

强烈推荐

业绩超预期，估值处于洼地

中怡国际 (2341.HK)

2019-04-11 星期四

目标价: HK\$ 3.5
现价: HK\$ 1.62
预计升幅: 116%

股本数据

总股本(亿股): 7.75
港股股本(亿股): 7.75
港股市值(亿港元): 12.79
52周高/低(HK\$): 1.85/1.29
每股净值(元): 2.7
所属行业: 化工行业

主要股东

Marietta Limited (35.87%)

52周行情图 (Vs 恒生中国指数)



国元国际研究部

研究员: 高翔
SFC CE No. BMV271
电话: 0755-21519155
Email: gaoxiang@gyzq.com.hk

投资要点

业绩超预期，估值低洼，处历史低位：

公司2018全年收入21.98亿元，同比增长39.391%。其中，主板块“芳香及味道”录得14.71亿元，同比增长56.82%，占总收入比达到66.92%，高于去年的60%；“天然”板块录得4.45亿元，同比增长2.06%，占总收入比20.25%；“特殊化学品”板块录得2.83亿元，同比增长43.65%，占总收入比12.88%。净利润同比增长17%至2.153亿元，除去汇兑损失6948万元后，**经调整后非公认会计原则之基本利润同比增长104%至2.85亿元，略超我们之前2.76亿元的预期。**同时，**公司目前PE仅为5.1倍，处于历史上的绝对地位（历史平均PE 7.2倍）。**公司建议派发末期股息每股0.041港元，全年每股股息0.056港元。

香原料业务继续扩展：

在香原料方面，公司会保障满负荷的生产保证天然基的产品在市场上供给。同时，在环保政策下及行业突发事件背景下（诸如江苏的响水事件），公司的环保及安全生产的优势亦会凸显。古雷的一期多功能车间包括了以香原料为主的功能化学品的产品组合，总体产能预计会是目前海沧的一倍以上，会容纳更多的产品组合，其中一些产品19年下半年会陆续投产。

古雷工厂预期19年四季度逐步投产：

古雷产区第一期已按照高标准先进技术、符合安全环保法规的要求稳步地推进，部份厂房及罐区在二零一八年底完成。目前计划在二零一九年第三季度完成第一期的建设和安装，在第四季度逐步投产，并产生营业贡献。未来会以天然基和石油基同步作为支撑，积极拓展精细化工原料的资源供应维度和综合应用广度，从中实现价值提升。

给予强烈推荐评级，维持目标价3.5港元：

公司未来几年有望迎来快速成长，我们预计公司2019-2021年EPS将分别为0.51港元、0.61港元及0.74港元。根据未来盈利预测水平，我们维持此前的目标价3.5港元，给予公司2019年6.9倍PE，较现价有116%的上升空间，给予强烈推荐评级。

财务年度截至12月	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
总营收(百万人民币)	1,571	2,198	2,625	3,133	3,741
同比增长	-3.8%	39.9%	19.4%	19.4%	19.4%
毛利率	21.3%	24.2%	24.4%	24.5%	24.5%
净利润(百万人民币)	184	215	320	386	463
同比增长	26.3%	17.3%	48.7%	20.5%	20.1%
EPS(HKD)	0.29	0.34	0.51	0.61	0.74
PE(@1.71)	5.8	5.0	3.4	2.8	2.3
每股派息(HKD)	0.048	0.062	0.092	0.111	0.133

一、得益于香原料板块扩展，核心业务高增长带动整体收入

核心业务“芳香及味道”录得 14.71 亿元，同比增长 56.82%，占总收入比达到 66.92%。收入高增长得益于公司自身在环保和安全方面的升级改造，天然基产品量价齐升，同时石油基产品全年销售收入同比 17 年增长 35%，占比板块收入 36%。符合我们之前对于公司天然基+石油基齐增长推动香原料板块的预期。

除自身产品增长较快以外，18 年同行发生的两起火灾导致行业内供给短缺，带来了多个香原料产品出现了爆发性的需求增长。公司在此背景下通过全球采购，增加产能，扩大外协联合生产及技术升级等措施解决产能有限的问题，为客户提供供应，尤其在 18 年下半年为公司带来了较大的效益。

