

3318.HK 中国香料香精

未评级

内生产能扩张和外延并购助快速成长

2016年02月26日

市场数据

| | |
|-------------|------------|
| 报告日期 | 2016.02.26 |
| 收盘价(港元) | 2.30 |
| 总股本(亿股) | 6.69 |
| 总市值(亿港元) | 15.40 |
| 股东净资产(亿人民币) | 12.38 |
| 总资产(亿人民币) | 14.75 |
| 每股净资产(元) | 1.85 |

数据来源: Wind

主要财务指标

| 会计年度 | 2012A | 2013A | 2014A | 2015H1 |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万人民币) | 760,752 | 687,537 | 702,735 | 342,029 |
| 增长率(%) | 3.94% | -9.62% | 2.21% | 2.20% |
| 净利润(百万人民币) | 60,107 | 77,944 | 69,279 | 42,250 |
| 增长率(%) | -3.30% | 29.68% | -11.12% | -8.70% |
| 毛利率 | 43.30% | 48.60% | 47.80% | 48.56% |
| 净利润率 | 7.90% | 11.34% | 9.86% | 12.35% |
| 每股收益(人民币元/股) | 0.10 | 0.12 | 0.11 | 0.05 |

数据来源: Wind、公司资料

投资要点

相关报告

海外制造研究

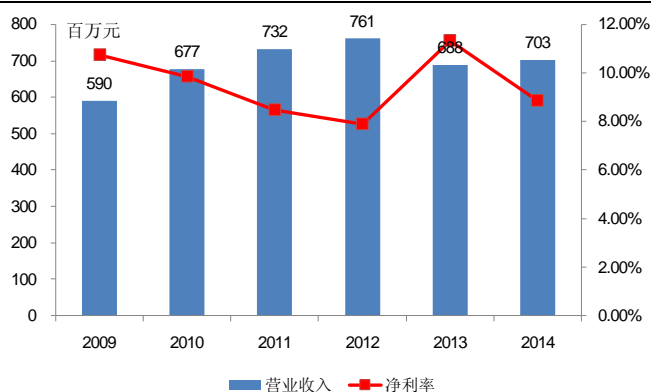
高级分析师: 鲁衡军
注册国际投资分析师 CIIA
luhj@xyzq.com.hk
SFC: AZF126
SAC: S0190515010004

- **中国香料香精(3318.HK)中国香精香料行业龙头企业之一。**中国香精香料有限公司是中国香精香料行业龙头企业之一, 公司提供香精香料研发、制造及销售一站式服务。产品分为烟用香精、食品香精和日化香精香料产品。
- **建设东莞新生产基地, 提升产能规模。**公司目前在深圳波顿科技园生产基地, 年产能为烟用香精 2,000 吨、食用香精 3,000 吨和日化香精 2,000 吨。公司已在东莞兴建新的生产基地, 扩大生产规模, 预计 2017 年正式投运。
- **下游并购电子烟制造企业。**公司以 7.5 亿元总代价收购电子烟制造公司 Kimree 全部股权, 公司的产品组合进一步多样化。电子烟作为创新的电子消费产品, 国内普及度还非常低, 具有较大的提升空间。此外, 电子烟的雾化技术同样可以应用于一些医疗保健领域, 未来发展的潜力巨大。
- **横向并购系列烟草香精公司, 提升市场份额。**近期公司公告收购备忘录, 计划收购深圳辉际、深圳大合荣、海南中岛三家公司。一旦完成收购, 公司在烟草香精的市场份额将由目前的 15-18% 提升至约 38%, 公司将进一步巩固市场的领先地位。
- **我们的观点:** 过往几年公司业绩稳健增长, 档期公司通过建设新生产基地提升产能, 外延则通过上下游纵向收购和横向并购快速提升市场份额, 公司有望将迎来业绩快速增长期。估值上看, 公司当前股价对应 2014 年的业绩约 20 倍 PE, 已经包含了市场对于新建产能的业绩预期, 当前 PB 约为 1 倍。公司公告的几个并购项目仍在进行中, 建议投资者密切关注。
- **风险提示:** 东莞生产基地投产进度低于预期, 项目收购不及预期。

报告正文

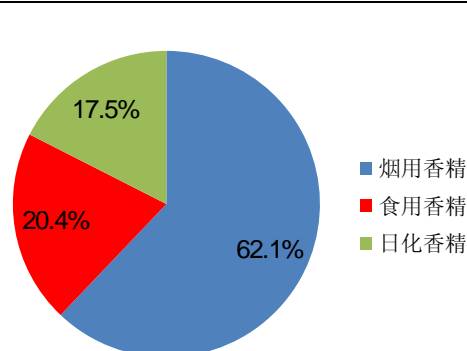
- **中国香料香精(3318.HK)中国香精香料行业龙头企业之一。**中国香精香料有限公司是中国香精香料行业龙头企业之一，公司提供香精香料研发、制造及销售一站式服务。公司在2005年12月9日上市，公司主要通过深圳波顿公司生产“BOTON”品牌香味增强剂、食品香精和日用香精。据中国香料香精化妆品工业协会数据，2013年中国大约有334家香精香料公司，全行业年收入规模达546亿元，协会预计“十二五”期间国内香精香料市场保持10-15%的年均复合增长速度。

