

## 中怡国际(2341 HK)

### 长期增长势头依然乐观

#### 收入保持中两位数增长，撇除非经常性开支盈利上升 5%

期内公司收入按年增长 15.6%至 14.2 亿人民币，芳香化学品、天然产物、特殊化学品和资源及供应链服务平均取得增长。芳香化学品和特殊化学品收入分别增长 8.0%和 9.1%至 7.53 亿和 0.96 亿，增速与去年相比放慢，主要原因是松节油价格去年下半年平均价格环比下跌 7%令客户要求调低价格。天然产物和资源及供应链分部收入分别增长 16.2%和 35.8%至 1.8 亿和 2.87 亿，增速高于与去年。组建的目前国内国际唯一的松节油电商化现货交易平台，在期内已开始实现活跃的交易，新产品调味酱和宠物食品贡献收入 10%以内。以石油基为原料的花香、木香、草香型日用香原料产品在比例上已达近一半的营业份额，加上松节油价格下跌，芳香化学品毛利率由 27.1%上升至 27.4%，天然产物毛利率由 27.1%上升至 28.1%，不过特殊化学品受价格下跌影响，毛利率由 45.4%下挫至 41.0%。撇除 3798 万元的人民币兑美元的外币合约录得公允价值变动净亏损，以及 750 万元的购股权开支，股东应占溢增加 5%至 1.56 亿，实际有效税率仍为约 25%。总银行借款增加 0.12 亿，但财务成本增加 0.23 亿，是盈利增长减慢的主因。

#### 古雷项目进入动工前阶段，奠定未来 10 年的发展基础

集团已完成了收购古雷化工园区内面积为 330 亩的土地使用权，预计将在 2015 年第二季度开始分阶段投入建造，预期 2018 年开始逐步产生营业贡献。项目估计总资本支出 6.5 亿，达产后收入可达到 20 亿。我们估计古雷一期 2017/2018 年将产生 1.5 亿/3 亿的收入，相当于 2014 年收入的 10.6%和 21.1%。15-17 年为资本支出的高峰期，估计总支出 9-10 亿，额外银行融资 2.5-3.5 亿，对公司的财务不会有太大的压力。

#### 下游日用品客户需求稳中有升，毛利率趋稳定

经营活动所得现金净额 2.24 亿元，负债权益比率约为 59.0%，净现金 1.94 亿元。存货平均周转天数、应收交易账款平均周转天数分别为 51 天及 139 天，经营情况稳健。公司拥有广阔的客户基础，客户数目超过 160 名，包括 IFF、德之馨、奇华顿等 5 大客户销售达到 33%，国际香精香料公司对国内公司的依赖度提高，对公司的增长形成有力的支撑。纵使中国经济增长开始减弱，但公司的国内收入连续两年保持高速增长，抵抗周期能力明显。全球大宗商品价格低迷，松节油短期内保持稳定的机率较高。随着原料以石油基和硫酸盐松节油为原料的比例提高，我们认为公司的毛利率应可维持稳定。

#### 上调合理估值 0.02 港元至 3.36 港元，维持买入评级

根据管理层，1%的人民币贬值将产生 252 万元的外币合约损失，公司将利用 NDF 降低或消除，而且人民币贬值亦不会太大，我们认为对公司的负面效果将缩小。集团提出 10 送 1 红股及授出 1877 万份购股权，对每股盈利造成摊薄。此外，鉴于产品的毛利率和长泰二期投入较预期为低，外币合约亏损影响，以及下调资源及供应链服务的增速假设，我们下调公司 2015/2015/2017 年每股盈利 40.1%/41.1%/40.0%至 0.36/0.41/0.50 港元。综合华宝 2015 年预测市盈率 8.5 倍，和现金流折现估值，上调合理估值 0.02 港元至 3.36 港元，维持买入评级。

