中国食品（0506）

更新报告

买入

2015 年 3 月 30 日

14 年业绩大幅减亏，预计 15 年能扭亏为盈

- **14 年股东应占利润大幅减亏 75%至-2.25 亿港元：**公司 14 年收入同比增加 2.0%至 267.4 亿港元，整体毛利率改善 3.43 个百分点至 23.58%，年内饮料业务在行业环境恶劣的情况下表现坚挺，而厨房用品及红酒板块均出现较大的利润改善，故公司 14 年录得经营利润 1.61 亿港元（13 年：-4.67 亿港元），股东应占利润大幅减亏 75%至-2.25 亿港元，好于我们之前预期。
- **板块业务情况：1、饮料板块逆势增长：**在行业增速放缓且市场竞争激烈的情况下，公司饮料业务收入逆势增长 9.6%至 124.9 亿港元，分部利润同比增长 24.3%至 6.17 亿港元，预计 15 年将持续受惠于原材料成本疲弱带来的利润改善。**2、厨房食品板块已扭亏为盈：**受油价下行影响，分部收入同比下跌 8.5%，但由于主要原材料散油成本之降幅超过公司小包装食用油价格之跌幅，以及公司产品结构调整效果初步显现，毛利率同比提升了 3.4 个百分点，公司厨房食品业务成功扭亏为盈至 0.29 亿港元。**3、酒类业务逐渐复苏：**14 年公司收入及销量同比分别提高 16.5%及 28.0%，尽管由于产品结构下行导致毛利率同比下降了 9 个百分点，但期内费用管控力度的加强使得公司分部亏损大幅减少至 1.16 亿港元。随着行业开始复苏以及各分销渠道库存陆续清理完毕，我们预计 15 年该板块恢复速度将有较大的提升。**4、休闲食品板块有望获得妥善处理：**14 年收入及销量分别同比上升 15.8%及 10.6%，分部利润减亏 26.7%至 1.63 亿港元，预计未来 2 年内将通过引进战略合作者或者剥离业务的方式扭转亏损情况。
- **调升 15 和 16 年公司净利润至 2.5 亿港元和 3.41 亿港元：**综上所述，我们预计公司 15 和 16 年的收入将分别增长 7.9%和 8.8%至 288.5 亿及 341.9 亿港元，15 年和 16 年股东应占利润分别为 2.50 亿港元和 3.66 亿港元，预计公司将于 15 年达到扭亏为盈。
- **目标价升至 3.73 港元，重申买入评级：**公司恢复速度超过我们预期，而中粮集团国企改革或将能提升公司效率以加快业绩恢复，且公司列入沪港通名单也将改善公司流通性，提升公司估值水平。我们看好公司的长期发展，故上调公司目标价至 3.73 港元，相当于 15 年 1.7 倍 PB 及 41.7 倍 PE，较现价有 16.2%的上升空间，调升至买入评级。
- **重要风险：**我们认为以下是一些比较重要的风险：1)业务复苏速度低于预期、2)主要原材料价格波动、3)饮料行业竞争加剧及 4) 国企改革的效果没预期好。

王柏俊
85225321915
patrick.wong@firstshanghai.com.hk

主要数据

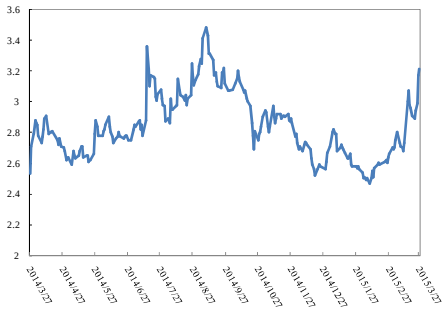
行业	食品饮料
股价	3.21 港元
目标价	3.73 港元 (+16.2%)
股票代码	506
已发行股本	27.97 亿股
市值	89.6 亿港元
52 周高/低	3.53/2.46 港元
每股净现值	2.19 港元
主要股东	中粮集团（74.4%）

