



中国食品 (0506.HK)

走出业绩谷底，期待国企改革改善盈利

——中国食品首次覆盖报告

| | | | |
|------|---------------------------|------------------|---------------------|
| | 柯海东 (分析师) | 闫伟 (研究助理) | 胡春霞 (分析师) |
| | 0755-23976221 | 021-38674873 | 021-38676186 |
| | kehaidong013145@gtjas.com | yanwei@gtjas.com | huchunxia@gtjas.com |
| 证书编号 | S0880513050001 | S0880113090019 | S0880511010015 |

本报告导读:

公司是品牌资源丰富的中粮消费品龙头。未来葡萄酒、食用油业务盈利有望持续改善，期待中粮集团国企改革推进激发公司经营潜力。首次覆盖建议增持。

摘要:

- **投资建议：首次覆盖建议增持。**预计 2015-16 年 EPS 为 0.03、0.07 港元。选取 A 股和港股的软饮料、葡萄酒、食用油龙头作为可比公司，采用分部估值法得到合理市值 174 亿港元，目标价 6.22 港元（25% 空间），对应 2015 年 PS0.6 倍，首次覆盖给予增持评级。
- **公司为品牌资源丰富的中粮消费品龙头。**公司主营饮品、酒类、厨房食品及休闲食品业务，旗下有长城葡萄酒、福临门食用油、中粮可口可乐、金帝巧克力等著名品牌。近期国企改革顶层方案有望出台，公司作为中粮旗下消费品龙头，国企改革有望提升其规模及盈利水平。
- **葡萄酒业务盈利水平有望持续改善。**预计葡萄酒行业三公消费已基本被挤出，行业需求逐步企稳，未来将恢复平稳增长。2013 年起公司葡萄酒转型大众消费，2014 年收入、销量提升 17%、28%，通过加强成本管控、提高费用投放效率，分部亏损大幅降低至 1.2 亿港元。目前长城葡萄酒经销商库存水平为 2-3 个月，较为合理。2015 年公司将持续加强成本和费用管理，葡萄酒盈利有望继续改善。
- **食用油受益成本下降，盈利有望继续改善。**2014 年我国食用植物油消费量增 2%，行业收入、利润增长 3%、-11%，增速放缓。豆油长期供大于求、库存高企，使价格处于低位。2014 年国内各龙头包括公司两度下调食用油产品价格，公司食用油收入下降 9%，但毛利率提升 3.4pct，助厨房食品业务成功扭亏为盈，实现 EBIT2900 万港币。预计 2015 年豆油价格仍将处低位，且公司将继续向一线高毛利油种升级转换，有助厨房食品业务盈利继续改善。
- **饮品业务、休闲食品业务。**饮品业务面临竞争加剧，但预计仍可实现平稳发展；休闲食品行业竞争持续加剧，若持续亏损公司有望剥离。
- **核心风险：**软饮料行业竞争加剧；盈利水平恢复低于预期。

评级: **增持**

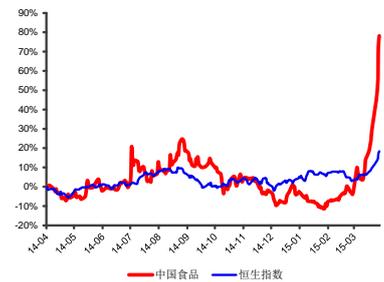
当前价格 (港元): 4.97

2015.04.13

交易数据

| | |
|----------------|-----------|
| 52 周内股价区间 (港元) | 2.46-5.08 |
| 当前股本 (百万股) | 2797 |
| 当前市值 (百万港元) | 13902 |

中国食品股价走势 (2014.4.12-2015.4.12)



相关报告

《港股酒类公司分析：华润创业、中国食品——食品饮料“沪港通”专题系列之六》
——2014/11/21

| 财务摘要 (百万港元) | 2011A | 2012A | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 28,011 | 30,878 | 26,218 | 26,742 | 28,800 | 31,495 | 33,640 |
| (+/-)% | 40% | 10% | -15% | 2% | 8% | 9% | 7% |
| 毛利润 | 6,662 | 6,490 | 5,284 | 6,305 | 7,200 | 7,874 | 8,410 |
| 净利润 | 646 | 382 | -890 | -225 | 86 | 189 | 303 |
| (+/-)% | 51% | -41% | -333% | - | - | 119% | 60% |
| PE | 22 | 36 | - | - | 161 | 74 | 46 |
| PB | 1.6 | 1.6 | 1.7 | 1.7 | 1.7 | 1.6 | 1.6 |

目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 1. 品牌资源丰富的中粮消费品龙头 | 4 |
| 1.1. 公司拥有丰富的品牌资源 | 4 |
| 1.2. 国企改革有望激发公司经营潜力 | 5 |
| 2. 葡萄酒: 行业基本面企稳, 公司盈利望持续改善 | 6 |
| 2.1. 行业基本面走出底部, 集中度提升空间大 | 6 |
| 2.2. 长城葡萄酒发力大众消费, 持续提升竞争力 | 7 |
| 3. 食用油: 受益成本下降, 盈利有望继续改善 | 8 |
| 3.1. 食用植物油行业供过于求, 价格处于低位 | 8 |
| 3.2. 公司食用油盈利水平有望持续改善 | 10 |
| 4. 饮品: 面临竞争加剧, 但仍可平稳发展 | 11 |
| 5. 休闲食品: 持续亏损, 未来有望剥离 | 12 |
| 6. 首次覆盖给予增持评级 | 12 |
| 7. 风险提示 | 13 |
| | |
| 图 1: 中国食品股权结构、业务结构图 | 4 |
| 图 2: 2014 年公司收入增长 2% | 5 |
| 图 3: 2014 年亏损额大幅收窄 | 5 |
| 图 4: 饮品和厨房食品是主要收入来源 | 5 |
| 图 5: 饮料业务是主要利润来源 (EBIT, 百万港元) | 5 |
| 图 6: 2015 年前 2 月葡萄酒行业产量增长 19% | 6 |
| 图 7: 2015 年前 2 月葡萄酒收入利润呈双位数增长 | 6 |
| 图 8: 2015 年前两月瓶装葡萄酒进口量增长 31% | 7 |
| 图 9: 2015 年前两月瓶装葡萄酒进口金额增长 15% | 7 |
| 图 10: 2013 年国产葡萄酒龙头收入比较 (亿元) | 7 |
| 图 11: 2013 年长城居国产葡萄酒市场份额第二 | 7 |
| 图 12: 2014 年长城葡萄酒收入增长 17% | 8 |
| 图 13: 2014 年长城葡萄酒 EBIT 亏损大幅收窄 | 8 |
| 图 14: 食用植物油行业产量、消费量增速下降 | 9 |
| 图 15: 食用植物油行业收入、利润增速处于低位 | 9 |
| 图 16: 2014 年食用植物油行业盈利水平下滑 | 9 |
| 图 17: 我国豆油长期供过于求 | 9 |
| 图 18: CBOT 豆油期货结算价处于低位 | 9 |
| 图 19: 我国豆油价格自 2011 年初以来持续下降 | 9 |
| 图 20: 2014 年厨房食品业务收入下降 9% | 10 |
| 图 21: 2014 年厨房食品业务扭亏为盈 | 10 |
| 图 22: 饮品业务收入平稳增长 | 11 |
| 图 23: 饮品业务盈利水平保持稳定 | 11 |
| 图 24: 2014 年可乐在低浓度果汁市场销量份额第一 | 11 |
| 图 25: 2014 年可乐在包装水市场销量份额 7.1% | 11 |
| 图 26: 包装水、果菜汁制造企业数量持续增加 | 12 |
| 图 27: 2014 年休闲食品收入增长 16% | 12 |
| 图 28: 休闲食品业务持续亏损 | 12 |
| | |
| 表 1: 公司丰富的品牌资源 | 4 |
| 表 2: 中粮集团国企改革进度一栏 | 6 |