评级：买入 目标价：\$3.36

#### 公司基本资料：

最新价：	2.01	(港元)
市值：	987.7	(百万港元)
流通股比例：	53.9	%
已发行总股本：	491.4	(百万股)
52 周价格区间：	1.76-2.55	(港元)
3 个月平均每日成交额：	0.79	(百万港元)
主要股东(按控股权计)：	楊毅融	占 40.53%

来源：公司资料，彭博 (截止於 15 年 3 月 31 日)

#### 股价走势图：



来源：公司资料，彭博

#### 分析师：

柯坚

Alfred Or

[alfred.or@qlzq.com.hk](mailto:alfred.or@qlzq.com.hk)

百万人民币	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业额	1,057	1,227	1,419	1,617	1,811	2,136
归属于母公司的利润	128	149	111	158	184	225
稀释每股收益(港元/股)	0.33	0.39	0.28	0.36	0.41	0.50
每股派息(港元/股)	0.05	0.087	0.09	0.11	0.13	0.16
每股账面值(港元/股)	3.05	3.482	3.58	3.45	3.43	3.73

# 中怡国际(2341 HK)

图表 1. 盈利预测调整

百万人民币	2014 (实际)	2014E (预测)	差异	2015E (新)	2015E (旧)	变更	2016E (新)	2016E (旧)	变更	2017E (新)	2017E (旧)	变更
<b>总收入</b>												
芳香化学品	753	795	-5.3%	836	986	-15.2%	893	1091	-18.2%	1083	1324	-18.2%
天然产物	180	171	5.3%	209	188	11.3%	243	216	12.4%	283	294	-3.8%
特殊化学品	96	105	-8.7%	105	126	-16.7%	114	150	-24.0%	125	180	-30.6%
资源及供应链服务	390	368	5.8%	468	472	-1.0%	561	606	-7.4%	645	778	-17.0%
合计	1419	1394	1.8%	1811	1772	2.2%	1811	2063	-12.2%	2136	2574	-17.0%
<b>毛利</b>												
芳香化学品	328	361	-9.2%	368	458	-19.6%	411	526	-21.9%	493	654	-24.6%
<b>毛利率</b>												
芳香化学品	27.4%	29.1%	-1.7%	27.4%	30.8%	-3.4%	27.9%	31.2%	-3.3%	28.5%	31.4%	-2.9%
天然产物	28.1%	29.6%	-1.5%	28.8%	30.5%	-1.7%	29.4%	30.5%	-1.0%	29.4%	30.5%	-1.0%
特殊化学品	41.0%	42.9%	-1.9%	39.0%	42.9%	-3.9%	39.0%	42.9%	-3.9%	39.0%	42.9%	-3.9%
资源及供应链服务	8.0%	9.2%	-1.2%	8.1%	9.2%	-1.1%	8.1%	9.2%	-1.1%	8.1%	9.2%	-1.1%
合计	23.1%	25.9%	-2.8%	22.8%	25.9%	-3.1%	22.7%	25.5%	-2.8%	23.1%	25.4%	-2.3%
<b>股东利润</b>												
	111	174	-36.1%	158	234	-32.6%	185	274	-32.4%	228	327	-30.2%

