

百润股份 (002568)

食品加工制造/食品饮料

发布时间: 2012-12-19

报告类型 / 公司调研报告

谨慎推荐

上次评级: 首次覆盖

集中度有望提升, 老客户有望发酵

报告摘要:

行业介绍: 研究味道的行业。香精是从香料从一定配方组合而来。产品主要应用领域: 4 大领域, 食品饮料, 日化行业, 医药, 烟草。百润当前只注重于食品香精, 烟草香精, 而其中的食用香精也是今后重点发展的一块。国外香精香料产业起步早, 其发展趋势具有很好的参考价值; 2003~2011 年全球前十大香精香料生产企业市场份额之和由 64.8% 上升至 75.1%, 市场集中度日趋提高, 而国内 CR5 仅为 15% 左右, 今后有很大的提升空间。

公司现今的食用香精与烟用香精收入占比约为 7: 3。公司策略也是今后重点发展食用香精, 烟用香精以保持现有规模即可。公司较为重视研发, 储备了一定数量的调香师和应用调香师, 以及调香基础数据库对比国内一些小型香精香料企业都有不小的优势。公司柑橘类, 烘焙, 奶油香精, 梨香精都做的不错。基本上现在在国内的, 国际国内大的食品饮料公司, 公司都已经进入了其供应商名单, 像统一, 娃哈哈, 康师傅, 卡夫, 可口可乐等都是我们的客户。公司前十大客户占比已到 80% 以上。而公司走的“大客户”模式对长远发展更具优势, 99 年开始, 每个省找 1-2 个经销商。03 年以后, 开始改模式了 (因为盈利被剥掉一部分, 而且只能做通用型的, 很难做定制化产品) 基本开始做大客户。(首先是进入他们的供应商体系, 才有可能买我们的产品) 是国内唯一一个能进入这么多大客户的香精香料公司。新产品每年也有上千个, 今年的高增长来源于: 1, 新品推出比较成功。2, 去年基数较低。正常的话, 每年 30--40% 的成长是很正常的。其实公司好几种产品都开始放量, 现就仅大家所熟知的梨香精为例分析, 今年主要为下游统一和康师傅冰糖雪梨放量, 两家公司今年仅此品类销售收入总和为 35—40 亿左右。若以 1% 的成本计算, 大致对应公司销售收入 0.35 亿—0.4 亿左右, 收入占比 1/4 左右。明年统一和康师傅此品类销售若能继续大增, 则有望继续带动公司业绩。我们预计公司 2012—2014 年 EPS 为 0.49 元, 0.66 元和 0.84 元, 给予公司 13 年 20-25 倍 PE, 则合理价格为 13.2—16.5 元, “谨慎推荐” 评级。风险提示: 添加剂食品安全, 下游饮料行业增速低于预期。

股票数据

2012-12-17

收盘价 (元)	14.04
12 个月股价区间 (元)	10.56 ~ 40.87
总市值 (百万元)	2,246
总股本 (百万股)	160
A 股 (百万股)	160
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	3

历史收益率曲线



相关报告

证券分析师: 朱承亮

执业证书编号: S0550511110003
(021)20361133 zhucl@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	109	118	172	243	312
(+/-)%	19.07%	8.32%	45.85%	41.28%	28.40%
归属母公司净利润	43	46	78	106	134
(+/-)%	21.04%	8.28%	67.71%	36.29%	26.05%
每股收益 (元)	0.72	0.58	0.49	0.66	0.84
市盈率	52.33	48.33	28.82	21.14	16.77
市净率	18.96	3.69	2.93	2.57	2.23
净资产收益率 (%)	36.23%	7.63%	10.16%	12.17%	13.30%
股息收益率 (%)	—	2.14%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	60	80	160	160	160

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	449	501	555	665	净利润	46	78	106	134
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0
应收款项	27	29	45	55	折旧及摊销	3	7	13	13
存货	10	12	17	22	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	财务费用	1	0	0	0
流动资产合计	511	571	658	794	投资损失	0	0	0	0
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	-13	-5	-25	-19
长期投资净额	0	0	0	0	其他	0	8	0	0
固定资产	25	124	134	142	经营活动净现金流量	37	78	90	125
无形资产	6	5	5	5	投资活动净现金流量	-9	-26	-37	-15
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	403	0	0	0
非流动资产合计	112	134	161	165	企业自由现金流	26	32	41	96
资产总计	623	705	819	960					
短期借款	0	0	0	0	财务与估值指标				
应付款项	8	10	15	19		2011A	2012E	2013E	2014E
预收款项	0	0	0	0	每股指标				
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.58	0.49	0.66	0.84
流动负债合计	14	17	26	32	每股净资产 (元)	7.61	4.79	5.46	6.30
长期借款	0	0	0	0	每股经营性现金流量 (元)	0.46	0.49	0.56	0.78
其他长期负债	0	0	0	0	成长性指标				
长期负债合计	0	0	0	0	营业收入增长率	8.32%	45.85%	41.28%	28.40%
负债合计	14	17	26	32	净利润增长率	8.28%	67.71%	36.29%	26.05%
归属于母公司股东权益合计	609	767	873	1007	盈利能力指标				
少数股东权益	0	0	0	0	毛利率	71.63%	75.58%	75.31%	75.32%
负债和股东权益总计	623	785	899	1040	净利率	39.41%	45.32%	43.72%	42.92%
					运营效率指标				
利润表 (百万元)					应收账款周转率 (次)	72.58	61.77	67.18	64.48
	2011A	2012E	2013E	2014E	存货周转率 (次)	103.72	104.67	104.20	104.43
营业收入	118	172	243	312	偿债能力指标				
营业成本	33	42	60	77	资产负债率	2.26%	2.22%	2.84%	3.12%
营业税金及附加	1	1	1	2	流动比率	36.35	32.81	25.80	24.49
资产减值损失	0	0	0	0	速动比率	35.62	32.08	25.09	23.78
销售费用	12	14	19	25	费用率指标				
管理费用	30	38	53	69	销售费用率	9.84%	8.00%	8.00%	8.00%
财务费用	-9	-12	-13	-15	管理费用率	25.75%	22.00%	22.00%	22.00%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	财务费用率	-7.64%	-6.80%	-5.39%	-4.77%
投资净收益	0	0	0	0	分红指标				
营业利润	50	89	122	154	分红比例				
营业外收支净额	4	3	3	3	股息收益率	2.14%	0.00%	0.00%	0.00%
利润总额	54	92	125	158	估值指标				
所得税	8	14	19	24	P/E (倍)	48.33	28.82	21.14	16.77
净利润	46	78	106	134	P/B (倍)	3.69	2.93	2.57	2.23
归属于母公司净利润	46	78	106	134	P/S (倍)	9.52	13.06	9.24	7.20
少数股东损益	0	0	0	0	净资产收益率	7.63%	10.16%	12.17%	13.30%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中所涉及的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760