

持有

2014年8月13日

新品不乏亮点，但主要老产品皆面临增速放缓和竞争激烈现状

- **2014年H1盈利同比下降38.2%至3.55亿元：**14年H1收入同比增长1.3%至123.7亿元，股东应占溢利同比下降38.2%至3.55亿元，如果除去13年H1出售工厂的一次性利得，则公司14年H1核心经营溢利同比上升2.2%至4.16亿元，核心股东应占溢利同比下降12.6%至3.55亿元。
- **14年H1方便面行业持续衰退，方便面亏损同比增加，公司推高价面促行业升级：**方便面行业14年H1销售额较去年同期衰退1.9%，公司14年H1方便面收入同比增长4.3%至39.4亿元，市场占有率较去年同期增加0.7个百分点至17.6%。但是由于竞争激烈，方便面14H1年亏损1.16亿元。公司积极布局高价面市场，促行业升级。
- **果汁业务较大下滑致使饮料业务出现负增长：**由于果汁表现疲软，公司14年H1饮料收入同比下降2.1%至80.9亿元。此外，公司推出新品果汁饮料「海之言」，一经上市销售屡创佳绩，已成为公司果汁第三大品牌。
- **调高公司14和15年核心净利润21.3%和48.5%：**考虑到14年行业疲软，已有明星产品增长乏力，竞争依然激烈，我们调低公司14和15的销售收入预测6.0%和7.6%。由于原物料价格仍处于低位，且公司采取精准营销策略使得销售费用控制效果较之前预计显著，我们调高公司14和15年净利润21.3%和48.5%至5.80亿元和7.81亿元。
- **目标价6.09港元，维持持有评级：**在旧品被跟进、成本控制能力不如竞争对手、行业持续衰退、原物料价格面临上升压力、折旧摊销等固定费用增加、财务压力加大等多重压力下，我们认为公司寄希望通过产品升级和新的明星单品拉动未来收入和利润增长策略仍面临挑战。由于公司的盈利能力尚未完全释放，我们以0.8倍的PS为公司估值，得出目标价6.09港元，相当于14年EPS的33.1倍市盈率，较昨日收市价6.93港元还有12.2%的下降空间，维持持有评级。

王柏俊

852-25321915

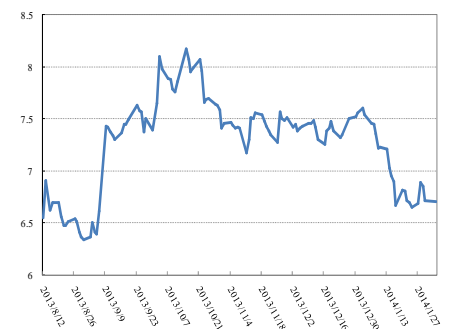
patrick.wong@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	食品(方便面/饮料)
股价	6.93 港元
目标价	6.09 港元 (-12.2%)
股票代码	220
已发行股本	43.19 亿股
市值	299.3 亿港元
52周高/低	8.28/5.40 港元
每股净现值	3.53 港元
主要股东	Uni-President Enterprises Corp. (70.49%)

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2012历史	2013历史	2014预测	2015预测	2016预测
收入(百万元)	21,406	23,329	23,995	25,641	27,720
变动(%)	26.4%	9.0%	2.9%	6.9%	8.1%
经营利润(百万元)	881.5	932.4	718.0	977.9	1437.9
变动(%)	237.4%	5.8%	-23.0%	36.2%	47.0%
净利润(百万元)	855.9	916.4	579.8	781.1	1,148.8
变动(%)	174.4%	7.1%	-36.7%	34.7%	47.1%
每股收益(元)	0.24	0.25	0.15	0.18	0.27
基于6.93港元市盈率(倍)	23.1	21.6	37.7	30.4	20.7
每股派息(元)	0.05	0.05	0.03	0.04	0.05
息率(%)	0.9%	0.9%	0.5%	0.7%	1.0%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


来源：彭博

新品不乏亮点，但主要老产品皆面临增速放缓和竞争激烈现状

2014年H1盈利同比降38.2%至3.55亿元

公司14年H1收入同比增长1.3%至123.7亿元，其中占公司销售收入65.4%的饮品同比下降2.1%至80.9亿元，占公司收入31.9%的方便面收入增长4.3%至39.4亿元。由于公司大量投入资源提升方便面产品力以争取市场占有率，公司毛利率同比下降1.5个百分点至32.5%。尽管公司不断扩大营运规模致使行政费用增加，但由于公司对方便面及饮料业务有效聚焦产品及通路资源的投入，用以达到投入产出效益最大化，使得销售及推广开支下降，公司经营费率同比下降2.2个百分点至29.7%，公司14年H1的股东应占溢利则同比下降38.2%至3.55亿元。若去除公司13年H1出售其全资附属公司北京统一饮品和昆山统一食品的一次性利得2.13亿元，公司14年H1核心经营溢利同比上升2.2%至4.16亿元，核心股东应占溢利则较同期下降12.6%至3.55亿元。