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
收入 (百万港币)	26,218	26,742	28,851	31,392	34,333
变动 (%)	-15.1%	2.0%	7.9%	8.8%	9.4%
EBIT (百万港币)	-292	321	854	1,066	1,286
变动 (%)	—	—	166.4%	24.8%	20.6%
净利润 (百万港币)	-890	-225	250	366	481
变动 (%)	—	74.7%	—	46.6%	31.3%
每股收益(港仙)	-32	-8	9	13	17
市盈率 (倍)-股价3.21港元	—	—	—	25	19
每股股息 (港仙)	0.0	0.0	0.0	3.9	5.2
股息现价比(%)	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	1.7%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

图表 1：同行估值

股票	代码	收市价（港元）	市值（亿港元）	15EPS	16EPS	17EPS	15PE	16PE	17PE	15-17年 EPS CAGR	PEG(倍)	14PS	14PB
中国食品	506 HK Equity	3.2	90	0.09	0.13	0.17	35.9	24.5	18.7	39%	0.6	0.3	1.5
旺旺	151 HK Equity	8.1	1,066	0.43	0.46	0.49	18.9	17.4	16.4	7%	2.3	3.6	6.7
康师傅	322 HK Equity	16.9	946	0.70	0.81	0.91	24.0	20.8	18.7	13%	1.5	1.2	4.0
青岛啤酒	168 HK Equity	51.7	747	2.07	2.30		25.0	22.5				2.0	3.6
华润创业	291 HK Equity	15.0	364	0.20	0.45	0.74	76.0	33.8	20.3	93%	0.4	0.2	0.7
蒙牛	2319 HK Equity	38.5	754	1.71	2.00	2.53	22.6	19.3	15.2	22%	0.9	1.2	2.8
合生元	1112 HK Equity	32.0	194	1.67	1.79	2.30	19.2	17.9	13.9	17%	1.0	3.3	5.3
统一	220 HK Equity	5.0	217	0.19	0.22	0.28	27.0	22.7	18.2	22%	1.0	0.7	1.6
雅士利	1230 HK Equity	2.8	131	0.11	0.14	0.16	24.3	19.8	17.0	20%	1.0	2.8	2.5
神冠	829 HK Equity	2.4	79	0.22	0.23	0.29	11.0	10.4	8.3	15%	0.7	4.5	2.4
长寿花	1006 HK Equity	4.8	28	0.60	0.70		8.0	6.9				0.8	1.1
维他奶	345 HK Equity	12.3	128	0.37	0.42	0.48	33.2	29.3	25.6	14%	2.1	2.6	7.0
江源	1886 HK Equity	2.4	61									0.5	0.6
老恒和	2226 HK Equity	5.6	29	0.61	0.62		9.2	9.0					
平均							25.7	19.6	17.2	26%	1.2	1.8	3.1
美股	**代码**	**收市价（美元）**	**市值（亿美元）**	**15EPS**	**16EPS**	**17EPS**	**15PE**	**16PE**	**17PE**	**15-17年 EPS CAGR**	**PEG(倍)**	**14PS**	**14PB**
可口可乐	KO US Equity	40.4	1,763	1.98	2.13	2.29	20.3	18.9	17.6	7%	2.5	3.9	5.8
百事可乐	PEP US Equity	95.6	1,418	4.65	5.05	5.48	20.6	18.9	17.4	9%	2.2	2.2	8.2
平均							20.4	18.9	17.5	8%	2.4	3.0	7.0
其他	**代码**	**收市价**	**市值**	**15EPS**	**16EPS**	**17EPS**	**15PE**	**16PE**	**17PE**	**15-17年 EPS CAGR**	**PEG(倍)**	**14PS**	**14PB**
张裕	000869 CH Equity	38.6	175	1.62	1.75		23.9	22.1				6.8	4.0
中国糖业控股	606 HK Equity	2.9	153	0.22	0.29	0.36	13.3	10.2	8.1	28%	0.4	0.2	0.5
丰益集团	WIL SP Equity	3.3	209	0.28	0.32	0.34	11.5	10.4	9.6	10%	1.1	0.4	1.0
平均							16.2	14.2	8.9	19%	0.7	2.4	1.8

