

-企业中国 (00220. HK)

中性

行业:食品饮料

方便面扭亏 创新拉动新增长

投资要点:

统一企业中国2014年度收益为人民币224.87亿元,下降3.6%;公司权益持有人应占溢利 为人民币2.85亿元,同比减少68.8%;经营溢利为人民币3.72亿元,如扣除出售厂房给统一实 业的一次性收益1.69亿,和13年出售旺旺股权的一次性收益2.84亿,并不考虑政府补贴的影响, 核心经营利润下滑53.4%。

- 以创新拉动行业升级,统一方便面今年实现正收益。行业销售额较去年同期衰退 7%,统一 方便面年销售额 79.6 亿,同比增长 1.7%。市占率 17.9%,截止到 15 年 Q1 进一步提升至 18.1%。占比 55%的碗面提价 5%-10%,加上取消搭赠火腿肠的促销活动,毛利率较上半年 提升 1.8 个百分点至 28.7%。为避开价格战并引导行业重拾良性增长,统一着力于创新与升 级,准备了未来3年的创新产品。汤达人至09年上市以来表现平淡,14年杯面发力,销售 额翻一倍到 2 亿规模, 15 将推向传统经销商, 扩大原有的 KA 渠道。10 月份推出冠军宝, 主要在重点城市的便利店、写字楼铺货,定位于上班族的点心快餐,定价在10-12元。公司 在每一个价位段上推出了不同的品牌类别,形成梯队体系,未来将在各品牌类别下推出不同 的口味,卡位每一个细分市场。管理层目标未来两年零售价大于5元的高端方便面将贡献8% —10%的销售额。市场萎缩行业升级的趋势下,创新是关键。15年Q1棕榈油进口价同比下 降 20%, 预计毛利率将改善 1-1.5 个百分点, 14 年 Q4 达到盈亏平衡, 今年将恢复正收益。
- 饮料成本下降毛利率提升,海之言成今夏亮点。饮料行业14年销售额增长减缓至6.6%,即 饮茶和果汁销售额呈现低单位数下滑。统一饮料业务出现 7.6%的下滑,其中茶下滑 10%, 果汁下滑 7.5%。奶茶和咖啡下滑 5.1%。市场出现结构性调整,消费者对健康的述求为功能 饮料和瓶装水市场带来了双位数增长。公司在即饮茶的市场份额在24%,位居第二;果汁市 场占比 13.1%; 奶茶保持 62.1%的市场份额。新产品"海之言"表现超预期, 14 年实现销 售额6个亿,今年在这个品牌下推出了两种新口味,新增产能投产,预期销售额将增长一倍。 今年将有7-8款新饮品上市,预期新品贡献将超过10亿,稼动率在去年55%的基础上得到 提升。15 年 Q1 聚酯切片成本同比下滑 20%左右,奶粉成本大幅改善 40%左右,PET 和奶 粉占比总成本 16%, 预计饮料毛利率将改善 2-3 个百分点。
- 目标价 5.96 港元,给予"中性"评级。短期来看,消费势头低迷,市场短期未见改善。公 司重研发,以新产品引导行业升级。饮料今年的主打新品"小茗同学"和"海之言"期待在 旺季能扭转即饮茶的颓势;方便面将汤达人铺向传统渠道,冠军宝扩展名店名路,革面稳增 长。今年资本开支压缩至30个亿,明年将进一步收窄。预测公司14-16年2年销售收入年 均复合增长 4%,基于毛利率的改善,14-16 年净利润年均复合增长 30%,目前 PEG 为 1.37, 按彭博行业平均 PEG1.49 估值,对应目标价 5.96 港币。给予"中性"评级。
- 风险提示:激烈竞争拖累销量,成本大幅上涨压缩利润。食品安全事件爆发引发诚信危机。 主要财务指标