来源：公司资料, 齐鲁国际研究部

图表 2：業務表現分析比较

百万人民币	1H13	2H13	1H14	2H14	2H 同比	2H 环比	2013	2014	同比
<b>收入</b>									
芳香化学品	346	351	376	377	7.4%	0.3%	697	753	8.0%
天然产物	79	76	83	97	27.8%	17.0%	155	180	16.2%
特殊化学品	41	47	49	47	0.0%	-4.1%	88	96	9.1%
资源及供应链服务	112	175	181	209	19.2%	15.3%	287	390	35.8%
合计	578	649	689	730	12.5%	5.9%	1227	1419	15.6%
<b>毛利</b>									
芳香化学品	94	95	102	104	9.8%	2.5%	189	206	9.2%
天然产物	21	21	23	27	33.3%	18.6%	42	51	20.5%
特殊化学品	19	21	21	18	-14.1%	-12.8%	40	39	-1.5%
资源及供应链服务	13	20	17	15	-27.8%	-12.8%	33	31	-5.6%
合计	147	157	163	165	4.8%	1.2%	304	327	7.8%
<b>毛利率</b>									
芳香化学品	27.1%	27.1%	27.1%	27.7%	0.6%	0.6%	27.1%	27.4%	0.3%
天然产物	27.1%	27.1%	27.9%	28.3%	1.2%	0.4%	27.1%	28.1%	1.0%
特殊化学品	45.4%	45.4%	42.9%	39.0%	-6.4%	-3.9%	45.4%	41.0%	-4.4%
资源及供应链服务	11.5%	11.5%	9.2%	7.0%	-4.5%	-2.2%	11.5%	8.0%	-3.5%
合计	25.4%	24.2%	23.6%	22.6%	-1.6%	-1.0%	24.8%	23.1%	-1.7%

来源：公司资料, 齐鲁国际研究部

齐鲁国际研究部

7th Floor, Li Po Chun Chambers, 189 Des Voeux Road Central, Hong Kong

香港中环德辅道中 189 号李宝椿大厦 7 楼

Tel: (852) 3979-2888 Fax: (852) 3979-2800

# 中怡国际(2341 HK)

图表 3. : 销售及毛利预测

百万人民币	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>销售</b>						
芳香化学品	628	697	753	836	893	1,083
原产品	628	516	550	611	611	686
新产品	-	181	203	225	281	397
天然产物	147	155	180	209	243	283
特殊化学品	65	88	96	105	114	125
资源及供应链服务	217	287	390	468	561	645
<b>合计</b>	<b>1,057</b>	<b>1,227</b>	<b>1,419</b>	<b>1,617</b>	<b>1,811</b>	<b>2,136</b>
<b>毛利</b>						
芳香化学品	174	189	206	229	249	309
原产品	174	125	134	149	149	167
新产品	-	63	73	80	101	142
天然产物	40	42	51	60	72	83
特殊化学品	30	40	39	41	45	49
资源及供应链服务	16	33	31	38	46	52
<b>合计</b>	<b>259</b>	<b>304</b>	<b>328</b>	<b>368</b>	<b>411</b>	<b>493</b>
<b>毛利率</b>						
芳香化学品	27.7%	27.1%	27.4%	27.4%	27.9%	28.5%
原产品	27.7%	24.3%	24.3%	24.3%	24.3%	24.3%
新产品	-	35.0%	35.7%	35.7%	35.7%	35.7%
天然产物	26.9%	27.1%	28.1%	28.8%	29.4%	29.4%
特殊化学品	46.0%	45.4%	41.0%	39.0%	39.0%	39.0%
资源及供应链服务	7.2%	11.5%	8.0%	8.1%	8.1%	8.1%
<b>合计</b>	<b>24.5%</b>	<b>24.7%</b>	<b>23.1%</b>	<b>22.8%</b>	<b>22.7%</b>	<b>23.1%</b>

来源：公司资料, 齐鲁国际研究部

图表 4. : 资本支出预测

百万人民币	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
研发	18	20	26	29	34	41
设备更新	11	20	12	13	16	19
全球供应链建设	-	-	10	-	-	-
松节油商品交易平台	-	11	-	-	-	-
长泰二期	-	-	25	50	113	113
古雷一期	30	8	145	200	242	-
黄冈	-	5	-	7	-	-
<b>合计</b>	<b>59</b>	<b>64</b>	<b>218</b>	<b>300</b>	<b>405</b>	<b>172</b>

