮料行业的口味易疲劳特性驱使饮料产品反复对新口味进行追求，从最早流行的碳酸饮料到果汁软料到花茶凉茶饮料，风味在不断的变化，而即使是业已成熟的大类，如乳饮料，也衍生出一系列的诸如奶茶、果味奶、奶咖等新品类，饮料消费极易“喜新厌旧”的特性使公司在配套能力得到大客户认可的前提下，有着大量品类配套进入机会，成为公司成长的源动力。

■ 饮料消费短期、中期增长可期间接保障公司产品需求。在过去的 10 年里，软饮料产量一直保持 20%左右的较高增长，而我国目前人均饮料消费量仅为 8 公升，远低于世界平均的 40 公升、西欧的 190 公升，因此，从短期较高增长态势和中长期天花板仍然较高两个角度来看，我们相信，我国饮料市场的较快增长仍将持续，从而间接保障饮料用香精产品的需求。

■ 公司在饮料香精方面有领先的研发实力，有实力抢占市场份额。百润在如茶饮料、花草茶、柑橘属、番石榴等口味的研发处于国际领先地位，且该领域外资公司并不擅长、市场反应能力慢，所以百润有能力抢占市场份额。

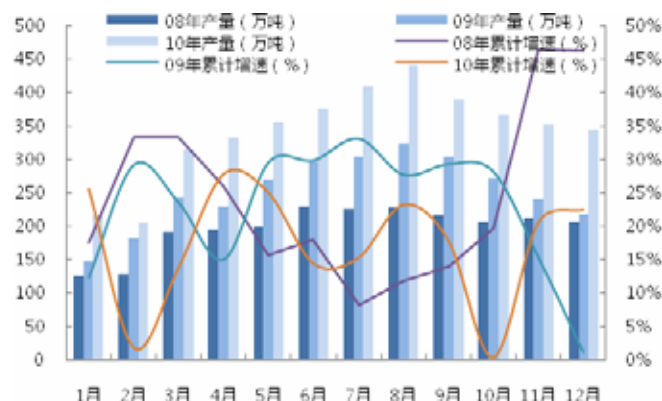
■ 公司未来的发展战略清晰，公司在维护好烟用香精大客户基础上，目前重心放在食用香精市场的开发上。根据对中国饮料市场中所有重要细分产品的研究我们发现，20%以上增长势头会延续，百润在果汁和茶饮料中的优势帮助其伴随或者超过行业平均增长，我们预计食用香精方面未来 3 年百润保持 30%增速。