14年H1方便面行业持续衰退，方便面亏损增加，公司推高价面促行业升级

根据尼尔森数据显示，2014年上半年，方便面整体销售额较去年同期衰退1.9%，销售量较去年同期衰退5.9%，方便面行业整体市场持续衰退。

公司2014年H1方便面收入同比增长4.3%至39.4亿元，增长幅度高于行业平均水平。然而，由于主要竞争对手对公司品类的快速跟进以及大力促销加剧市场竞争，公司从13年5月开始在主要品类(老坛酸菜、卤肉面和红烧牛肉面)中跟进赠送火腿肠促销活动，使得公司14年H1方便面业务的经营溢利亏损额较去年同期的6千万增加至1.16亿元。

同时，公司亦持续积极发展中高价方便面市场，如高价面品牌「汤达人」，一经推出就深受消费者喜爱，在高价面细分行业中市场占有率稳居第一。此外，公司计划于14年8月推出创新产品「革面」，用货真价实的肉块和蔬菜来替代传统方便惯用的配料，给消费者带来新的视觉冲击与口感体验，并配合公司自行创新研究开发并获得专利的「蝴蝶宽面」，用以开拓高价面市场，未来预计将促进方便面行业升级。

果汁业务较大下滑致使饮料业务出现负增长

公司2014年饮料收入同比下降2.1%至80.9亿元，其中茶饮料占饮料销售收入的43%，果汁和综饮分别占饮料销售收入的27%和30%。

茶饮料(不含奶茶)：根据尼尔森数据显示，2014年上半年中国茶饮市场(不含奶茶)持续衰退，销售额同比下降1.6%，而公司茶饮料14年H1的销售收入同比增长1.0%达34.9亿元。集团积极布置新品「植觉」和「茗茗是茶」，其中无糖纯茶「茗茗是茶」主要针对上海地区，以打造标杆市场；而「植物茶」新品「植觉」以创新的植物功能茶概念进军具有植物饮品饮用习惯的华南地区后，继续向北方市场扩大销售范围。

果汁：根据尼尔森数据显示，果汁整体市场走势持续疲软，消费者口味发生了转移，开始偏向喜好较为清爽的饮料，这导致梨汁口味的销量明显下降。再加上竞争对手的模仿跟进，公司果汁的主要贡献品类：「统一多果汁」系列下的「统一鲜橙多」及「饮养四季」旗下的「冰糖雪梨」业绩出现下滑，使得公司果汁14年H1的销售收入同比下降9.9%至21.7亿元。公司开发的新品「海之言」口感清爽，融合地中海海盐和柠檬，已成为集团继「鲜橙多」、「饮养四季」之后的第三大品牌，作为公司22年以来第一款一经上市就达到月销售额超过100万箱的产品，「海之言」自4月份推出以来销售屡创佳绩，目前零售价为5元/瓶，毛利率高于公司其他果汁产品。

综饮：

公司2014年上半年综饮的销售收入同比增长1.3%至24.4亿元，综饮包括奶茶、咖啡

和水，其中奶茶贡献主要收入。

根据尼尔森的资料，2014 年 H1 公司奶茶的市场占有率达到 59.9%，稳居市场第一，然而，奶茶经过前几年的爆发式增长，其增速持续放缓，公司 14 年 H1 奶茶收入增速仅有 1.3%。公司新创立的高端奶茶品牌「希蒂」将于 14 年聚焦重点城市连锁便利店销售。

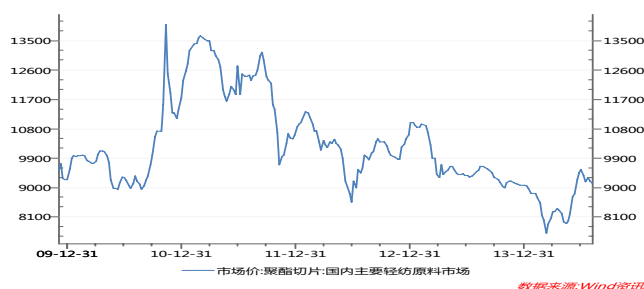
公司咖啡类产品包括定位清爽型的 450ml「雅哈」冰咖啡，以及定位中高端浓咖啡的 280ml「雅哈」意式摩卡壶系列。

根据尼尔森的资料，2014 年上半年包装水整体市场的增速达 15.7%。由于调整产品结构，聚焦经营中高价位天然矿泉水「ALKAQUA」，公司包装水业务表现亮眼，2014 年 H1 的收入增速为 33.3%，但是由于基数较小，对公司饮料业务贡献仍然有限。另外，集团于吉林长白山大型天然矿泉水工厂第一期产能，预计在 2014 年底可正式投产，预计将为公司包装水规模的拓展提供产能支持。

