

买入

2014年11月24日

15 财年 H1 股东应占利润同比提升 10.2%，派息率达 100%

- **15 财年 H1 收入及利润分别录得 10.8% 及 10.2% 增幅：**15 财年 H1 公司营业额同比增长 10.8% 至 21.5 亿港元，股东应占利润同比上升 10.2% 至 9.84 亿港元。期内派发每股中期及特别股息共 31.72 港仙，派息率达 100%。
- **受益于行业结构升级趋势，公司食用香精业务收入同比提升 11.2% 至 15.8 亿港元：**随着产品结构的不断升级，15 财年 H1 烟草行业营业额增速达到 7.8%。故占公司销售收入 73.6% 的食用香精香料业务获得 11.2% 的增长至 15.8 亿港元，预计公司未来在该板块的收入将持续受益于行业结构升级趋势，维持单位数增长。
- **日用香精业务维持稳定增长，利润获大幅提升：**15 财年 H1 占公司销售收入 1.9% 的日用香精业务同比增长 2.9% 至 0.4 亿港元，由于销售结构的优化以及原材料价格的有效控制，该板块营运利润同比大幅提升 70.9%，EBIT 率则同比提升 6.5 个百分点至 16.3%。
- **15 财年 H1 烟草薄片收入增速大幅放缓，且受限于国家牌照限制，预计未来增速将维持稳定：**由于薄片行业格局发生变化，供不应求的局面大幅缓解，2015 财年 H1 烟草薄片业务收入同比仅增长 1.6% 至 4.8 亿港元，随着烟草公司库存清理完成，我们预计 H2 情况将得到改善，预计 15 财年全年薄片业务增速将放缓至 6% 左右。此外，受限于公司已有的生产指标，随着产线的利用率达到极限，我们预计未来 2 年将维持高单位数或低双位数增长。
- **卷烟新材料实现小规模商业化，电子烟将于近期全面推出：**受益于卷烟烟气质平台优先实现商业化生产，公司 15 财年 H1 新材料销售收入达到 0.44 亿港元，随着 H2 新型烟梗处理平台及特种烟草薄片平台的陆续开花结果，预计 15 财年新材料收入将达到 1.2 亿港元，未来更将成为公司新的业务增长引擎。公司已申请电子烟品牌 SPV，共有薄荷、咖啡等多种口味，预计将于 12 月底全面推出市场。近期公司将专注于电子烟品牌的推广及宣传，并组建专业销售团队及国际业务部，以加强中国及国际市场的开拓。
- **调高公司 15-16 财年盈利预测 4.1% 和 5.7%，维持买入评级：**我们提升净利润预测 4.1% 和 5.7%。公司对行业变化及机遇准备充分，每年维持高派息水平且现金充裕，鉴于公司的低估值及沪港通的影响。我们上调公司未来 12 个月内目标价至 8.17 港元，相当于 15 财年 12 倍市盈率，较昨日收市价 6.68 港元还有 22.3% 的上升空间，维持买入评级。

王柏俊

85225321915

patrick.wong@firstshanghai.com.hk

主要数据

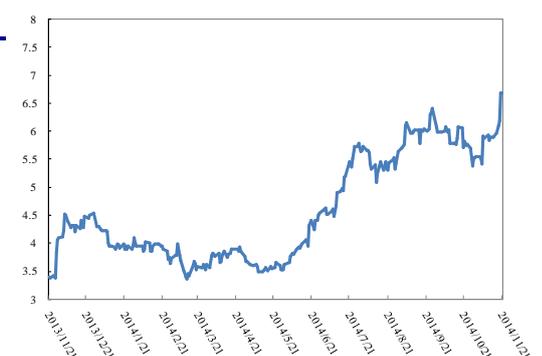
行业	食品（香精香料）
股价	6.68 港元
目标价	8.17 港元 (+22.3%)
股票代码	336
已发行股本	31 亿股
市值	207.0 亿港元
52 周高/低	6.87/3.27 港元
每股净现值	2.90 港元
主要股东	朱林瑶 (39.33%)

