



2015年2月17日
公司研報
評級: 未評級
目標價: 不適用

H 股價格 (港元)	2.1
預測股價回報率	NA
預測股息收益率	NA
預測總回報率	NA

前報告評級及目標價	NA
前報告日期	NA

分析員: 陳宜嫻
電話: (852) 2147 8819
電郵: markybchen@abci.com.hk

主要資料

52 周高/低(港元)	2.55/1.61
發行股數 (百萬股)	491
市值	1,031
3 個月平日成交額(百萬港元)	0.8
大股東 (%)	
楊毅融	40.43

來源: 公司、彭博、農銀國際證券

1H14 公司收入分佈情況 (%)

精細化學品生產及銷售	74
天然原料精細化學品買賣	26
合計	100

來源: 公司、農銀國際證券

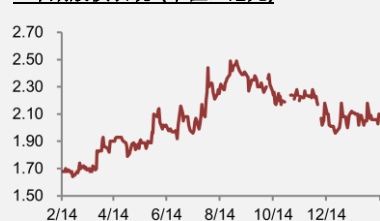
股價表現 (%)

	絕對回報	相對回報*
1 個月	0.00	(2.58)
3 個月	(5.41)	(9.31)
6 個月	(9.48)	(8.57)

*相比恒生國企指數

來源: 彭博、農銀國際證券

1 年期股價表現 (單位: 港元)



來源: 彭博、農銀國際證券

中怡國際 (2341 HK)
廈門海滄考察摘要

- 中怡國際 (原中怡精細化工) 是中國最主要的芳香化學品及天然提取物生產商之一。近期, 我們實地考察了該公司位於廈門海滄的廠房, 並撰寫此考察摘要
- 公司技術背景雄厚, 並正積極採取外包等模式, 爭取客戶更多元化的產品定單, 將產品延伸至下游領域
- 公司位於漳州古雷的新廠有望成為業績向上增長的催化劑: 該工程有望在未來幾年內令公司產能翻兩番, 同時可獲得周邊穩定且低廉的化工原料供應
- 公司正積極與上游國際廠商商討戰略合作事宜。管理層相信, 如果合作成功, 將顯著提升公司在國際市場的競爭實力

中怡國際計畫五年內大幅度提升產能。公司生產天然基原料為主的芳香化學品及提取物, 近幾年一直積極開拓石化基原料產品, 以避免受原料供應波動及產量限制的影響。2015 年, 公司將在漳州古雷工業區開始興建新廠。古雷會引進中國內地及臺灣的 6 家頂級石化公司, 其副產品將為中怡提供充足而穩定的原料來源。管理層預計古雷工程有望提升公司的生產能力, 實現規模經濟; 預計如果工程順利實施, 可在 5 年內實現產能翻兩番。除古雷外, 管理層也將逐步提升海滄及長泰廠區的利用率。

公司近年來在原料採購及中國的物流管理體系方面取得較大進展。2014 年公司積極參與電商化松節油 (公司的主要天然基原料) 的商品交易平臺的建設, 並取得重要進展, 預計有助集團在未來參與松節油市場的供求對接, 促進價格發現, 更好做出經營決策。

積極謀求與上游廠商合作, 將業務延至上游行業, 並可能取得較大突破。公司力圖獲得較穩定的自然基原料供應, 並希望在這方面能與較大的國際合作夥伴形成戰略合作關係。管理層表示, 目前取得一定成果, 但希望在未來幾年內有機會與全球主要的供商建立起更緊密的合作關係。如果此舉成功, 集團將獲得更穩定的自然基原料供應, 對於其成本控制具重要意義。

國內競爭日益激烈, 但公司在生產工藝及產品品質方面仍然保持著較強的技術優勢。其自行研發的生產控制系統具備國際領先水準, 獲得歐美客戶的讚譽。公司的技術優勢及其在研發方面的重視, 在為公司贏得更多國際優質客戶同時, 也有助於增加產品線。一些國際客戶已開始委託中怡國際作為中國芳香原料產品的承包商, 由中怡代為分包給更多的中國供應商, 這會進一步豐富中怡國際的產品種類。

公司滿足環保要求。管理層表示, 海滄的廠房雖然連續經營超過 10 年, 因保養及換件適時得當, 設備仍然運作良好; 該廠區內自有工業廢水處理廠, 令廠區排放的廢水及廢氣均達到環保要求。

風險影響因素: 1) 自然基原料價格波動; 2) 人民幣突然升值; 3) 國內競爭趨烈; 4) 未能成功實現與國際廠商的戰略合作; 5) 下游客戶的需求驟減; 6) 公眾對環保問題的擔憂及中國政府環保政策的變動; 7) 股票交投偏弱引發的流動性風險。