图表15：我国人均饮料消费量仍然很低



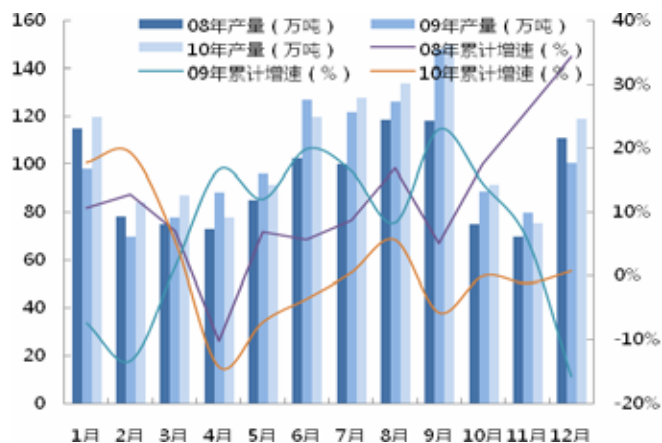
来源：国金证券研究所

图表16：软饮料增速一直保持在20%以上



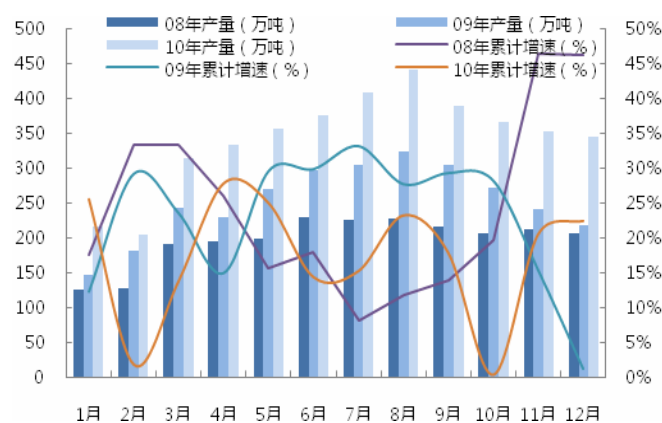
来源：国金证券研究所

图表17：碳酸饮料增速10%以上

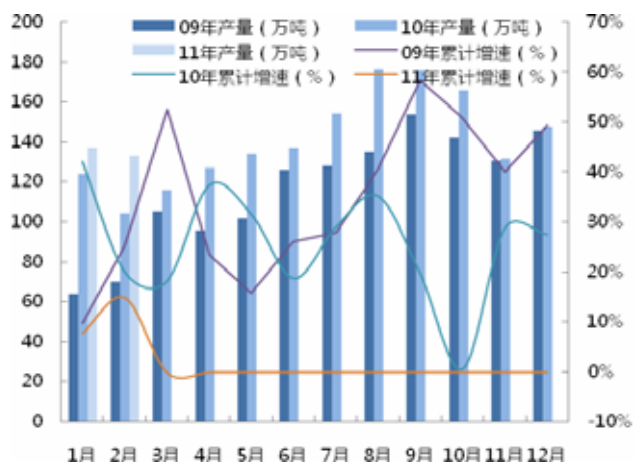


来源：国金证券研究所

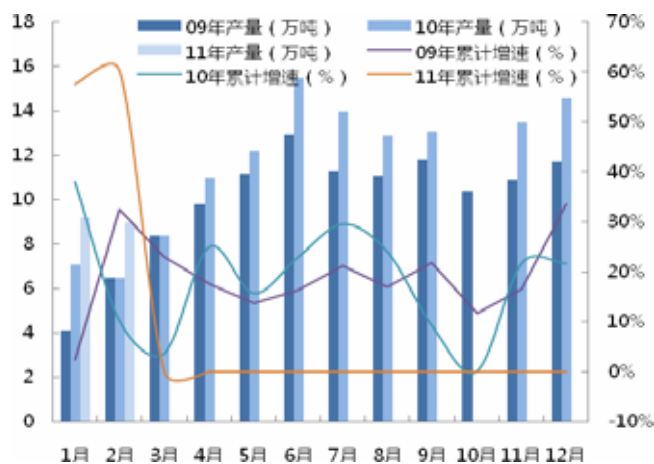
图表18：软饮料增速一直保持在20%以上



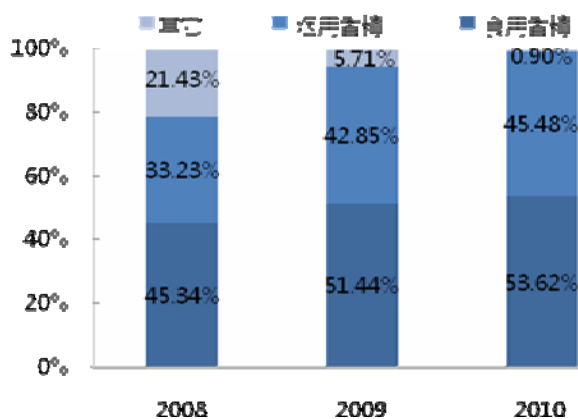
图表19：果汁类饮料保持20%以上高增长



图表20：茶饮料09年来势头迅猛



图表21：公司持续向食品饮料香精生产企业转型



来源：国金证券研究所

图表22：公司食品饮料香精市场渗透进程



大客户业务持续增长，产品粘性强盈利能力持续

公司大客户战略逐步进入收获时期

■ 公司逐步在食品饮料用香精领域寻求发展，占比逐渐扩大，到 53.62%，2008-2010 年复合增速达到 21.48%。各大主要食品饮料厂商对国内香精厂商的认可需要一个过程，从尝试合作，到最终要求供货往往需要 2-3 年，而一旦认可对香精厂产生重要依赖。公司进入它们的配套名录意味着，公司从最为核心的调香技术水平，到食品安全保障、产品稳定性等综合方面得到了大客户认可，公司供应商地位提升，为后续订单的增长打下了基础。近年来，公司成功进入了国内前五大食品饮料厂商供应商名录，包括娃哈哈、可口可乐、农夫果园、伊利、康师傅、统一等知名厂商。锁定大客户目标初步得到实现。随着重大客户产品的热销，百润的营业收入会有上佳表现。娃哈哈 2010 年收入 550 亿，香精香料需求按照售价的 0.1%来计算超过 5 亿元，目前百润为娃娃哈香精的销售量仅 1800 万元，随着哇哈哈新产品推广，旧产品升级换代，百润有着巨大的成长空间。