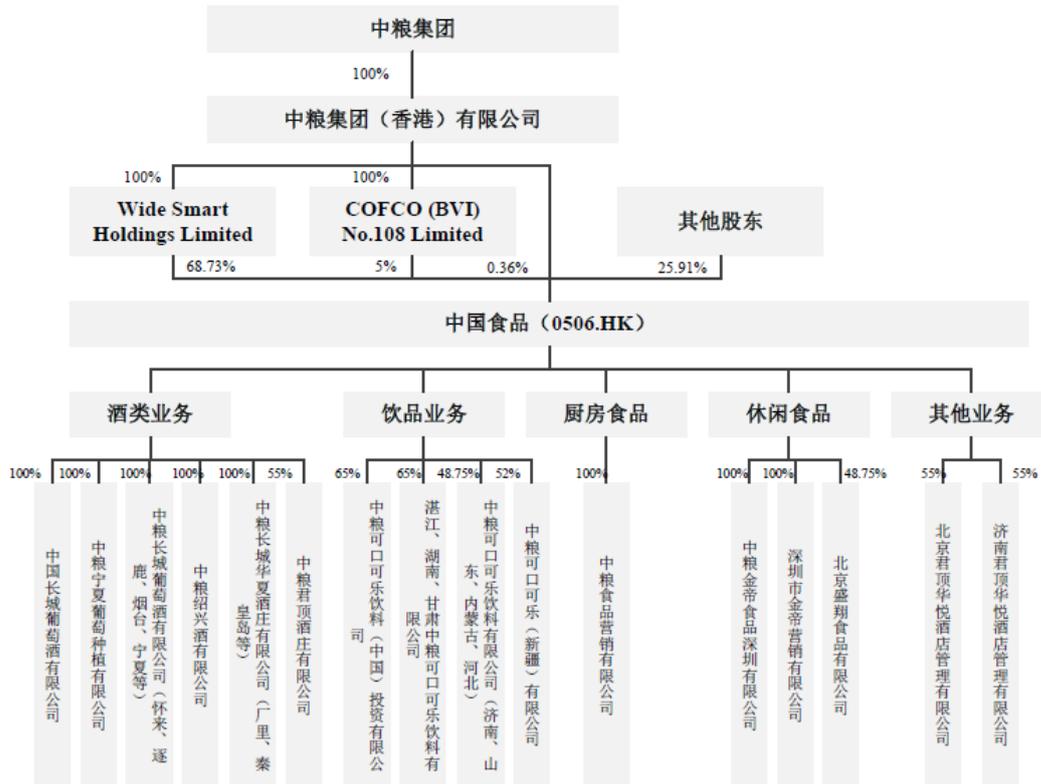
| | |
|--------------------------------------|----|
| 表 3: 公司葡萄酒由高端化转型大众消费, 产品结构持续调整 | 8 |
| 表 4: 福临门发展历程..... | 10 |
| 表 5: 福临门食用油产品不断推陈出新, 提升产品结构 | 10 |
| 表 6: 可比公司估值对比..... | 13 |

1. 品牌资源丰富的中粮消费品龙头

1.1. 公司拥有丰富的品牌资源

中国食品是中粮集团的控股公司，于 1988 年在港交所上市，目前公司市值为 139 亿港元（2015/4/10），2014 年收入规模 267 亿港元。公司主营饮品、酒类、厨房食品及休闲食品四大业务。

图 1：中国食品股权结构、业务结构图



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

中国食品旗下各业务市场地位突出，品牌资源丰富。酒类业务中，长城葡萄酒为我国国产葡萄酒第二大品牌，收入规模仅次于张裕；厨房食品业务中，“福临门”为国内领先的小包装粮油厨房食品品牌，小包装食用油销售份额稳居第二位；饮料业务中，公司旗下的中粮可口可乐已位居可口可乐全球十大装瓶集团之列；休闲食品业务中，公司拥有金帝、美滋滋等著名品牌。

表 1：公司丰富的品牌资源

| 业务 | 知名品牌 | 相关产品 |
|--------|--------|--|
| 酒类业务 | 长城葡萄酒 | 酒庄酒、小产区酒、大产区酒、佐餐酒、进口酒； 孔乙己、黄中皇黄酒，徽商、龙虎尊、焦陂白酒 |
| 厨房食品业务 | 福临门食用油 | 养油系列油种、VA 系列油种和天然谷物调和油等； 福临门大米、福临门糖系列、福临门调味酱以及佐餐食品系列营 |

