

买入

上半年业绩稳健，天然产物销量大增

中怡国际 (2341.HK)

2020-09-10 星期四

目标价:	1.57 港元
现价:	1.30 港元
预计升幅:	21%

重要数据

日期	2020-09-09
收盘价 (港元)	1.30
总股本 (百万股)	775
总市值 (百万港元)	1,000
净资产 (百万港元)	2,409
总资产 (百万港元)	5,053
52周高低 (港元)	1.66/1.08
每股净资产 (港元)	3.10

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

Marietta Limited	36.59%
------------------	--------

相关报告

中怡国际 (2341.HK) - 更新报告-20200408

研究部

姓名: 高翔

SFC: BMV271

电话: 0755-21519155

Email: gaoxiang@gyzq.com.hk

投资要点

➤ 公司上半年业绩保持稳健:

公司发布 2020 年上半年财报, 营业额合计人民币 11.65 亿元, 同比减少 7%, 股东应占溢利 1.47 亿元, 同比减少 6%, 每股基本盈利 18.93 分, 每股中期股息 1.8 港仙。

➤ 三项业务销量及毛利率均有提升:

“芳香及味道”中石油基产品量价齐升, 天然基产品由于原材料降价带动价格下行, 但销量大幅提升, 板块收入 7.3 亿元, 同比下跌 16%, 毛利率由去年的 22.4% 上升至 25.8%; “天然产物”收入 2.8 亿元, 同比上升 31%, 毛利率由去年的 17.6% 上调至 18.6%, 已成为中国最大的蚝油制造企业的最大供货商; “特殊化学品及其他”收入 1.55 亿元, 同比下跌 5%, 毛利率由去年的 22.0% 上升至 34.5%。

➤ 厂区建设如期进行, 古雷工厂将于 Q3 试产, 长泰厂区完成升级:

古雷厂区第一期计划的罐区及公用工程已经竣工并完成调试, 主车间主装置的安装已全部完成。日前正在进行各项设备的打压吹扫和单机调试, 同时进行安全、环保、消防和试生产备案的各项政府审批。预计将于 2020 年第三季度末开始投料试生产。长泰基地上半年完成第二期升级改造。2020 年 3 月 5 日, 天然植物精油生产线正式投料生产。食品配料生产车间将于 2020 年第三季度末投用。

➤ 维持“买入”评级, 目标价 1.57 港元:

我们预计公司 2019-2021 年 EPS 将分别为 0.37/0.40/0.44 港元。根据未来盈利预测水平, 我们调整目标价至 1.57 港元, 给予公司 2020 年 4.7 倍 PE, 较现价有 21% 的上升空间, 给予买入评级。

财务年度截至 12 月	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总营收 (百万人民币)	2,198.2	2,422.8	2,389.9	2,513.1	2,719.2
同比增长	39.9%	10.2%	-1.4%	5.2%	8.2%
毛利率	24.2%	21.5%	21.2%	21.1%	21.2%
净利润 (百万人民币)	215.2	229.9	226.0	236.1	257.9
同比增长	26.3%	17.3%	6.8%	-1.7%	4.5%
EPS(HKD)	0.31	0.33	0.32	0.33	0.37
PE(@1.3)	5.0	4.3	4.0	4.1	3.9

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

公司上半年业绩保持稳健：

公司发布 2020 年上半年财报，营业额合计人民币 11.65 亿元，同比减少 7%，股东应占溢利 1.47 亿元，同比减少 6%，每股基本盈利 18.93 分，每股中期股息 1.8 港仙。

三项业务销量及毛利率均有提升：

“芳香及味道”中石油基产品量价齐升，天然基产品由于原材料降价带动价格下行，但销量大幅提升，板块收入 7.3 亿元，同比下跌 16%，毛利率由去年的 22.4% 上升至 25.8%；“天然产物”收入 2.8 亿元，同比上升 31%，毛利率由去年的 17.6% 上调至 18.6%，目前已成为中国最大的蚝油制造企业的最大供货商；“特殊化学品及其他”收入 1.55 亿元，同比下跌 5%，毛利率由去年的 22.0% 上升至 34.5%。