资料来源：公司资料、第一上海

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

附录 1：主要财务报表

损益表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
〈港币〉〈百万〉，财务年度截至〈12月31日〉					
收入	26,218	26,742	28,851	31,392	34,333
毛利	5,284	6,305	7,139	7,834	8,566
其他收入	330	421	196	224	242
营运费用	5,963	6,416	6,582	7,102	7,643
息税折旧前利润	205	833	1,397	1,639	1,889
折旧摊销	497	513	543	573	603
息税前利润	-292	321	854	1,066	1,286
财务开支	103	70	66	62	57
税前利润	-395	251	788	1,004	1,229
税收	312	224	237	301	369
净利润	-890	-225	250	366	481
增长					
收入	-15%	2%	8%	9%	9%
息税折旧前利润	-84%	306%	68%	17%	15%
息税前利润	—	—	166%	25%	21%
净利润	—	75%	—	47%	31%

财务分析	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
〈港币〉〈百万〉，财务年度截至〈12月31日〉					
盈利能力					
毛利率%	20.2%	23.6%	24.7%	25.0%	25.0%
经营利润率%	0.8%	3.1%	4.8%	5.2%	5.5%
净利润率%	-3.4%	-0.8%	0.9%	1.2%	1.4%
营运表现					
SG&A/收入%	22.7%	24.0%	22.8%	22.6%	22.3%
实际税率%	-79.0%	89.2%	30.0%	30.0%	30.0%
库存周转	95.4	90.8	74.6	73.8	73.5
应收天数	29.3	23.7	23.6	24.2	24.5
应付天数	25.8	22.8	23.7	23.5	23.4
财务状况					
负债/权益	155.8%	124.6%	116.5%	110.6%	105.5%
资产回报率	-4.2%	-1.2%	1.3%	1.8%	2.3%
权益回报率	-10.9%	-2.8%	2.9%	3.9%	4.8%
股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	30.0%	30.0%

资产负债表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
〈港币〉〈百万〉，财务年度截至〈12月31日〉					
现金	2,458	1,356	1,679	1,769	1,920
存货	5,866	4,301	4,570	4,958	5,423
应收账款	1,695	1,771	1,962	2,197	2,403
其他流动资产	2,531	2,453	2,546	2,659	2,790
总流动资产	12,550	9,882	10,757	11,584	12,536
固定资产	4,921	4,728	4,822	4,752	4,664
其他非流动资产	3,502	3,637	3,738	3,849	3,969
总资产	20,974	18,247	19,318	20,185	21,169
应付账款	1,192	1,372	1,453	1,576	1,724
短期负债	2,538	1,361	1,261	1,161	1,111
其他流动负债	7,220	5,038	5,143	5,438	5,792
总流动负债	10,950	7,771	7,857	8,176	8,627
非流动负债	1,826	2,353	2,253	2,153	1,953
总负债	12,775	10,124	10,110	10,329	10,580
少数股东权益	2,052	2,235	2,537	2,873	3,253
股东权益	6,146	5,888	6,138	6,465	6,780
总权益	8,198	8,123	8,674	9,338	10,033

现金流量表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
〈港币〉〈百万〉，财务年度截至〈12月31日〉					
经营活动所得现金	380	471	766	1,033	1,282
税前利润	-395	251	788	1,004	1,229
已付所得税	-203	-273	-237	-301	-369
已收利息	-77	-38	-0	4	9
营运现金流	99	160	529	735	922
资本开支	-711	-450	-519	-502	-515
其他投资活动	242	281	98	112	121
投资活动现金流	-469	-169	-421	-390	-394
负债变化	5,720	-677	-200	-200	-250
股本变化	-1,252	0	0	0	0
股息	0	0	0	-55	-127
其他	-3,609	0	0	0	0
融资活动现金流	858	-677	-200	-255	-377
现金变化	489	-686	-92	90	151
期初持有现金	1,901	2,458	1,772	1,679	1,769
外汇影响	70.055	0	0	0	0
期末持有现金	2,460	1,772	1,679	1,769	1,920

数据来源：公司资料、第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

第一上海证券有限公司
香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准，不得复印、节录，也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、数据、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得，但第一上海不能保证其准确、正确或完整，而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或数据而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改，第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目，或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2015 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。