盈利摘要

截止3月31日财政年度	2013实际	2014实际	2015预测	2016预测	2017预测
收入（百万元港元）	3,646	4,237	4,634	4,974	5,424
变动（%）	10	16	9	7	9
净利润（百万元港元）	1,716	1,977	2,113	2,212	2,363
每股摊薄收益（港元）	0.54	0.64	0.68	0.71	0.76
变动（%）	-1	17	6	5	7
市盈率@6.68港元（倍）	12.3	10.5	9.9	9.4	8.8
每股派息（港元）	0.22	0.29	0.31	0.32	0.34
息率（%）	3.32	4.35	4.59	4.79	5.11

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

15 财年 H1 股东应占利润同比提升 10.2%，派息率达 100%

15 财年 H1 收入及利润分别录得 10.8%及 10.2%增幅

公司 2015 财年上半年（截止 2014 年 9 月 30 日）的营业收入同比增长 10.8%至 21.5 亿港元，毛利率同比上升 0.7 个百分点至 69.3%。而随着公司研发费用、员工薪酬的增加和推广力度的加大，分销管理费用率同比上升 1.5 个百分点至 20.8%。期内公司实际所得税率与上一财政年度基本持平，达到 17.8%。基于以上因素综合影响，公司归属股东净利润同比上升 10.2%至 9.84 亿港元，归属股东净利润率同比下降 0.3 个百分点至 45.7%。2015 财年 H1 公司每股基本盈利为 31.72 港仙，期内派发每股中期及特别股息共 31.72 港仙，派息率达到 100%。

受益于行业结构升级趋势，公司食用香精业务收入同比提升 11.2%至 15.8 亿港元

截至 14 年 9 月止 6 个月，占公司总销售收入 73.6%的食用香精业务收入同比提升 11.2%至 15.8 亿港元，营运利润同比提升 9.5%至 9.63 亿港元，EBIT 率为 60.8%。根据「国烟局」的数据显示，14 年上半年全国卷烟产量同比增长约 0.2%至 2590 万箱，而销量更是与去年同期基本持平，增速较 13 年减慢了超过 1 个百分点。然而行业内产品结构提升的趋势明显，高端烟中一类及二类卷烟的销量增速分别达到 16.3%及 17.2%，呈现高速增长的势头。全国单箱批发均价达到人民币 27,000 元，同比增长约 8.0%，增幅同比提高 0.4 个百分点。产品结构的持续提升也带动了销售收入的快速提升，上半年全行业实现销售收入接近人民币 7,280 亿元，同比增加约人民币 530 亿元，增长达到约 7.8%。由于公司在烟用香精香料方面占较大市场份额，故我们预计公司未来在该板块的收入将持续受益于行业结构升级趋势，维持稳定的单位数增长。

此外，二零一四年烟草行业的目标为力争工商利税总额达到人民币 10,330 亿元人民币，确保与上年相比增速达到 8%。在烟草行业销量近乎停滞的情况下，为保证烟草行业利税有 8-10%的增长，我们预计香烟行业将在提升结构和降成本方面加大力度，这也使得公司 15 财年上半年烟用香精的利润率略有下降，由于烟草行业格局短期内不会改变，预计这将持续轻微影响公司烟用香精的毛利率水平。

日用香精业务维持稳定增长，利润获大幅提升

15 财年 H1 占公司销售收入 1.9%的日用香精业务收入同比增长 2.9%至 0.4 亿港元，营运利润同比大幅提升 70.9%，EBIT 率则同比提升 6.5 个百分点至 16.3%。由于「厦门琥珀」加强对原材料价格的有效控制以及持续优化产品结构，预计短期内该板块的盈利能力将进一步提高。