单位:百万人民币	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
主营收入	21,406	23,330	22,488	23,387	24,326
(+/-%)	26.4	9.0	-3.6	4.0	4.0
净利润	855.9	916.4	285.7	444.4	488.8
(+/-%)	174.4	7.1	-68.8	55.6	10.0
毛利率(%)	34.7	33.3	32.5	34.0	34.0
ROE(%)	11.2	11.3	2.6	3.8	3.9
EPS (元)	0.24	0.25	0.07	0.10	0.11
P/E(倍)	18.7	17.5	67.2	43.2	39.3
P/B	2.1	2.0	1.8	1.7	1.5

资料来源:中国中投证券研究总部

作者

署名人:邱阳 50960514110001 0755-82023465

qiuyang@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价: **HKD5.96**

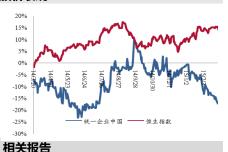
当前股价: HKD5.56 评级调整: 首次

基本资料

4,319 总股本(百万股) 流通股本(百万股) 4,319 总市值(亿元) 240 240 流通市值(亿元) 52 周股价波幅 5.2-8.18

主要股东 统一集团 (70.5%)

股价表现





附:财务预测表

损益表(百万人民币)					现金流量表(百万人民币)						
截止至12月31日	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	截止至12月31日	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
销售收入	21,405.7	23,329.5	22,487.7	23,386.9	24,326.1	税前利润	1,076.9	1,116.0	414.8	592.5	651.7
销售成本	(14,003.9)	(15,549.9)	(15,179.4)	(15,442.8)	(16,049.4)	折旧摊销	791.2	1,091.0	1,338.2	1,466.7	1,558.0
毛利	7,401.8	7,779.6	7,308.2	7,944.1	8,276.7	融资成本	(63.8)	(95.2)	42.0	40.0	40.0
销售费用	(6,043.0)	(6,825.0)	(6,294.8)	(6,567.0)	(6,830.8)	存货(增加)/减少	(0.8)	(238.0)	384.2	(40.0)	(47.0)
行政开支	(722.9)	(840.0)	(967.8)	(1,005.6)	(1,014.4)	应收帐款及其他应收款(增加) /减少	(369.1)	198.0	(170.0)	60.3	(140.6)
经营溢利	881.5	932.4	371.9	552.5	611.7	应付款项及其他应付款增加/ (减少)	1,072.6	(57.9)	(243.6)	245.5	295.4
融资成本	63.8	95.2	(42.0)	(40.0)	(40.0)	经营性现金流	2,541.0	1,234.1	1,594.6	2,176.9	2,154.6
应占共同控制实体及联 营公司溢利	131.6	88.4	85.0	80.0	80.0	购置物业	(3,486.1)	(4,487.2)	(1,455.8)	(1,571.9)	(822.6)
税前盈利	1,076.9	1,116.0	414.8	592.5	651.7	支付及预付土地使用权款项	(183.3)	(717.2)	(36.8)	(188.0)	(93.9)
所得税	(226.2)	(199.6)	(129.1)	(148.1)	(162.9)	与联营公司之投资	(29.0)	(95.5)	(45.6)	(68.0)	(40.5)
净利润	855.9	916.4	285.7	444.4	488.8	投资性现金流	(3,405.2)	(4,083.0)	(3,300.0)	(3,000.0)	(3,000.0)
毎股收益(RMB)						贷款	7,066.7	9,411.4	5,836.3	6,080.6	6,324.8
—基本及摊薄	0.24	0.25	0.07	0.10	0.11	偿还贷款	(6,186.9)	(8,264.8)	(3,680.0)	(5,000.0)	(5,000.0)
DPS(RMB)	0.05	0.05	0.01	0.02	0.02	股利分配	(93.6)	(171.2)	(57.1)	(88.9)	(97.8)
成长能力						融资性现金流	786.2	1,975.4	2,099.1	991.7	1,227.0
销售收入	26.4%	9.0%	-3.6%	4.0%	4.0%	现金变化	(78.1)	(873.5)	393.7	168.6	381.7
毛利	49.8%	5.1%	-6.1%	8.7%	4.2%	期初持有现金	2,369.1	2,290.8	1,413.9	1,807.6	1,976.3
营业利润	237.4%	5.8%	-60.1%	48.6%	10.7%	期末持有现金	2,290.8	1,413.9	1,807.6	1,976.3	2,357.9
净利润	174.4%	7.1%	-68.8%	55.6%	10.0%						