二、“长泰产区”带来天然板块升级

“天然”板块的天然食品配料、天然精油及天然提取物都基本录得 2% 的稳定增长。公司在中国云南建立了天然精油管理中心和储备仓库，天然资源的信息数据库和采集分析共享系统亦已在顺利运作。由于天然产物在旧厂区的生产力已超负荷，公司已在重新规划，将业务整体升级并搬迁至长泰厂区，使之成为天然产物工业园，为天然产物业务配置全新的生产装置和产能。未来配合大数据技术和资源优势，增加食用级产品组合，提升品质，增加营收。期内升级改造建设正在推进，预期天然食品配料新生产线将于二零一九年下半年建成投产。

三、古雷项目预计 19 年 Q4 逐步投产，产能大幅提升

古雷产区是公司未来业务倍增的核心产业基地，公司目标是将其打造成世界级的功能化学品主产基地。厂区目前在一阶段土建，2018 年底完成了一些厂房和储罐的建设，预计 19 年第三季度完成安装调试，公司预期 19 年四季度逐步投入生产。未来会以天然基和石油基同步作为支撑，积极拓展精细化工原料的资源供应维度和综合应用广度，从中实现价值提升。

古雷第一期重点是增加了新的功能材料，同时第一期后段的多功能车间的建设则包括了以香原料为主的功能化学品的产品组合，公司目前正加速石油基原料生产装置建设，意在扩大品种和产能已满足市场需求。公司预计功能材料的毛利率有可能达到 30-40%，因此未来整体毛利率有继续提升的可能。

同时，自 2017 年四季度至 2018 年一季度期间，业界出现异常情况之后，预计 2019 年同行会陆续恢复生产，极端紧张的情况会有所缓解，但是行业开工不足的情况依旧会存在，大部分的香原料的供应仍未必可以满足需求，古雷的第一个多功能车间（石油基香原料）的产能预计会是现有海沧厂多功能车间产能的一倍，这将极大扩大公司产能，以满足市场需求。公司预期未来古雷一期（香原料+多功能产品）的总体收入水平 20-30 亿左右。毛利率方面，香原料预计还是保持 20% 以上，多功能（石油基为主）产品会略有上升，其中功能树脂会比香原料高出 10% 左右（介于 30-40%），未来的总体毛利率还取决于产品组合的结构。

四、资源、环保和安全生产的优势

在产能大幅提升的同时，公司的安全生产和环保技术的优势将在未来愈发明显。公司一贯秉承的环保和安全理念，致力成为中国绿色化工的样板工厂，并提升核心流程的产能和效率，以确保长期安全稳定可靠的持续性生产。在当下中国环保要求愈发趋严，同行关停限产和“响水事件”的背景下，公司的安全和可靠生产会使得大小客户对于公司的产品和服务的信心和依赖度都有较大提升。古雷和长泰的新产线都是严格按照国家安全生产和环保标准来建设安装的，在业内优势明显。

古雷为中国七大国家级化工园区之一，公司未来在产业链和资源的协同上的优势也会愈发明显，且公司自身也在推出具有资源和技术协同性的新型功能化学品，在快速增长的市场上占据份额，进一步将古雷打造成功能化学品和新材料制造基地。

五、资本开支

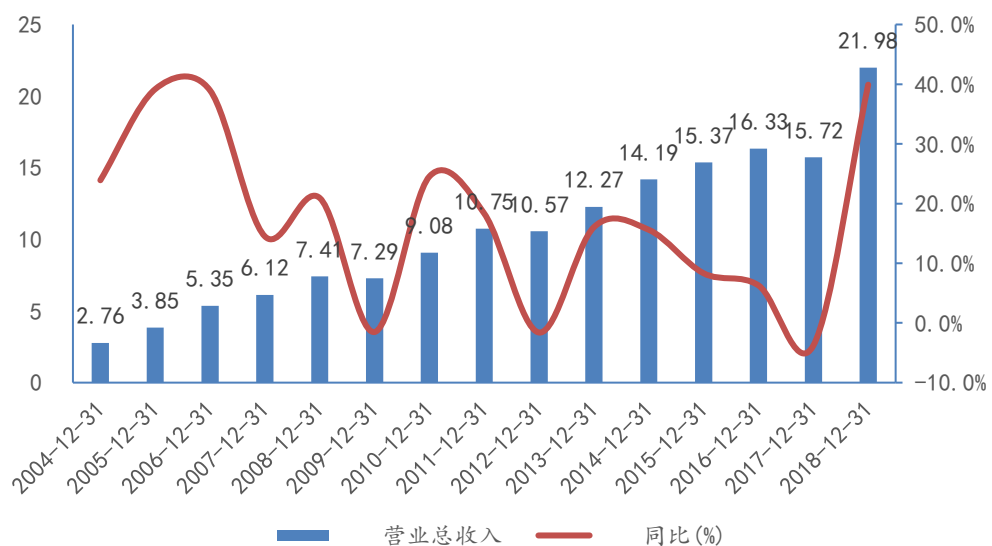
回顾 18 年总体开支为 6.79 亿元：研发投入 5700 万，设备更新 1900 万，古雷专项 5.7 亿元，长泰升级改造为 3300 万；