15 财年 H1 烟草薄片收入增速大幅放缓，且受限于国家牌照限制，预计未来增速将维持稳定

15财年H1占公司总销售收入22.4%的烟草薄片业务收入同比仅增长1.6%至4.73亿港元。这主要是由于：1）、行业格局正在发生改变，今年内江苏、云南、安徽等地薄片产能的陆续释放，导致行业内供不应求的局面得到了大幅缓解，预计未来随着更多的产能逐渐达产，竞争将会趋于激烈；2）、由于二零一三年天然烟叶产量的增加，各烟草企业天然烟叶原材料充足，这在一定程度上影响了添加薄片的积极性；3）、由于烟草企业去年的薄片采购力度较大，库存普遍维持在较高的水平，在国烟局「盘活库存、有效降低原料存量」的倡导下，各家烟草企业今年上半年的采购量受到一定程度的影响。为应对这种情况，公司期内加强成本控制以及提高烟草薄片

的售价，使得该板块营运盈利同比增加约19.9%至2.17亿港元；EBIT率较去年同期提升了大幅6.9个百分点至45.2%。

据了解，烟草薄片是中国烟草专卖品，目前国家已经批准的生产线规模在17-18万吨，已经完成的产线在10万吨左右。由于烟草薄片的生产完全受制于国家牌照限制，而目前国家批准的17-18万吨产能还未完全释放，故预计公司也很难再进一步拿到新的生产指标。因此，我们预计未来公司烟草薄片的收入增长只能依靠提升产能利用率和价格来完成，由于公司14至15财年上半年销量不达预期，我们预计全年烟草薄片的产能利用率为85%，价格则维持在3.5万元/吨左右，故预计全年收入增速将为6%-7%左右。而在15财年之后，由于产能和价格上升空间有限，我们预计公司在未来2年内烟草薄片的收入将维持中高单位数或低双位数的增长。

卷烟新材料实现小规模商业化，电子烟将于近期全面推出

目前公司有三个卷烟新材料平台，分别是卷烟烟气传质技术平台、特种烟草薄片技术平台、新型烟梗处理技术平台。截至2014年9月至6个月，受益于卷烟烟气传质技术平台率先实现小规模商业化，公司新材料销售收入达到0.44亿港元，营运盈利达760.9万元，EBIT率约为17.3%。目前，公司口味型胶囊已被若干客户所接受，应用在其高端新产品的滤嘴中。现在已被使用的胶囊口味包括人参、清凉、烟草、果味、酒味等类型，同时对于其他各种口味，公司亦将根据市场的喜好和趋势陆续推出。在新型烟梗处理技术平台方面，公司期内对中试生产线的设备和工艺进行了进一步的完善和调试，使得该条生产线的各项技术指标更加成熟。目前，公司已经与一家大型烟草公司就新型烟梗处理技术平台的产品达成协议，预计将于15财年下半年正式安装生产线，大约为5000-10000吨左右的规格，并预计将取得初步的销售成绩。综上所述，随着新型烟梗处理技术平台、特种烟草薄片技术平台的陆续开花结果，我们预计公司卷烟新材料15财年销售收入将达到1.2亿港元，且随着规模化效应的显现，预计未来该板块的利润率将大幅提升，有望成为公司新的业务增长引擎。

从世界电子烟近年的发展来看，其发展前景非常广阔，根据TechNavio《2014-2018全球电子雾化烟市场》的报告显示，二零一三年全球电子雾化烟的规模达到23.9亿美元。不仅仅是在欧洲和美国，即使是在全球范围内，电子雾化烟都在面临着高速增长。该报告预测至二零一八年，电子雾化烟的市场规模将会扩大至90.5亿美元的水平，年均复合增长率可达30.6%。目前，美国市场为全球最大的电子雾化烟市场，占全球约40%的市场份额。尽管电子雾化烟在亚太地区仍然处于非常初期的阶段，但生活方式和喜好的变化会促使该区域在未来的几年成为电子雾化烟行业中重要的新兴市场。二零一三年亚太地区电子雾化烟的市场规模约为3.9亿美元，预计二零一八年可达到19.1亿美元，年均复合增长率高达37.6%。此外，TechNavio的报告还特别指出，中国和韩国市场未来将具有极大的增长空间。

