



国元(香港) — 公司研究

阜丰集团 (546. HK)

2010-07-06

三游并举快速发展，预计三年纯利翻番

投资评级：买入

投资要点：

上游不断加大成本优势：公司已于东北开始建设第四个生产基地，预计明年下半年投产。凭借当地原材料优势，项目建成后，综合毛利率与同业相比，将在现有的 10 个百分点的优势基础上再提升 5 个百分点。从市场竞争角度而言，充沛的产能供应和显著的成本优势将进一步巩固公司的行业垄断地位。

中游扩展产品组合：2010 年公司将新增三个产品：苏氨酸、支链氨基酸和果糖，分别于今年的 5 月、3 月和 8 月开始投产。不断推出新产品将为公司的长期发展打开新的成长空间。

下游加强渠道，提升品牌：随着公司产品组合的丰富和产能的大幅提升，公司计划设立地区销售中心和物流中心，还计划在中东、北美及欧洲成立运营办事处。公司用过去十年的时间将上游生产制造的根基打牢，未来将加大下游建设，建立渠道，提升品牌知名度。也就是要完成从工业品到消费品的转换升级，通吃上下游整条产业链。

预计未来三年盈利翻番：未来盈利增长的主要动力来自于产能的提升和新产品的贡献。凭借公司强大的成本优势，预计其味精的市场占有率将从 09 年的 20%-25% 提升到 2012 年的 35%-40% 左右（味精行业增长率约为每年 10%）。加上其他产品的贡献，预计 2012 年净利润将由 2009 年的 9.3 亿元人民币上升到 18.55 亿元人民币。

估值水平有大幅提升空间：公司自 08 年开始已连续 2 年实现高成长高派息，如果公司未来能不断完善产品组合和向消费品转型，从而打开未来长期发展的想象空间，公司的估值水平将有望由目前的不到 10 倍 PE 上升到 30 倍 PE。我们认为公司的进取心、执行力与客观性已使其具备了成为卓越调味品公司的潜质，未来将不断获取和巩固垄断地位，从而获取长期垄断利润。

维持买入评级，提升目标价至 11.07 港元：我们预计公司 2010 年上半年的纯利为 4.57 亿元人民币，2010 年全面的收入将增长 42.1% 至 65.85 亿元，利润将增长 16.27% 至 10.79 亿元。提升目标价至 11.07 港元，相当于 2010 年 15 倍 PE，较现价有 123% 的上升空间。

盈利摘要

截止12月31日财政年度	08年历史	09年历史	10年预测	11年预测	12年预测
总营收 (百万人民币)	3,585	4,633	6,585	8,307	10,557
变动	46.6%	29.2%	42.1%	26.1%	27.1%
净利润 (百万人民币)	295	928	1,079	1,423	1,855
每股盈利 (人民币)	0.18	0.56	0.65	0.86	1.12
变动	534.2%	214.7%	16.3%	31.8%	30.4%
基于 4.96 港元的市盈率	24.6	7.8	6.7	5.1	3.9
每股派息 (人民币)	0.09	0.22	0.26	0.34	0.45
股息现价比率 (%)	2.02%	5.04%	5.95%	7.85%	10.23%

资料来源：公司资料，国元证券(香港)预测

更新报告：2010-07-06

目标价：HK\$ 11.07

现价：HK\$ 4.96

预期升幅：123%

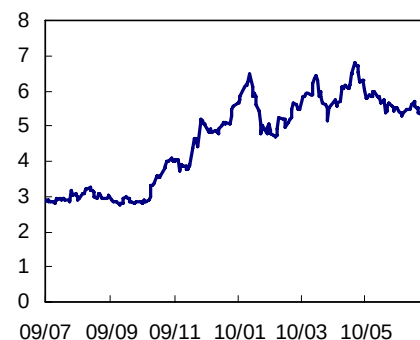
股本数据

股本(亿股)	16.6
市值(亿港元)	82.3
52 周高/低 (HK\$)	6.88/2.72
每股净值(港元)	1.64
所属行业：	食品

主要股东

Motivator Enterprises Limited	47.35%
Ever Soar	11.15%

52 周行情图



资料来源：Bloomberg

相关报告

阜丰集团 (546) 首次评级买入

.....2009/12/29

阜丰集团 (546) 更新报告

.....2010/03/24

国元证券(香港)研究部

电话：(852) 3769 6888

(86) 755-2151 9185

电邮：gyhkresearch@gyzq.com.hk

国元证券(香港)有限公司

www.gyzq.com.hk

产能

2010 年推出的三种新产品中,支链氨基酸已于今年 3 月开始投产,苏氨酸的兴建工程已完成并与今年 5 月开始投产,而果糖 5000 吨的生产线建设也已接近完成,预计今年 8 月开始投产。在黄原胶方面,新增产能的兴建工程也已完成,预计今年二季度开始投产。