19 年预计总体开支 7.35 亿元：研发 6000 万，设备更新 800 万，古雷专项 5.87 亿元，长泰预计投入 8000 万。

六、未来：多业务共同成长

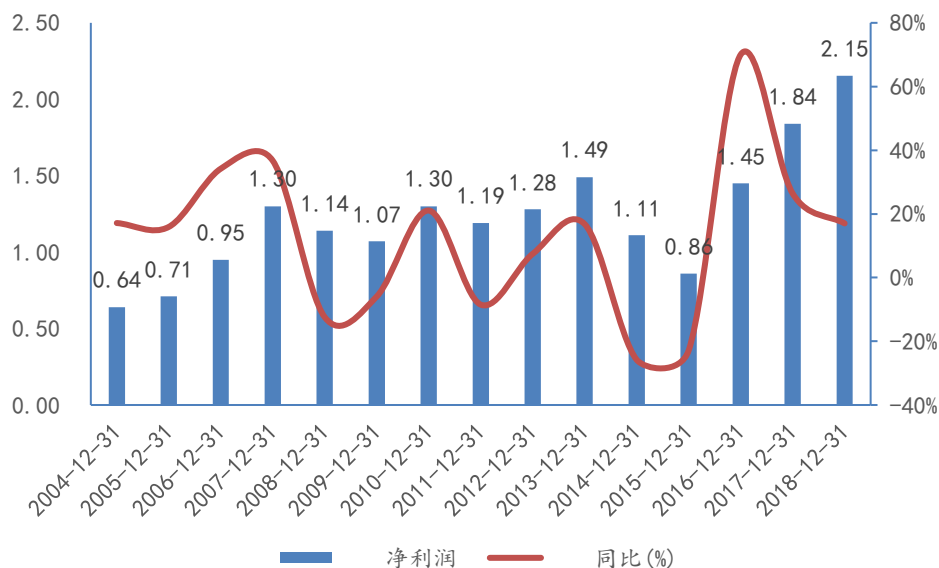
在香原料产品上，灵活调整产能以应对多变的市场需求，同时不断升级环保和安全生产的水平。天然板块，利用大数据技术，配合长泰的产线升级，增加食用级产品组合，提升整体的品质和产能。功能化学品方面则配合古雷产区的建设，推出具有资源和技术协同性的新型功能化学品。

图 1 公司上市以来收入逐步提升（单位：亿元）



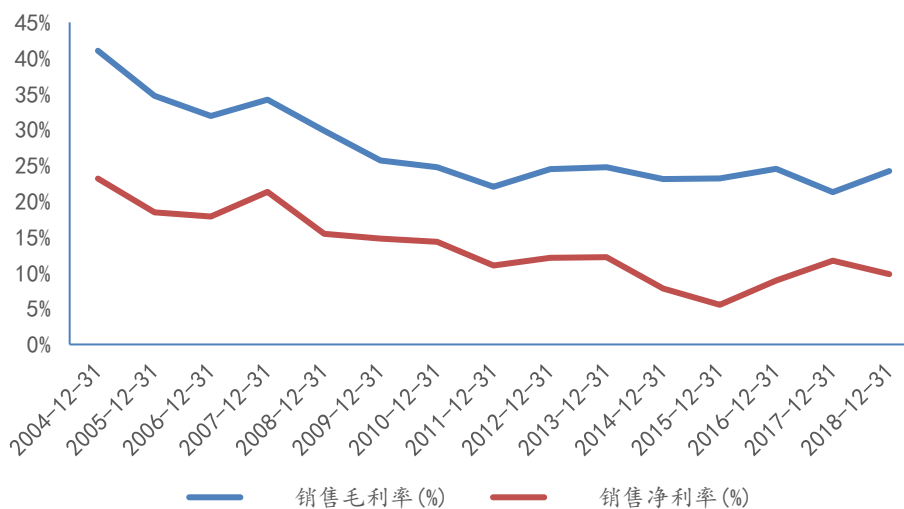
数据来源：公司资料，国元国际

图2 公司历年净利润变化情况 (单位: 亿元)