但是由于中国电子烟政策仍不清晰，故中国电子烟仍处于发展初期，各公司对于电子烟的投入仍持谨慎态度。公司目前推出薄荷味和咖啡味的两款电子烟（皆不含尼古丁），品牌名称为SPV，主要定位于接受度比较高的年轻人群体以及部分对健康比较在意的抽烟人群，未来也会根据消费者口味以及市场的流行趋势，不断推出相应的新产品。目前电子烟在网络小规模试销中反响良好，公司于近期内将优先进行推广及宣传活动，并组建专门的销售团队进行营销策划，初步预算14-15财年电子烟的推广费用为3000万港元左右，用以拓展品牌知名度，计划打造中国第一电子雾化烟品牌。截至报告期内，公司已经开展了一定范围内的推广活动，预计将借助系列短片广告的形式于12月底进行更大规模的宣传，届时将正式全面的推出市场，通过网络、超市和其他传统香烟渠道进行销售。此外，公司关于含有尼古丁的电子烟亦已取得一定成果，并计划组建国际业务部，未来将加强对国际市场尤其是中东市场的

开拓和发展。由于前期推广等费用的投入，预计该版块不会有太大盈利贡献，但是鉴于行业巨大的发展空间，我们认为在新材料尤其是电子烟领域，我们首要关注的是推广成效而非盈利数据。

调高公司 15-16 财年盈利预测 4.1%和 5.7%，维持买入评级

分业务来看，烟用香精香料将持续受益于烟草行业结构升级趋势的影响，在未来2年内维持高单位数或低双位数增长，日用香精香料在出售云南华香源业务后亦将维持平稳增长，且由于公司加强原材料成本控制，利润获得大幅提升，烟草薄片业务受限于市场格局变化以及牌照产能限制收入增速开始放缓，而卷烟新材料和电子烟产品有望成为公司未来新的增长引擎。综上所述，我们提升公司15和16财年净利润预测4.1%和5.7%至21.1亿和22.1亿港元，提升每股盈利预测4.0%和5.5%至0.68及0.71港元。

公司现金充裕，14-15财年上半年银行及库存现金达到41.4亿港元，从历史数据来看每年皆维持高派息水平。我们认为虽然烟草行业为传统夕阳行业，但在1.25万亿的市场空间中仍有很多变化和机遇等待把握和挖掘（比如降焦减害、新型卷烟产品等），这些机遇如能把握，则公司仍面临较大增长空间。我们以2015财年EPS的12倍市盈率为公司估值，将公司未来12个月的目标价调升至8.17港元，较昨日收市价6.68港元还有22.3%的上升空间，评级维持买入。

图表 1:新旧盈利预测比较

(百万港元)	2015财年E			2016财年E			2017财年E		
	调整后	调整前	变动	调整后	调整前	变动	预计	调整前	变动
收入	4,634	4,648	-0.3%	4,974	4,931	0.9%	5,424	5,329	1.8%
毛利	3,274	3,198	2.4%	3,467	3,338	3.9%	3,725	3,549	5.0%
营运收入	2,546	2,465	3.3%	2,646	2,511	5.4%	2,809	2,639	6.4%
净利润	2,113	2,031	4.1%	2,213	2,094	5.7%	2,365	2,220	6.5%
每股盈利(港元)	0.68	0.65	4.0%	0.71	0.67	5.5%	0.76	0.71	6.3%
	变动(ppt)								
毛利率	70.6%	68.8%	1.84	69.7%	67.7%	2.01	68.7%	66.6%	2.09
SG&A/收入	21.2%	20.6%	0.60	21.6%	21.6%	0.00	21.9%	21.9%	0.00
营运利润率	54.9%	53.0%	1.92	53.2%	50.9%	2.29	51.8%	49.5%	2.27
净利率	45.6%	43.7%	1.91	44.5%	42.5%	2.02	43.6%	41.7%	1.95