饮料业务 负责可口可乐中国授权区装瓶和销售

可口可乐、健怡可口可乐、零度可口可乐、雪碧、芬达、醒目、美汁源果汁、美汁源果粒奶优、美汁源酷儿果汁、原叶茶、冰露水、酷乐仕维他命水等

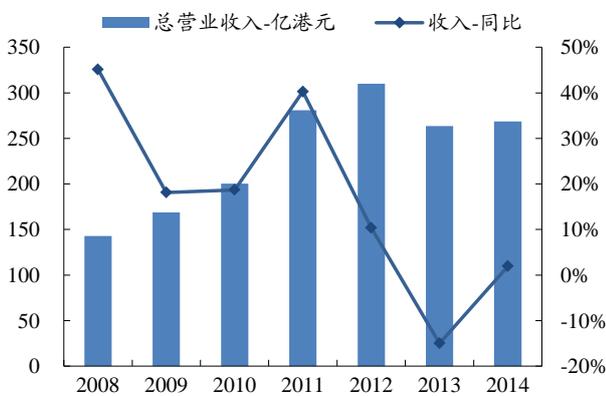
休闲食品业务 金帝巧克力、美滋滋糖果及花生系列产品

巧克力、巧克力制品、太妃糖、凝胶软糖、悦活蜂蜜、燕麦、五谷道场

数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

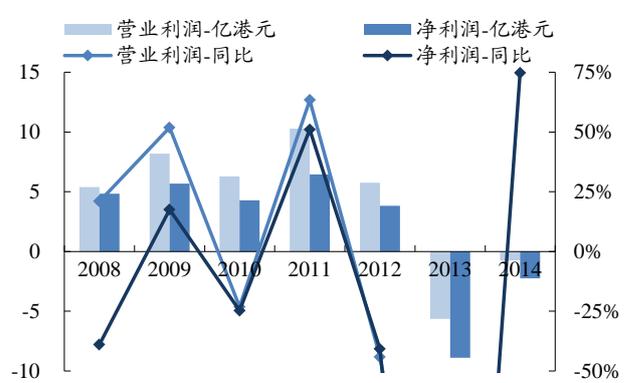
2014 年亏损大幅收窄，饮料和厨房食品是主要收入来源。2014 年公司收入 267 亿港元，同比增长 2%，2011-14 年 CAGR 为-1%；2014 年归母净利润为-2.3 亿港元，相比 2013 年的-8.9 亿亏损大幅收窄。2014 年，饮料、厨房食品、酒类、休闲食品四大业务的收入占比分别为 47%、42%、8%、2%。

图 2：2014 年公司收入增长 2%



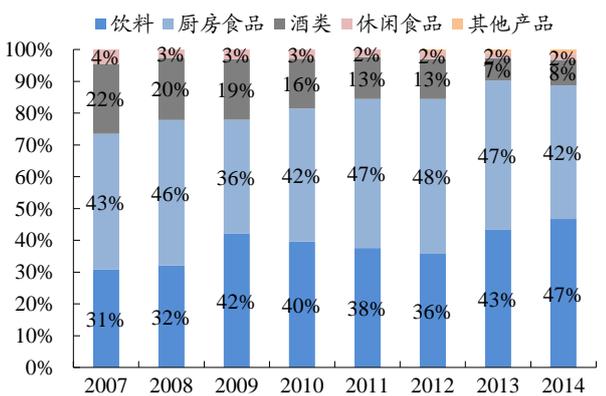
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 3：2014 年亏损额大幅收窄



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 4：饮品和厨房食品是主要收入来源



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 5：饮料业务是主要利润来源 (EBIT, 百万港元)



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

1.2. 国企改革有望激发公司经营潜力

购股权计划激励较为充分。公司早前有股权激励计划——购股权计划，于 2006 年 11 月 21 日开始实施，其有效期为 10 年至 2016 年 11 月 20 日止。购股权的有效期为七年，参与者至少需持有两年股权才能出售。公司高管团队均有持股，且持股市值远高于薪酬，有利于激发管理团队积极性、稳定核心队伍，提升企业绩效。

中粮集团是央企国企改革试点，后续进展值得期待。中国食品母公司中粮集团被选为 6 家中央企业作为改革试点企业之一，主要作为央企改组国有资本投资公司试点，以探索市场化激励和约束机制对于央企的作用。预计近期国企改革顶层方案有望出台，公司作为中粮集团旗下的消费品龙头企业，国企改革有望显著提升其规模及盈利水平。

表 2: 中粮集团国企改革进度一览

| 日期 | 内容 |
|------------|---|
| 2013.03.08 | 国资委正式批复同意中粮集团、华粮集团实施战略重组，重组后，华粮集团在东北、长江、西南、京津地区的四大成熟完善的粮食运输走廊和铁海联运、铁路散粮入关两条粮食运输通道将纳入中粮集团的物流体系中，将提升“全产业链”各个环节的控制能力，以加强宏观调控能力、保障国家粮食安全。 |
| 2014.07.15 | 中粮集团被选为 6 家中央企业作为改革试点企业之一，主要作为央企改组国有资本投资公司试点，以探索市场化激励和约束机制对于央企的作用。 |
| 2014.11.26 | 中国华孚贸易发展集团公司整体并入中粮集团有限公司，成为其全资子公司。中国华孚贸易发展集团公司不再作为国资委直接监管企业。 |

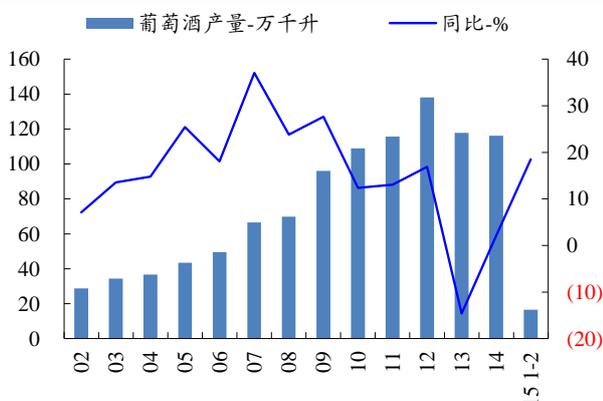
数据来源：国资委官网，国泰君安证券研究

2. 葡萄酒：行业基本面企稳，公司盈利望持续改善

2.1. 行业基本面走出底部，集中度提升空间大

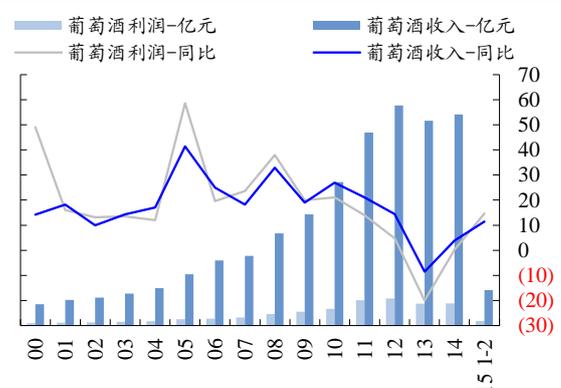
葡萄酒行业已完成筑底，预计未来将恢复平稳增长。经过 2013、2014 年的深度调整，预计葡萄酒行业三公消费已基本被挤出，大众消费基本实现了对三公消费的替代，葡萄酒行业需求逐步企稳。从产量和财务数据来看：2014 年葡萄酒行业产量 116 万千升，同比增长 2%，2015 年 1-2 月葡萄酒行业产量同比增长 19%；2014 年葡萄酒行业收入、利润分别 421、44 亿，同比增长 4%、0.2%，2015 年 1-2 月则分别增长 12%、15%；从代表对海外葡萄酒需求的进口瓶装葡萄酒数据来看，2014 年我国进口瓶装葡萄酒 30 万千升、同比增长 3%，进口金额 13.6 亿美元，同比略降 1%，2015 年 1-2 月则分别增长 31%、15%。预计未来葡萄酒行业将恢复平稳增长。