業績和估值

截至12月31日	2011A	2012A	2013A	1H14A
收入(人民幣千元)	1,074,688	1,057,371	1,227,295	689,064
收入同比變化 (%)	18.33	(1.61)	16.07	-
淨利潤 (人民幣千元)	118,735	127,822	149,448	80,163
淨利潤同比變化 (%)	(8.71)	7.65	16.92	-
每股盈利 (人民幣元) - 攤薄	0.25	0.26	0.31	0.16
每股盈利同比變化 (%)	0.82	7.32	16.67	-
每股淨資產 (人民幣元)	2.19	2.41	2.67	2.80
每股淨資產同比變化 (%)	12.45	10.17	10.76	4.78
每股派息, 港幣元	0.05	0.05	0.09	0.02
市盈率 P/E (倍)	-	6.41	5.49	-
市淨率 P/B (倍)	-	0.70	0.63	-
股息收益率 (%)	-	2.43	4.09	-
平均淨資產收益率 (%)	11.7%	11.3%	12.0%	6.0%
平均總資產收益率 (%)	7.1%	6.7%	7.1%	3.4%

來源: 公司、彭博、農銀國際證券



合併損益表 (2011A-1H14)

截止12月31日止財年 (RMB'000)	2011A	2012A	2013A	1H14A
收入	1,074,688	1,057,371	1,227,295	689,064
收入成本	(837,734)	(798,290)	(923,636)	(526,628)
毛利	236,954	259,081	303,659	162,436
銷售推廣及行政費用	(29,093)	(27,455)	(27,352)	(14,367)
其它損益	(66,042)	(67,890)	(78,143)	(41,921)
除所得稅前收益	141,819	163,736	198,164	106,148
所得稅	(23,084)	(35,914)	(48,716)	(25,985)
淨利潤	118,735	127,822	149,448	80,163
利潤分配:				
非控制性權益	(323)	(120)	23	36
公司股東應占利潤	119,058	127,942	149,425	80,127
基本每股盈利(人民幣元)	0.246	0.265	0.309	0.165
攤薄每股收益(人民幣元)	0.244	0.264	0.308	0.164
每股股息 (港幣元)	0.047	0.051	0.086	0.020

來源: 公司, 農銀國際證券

資產負債表 (2011A-1H14)

截止12月31日止財年 (RMB'000)	2011A	2012A	2013A	1H14A
固定資產	387,922	384,008	354,841	338,462
無形資產	44,795	50,081	48,216	45,393
于聯營公司權益	6,691	8,924	7,112	7,014
其他非流動資產項目合計	14,725	11,902	55,893	72,793
非流動資產合計	454,133	454,915	466,062	463,662
存貨	151,306	114,683	149,093	162,571
應收票據及應收賬款	362,122	377,348	525,190	554,289
預付款項、按金及其他資產	128,436	131,743	151,486	193,877
現金及現金等價物	581,724	833,919	901,307	1,019,635
其他流動資產	113,826	98,422	34,531	99,225
流動資產	1,337,414	1,556,115	1,761,607	2,029,597
總資產	1,791,547	2,011,030	2,227,669	2,493,259
應付票據及應付帳款	241,784	267,408	104,999	36,746
其它應付款及預提費用	29,322	30,337	29,125	46,062
借款	299,297	494,308	435,502	784,304
流動所得稅負債	5,281	7,976	14,653	14,592
其他短期流動負債	6,359	1,334	791	784
流動負債合計	582,043	801,363	585,070	882,488
借款	114,696	2,300	300,744	203,302
長期應付票據	-	-	-	-
遞延所得稅負債	14,000	18,200	23,200	26,200
其他長期應付款項	973	-	1,840	1,590
非流動負債合計	129,669	20,500	325,784	231,092
負債合計	711,712	821,863	910,854	1,113,580
總權益	1,079,835	1,189,167	1,316,815	1,379,679
非控制性權益	3,145	3,025	3,048	3,084
歸屬於股東之權益	1,076,690	1,186,142	1,313,767	1,376,595
每股淨資產 (元人民幣)	2.19	2.41	2.67	2.80

來源: 公司, 農銀國際證券



現金流量表 (2011A-1H14)

截止12月31日止财年 (RMB'000)

	2011A	2012A	2013A	1H14A
年度盈利	118,735	127,822	149,448	
調整專案:				
支付所得稅款項	23,084	35,914	48,716	
股息 (收入)				
固定資及投資物業折舊	31,814	34,750	38,555	
無形資產攤銷	9,732	9,320	7,905	
利息支出 (收入)	(4,607)	(6,761)	(6,947)	
按股權結算的股份酬金開支				
營運資金變動:				
應收賬款 (增加)	(71,809)	(15,226)	(147,842)	
存貨(增加)	(35,817)	36,623	(34,410)	
預付款項、按金及其他應收款項	(28,838)	(3,307)	(22,143)	
應付帳款	84,677	25,624	(162,409)	
其他調節項目	(15,002)	43,790	102,676	
經營活動所得現金淨額	111,969	288,549	(26,451)	55,531
已付稅費調節項目	(50,092)	(56,800)	(73,985)	(41,156)
經營活動所得現金流量淨額	61,877	231,749	(100,436)	14,375
投資活動現金流量				
業務合併付款 (扣除入帳現金)				
買固定資產\在建工程\投資物業	(22,420)	(30,954)	(40,909)	(3,106)
購買無形資產的付款\預付款項	(5,339)	(16,959)	(6,040)	0
于聯營公司權益的付款	(5,000)	(2,500)	0	0
超 3 個月的定期存款				
已收利息				
已收股息				
其他調節項目	0	117	(10,033)	(16,767)
投資活動(耗用)現金流量淨額	(32,759)	(50,296)	(56,982)	(19,873)
融資活動現金流量				
已收利息	4,607	6,761	6,947	7,742
發行普通股得款淨額	25,460	0	0	8,758
回購股份	(5,079)	(913)	0	0
短期銀行借款得款				
長期借款得款	351,737	468,608	723,463	449,532
發行長期票據得款淨額				
其他借款	(48)	(144)	21	(7)
償還借貸	(328,225)	(385,993)	(483,825)	(280,113)
向公司股東支付股息	(20,194)	(17,586)	(21,742)	(72)
其他調節項目	0	0	0	(62,012)
融資活動(耗用)/所得現金流量淨額	28,258	70,733	224,864	123,828
現金及現金等價物增加淨額	57,376	252,186	67,446	118,330
年初的現金及現金等價物	524,409	581,724	833,919	901,307
現金及現金等價物的匯兌虧損	(61)	9	(58)	(2)
年末的現金及現金等價物	581,724	833,919	901,307	1,019,635