图表 1: 2009-2011 产能情况

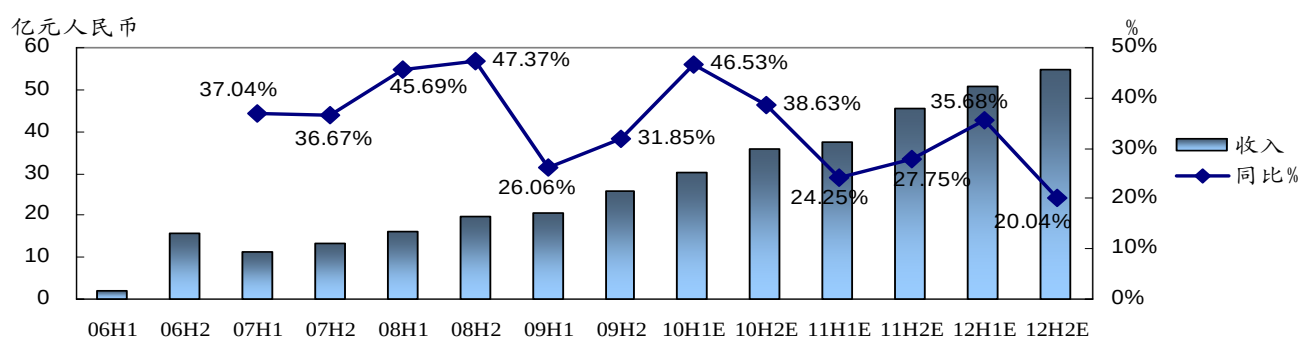
单位: 万吨	2009	2010	10/09变化	2011	11/10变化
味精分部原有产品:					
味精	31	54	77.05%	64	18.52%
谷氨酸	35	46	31.43%	54	17.39%
肥料	46	56	21.74%	66	17.86%
淀粉甜味剂	10	10	-	10	-
玉米油	1.75	3.5	100.00%	3.5	-
鸡粉	0.5	1	100.00%	1	-
味精分部新产品					
苏氨酸	N/A	0.375	N/A	0.5	33.33%
支链氨基酸	N/A	0.075	N/A	0.1	33.33%
果糖	N/A	0.25	N/A	0.5	100.00%
黄原胶分部					
黄原胶	3.2	4.1	28.13%	4.4	7.32%

资料来源: 公司资料, 国元 (香港)

收入

预计 2010 至 2012 年公司收入分别为 65.85 亿、83.07 亿与 105.57 亿元人民币, 09 年至 12 年的年均复合增长率为 31.59%。

图表 2: 2006-2012 年收入情况

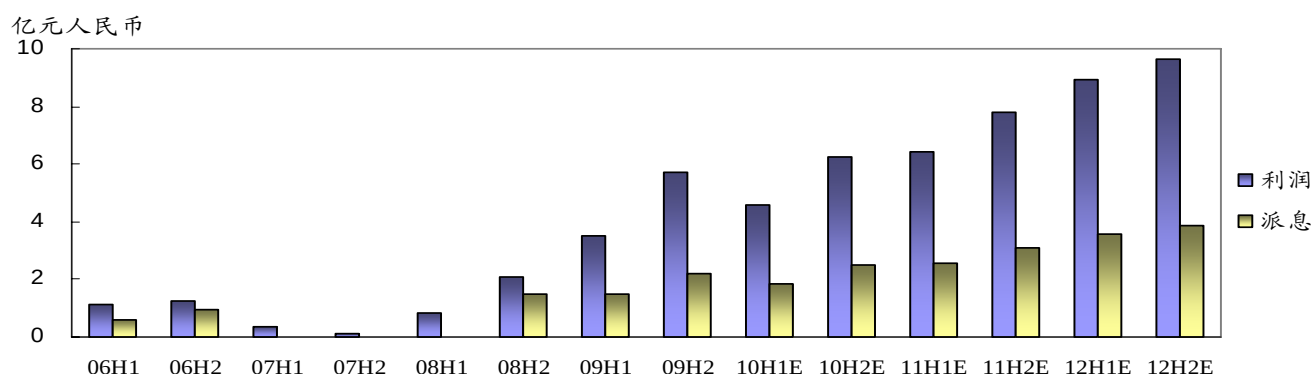


资料来源: 公司资料, 国元 (香港)

派息

2006 年至今公司的净利润稳步增长, 复合增长率为 25.25%。并且公司上市以来均保持了 30% 以上的高派息率, 09 年年度派息率达到 39.4%。预计未来三年公司依然会保持 40% 左右的高派息率回报股东。

图表 3: 2006-2012 年派息情况



资料来源: 公司资料, 国元 (香港)