图 6: 2015 年前 2 月葡萄酒行业产量增长 19%



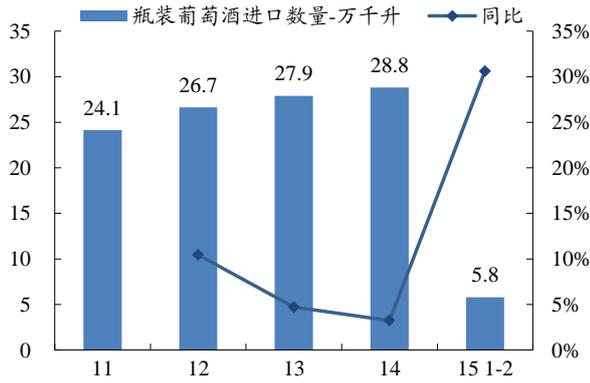
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 7: 2015 年前 2 月葡萄酒收入利润呈双位数增长



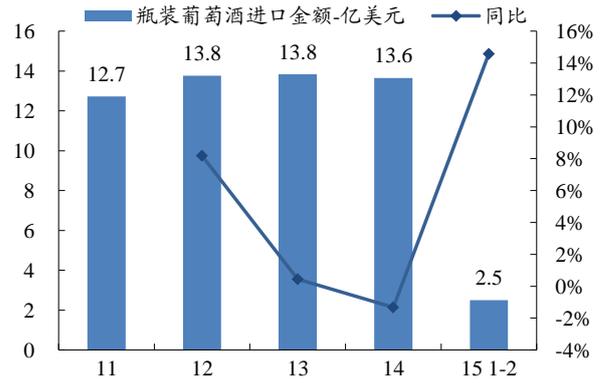
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 8: 2015 年前两月瓶装葡萄酒进口量增长 31%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

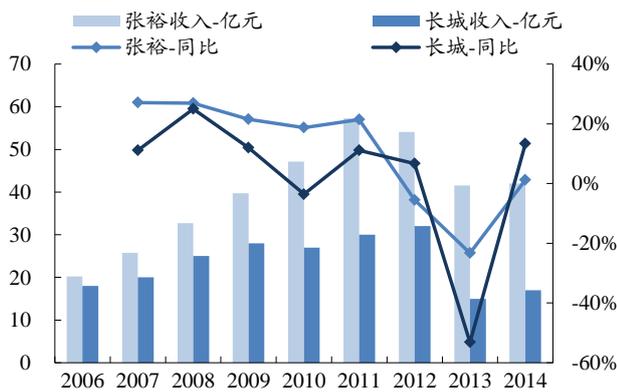
图 9: 2015 年前两月瓶装葡萄酒进口金额增长 15%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

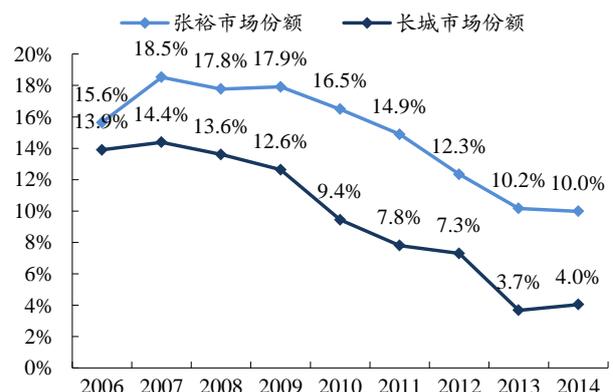
国产葡萄酒龙头集中度提升空间较大。目前张裕和长城在国内市占率排名前 2 位, 但 2014 年收入份额分别仅有 10%、4%, 与其多年积累的品牌地位不符。我们认为国内葡萄酒龙头集中度存在较大的提升空间。

图 10: 2013 年国产葡萄酒龙头收入比较 (亿元)



数据来源: 公司公告, Wind, 国泰君安证券研究

图 11: 2013 年长城居国产葡萄酒市场份额第二



数据来源: 公司公告, Wind, 国泰君安证券研究

2.2. 长城葡萄酒发力大众消费, 持续提升竞争力

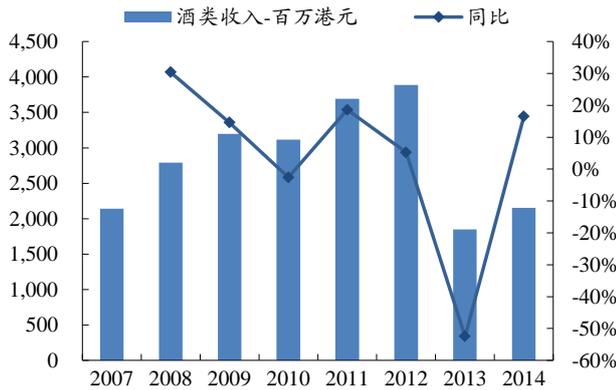
公司葡萄酒业务主要由中国长城葡萄酒有限公司等子公司运营。公司主要葡萄酒基地有国内五大酒庄: 华夏酒庄、沙城桑干酒庄、烟台君顶酒庄、宁夏云漠酒庄、新疆天露酒庄, 以及国外两大酒庄: 法国雷沃堡、智利圣利亚。旗下拥有长城桑干酒庄系列、华夏葡园小产区系列、星级干红系列、海岸葡萄酒系列等产品。