产品高粘性保障公司盈利能力持续

■ 由于香精产品是一种高粘性的产品，一般一种品类的产品（尤其是香烟、饮料产品）与一种香料产品几乎是共生关系，香精产品往往体现出与相应的下游消费产品的高度共生关系，更换原有香精供应商就会存在市场是否重新接受的风险，因此，公司目前被其他厂商替代的可能性较小，保障了大客户关系的稳定和盈利能力。随着大客户订单逐渐增多，使得公司取得了很多与大客户相应产品共同成长的机会，相应的，二者高度共生性，也使得公司存在着与大客户某款产品一起高速增长、带来业绩超预期表现的可能。

图表23：公司主要的客户

序号	主要客户品牌	业务情况
第一梯队	娃哈哈、美晨、伊利、农夫山泉	营业收入500-1000万元
第二梯队	润田、健力宝、今麦郎、统一、银鹭、汇源、均瑶、双汇、可口可乐、焙乐道	营业收入超过200万元
第三梯队	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，未来会有高速增长可能

图表24：主要客户所占销售收入比重

序号	客户名称	销售金额 (元)	比例 (%)
1	甘肃烟草工业有限责任公司	45,917,927.57	42.56
2	杭州娃哈哈集团有限公司	6,918,512.75	6.41
3	农夫山泉股份有限公司	4,911,935.96	4.55
4	美晨集团股份有限公司	4,743,683.73	4.40
5	可口可乐饮料(上海)有限公司	3,575,912.39	3.31

并购将是公司快速增长的新引擎

■ 中国香精企业除了国外巨头外，国有企业由于基础研究薄弱，技术含量偏低，经营手段不灵活，服务意识不强，而导致目前发展速度缓慢甚至倒退。而乡镇、民营企业在当前国家政策的鼓励下，发展十分迅猛，凭借其灵活的经营机制和周到的服务赢得了用户的好评，其市场份额正在不断扩大。但是，对大多数民营企业来讲，由于经济和技术基础差，品牌知名度不好，产品质量不稳定，经营理念欠全面，从而使其继续发展困难重重。首先目前百润超募 3.8 亿元现金，其次行业的鱼龙混杂的现状必将迎来行业整合、再次公司上下有做大做强的决心和信心，基于以上判断我们认为百润未来不排除并购整合的预期。

风险提示

■ 近期由于食品安全突发事件频发，国家对食品添加剂允许添加的范围要求更为严格，审批更加规范。作为添加剂行业的大类之一香精香料行业面临着食品安全的风险。目前，全世界应用的食物添加剂品种已多达 25000 余种(其中 80 %为香料)，直接使用的有 3000—4000 种，其中常用的有 600—1000 种。美国 FDA 公布使用的食品添加剂有 2922 种，其中受管理的 1755 种。日本使用的食品添加剂约有 1100 种；欧盟允许使用的有 1000—1500 种。我国食品添加剂实际允许使用的品种有 1524 种。

■ 税收优惠取消的风险。2008 年公司被认定为“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。税收优惠的取消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。公司现有多名资深调香师均从外企引进，如果公司人员管理不善，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。