主要财务报表

损益表

<人民币百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2008年 实际	2009年 预测	2010年 预测	2011年 预测	2012年 预测
收入	3,585	4,633	6,585	8,307	10,557
毛利	644	1,400	1,771	2,271	2,926
其他业务收入	44	64	40	40	40
销售及管理费用	(308)	(411)	(536)	(656)	(834)
其他支出	(12)	(4)	(12)	(12)	(12)
营运收入	368	1,049	1,263	1,642	2,120
财务开支	(43)	(25)	(70)	(70)	(70)
联营公司					
税前盈利	325	1,024	1,193	1,572	2,050
所得税	(31)	(95)	(113)	(149)	(195)
少数股东应占利润	0	0	0	0	0
净利润	295	928	1,079	1,423	1,855
折旧及摊销	141	168	206	253	309
EBITDA	477	1,157	1,441	1,867	2,400
增长					
总收入 (%)	46.6%	29.2%	42.1%	26.1%	27.1%
EBITDA (%)	247.8%	142.3%	24.6%	29.6%	28.5%

资产负债表

<人民币百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2008年 实际	2009年 预测	2010年 预测	2011年 预测	2012年 预测
现金	225	343	637	1,209	1,201
应收账款	548	688	1,297	1,207	1,975
存货	356	551	636	852	1,029
其他流动资产	46	26	26	26	26
总流动资产	1,175	1,608	2,596	3,295	4,231
固定资产	1,955	2,508	2,884	3,317	3,814
无形资产	0	5	6	6	7
长期投资	0	0	0	0	0
其他	132	140	(0)	0	(0)
总资产	3,262	4,261	5,485	6,617	8,052
应付帐款	888	1,140	1,365	1,777	2,196
短期银行贷款	7	0	0	0	0
短期负债	0	14	15	17	18
其他短期负债	276	418	400	400	400
总短期负债	1,170	1,572	1,781	2,193	2,614
长期银行贷款	312	180	180	180	180
其他负债	39	115	124	134	145
总负债	1,521	1,867	2,085	2,508	2,939
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	1,742	2,394	3,401	4,110	5,113
每股账面值	1.0	1.4	2.0	2.4	3.0
营运资金	5	36	815	1,101	1,617

财务分析

	2008年 实际	2009年 预测	2010年 预测	2011年 预测
盈利能力				
毛利率 (%)	18.0%	30.2%	26.9%	27.3%
EBITDA 利率 (%)	13.3%	25.0%	21.9%	22.5%
净利率 (%)	8.2%	20.0%	16.4%	17.1%
营运表现				
销售及管理费用/收入 (%)	8.6%	8.9%	8.1%	7.9%
实际税率 (%)	9.4%	9.3%	9.5%	9.5%
股息支付率 (%)	49.6%	39.4%	40.0%	40.0%
库存周转	42	51	45	45
应付账款天数	103	114	95	95
应收账款天数	55	49	55	55
财务状况				
净负债/股本	0.87	0.78	0.61	0.61
收入/总资产	1.10	1.09	1.20	1.26
总资产/股本	1.87	1.78	1.61	1.61
盈利对利息倍数	7	37	15	20

现金流量表

<人民币百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2008年 实际	2009年 预测	2010年 预测	2011年 预测
EBITDA	477	1,157	1,441	1,867
融资成本	(43)	(25)	(70)	(70)
营运资金变化	510	637	1,007	2,110
所得税	(31)	(95)	(113)	(149)
其他	(465)	(1,087)	(1,371)	(1,797)
营运现金流	449	586	894	1,961
资本开支	(356)	(218)	(261)	(314)
其他投资活动	(44)	(5)	6	6
投资活动现金流	(399)	(223)	(255)	(308)
负债变化	(60)	10	11	12
股本变化	0	0	0	0
股息	(14)	(293)	(366)	(432)
其他融资活动	20	37	10	(661)
融资活动现金流	(54)	(245)	(345)	(1,080)
现金变化	(4)	118	294	573
期初持有现金	229	225	343	637
汇兑变化	0	0	0	0
期末持有现金	225	343	637	1,209

资料来源: 公司资料、国元证券(香港)预测

投资评级定义和免责条款

投资评级:

买 入	预期股价在未来 12 个月上升 15%以上
中 性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 15%以内
卖 出	预期股价在未来 12 个月下跌 15%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证券(香港)有限公司及/或国元期货(香港)有限公司(下称“国元(香港)”)编写,所载资料的来源皆被国元(香港)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(香港)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(香港)于最初发此刊物日期当日的判断,可随时更改。国元(香港)、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:

- (1) 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
- (2) 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(香港)、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

- (1) 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
- (2) 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(香港)、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(香港)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(香港)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。
- 国元证券(香港)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。

国元证券(香港)有限公司

香港中环德辅道中 189 号李宝椿大厦 18 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>