來源：公司，農銀國際證券



圖：中怡國際海滄廠區鳥瞰 (2015年2月)

圖：廠區處於綠林環山地帶



圖：廠區內的廢水處理廠



圖：公司採取嚴謹的安全措施



圖：成品儲放過程



圖：物料存儲區



圖：香精產品展示 (部分)



來源：農銀國際證券研究員陳宜飆拍攝

權益披露

分析員，陳宜飆，作為本研究報告全部或部分撰寫人，謹此證明有關就研究報告中提及的所有公司及/或該公司所發行的證券所做出的觀點，均屬分析員之個人意見。分析員亦在此證明，就研究報告內所做出的推薦或個人觀點，分析員並無直接或間接地收取任何補償。此外，分析員及分析員之關聯人士並沒有持有研究報告內所推介股份的任何權益，並且沒有擔任研究報告內曾提及的上市法團的高級工作人員。

農銀國際證券有限公司及/或與其有聯繫的公司，可能會向本報告提及的任何公司收取任何財務權益。

評級的定義

評級	定義
買入	股票投資回報 \geq 市場回報
持有	市場回報 - 6% \leq 股票投資回報 $<$ 市場回報
賣出	股票投資回報 $<$ 市場回報 - 6%

股票投資回報是未來 12 個月預期的股價百分比變化加上股息收益率

市場回報是 2010-2014 年市場平均回報率

股價風險的定義

評級	定義
很高	$2.6 \leq 180$ 天波動率/ 180 天基準指數波動率
高	$1.5 \leq 180$ 天波動率/ 180 天基準指數波動率 < 2.6
中等	$1.0 \leq 180$ 天波動率/ 180 天基準指數波動率 < 1.5
低	180 天波動率/ 180 天基準指數波動率 < 1.0

我們用股票價格波動率相對基準指數波動率來衡量股票價格風險，基準指數指恒生指數

波動率是由每日價格和歷史日價格變化對數的標準差計算所得。180 天的價格波動率等於最近的 180 個交易日收盤價的相對價格變化的年化標準差。

免責聲明

該報告只為客戶使用，並只在適用法律允許的情況下分發。本研究報告並不牽涉具體使用者的投資目標，財務狀況和特殊要求。該等資訊不得被視為購買或出售所述證券的要約或要約邀請。我等並不保證該等資訊的全部或部分可靠，準確，完整。該報告不應代替投資人自己的投資判斷。文中分析建立於大量的假設基礎上，我等並不承諾通知閣下該報告中的任何資訊或觀點的變動，以及由於使用不同的假設和標準，造成的與其它分析機構的意見相反或不一致。分析員（們）負責報告的準備，為市場訊息採集、整合或詮釋，或會與交易、銷售和其它機構人員接觸。農銀國際證券有限公司不負責文中資訊的更新。農銀國際證券有限公司對某一或某些公司內部部門的資訊進行控制，阻止內部流動或者進入其它部門及附屬機構。負責此研究報告的分析員的薪酬完全由研究部或高層管理者（不包括投資銀行）決定。分析員薪酬不取決於投行的收入，但或會與農銀國際證券有限公司的整體收入（包括投行和銷售部）有關。報告中所述證券未必適合在其它司法管轄區銷售或某些投資人。文中所述的投資價格和價值、收益可能會有波動，歷史表現不是未來表現的必然指示。外幣匯率可能對所述證券的價格、價值或收益產生負面影響。如需投資建議、交易執行或其它諮詢，請您聯繫當地銷售代表。農銀國際證券有限公司或任何其附屬機構、總監、員工和代理，都不為閣下因依賴該等資訊所遭受的任何損失而承擔責任。進一步的資訊可應要求而提供。

版權所有 2015 年農銀國際證券有限公司

該材料的任何部分未經農銀國際證券有限公司的書面許可不得複印、影印、複製或以任何其他形式分發

辦公地址：香港中環，紅棉路 8 號，東昌大廈 13 樓，農銀國際證券有限公司

電話：(852) 2868 2183