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	87	91	109	138	172	224
增长率		4.8%	19.1%	26.6%	25.1%	30.1%
主营业务成本	-38	-26	-29	-39	-49	-65
% 销售收入	43.8%	29.0%	26.7%	28.2%	28.5%	28.8%
毛利	49	65	80	99	123	160
% 销售收入	56.2%	71.0%	73.3%	71.8%	71.5%	71.2%
营业税金及附加	-1	-1	0	-1	-1	-2
% 销售收入	1.1%	0.9%	0.4%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-6	-8	-9	-11	-14	-18
% 销售收入	7.4%	9.1%	8.7%	8.0%	8.0%	8.0%
管理费用	-16	-20	-22	-29	-36	-47
% 销售收入	18.8%	22.3%	20.6%	21.0%	21.0%	21.0%
息税前利润（EBIT）	25	35	48	58	72	93
% 销售收入	28.8%	38.7%	43.7%	42.0%	41.7%	41.4%
财务费用	-3	-1	0	3	8	7
% 销售收入	3.2%	0.6%	0.1%	-1.8%	-4.4%	-3.3%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	5	0	0	0	0
% 税前利润	0.3%	11.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	22	40	47	60	79	100
营业利润率	25.4%	43.2%	43.1%	43.8%	46.0%	44.7%
营业外收支	1	1	3	3	3	3
税前利润	23	41	50	63	82	103
利润率	26.9%	44.8%	45.8%	46.0%	47.8%	46.0%
所得税	-4	-5	-7	-10	-12	-15
所得税率	16.5%	13.3%	13.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	20	35	43	54	70	88
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	20	35	43	54	70	88
净利率	22.4%	38.8%	39.4%	39.1%	40.6%	39.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	20	35	43	54	70	88
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	4	3	3	5	11	15
非经营收益	3	-4	0	-2	-3	-3
营运资金变动	5	10	-7	-6	-11	-17
经营活动现金净流	31	44	39	50	67	83
资本开支	-1	-3	-76	-160	-73	-80
投资	0	-1	1	-1	0	0
其他	0	-18	-1	0	0	0
投资活动现金净流	-1	-22	-76	-161	-73	-80
股权募资	0	0	0	505	0	0
债权募资	0	-39	45	-45	0	1
其他	-6	23	-33	-1	0	0
筹资活动现金净流	-7	-16	12	459	0	1
现金净流量	23	6	-26	348	-6	3

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	39	45	20	367	362	365
应收款项	33	28	41	46	58	75
存货	9	8	9	11	13	18
其他流动资产	0	2	0	2	2	3
流动资产	81	83	70	427	435	460
% 总资产	69.1%	72.2%	40.0%	61.8%	57.0%	53.7%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	30	26	100	245	301	361
% 总资产	25.8%	22.6%	56.7%	35.5%	39.5%	42.0%
无形资产	6	6	6	16	25	35
非流动资产	36	32	105	264	329	398
% 总资产	30.9%	27.8%	60.0%	38.2%	43.0%	46.3%
资产总计	117	114	176	691	764	858
短期借款	39	0	45	0	0	0
应付款项	6	6	8	9	12	15
其他流动负债	2	2	4	4	5	7
流动负债	47	9	57	13	17	22
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	47	9	57	13	17	23
普通股股东权益	70	106	118	677	747	835
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	117	114	176	691	764	858

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.326	0.591	0.715	0.673	0.875	1.097
每股净资产	1.168	1.759	1.975	8.467	9.342	10.439
每股经营现金净流	0.514	0.737	0.656	0.630	0.834	1.035
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	27.93%	33.60%	36.23%	7.95%	9.37%	10.51%
总资产收益率	16.66%	31.02%	24.43%	7.80%	9.16%	10.23%
投入资本收益率	19.15%	29.04%	25.04%	7.26%	8.17%	9.43%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	4.81%	19.07%	26.58%	25.11%	30.08%
EBIT增长率	N/A	40.90%	34.36%	21.65%	24.21%	29.21%
净利润增长率	N/A	81.16%	21.04%	25.44%	30.02%	25.40%
总资产增长率	N/A	-2.70%	53.69%	293.10%	10.64%	12.30%
资产管理能力						
应收账款周转天数	47.5	66.8	51.0	50.0	50.0	50.0
存货周转天数	42.0	114.1	105.6	100.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	27.5	82.4	89.1	85.0	85.0	85.0
固定资产周转天数	126.9	103.0	84.3	317.5	337.4	325.8
偿债能力						
净负债/股东权益	0.49%	-43.52%	21.46%	-54.25%	-48.38%	-43.59%
EBIT利息保障倍数	9.0	67.5	394.1	-22.9	-9.5	-12.4
资产负债率	40.34%	7.66%	32.56%	1.92%	2.19%	2.67%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	0	1	1	1	1
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室