来源：公司资料, 齐鲁国际研究部

# 中怡国际(2341 HK)

图表 5：同業估值比較

股票名称	现价 (港元)	市值 (亿港元)	净负债 权益比率	权益 回报率	历史 市盈率(倍)	2015 市盈率(倍)	2016 市盈率(倍)	历史 市净率(倍)	2015 市净率(倍)	2016 市净率(倍)
华宝国际 (336)	5.77	179.1	-29.5%	24.8%	9.0	8.5	8.1	2.1	1.8	1.6
中国香精香料 (3318)	1.31	8.2	-10.0%	6.7%	9.5	不适用	不适用	0.6	不适用	不适用
奇华顿 (GIN)	1691.25	1249.0	21.4%	16.5%	25.9	26.6	24.0	4.3	4.7	4.5
德之馨(SY1)	58.70	636.1	82.3%	15.6%	39.7	26.2	23.9	5.4	4.9	4.4
国际香料 (IFF)	117.40	735.1	30.5%	27.8%	23.1	21.4	19.6	6.2	5.4	4.6
Frutarom (FRUTF)	33.45	152.0	32.1%	16.7%	20.2	20.0	18.7	2.7	3.3	2.8
高砂香料 (4914)	1.96	83.1	44.2%	4.7%	17.5	不适用	不适用	0.8	不适用	不适用
长谷川香料(4958)	6.45	116.0	-28.5%	4.6%	22.6	24.4	24.4	1.0	1.0	0.9
百润(002568)	80.15	160.4	-64.7%	8.8%	222.6	70.1	49.5	19.8	5.5	4.9
青松(300132)	10.03	48.4	64.9%	6.2%	111.4	55.7	52.8	6.8	不适用	不适用
新和成 (002001)	17.20	234.3	-24.1%	14.0%	21.1	20.2	16.5	2.9	2.6	2.2
平均			-13.1%	8.4%	94.5	21.0	19.3	7.6	3.4	3.0
中怡国际 (2341)	2.01	9.9	-13.8%	8.2%	7.1	5.6	4.8	0.6	0.6	0.6

来源：彭博, 公司资料

图表 6：贴现现金流估值

人民币百万元	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	终值
息税前利润	265	305	366	437	543	622	713	818	937	1,074	1,232	1,412	1,619	1,855	2,127	
税额	-70	-75	-90	-107	-133	-153	-175	-201	-230	-264	-303	-347	-398	-456	-523	
折旧及摊销	49	52	78	91	111	126	144	166	190	218	249	286	328	376	431	
资本支出	-218	-300	-405	-172	-138	-126	-144	-166	-190	-218	-249	-286	-328	-376	-431	
营运资金变动	77	243	211	-264	-320	-364	-418	-479	-549	-629	-721	-827	-948	-1,087	-1,246	
自由现金流	103	226	160	-15	62	105	120	138	158	181	208	238	273	313	358	3,275
贴现自由现金流	103	204	130	-11	41	63	65	67	69	72	74	76	79	82	85	1,294
贴现总值	2491															
净债务	-881															
少数股东权益	0															
股权价值	1,610															
股数	549															
每股价值(人民币)	2.94															
港元/人民币	1.25															
每股价值(港元)	3.67															
對應市盈率	10.2															
终端增长率	2.0%															
无风险利率	3.8%															
贝塔值	0.86															
股权风险溢价	11.0%															
股权成本	13.2%															
债务成本	7.5%															
股权占比	70.0%															
债务占比	30.0%															
加权平均资本成本	10.9%															