2013 年起转型大众消费, 2014 年葡萄酒业务收入、盈利开始改善。公司在 2010-11 年发力中高端产品, 但 2013 年受行业调整影响较大, 收入下降 52%、葡萄酒业务 EBIT 由 2012 年的 5.4 亿港币盈利转为 4.6 亿港币亏损。公司在行业调整期应变较快, 2013 年起开始发力大众化产品、积极发力填补空白市场, 2013 年上市的长城经典系列定位在 100 元以下, 2014 年推出家庭装、面向大众餐饮的桑干印象、悦享、悦颜等中低端新品, 通过品牌体验馆、品鉴会、酒庄游等体验式营销活动, 加强与消费者的直接沟通, 提升及增强大众消费市场的竞争力。2014 年长城葡萄酒收入、销量分别提升 17%、28%, 虽然毛利率同比下降 9pct, 但通过加

强成本管控、提高费用投放效率，分部亏损大幅降低至 1.2 亿港元。

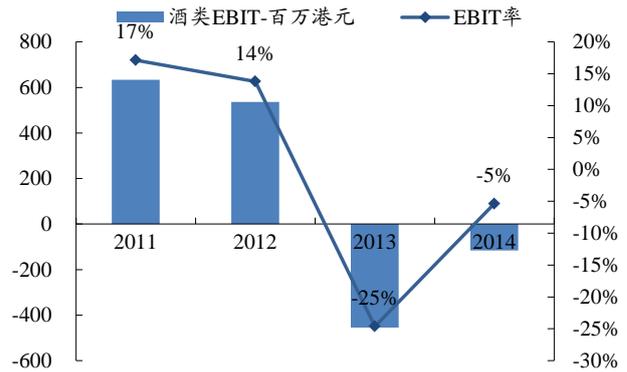
渠道库存水平健康，2015 年葡萄酒盈利有望继续改善。2015 年春节后，长城葡萄酒经销商的库存水平为 2-3 个月，相比 2014 年同期的 5-6 个月大幅下降，处于较为合理状态。由于公司持续发力中低端的大众产品，2015 年葡萄酒吨价格有继续下行的压力，但健康的渠道库存也使公司将减少销售折让，同时通过持续加强成本和费用管理，预计 2015 年葡萄酒盈利有望继续改善。

图 12: 2014 年长城葡萄酒收入增长 17%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 13: 2014 年长城葡萄酒 EBIT 亏损大幅收窄



数据来源: 公司公告, Wind, 国泰君安证券研究

表 3: 公司葡萄酒由高端化转型大众消费，产品结构持续调整

| 时间 | 市场导向 | 产品 | 新品上市 | 影响 |
|------|-----------------------------|------|--|---|
| 2010 | 高端产品导向，毛利高； 中低端酒方面，进一步梳理 | 高端酒 | 推出“桑干”系列葡萄酒 | 巩固“长城”高端品牌形象； 扩大高端产品的比例，提升 售价和毛利率； |
| 2011 | 大产区酒，佐餐酒产品线， 淘汰业绩不理想的产品 | 中高端酒 | 推出“长城天赋葡园”系列产品，产 品定位天赋小产区美酒 | 2011 年公司葡萄酒销售均 价上涨 21%，经营利润率由 11.7% 上升至 17%。 |
| 2013 | 大众消费者导向，以提升终 端出货量为目的 | 中低端 | 推出长城经典，售价在 100 元以下， 毛利率约为 50% | 主打售价较低、毛利较低的 中低端产品，加大促销力度， 着力大众消费市场，扩大销 售量 |
| 2014 | | 中低端 | 推出长城 375ml 健康新品、长城悦 爽白葡萄酒、长城海岸葡园、长城 桑干印象、长城夜场专卖等 5 个系 列 | |

数据来源: 公司公告, 公司官网, 国泰君安证券研究

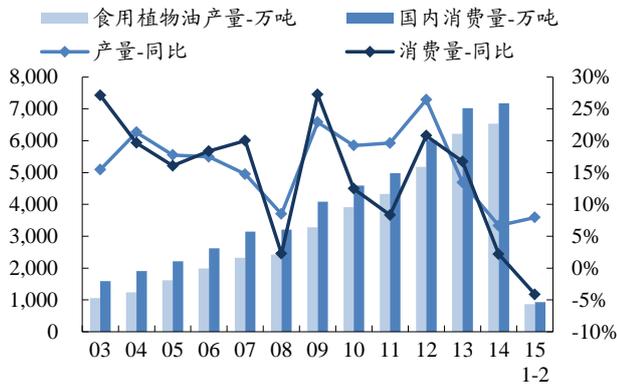
3. 食用油: 受益成本下降, 盈利有望继续改善

3.1. 食用植物油行业供过于求, 价格处于低位

食用植物油行业增速放缓。受餐饮行业增速下降等影响，食用植物油行业产量、收入利润增速明显放缓：2014 年我国食用植物油产量、消费量分别 6534、7171 万吨，同比增长 7%、2%，2015 年 1-2 月则分别增长 8%、-4%；2014 年我国食用植物油行业收入、利润分别 10370、347 亿，同比增长 3%、-11%，2015 年 1-2 月则分别下降 1%、7%。

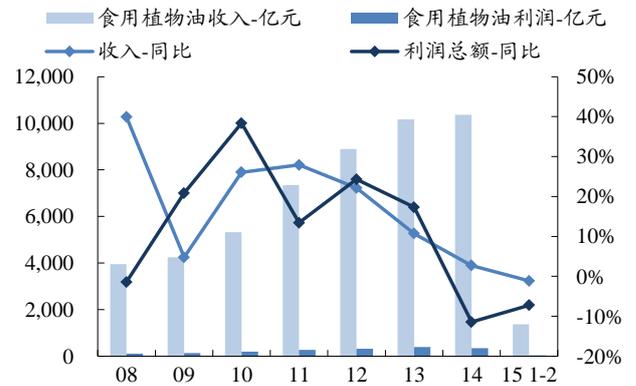
豆油供大于求、库存高企，使价格处于低位。豆油是植物油中的主要品种，我国豆油的供应量长期高于需求，如2014年需求量为1410万吨、供应量为1847万吨，期末库存量占当年消费量比例为30%。2011年年初以来，豆油价格持续下降，当前价格（5.7元/升，2015/3/30）较2011年高点已下降超过40%。

图 14: 食用植物油行业产量、消费量增速下降



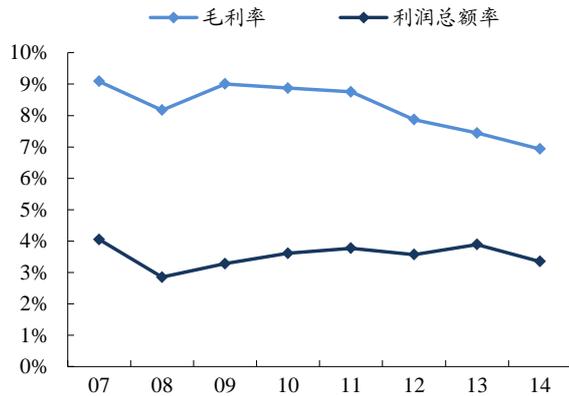
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 15: 食用植物油行业收入、利润增速处于低位