资产负债表(百万人民币)

截止至12月31日	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	截止至12月31日	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
现金及银行结余	2,290.8	1,413.9	1,807.6	1,976.3	2,357.9	获利能力					
应收帐款	512.6	548.1	487.4	514.5	608.2	毛利率	34.7%	33.3%	32.5%	34.0%	34.0%
预付款项	824.3	1,026.1	1,256.8	1,169.3	1,216.3	净利率	4.0%	3.9%	1.3%	1.9%	2.0%
存货	1,284.9	1,513.5	1,129.3	1,169.3	1,216.3	ROE	11.2%	11.3%	2.6%	3.8%	3.9%
流动资产小计	4,917.3	4,507.6	5,088.3	4,829.5	5,398.7	ROA	5.3%	4.9%	1.7%	2.5%	2.6%
土地使用权	1,426.8	2,113.9	2,150.7	2,338.7	2,432.6	实际税率	21.0%	17.9%	31.1%	25.0%	25.0%
物业、厂房及设备	7,911.7	10,185.9	11,641.7	13,213.6	14,036.2	偿还能力					
于联营公司之权益	1,329.6	1,500.1	1,545.7	1,613.7	1,654.2	资产负债率	53.6%	57.1%	49.0%	48.0%	0.0%
非流动资产小计	11,622.6	14,460.2	16,176.0	17,358.8	18,315.0	流动比率	1.0	0.8	0.9	0.8	0.8
资产总计	16,539.8	18,967.8	21,264.3	22,188.3	23,713.7	营运能力					
应付款项	1,441.9	1,410.0	1,054.2	1,169.3	1,337.9	存货周转天数	32.9	32.4	31.3	26.8	26.8
短期债务	408.6	902.3	1,556.3	1,637.1	1,702.8	应收账款天数	8.6	8.2	8.3	7.7	8.3
其他应付款	2,995.6	2,914.7	3,026.9	3,157.2	3,284.0	每股指标 (元)					
流动负债小计	4,948.1	5,336.0	5,720.3	6,057.2	6,470.8	每股收益	0.24	0.25	0.07	0.10	0.11
长期借款	3,562.3	5,101.6	4,280.0	4,443.5	4,622.0	派息比率	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
非流动负债小计	3,920.6	5,489.6	4,706.9	4,583.8	4,816.6	每股净资产	2.13	2.26	2.51	2.67	2.88
股本	34.0	34.0	39.8	39.8	39.8	估值比率 (倍)					
股本溢价	2,244.0	2,244.0	4,829.9	4,829.9	4,829.9	PE	18.7	17.5	67.2	43.2	39.3
储备	5,393.1	5,864.1	5,967.5	6,677.6	7,556.7	РВ	2.1	2.0	1.8	1.7	1.5
股东权益	7,671.1	8,142.2	10,836.7	11,547.2	12,426.4						

资料来源:中国中投证券研究总部,公司报表,单位:百万人民币



投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6-12 个月内,股价相对恒生指数涨幅 20%以上

推荐:预期未来6-12个月内,股价相对恒生指数涨幅介于10%-20%之间中性:预期未来6-12个月内,股价相对恒生指数变动介于±10%之间

回避:预期未来6-12个月内,股价相对恒生指数跌幅10%以上

行业评级

看好:预期未来6-12个月内,行业指数表现优于恒生指数5%以上中性:预期未来6-12个月内,行业指数表现相对恒生指数持平 看淡:预期未来6-12个月内,行业指数表现弱于恒生指数5%以上

研究团队简介

邱阳,中国中投证券研究总部香港食品饮料行业研究员,四川大学硕士,5年行业研究从业经验。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称"中国中投证券")提供,旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是 否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失 负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

深圳市 北京市 上海市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼

邮编:518000 传真:(0755)82026711 北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层

邮编:100032

传真:(010)63222939

上海市虹口区公平路18号8号楼嘉昱大

公司网站: http://www.china-invs.cn

厦5楼

邮编:200082

传真:(021)62171434