数据来源: 公司资料, 国元国际

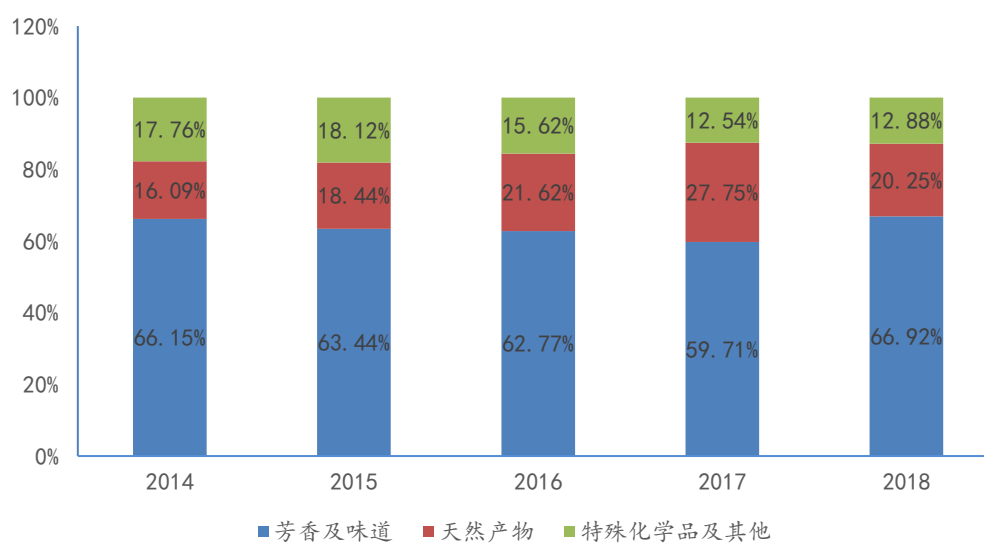
图3 公司净利率今年有所下降



数据来源: 公司资料, 国元国际

公司18年净利率由于汇兑损失6948万元(2017年:4431万元汇兑收益),同时由于较高的借贷成本,年内的财务费用有所上升,共一亿元,去年同期为568万元。因此18年虽然毛利率较去年有所提升,但净利率由17年的11.7%降低至9.8%。若去除汇兑影响,17/18年净利率为9%/13%,实际净利率是上升的。

图4 公司14-18年三大板块收入占比，“芳香味道”占主导



数据来源：公司资料，国元国际

风险因素

古雷投产延期；产品原材料价格波动超预期；产品研发不达预期；外汇风险等。

损益表(人民币百万元, 财务年度截至12月底)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
收入	1571	2198	2625	3133	3741
毛利	334	532	642	769	918
销售费用	(27)	(31)	(55)	(66)	(79)
行政费用	(71)	(92)	(110)	(132)	(157)
财务费用	6	(100)	(39)	(45)	(50)
经营利润	242	309	437	527	633
营业外净收入	1	8	2	2	2
税前盈利	243	317	439	529	634
所得税	(59)	(102)	(118)	(143)	(171)
净利润(母公司)	184	215	320	386	463
少数股东净利润	0	0	0	0	0
EPS (HKD)	0.29	0.34	0.51	0.61	0.74
总收入YOY (%)	(3.76)	39.89	19.40	19.38	19.40
每股收益YOY (%)	5.69	17.28	48.67	20.53	20.07

资产负债表

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
现金	1889	898	1317	1380	1620
应收账款	523	943	1132	1358	1629
存货	184	246	295	354	425
总流动资产	2880	3022	3113	3540	4216
固定资产	557	1179	1406	1615	1724
长期投资	0	0	0	0	0
总资产	3437	4201	4519	5155	5940
应付账款	229	285	333	364	397
流动负债	1010	1282	1524	1672	1835
非流动负债	515	823	534	538	543
总负债	1525	2106	2058	2210	2379
股东权益	1911	2096	2473	2929	3475
少数股东权益	0	0	0	0	0
每股账面值	2.47	2.70	3.19	3.78	4.48