资料来源：第一上海预测

附录 1: 主要财务报表

损益表

<百万港元>, 财务年度截至<三月>

	2013年 实际	2014年 实际	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测
收入	3,646	4,237	4,634	4,974	5,424
毛利	2,519	2,998	3,274	3,467	3,725
销售及管理费用	-671	-825	-983	-1,074	-1,188
其他收入	177	205	255	254	271
营运收入	2,025	2,377	2,546	2,646	2,809
财务开支	22	42	54	62	77
联营公司	1	-2	2	16	24
税前盈利	2,047	2,417	2,603	2,725	2,910
所得税	-315	-420	-469	-490	-524
少数股东应占利润	16	20	21	22	23
净利润	1,716	1,977	2,113	2,212	2,363
折旧及摊销	140	177	188	207	222
EBITDA	2,164	2,555	2,735	2,854	3,031
增长					
总收入 (%)	10.1%	16.2%	9.4%	7.3%	9.0%
EBITDA (%)	-0.4%	18.0%	7.0%	4.4%	6.2%

资产负债表

<百万港元>, 财务年度截至<三月>

	2013年 实际	2014年 实际	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测
现金	1,886	2,375	3,344	4,204	5,325
应收账款	1,060	1,341	1,362	1,540	1,654
存货	702	856	855	1,023	1,075
其他流动资产	442	812	812	812	812
总流动资产	4,091	5,384	6,372	7,578	8,865
固定资产	1,444	1,425	1,683	1,870	2,042
无形资产	2,926	2,931	2,886	2,842	2,799
长期投资	4,513	6,051	7,036	8,253	9,558
总资产	8,883	10,408	11,606	12,965	14,399
应付帐款	586	652	684	779	851
短期银行贷款	465	530	530	530	530
其他短期负债	144	133	133	133	133
总短期负债	1,194	1,316	1,347	1,443	1,515
长期银行贷款	0	0	0	0	0
其他负债	63	93	93	93	93
总负债	1,257	1,408	1,440	1,535	1,607
少数股东权益	346	315	336	357	381
股东权益	7,626	9,000	10,165	11,428	12,790
每股账面值 (港元)	2.42	2.90	3.27	3.68	4.11
营运资金	2,833	3,976	4,932	6,043	7,258

数据来源: 公司资料、第一上海预测

财务分析

	2013年 实际	2014年 实际	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	69.1%	70.8%	70.6%	69.7%	68.7%
EBITDA 利率 (%)	59.4%	60.3%	59.0%	57.4%	55.9%
净利率 (%)	47.1%	46.7%	45.6%	44.5%	43.6%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	18.4%	19.5%	21.2%	21.6%	21.9%
实际税率 (%)	15.4%	17.4%	18.0%	18.0%	18.0%
股息支付率 (%)	40.6%	45.6%	45.0%	45.0%	45.0%
库存周转	227	252	229	248	231
应付账款天数	190	192	184	189	183
应收账款天数	106	116	107	113	111
财务状况					
净负债/股本	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.4)
收入/总资产	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
总资产/股本	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1
盈利对利息倍数	91.2	56.1	47.1	42.7	36.3

现金流量表

<百万港元>, 财务年度截至<三月>

	2013年 实际	2014年 实际	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测
EBITDA	2,164	2,555	2,735	2,854	3,031
融资成本	-41	-54	-67	-75	-90
营运资金变化	-252	-369	12	-251	-94
所得税	-292	-421	-469	-490	-524
其他营运活动	36	114	72	80	95
营运现金流	1,616	1,825	2,284	2,118	2,418
资本开支	-335	-162	-400	-350	-350
其他投资活动	-400	-434	68	76	92
投资活动现金流	-736	-596	-332	-274	-258
负债变化	-463	65	0	0	0
股本变化	35	3	0	0	0
股息	-638	-782	-970	-971	-1,026
其他融资活动	-221	-57	-13	-13	-13
融资活动现金流	-1,286	-771	-983	-984	-1,039
现金变化	-406	458	969	860	1,121
期初持有现金	2,287	1,886	2,375	3,344	4,204
汇兑变化	6	31	-	-	-
期末持有现金	1,886	2,375	3,344	4,204	5,325

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、数据、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或数据而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。