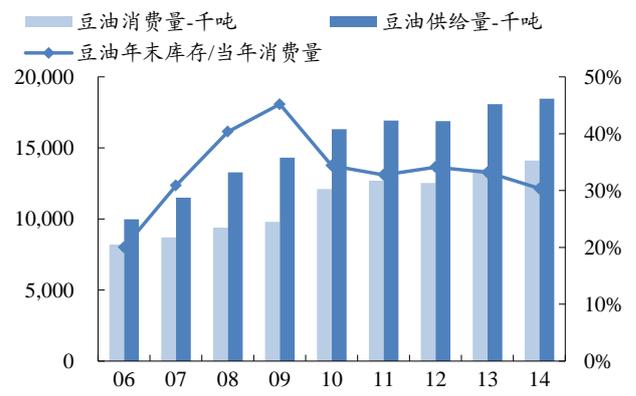
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 16: 2014 年食用植物油行业盈利水平下滑



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 17: 我国豆油长期供过于求



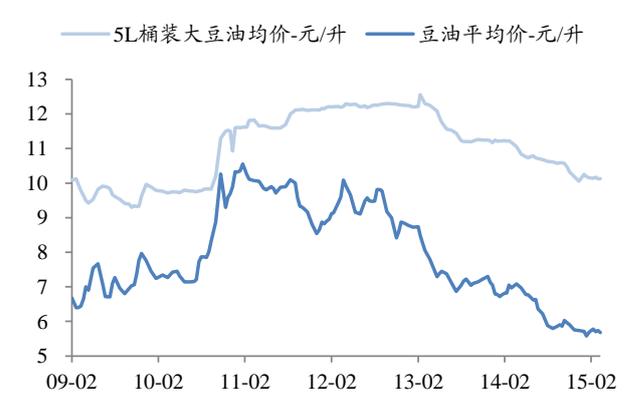
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 18: CBOT 豆油期货结算价处于低位



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 19: 我国豆油价格自 2011 年初以来持续下降



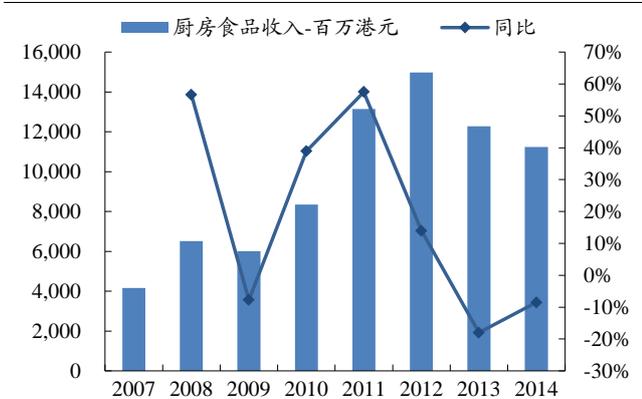
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3.2. 公司食用油盈利水平有望持续改善

2014 年降价使得收入负增长，但毛利率改善助扭亏为盈。2014 年福临门品牌小包装食用油销量增长 6%，但受国内油脂价格下行影响，国内各龙头企业包括公司两度下调产品价格，公司食用油收入下降 9%。原料价格降幅更大，2014 年食用油毛利率提升 3.4pct，助厨房食品业务成功扭亏为盈，实现 EBIT2900 万港币。

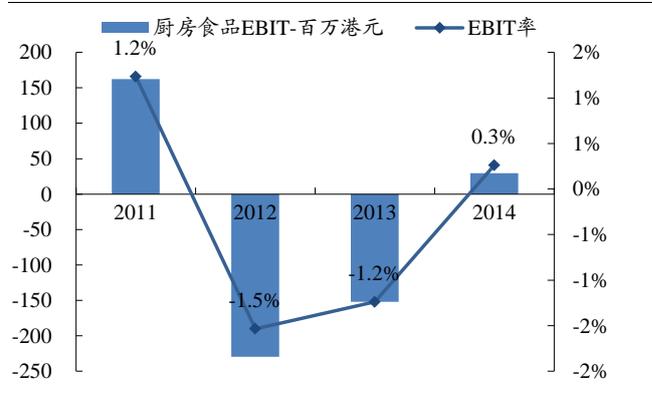
原材料价格低位、提升产品结构，有助 2015 年盈利水平继续改善。因国内豆油生产持续过剩，预计 2015 年豆油价格仍将处低位。另外，公司将继续向一线高毛利油种升级转换，逐渐培育玉米油、花生油和油籽油等高毛利油种的市场，比如 2014 年玉米油实现了高速增长、预计 2015 年仍将持续。

图 20: 2014 年厨房食品业务收入下降 9%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 21: 2014 年厨房食品业务扭亏为盈



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

表 4: 福临门发展历程

| 年份 | 市场导向 |
|-----------|--|
| 1994 | 福临门商标通过国家工商行政管理局注册; |
| 1998 | 第一届中粮福临门经销商大会召开; |
| 2000 | 上海福临门食品有限公司成立; 福临门食用油销量突破 10 万吨, 销售额突破 10 亿元 |
| 1993-2005 | 北海粮油厂 (1993)、东海粮油厂 (1996)、黄海粮油厂 (1999)、东洲粮油厂 (2000)、天海粮油厂 (2004)、中粮艾地盟粮油厂 (2005) 投产福临门食用油; |
| 2006 | 中粮食品营销有限公司成立 |
| 2008 | 新沙粮油厂投产福临门食用油; 福临门食用油销量突破 50 万吨, 销售额突破 50 亿; |
| | 福临门食用油销量突破 100 万吨, 销售额突破 100 亿; |
| 2011 | 福临门食用油被国家工商行政总局认定为“中国驰名商标”; |
| | 福临门作为品牌价值增长最快、唯一粮油品牌, 再度入选 BrandZ“中国品牌 50 强”排行榜 |

数据来源: 公司官网新闻, 国泰君安证券研究

表 5: 福临门食用油产品不断推陈出新, 提升产品结构

| 年份 | 市场导向 |
|------|---------------|
| 2002 | 福临门强化维 A 油上市 |
| 2003 | 福临门天然谷物调和油上市 |
| 2004 | 福临门葵花籽油、玉米油上市 |

| | |
|------|--|
| 2007 | 福临门新 VI 上市 |
| 2008 | 福临门 13000ppm 植物甾醇玉米油、AE 大豆油、脂肪酸均衡食用植物调和油相继上市 |
| 2010 | 中国首款具有护脑功能的 DHA 谷物多食用调和油上市 |
| 2012 | 福临门九调平衡食用调和油上市 |