图 1、公司历史业绩平稳



资源来源：公司资料、兴业证券研究所

图 2、2015 年上半年各类产品销售占比



资源来源：公司资料、兴业证券研究所

- **业绩稳健增长，三大类香精产品用途广泛。**公司历史业绩相对平稳。公司主要三大类产品为烟用香精、食用香精和日化香精，其中烟用香精超过 5 成。烟用香精在卷烟工艺中用以改善调节卷烟的理化特性，减轻烟气的刺激性，增加悦人的烟香。食用香精用途广泛，包括乳品、糖果、饮料、烘焙、卤味等领域，公司还针对市场需要，积极开发不同类型的食用香精。日化香精主要用在个人日常用品和家用洗涤用品中。

图 3、生产能力及产能利用率

| | 深圳波顿 | 东莞波顿 |
|------|-------|-------|
| 烟用香精 | 2,000 | 0 |
| 食用香精 | 3,000 | 3,000 |
| 日化香精 | 2,000 | 2,000 |

东莞波顿新厂房预计 2016 年底落成，2017 年初启用

资源来源：公司资料、兴业证券研究所

图 4、产能利用率

| | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|------|------|------|-------|-------|-------|
| 烟用香精 | 75% | 84% | 81% | 117% | 117% |
| 食用香精 | 83% | 77% | 80% | 93% | 56% |
| 日化香精 | 74% | 80% | 81% | 93% | 56% |

资源来源：公司资料、兴业证券研究所

- **建设东莞新生产基地，提升产能规模。**公司具有本地一体化的业务模式，从研发到生产全部本地化。公司目前在深圳具有研发中心和波顿科技园生产基地，年生产能力分别为烟用香精 2,000 吨、食用香精 3,000 吨和日化香精 2,000 吨。公司已在东莞兴建新的生产基地，用以扩大生产规模，产能大幅提升，

预计东莞波顿新厂房于 2017 年正式投运。公司位于深圳南山的办公及研发大楼 2015 年 12 月落成使用。

- **下游并购电子烟制造企业。**公司计划通过外延上下游并购打通产业链，提升市场地位。2016 年 1 月 25 日，公司公告以 7.5 亿元总代价收购电子烟制造公司 Kimree 全部股权。Kimree 是一家成立超过 10 年的国际领先的电子烟公司，公司是其烟用香精供应商。此产业链下游业务并购，有助于加强其在电子烟市场份额地位，同时使得公司的产品组合进一步多样化。电子烟作为创新的电子消费产品，其市场接受度正在不断增长，目前全球的主要销售市场还是在欧美发达国家，国内普及度还非常低，具有较大的提升空间。此外，电子烟的雾化技术同样可以应用于一些医疗保健领域，可用于开发相关医疗和保健产品，未来发展的潜力巨大。
- **横向并购烟草香精公司，提升市场份额。**近期公司公告收购备忘录，计划收购标的包括：深圳辉际实业有限公司、深圳大合荣香精香料有限公司、海南中岛香精香料有限公司。这几家标的公司主要从事开发、生产及销售烟草及香精。一旦完成收购，公司在烟草香精的市场份额将由目前的 15-18% 提升至约 38%，公司将进一步巩固市场的领先地位。
- **2016 年物业出租贡献租金收入。**2015 年公司位于深圳波顿科技园的两座办公大楼建成，公司将一座大楼的部分楼层对外出租，预期年度租金总额为公司产生人民币 2,000 万元。因此从 2016 年起，租金亦成为公司一个稳定的收入来源。
- **我们的观点：**中国香精香料作为中国香精香料行业的龙头企业之一，能提供一站式香精香料研发、生产和销售。过往几年公司业绩稳健增长，目前公司制定扩张策略，即通过内生建设新生产基地提升产能，外延则通过上下游纵向收购和横向并购快速提升市场份额，公司有望将迎来业绩快速增长期。
估值上看，公司当前股价对应 2014 年的业绩约 20 倍 PE，已经包含了市场对于新建产能的业绩预期，当前 PB 约为 1 倍。公司公告的几个并购项目仍在进行中，建议投资者密切关注。
- **风险提示：**东莞生产基地投产进度低于预期，项目收购不及预期。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