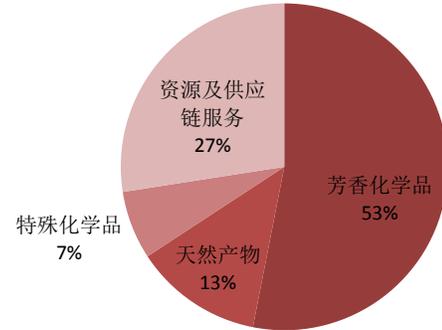
来源：公司资料, 齐鲁国际研究部

# 中怡国际(2341 HK)

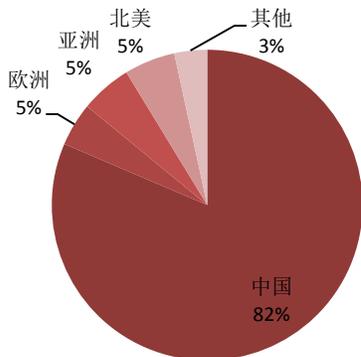
## 收入变动



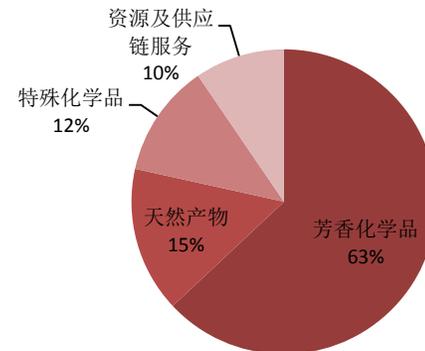
## 2014 财年产品收入分佈



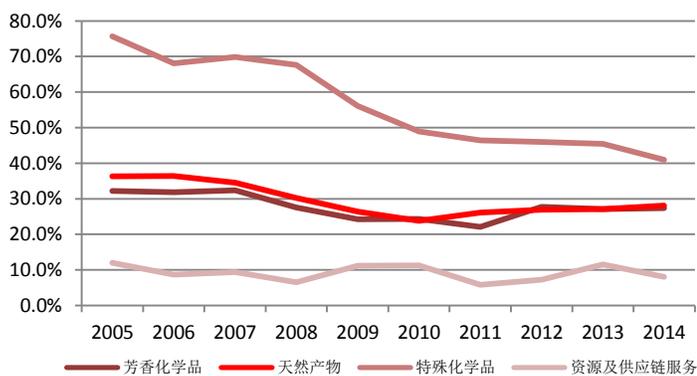
## 2014 财年区域收入分佈



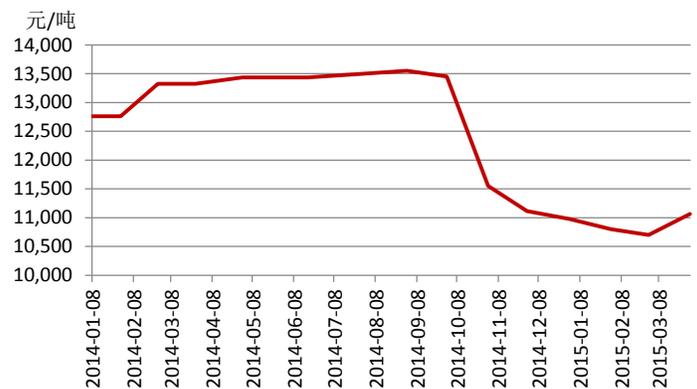
## 2014 财年产品毛利分佈



## 毛利率變動



## 松节油价格：



## 财务报表预测

损益表							资产负债表						
百万人民币	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	百万人民币	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入	1,057	1,227	1,419	1,617	1,811	2,136	經營業務所得的現金	289	-26	316	356	415	508
已售貨品成本	-798	-924	-1,091	-1,249	-1,400	-1,643	已付利息	-30	-37	-40	-41	-50	-55
毛利	259	304	328	368	411	493	已付所得稅	-26	-37	-52	-50	-54	-66
其他收益	4	-6	-34	-17	-8	-10	經營活動現金淨額	232	-100	224	264	312	387
銷售及推廣成本	-27	-27	-29	-33	-37	-44	資本支出	-48	-59	-88	-218	-300	-405
行政費用	-48	-51	-61	-69	-78	-92	其他	-2	2	-9	0	0	0
經營溢利	187	219	204	248	287	347	投資活動現金淨額	-50	-57	-97	-218	-300	-405
財務收益	7	7	16	17	19	20	淨股權融資	-1	-	9	-	-	-
財務成本	-30	-27	-50	-51	-62	-69	淨借款	83	240	94	50	100	100
應佔聯營虧損份	-0.3	-0.5	-0.5	-0.6	-0.6	-0.8	股息支付	-18	-22	-33	-35	-49	-58
除稅前溢利	164	198	169	213	243	298	其他	7	7	13	17	19	20
稅項	-36	-49	-58	-56	-60	-73	融資活動現金淨額	71	225	83	33	69	62
年度溢利	128	149	111	157	183	224	現金增加淨額	252	67	210	79	81	45
公司擁有人	128	149	111	158	184	225	匯率影響	0.0	-0.1	0.3	-	-	-
非控制性權益	-0.1	0.0	-0.0	-0.0	-0.1	-0.1	年初現金	582	834	901	1111	1191	1272
每股盈利(RMB)	0.26	0.31	0.23	0.29	0.33	0.40	年終現金	834	901	1111	1191	1272	1317
每股盈利(HKD)	0.33	0.39	0.28	0.36	0.41	0.50							
股數	484.4	484.4	490.3	1,617	1,811	2,136							