财务分析

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率 (%)	21.3%	24.2%	24.4%	24.5%	24.5%
净利率 (%)	11.7%	9.8%	12.2%	12.3%	12.4%
股息支付率 (%)	16.3%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
SG&A/收入 (%)	6.2%	5.6%	6.3%	6.3%	6.3%
库存周转	54.2	53.8	54.3	54.6	54.9
应付账款天数	67.5	62.4	61.4	56.2	51.4
应收账款天数	121.5	156.6	157.4	158.2	159.0
ROA	5.3%	5.1%	7.1%	7.5%	7.8%
ROE	9.6%	10.3%	12.9%	13.2%	13.3%

现金流量表

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营运所得现金	316	417	584	708	857
所得税	(55)	(59)	(58)	(57)	(56)
营运性现金流	417	(120)	274	341	421
资本开支	(96)	(641)	(166)	(200)	(100)
其他投资活动	(16)	(17)	(16)	(15)	(13)
投资性现金流	(112)	(659)	(182)	(215)	(113)
负债变化	11	501	(99)	117	129
已付利息	(55)	(71)	(78)	(86)	(95)
股息	(29)	(39)	(58)	(69)	(83)
融资性现金流	131	506	(125)	81	82
现金变化	436	(272)	(33)	207	390
汇兑变化	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
期初持有现金	1563	1889	1486	1317	1380
期末持有现金	1889	1486	1317	1380	1620

投资评级定义和免责条款

投资评级：

强烈推荐	预期股价在未来 12 个月上升 20%以上
推荐	预期股价在未来 12 个月上升 5%~20%
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 5%以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 5%~20%
强烈卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 20%以上

免责声明：

此刊物只供阁下参考,在任何地区或任何情况下皆不可作为或被视为证券出售要约或证券、期货及其它投资产品买卖的邀请。此刊物所提及的证券、期货及其它投资产品可能在某些地区不能买入、出售或交易。此刊物所载的资料由国元国际控股有限公司及/或国元期货(香港)有限公司(下称“国元国际”)编写,所载资料的来源皆被国元国际认为可靠及准确。此刊物所载的见解、分析、预测、推断和预期都是以这些可靠数据为基础,只是表达观点,国元国际或任何个人对其准确性或完整性不作任何担保。此刊物所载的资料(除另有说明)、意见及推测反映国元国际于最初发此刊物日期当日的判断,可随时更改。国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司对投资者因使用此刊物的材料而招致直接或间接的损失概不负任何责任。

负责撰写分析之分析员(一人或多人)就本刊物确认:

分析报告内所提出的一切意见准确地反映了分析员本人对报告所涉及的任何证券或发行人的个人意见;及

分析员过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在本刊物内发表的具体建议及意见没有直接或间接的关连。

此刊物内所提及的任何投资皆可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也不适合所有的投资者。此刊物中所提及的投资的价值或从中获得的收入可能会受汇率及其它因素影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此刊物并没有把任何人的投资目标、财务状况或特殊需求一并考虑。投资者入市买卖前不应单靠此刊物而作出投资决定,投资者务请运用个人独立思考能力,慎密从事。投资者在进行任何以此刊物的建议为依据的投资行动之前,应先咨询专业意见。

国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司以及它们的高级职员、董事、员工(包括参与准备或发行此刊物的人)可能随时与此刊物所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行、或证券服务关系;及

已经向此刊物所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。

国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司的一位或多位董事、高级职员及/或员工可能担任此刊物所提到的证券发行公司的董事。此刊物对于收件人来说属机密文件。此刊物绝无让居住在法律或政策不允许该报告流通或发行的地方的人阅读之意图。

未经国元国际事先授权,任何人不得因任何目的复制、发出或发表此刊物。国元国际保留一切追究权利。

规范性披露

分析员的过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在此报告内发表具体建议及意见没有直接关联。

国元国际控股有限公司、国元期货(香港)有限公司及其每一间在香港从事投资银行、自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司,并无对在此刊物所评论的上市公司持有需作出披露的财务权益、跟此刊物内所评论的任何上市公司在过去12个月内并无就投资银行服务收取任何补偿或委托、并无雇员或其有关联的个人担任此刊物内所评论的任何上市公司的高级人员及没有为此刊物所评论的任何上市公司的证券进行庄家活动。

国元国际控股有限公司

香港中环干诺道中 3 号中国建设银行大厦 22 楼

电 话: (852) 3769 6888

传 真: (852) 3769 6999

服务热线: 400-888-1313

公司网址: <http://www.gyzq.com.hk>