| 机构销售经理联系方式 | | | | | |
|--|---------------|--------------------------|-----|---------------|---------------------------|
| 机构销售负责人 | | | 邓亚萍 | 021-38565916 | dengyp@xyzq.com.cn |
| 上海地区销售经理 | | | | | |
| 姓名 | 办公电话 | 邮箱 | 姓名 | 办公电话 | 邮箱 |
| 罗龙飞 | 021-38565795 | luolf@xyzq.com.cn | 盛英君 | 021-38565938 | shengyj@xyzq.com.cn |
| 杨忱 | 021-38565915 | yangchen@xyzq.com.cn | 王政 | 021-38565966 | wangz@xyzq.com.cn |
| 冯诚 | 021-38565411 | fengcheng@xyzq.com.cn | 王溪 | 021-20370618 | wangxi@xyzq.com.cn |
| 顾超 | 021-20370627 | guchao@xyzq.com.cn | 李远帆 | 021-20370716 | liyuanfan@xyzq.com.cn |
| 胡岩 | 021-38565982 | huyan@xyzq.com.cn | 王立维 | 021-38565451 | wanglw@xyzq.com.cn |
| 地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955 | | | | | |
| 北京地区销售经理 | | | | | |
| 姓名 | 办公电话 | 邮箱 | 姓名 | 办公电话 | 邮箱 |
| 朱圣诞 | 010-66290197 | zhushd@xyzq.com.cn | 郑小平 | 010-66290223 | zhengxiaoping@xyzq.com.cn |
| 肖霞 | 010-66290195 | xiaoxia@xyzq.com.cn | 陈杨 | 010-66290197 | chenyang@xyzq.com.cn |
| 刘晓浏 | 010-66290220 | liuxiaoliu@xyzq.com.cn | 吴磊 | 010-66290190 | wulei@xyzq.com.cn |
| 何嘉 | 010-66290195 | hejia@xyzq.com.cn | | | |
| 地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200 | | | | | |
| 深圳地区销售经理 | | | | | |
| 姓名 | 办公电话 | 邮箱 | 姓名 | 办公电话 | 邮箱 |
| 朱元贱 | 0755-82796036 | zhuyy@xyzq.com.cn | 李昇 | 0755-82790526 | lisheng@xyzq.com.cn |
| 杨剑 | 0755-82797217 | yangjian@xyzq.com.cn | 邵景丽 | 0755-23836027 | shaojingli@xyzq.com.cn |
| 王维宇 | 0755-23826029 | wangweiyu@xyzq.com.cn | | | |
| 地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017 | | | | | |
| 海外销售经理 | | | | | |
| 姓名 | 办公电话 | 邮箱 | 姓名 | 办公电话 | 邮箱 |
| 刘易容 | 021-38565452 | liuyirong@xyzq.com.cn | 徐皓 | 021-38565450 | xuhao@xyzq.com.cn |
| 张珍岚 | 021-20370633 | zhangzhenlan@xyzq.com.cn | 陈志云 | 021-38565439 | chanchiwan@xyzq.com.cn |
| 曾雅琪 | 021-38565451 | zengyaqi@xyzq.com.cn | 申胜雄 | | shensx@xyzq.com.cn |
| 赵新莉 | 021-38565922 | zhaoxinli@xyzq.com.cn | | | |
| 地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955 | | | | | |
| 私募及企业客户负责人 | | | 刘俊文 | 021-38565559 | liujw@xyzq.com.cn |
| 私募销售经理 | | | | | |
| 姓名 | 办公电话 | 邮箱 | 姓名 | 办公电话 | 邮箱 |
| 徐瑞 | 021-38565811 | xur@xyzq.com.cn | 杨雪婷 | 021-20370777 | yangxueting@xyzq.com.cn |
| 唐恰 | 021-38565470 | tangqia@xyzq.com.cn | 韩立峰 | 021-38565840 | hanlf@xyzq.com.cn |
| 地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955 | | | | | |

| 香港及海外市场 | | | | | |
|--|-------------|---------------------|-----|-------------|---------------------|
| 机构销售负责人 | | | 丁先树 | 18688759155 | dingxs@xyzq.com.hk |
| 姓名 | 办公电话 | 邮箱 | 姓名 | 办公电话 | 邮箱 |
| 郑梁燕 | 18565641066 | zhengly@xyzq.com.hk | 阳焯 | 18682559054 | yanghan@xyzq.com.hk |
| 王子良 | 18616630806 | wangzl@xyzq.com.hk | 周围 | 13926557415 | zhouwei@xyzq.com.hk |
| 孙博轶 | 13902946007 | sunby@xyzq.com.hk | | | |
| 地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900 | | | | | |

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民, 包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此, 投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 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。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。