资产负债表							财务比率						
百万人民币	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
物業、廠房及設	384	355	342	523	785	1132	运营效率						
無形資產	50	48	61	61	61	61	资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
其他	21	63	66	63	63	63	流动资金周转率	1.4	1.3	1.3	1.6	2.1	3.3
非流動資產	455	466	469	647	909	1256	存货周转率	7.0	6.2	6.9	6.9	6.9	6.9
存貨	115	149	158	181	203	238	有效稅率	21.9	24.5	26.3	26.3%	24.6%	24.6%
應收賬款及應收	377	525	558	578	647	763	盈利能力						
已抵押之銀行存	98	32	87	87	87	87	毛利率	24.5	24.7	23.1	22.8%	22.7%	23.1%
現金及現金等價	834	901	1111	1191	1272	1317	營業利潤率	17.7	17.9	14.4	15.3%	15.9%	16.3%
其他	132	154	234	251	275	317	淨利潤率	12.1	12.2	7.8%	9.7%	10.2%	10.5%
流動資產	1,556	1,762	2,148	2,286	2,484	2,721	淨資產收益率	10.8	11.4	8.2%	10.8%	12.1%	14.1%
總資產	2,011	2,228	2,617	2,933	3,392	3,976	資產收益率	6.4%	6.7%	4.6%	5.7%	5.8%	6.1%
借貸	2	301	102	102	102	102	投資資本回報率	10.6	9.1%	7.4%	9.6%	11.2%	12.7%
其他	18	25	35	35	35	35	流動性及財務狀況						
非流動負債	21	326	137	137	137	137	流動比率	1.9	3.0	2.0	1.8	1.4	1.3
應付賬款及應付	267	23	259	468	804	1144	速動比率	1.8	2.8	1.9	1.6	1.3	1.1
借貸	494	517	728	779	879	979	負債比率	0.7	0.7	0.9	0.9	1.2	1.4
其他			84				淨負債比率	-0.4	-0.1	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2
流動負債	801	585	1071	1286	1726	2175	利息保障倍數	7.7	-3.7	4.5	5.1	5.0	5.7
總負債	822	911	1208	1424	1864	2312	估值						
股東權益	1,186	1,314	1,406	1,513	1,532	1,667	市盈率	4.0	4.2	7.1	5.6	4.9	4.0
非控制性權益	3	3	3	3	3	3	市帳率	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5
總權益	1,189	1,317	1,409	1,510	1,529	1,664	股息收益率	3.8%	5.3%	4.4%	5.6%	6.4%	7.9%
總權益及負債	2,011	2,228	2,617	2,933	3,392	3,976							

## 公司及行业评级定义

---

### 公司评级定义

以报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准；

买入：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅达 20%以上

增持：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅介于 5%和 20%之间

中性：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅介于-10%~5%之间

卖出：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅大于-10%以上

### 行业投资评级

以报告发布日后的 6 个月内的行业的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准。

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

谨慎：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由齐鲁国际证券有限公司 - “齐鲁国际” 分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。齐鲁国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要作出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

齐鲁国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表齐鲁国际或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

### 权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，齐鲁国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。

版权所有 齐鲁国际证券有限公司

未经齐鲁国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发