数据来源：公司官网新闻，国泰君安证券研究

4. 饮品：面临竞争加剧，但仍可平稳发展

饮品业务增长平稳。公司的饮料业务主要集中在碳酸饮料、果汁和包装水领域。2014 年公司加强了创新营销，同时减少价格促销，使得销量和收入均实现 10% 左右的稳健增长。受益原材料价格下跌，毛利率提升 3.4pct，带动 EBIT 率提升 0.5pct 至 4.9%。

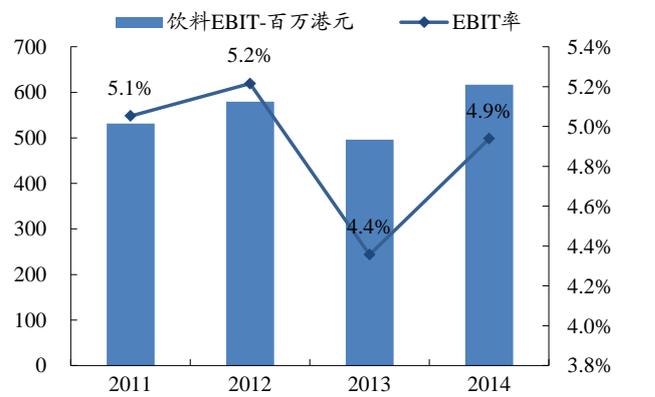
2015 年饮料市场竞争料将继续加剧，预计公司仍可实现平稳发展。在公司经营的三个饮料领域中，碳酸饮料市场格局较为稳定，但果汁和包装水市场新进入者不断增加，竞争日趋激烈。目前可口可乐在碳酸饮料市场份额第一、优势稳固，另外 2014 年在低浓度果汁市场销量份额重回第一、达 27.6%，在包装水市场份额亦有所提升，预计可口可乐强大的品牌和渠道力仍将推动公司饮品业务实现平稳发展。

图 22：饮品业务收入平稳增长



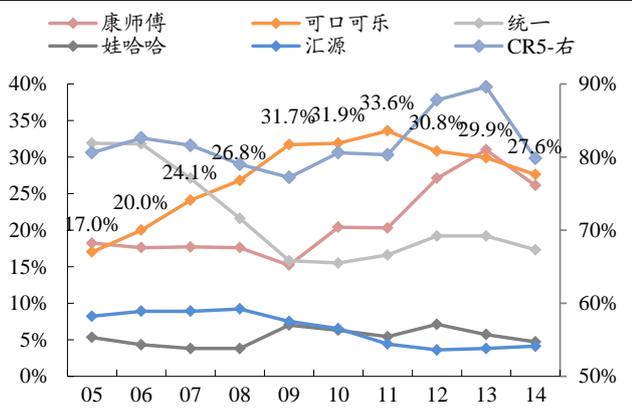
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 23：饮品业务盈利水平保持稳定



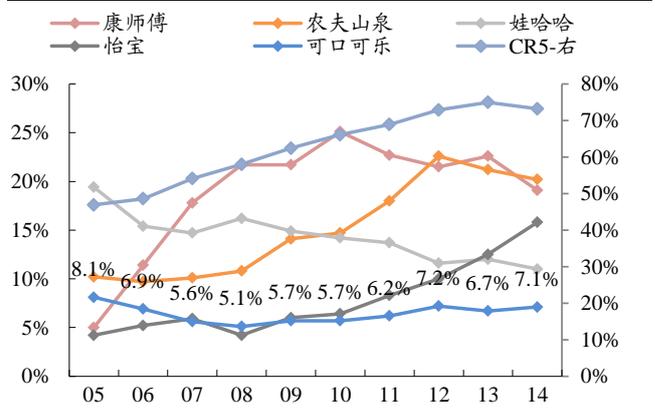
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 24：2014 年可乐在低浓度果汁市场销量份额第一



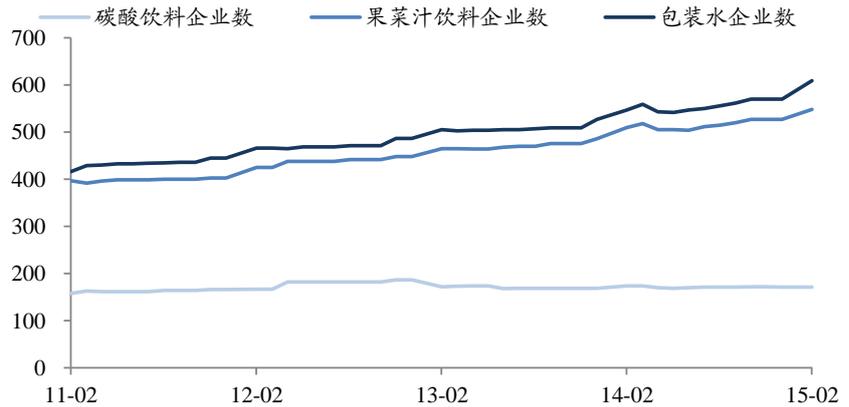
数据来源：AC 尼尔森，国泰君安证券研究

图 25：2014 年可乐在包装水市场销量份额 7.1%



数据来源：AC 尼尔森，国泰君安证券研究

图 26: 包装水、果菜汁制造企业数量持续增加



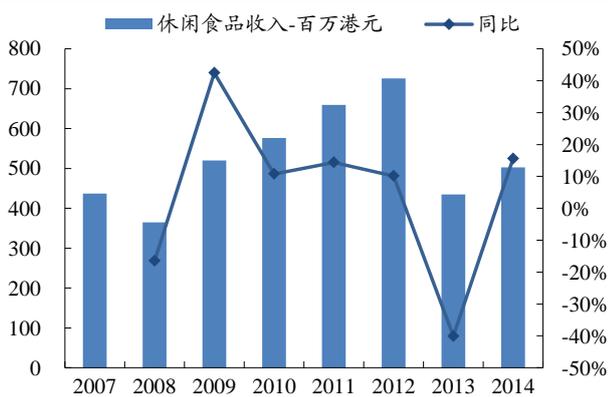
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