图 1：公司营业收入及增速（百万元）

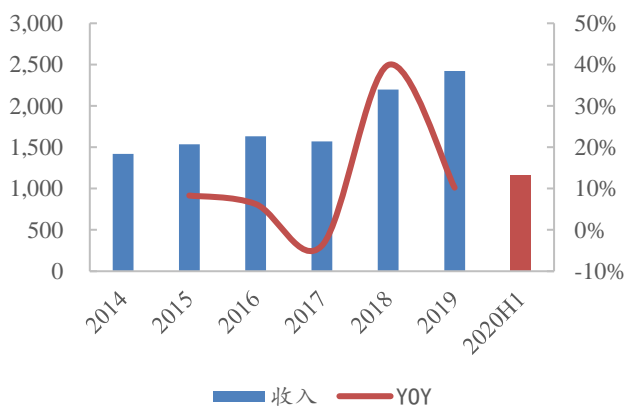
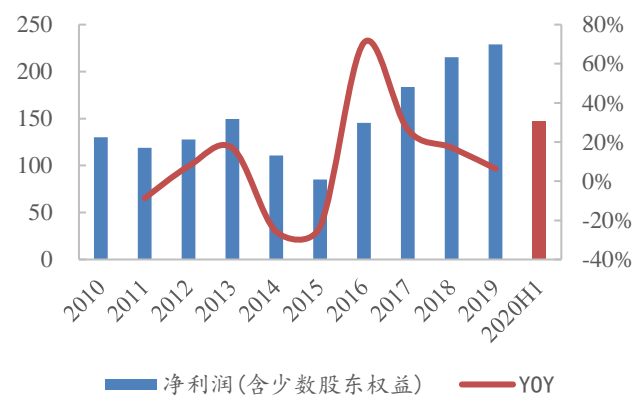


图 2：公司净利润及增速（百万元）



资料来源：中怡国际年报、国元证券经纪(香港)整理

资料来源：中怡国际年报、国元证券经纪(香港)整理

厂区建设如期进行，古雷工厂将于 Q3 试产，长泰厂区完成升级：

古雷厂区第一期计划的罐区及公用工程已经竣工并完成调试，主车间主装置的安装已全部完成。日前正在进行各项设备的打压吹扫和单机调试，同时进行安全、环保、消防和试生产备案的各项政府审批。预计将于 2020 年第三季度末开始投料试生产。长泰基地上半年完成第二期升级改造。2020 年 3 月 5 日，天然植物精油生产线正式投料生产。食品配料生产车间将于 2020 年第三季度末投用。

维持买入评级，目标价 1.57 港元：

我們預計公司 2019-2021 年 EPS 將分別為 0.37/0.40/0.44 港元。根據未來盈利預測水平，我們調整目標價至 1.57 港元，給予公司 2020 年 4.7 倍 PE，較現價有 21% 的上升空間，給予買入評級。

财务报表摘要

损益表(人民币百万元, 财务年度截至12月底)

	2018A					2019A					2020E					2021E					2022E					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
收入	2198	2423	2390	2513	2719																					
毛利	532	520	506	531	576																					
销售费用	(31)	(35)	(35)	(37)	(40)																					
行政费用	(92)	(109)	(100)	(106)	(114)																					
财务费用	(100)	(42)	(51)	(52)	(57)																					
经营利润	309	333	319	337	365																					
营业外净收入	8	(6)	2	2	3																					
税前盈利	317	326	322	339	368																					
所得税	(102)	(97)	(96)	(104)	(111)																					
净利润(母公司)	215	230	226	236	258																					
少数股东净利润	0	(1)	(1)	(1)	(1)																					
EPS (HKD)	0.31	0.33	0.32	0.33	0.37																					
总收入YOY (%)	39.89	10.22	(1.36)	5.16	8.20																					
每股收益YOY (%)	17.28	6.79	(1.70)	4.47	9.27																					
资产负债表																										
现金	898	958	720	773	899																					
应收账款	943	999	1049	1102	1157																					
存货	246	197	206	217	228																					
总流动资产	3022	3083	2951	3115	3359																					
固定资产	934	1318	1357	1398	1440																					
无形资产	161	193	198	204	210																					
总资产	4201	4685	4600	4814	5109																					
应付帐款	229	323	339	356	374																					
流动负债	1282	1751	1836	1927	2022																					
非流动负债	823	638	668	701	736																					
总负债	2106	2389	2504	2628	2758																					
股东权益	2096	2296	2096	2186	2351																					
少数股东权益	0	4	4	4	4																					
每股账面值	2.70	2.96	2.70	2.82	3.03																					
现金流量表																										
净利润	215	229	225	235	257																					
所得税	102	97	96	104	111																					
营运性现金流	(147)	129	78	81	95																					
资本开支	(605)	(486)	(380)	(100)	(50)																					
其他投资活动	(652)	(432)	5	9	14																					
投资性现金流	(1257)	(918)	(375)	(91)	(36)																					
借款所得	1788	613	95	100	105																					
股息	(31)	(37)	(37)	(37)	(37)																					
融资性现金流	414	140	58	63	68																					
现金变化	(991)	(649)	(238)	53	126																					
汇兑变化	(0)	0	0	0	0																					
期初持有现金	1889	898	958	720	773																					
期末持有现金	898	958	720	773	899																					

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场 8 号交易广场三期 17 楼
电话：(852) 37696888
传真：(852) 37696999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>