5. 休闲食品: 持续亏损, 未来有望剥离

2014 年休闲食品收入企稳, 但持续亏损。公司旗下休闲食品主要包括金帝、美滋滋两大品牌的巧克力。2014 年收入、销量分别增长 16%、11%, 受折扣力度加大影响, 毛利率下跌 1.5pct, 但费用有所节约, 分部亏损有所减少。

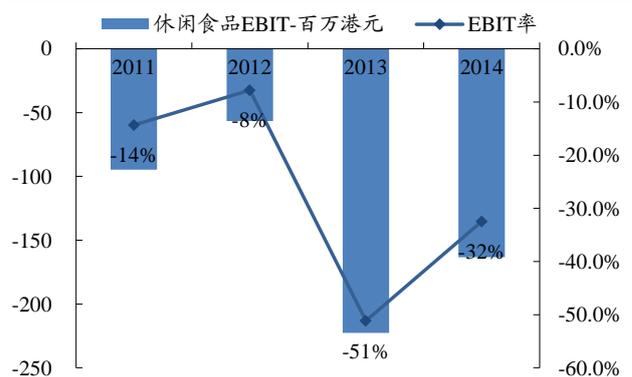
行业竞争持续加剧, 若休闲食品业务持续亏损公司有望剥离。进口巧克力正快速进入中国市场, 各主要竞争对手积极加大营销投入, 行业竞争持续加剧在所难免, 未来公司的休闲食品业务仍面临较大的经营压力。若持续亏损, 预计公司有望剥离该业务, 若剥离将甩掉一块经营包袱, 有助盈利水平改善。

图 27: 2014 年休闲食品收入增长 16%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 28: 休闲食品业务持续亏损



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

6. 首次覆盖给予增持评级

综上, 我们认为中国食品的葡萄酒、食用油业务盈利有望持续改善, 期待中粮集团国企改革推进激发公司经营潜力。预计公司 2015-16 年收入为 288、315 亿港元, 同比增长 8%、9%, 预计 2015-16 年归母净利润为

0.9、1.9 亿港元，对应 2015-16 年 EPS 预测 0.03、0.07 港元。其中我们预测 2015 年饮料、厨房食品、酒类业务收入分别 136、118、25 亿港元，分别同比增长 9%、5%、15%。

我们选择中国旺旺、康师傅控股、统一企业中国作为软饮料业务可比公司，选择张裕 A 作为葡萄酒业务可比公司，选择西王食品作为厨房食品业务可比公司。采用分部估值法，分别给予软饮料业务、葡萄酒业务、厨房食品业务 2015 年可比公司平均 PS 的 0.3、0.5、0.5 倍（考虑到增速、盈利能力、核心竞争力等的差异），对应软饮料业务、葡萄酒业务、厨房食品业务的 PS 分别 0.6、2.9、1.2 倍，对应市值 290 亿港元，由于公司经营多项业务，给予 40% 折价，得到目标市值 174 亿港元，对应目标价 6.22 港元，对应 2015 年 PS0.6 倍，现价空间 25%，首次覆盖给予增持评级。

表 6: 可比公司估值对比

| 截止日期 | 2015/04/10 | 总市值 (亿元) | EPS (元) | | | PE | | | CAGR 2014-16 | PEG | PS | | |
|------------|------------|-------------|---------|------|------|-----|-----|-----|-----------------|-----|------------|-----|-----|
| | | | 14A | 15E | 16E | 14A | 15E | 16E | | | 14A | 15E | 16E |
| 0506.HK | 中国食品 | 110 | -0.06 | 0.02 | 0.05 | -62 | 62 | 32 | - | - | 0.5 | 0.4 | 0.4 |
| 相关可比公司 | | | | | | | | | | | | | |
| 0151.HK | 中国旺旺 | 936 | 0.29 | 0.35 | 0.38 | 25 | 20 | 19 | 15% | 1.3 | 4.0 | 3.7 | 3.4 |
| 0322.HK | 康师傅控股 | 802 | 0.44 | 0.57 | 0.65 | 33 | 25 | 22 | 22% | 1.2 | 1.3 | 1.2 | 1.1 |
| 0220.HK | 统一企业中国 | 200 | 0.07 | 0.16 | 0.18 | 70 | 29 | 25 | 67% | 0.4 | 0.9 | 0.8 | 0.8 |
| 可比较饮料公司平均值 | | | | | | | | | | | 1.9 | | |
| 000869.SZ | 张裕 A | 273 | 1.49 | 1.68 | 1.86 | 27 | 24 | 21 | 12% | 2.0 | 6.5 | 5.7 | 5.1 |
| 000639.SZ | 西王食品 | 58 | 0.62 | 1.08 | 1.45 | 49 | 28 | 21 | 53% | 0.5 | 3.1 | 2.4 | 2.1 |

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

注: 张裕 A2014 年报尚未公布, 表中 2014 年数据为 Wind 一致预测数据; 中国食品盈利预测来自国泰君安证券研究, 其他公司盈利预测数据均来自 Wind 一致预测

7. 风险提示

软饮料行业竞争加剧超出预期。若软饮料行业新进入者大幅增加, 或参与者费用投放力度大幅增长, 公司面临的市场竞争可能超出预期, 饮料业务的盈利水平可能下降。

葡萄酒、食用油业务盈利水平恢复低于预期。若葡萄酒、食用油业务因收入增速较低、费用管控不到位等原因导致盈利水平恢复低于预期, 我们的净利润预测有可能下调。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

| | 评级 | 说明 |
|---|------|------------------------|
| 1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数涨跌幅为基准。 | 增持 | 相对香港恒生指数涨幅 15% 以上 |
| | 谨慎增持 | 相对香港恒生指数涨幅介于 5%~15% 之间 |
| | 中性 | 相对香港恒生指数涨幅介于 -5%~5% |
| | 减持 | 相对香港恒生指数下跌 5% 以上 |
| 2.投资建议的比较标准 报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数的涨跌幅。 | 增持 | 明显强于香港恒生指数 |
| | 中性 | 基本与香港恒生指数持平 |
| | 减持 | 明显弱于香港恒生指数 |

国泰君安证券研究

| | 上海 | 深圳 | 北京 |
|---------|--------------------------|--------------------------|-------------------------|
| 地址 | 上海市浦东新区银城中路168号上海银行大厦29层 | 深圳市福田区益田路6009号新世界商务中心34层 | 北京市西城区金融大街28号盈泰中心2号楼10层 |
| 邮编 | 200120 | 518026 | 100140 |
| 电话 | (021) 38676666 | (0755) 23976888 | (010) 59312799 |
| E-mail: | gtjaresearch@gtjas.com | | |