14 年 H1 原材料价格仍处低位，未来价格或会反弹

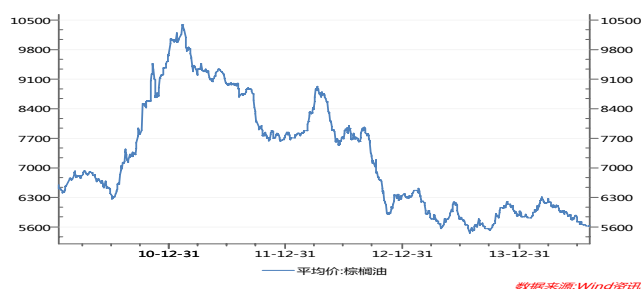
从数据来看，公司许多重要的原材料，如 PET、棕榈油和糖的价格处于历史低位。但部分原物料，如 PET 及糖的价格已经开始环比上涨，我们预测未来原物料的价格可能会大幅反弹。14 年公司毛利率或仍可受惠于低位的原物料价格，然而，未来公司可能会面临原物料上涨的压力。

图表 1: PET 价格趋势 (占销售成本的 13%)



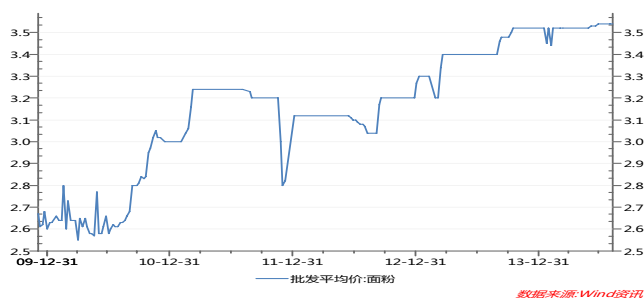
资料来源: 锦桥纺织网, wind

图表 2: 棕榈油价格趋势 (占销售成本的 5%)



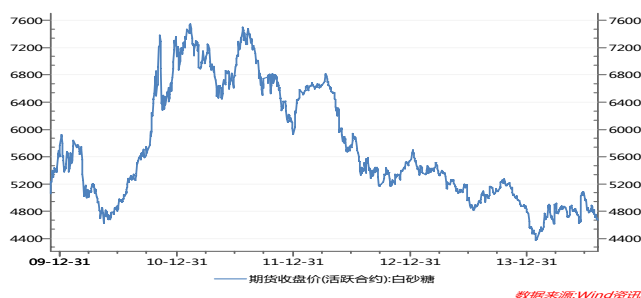
资料来源: 农业部, wind

图表 3: 面粉价格趋势 (占销售成本的 5%)



资料来源: 农业部, wind

图表 4: 白砂糖价格趋势 (占销售成本的 14%)



资料来源: 郑州交易所, wind

调升公司 14 和 15 年净利润 21.3%和 48.5%

考虑到 14 年行业的疲软，以往明星产品面临增长下滑速度超过我们之前预期，且预计竞争仍将持续，故我们调低公司 14 和 15 的销售收入预测 6.0%和 7.6%至 240.0 亿元和 256.4 亿元。

公司近年连续的大额投资（14年H1资本支出为17.7亿元，预计全年资本支出近40亿元），使得公司未来的折旧费率和人工费率压力逐渐加大，且原材料价格虽目前处于低位，但是未来可能将会反弹。以上对公司负面影响因素在我们之前的预期中皆有考虑，但是从14年H1的数据来看其精准营销策略所带来的销售费用控制效果较我们之前预计更为显著。综上所述，我们调升公司14和15年净利润21.3%和48.5%至5.80亿元和7.81亿元。

图表 5: 盈利预测调整

百万元人民币	2014年新预测	2014年旧预测	变动(%)	2015年新预测	2015年旧预测	变动(%)	2016年新预测
收入	23,995	25,530	-6.0	25,641	27,737	-7.6	27,720
毛利	7,769	8,617	-9.8	8,273	9,471	-12.6	9,010
经营利润	718	598	20.1	978	699	39.9	1,438
净利润	580	478	21.3	781	526	48.5	1,149
毛利率	32.4%	33.8%	-1.4	32.3%	34.1%	-1.8	32.5%
经营费用率	3.0%	2.9%	0.1	3.8%	2.5%	1.3	5.2%
净利率	2.4%	2.5%	-0.1	3.0%	1.9%	1.1	4.1%

资料来源：第一上海预测

目标价 6.09 港元，保持持有评级

虽然14年上半年公司不乏部分新品亮点，但由于行业增速放缓，老品同质化竞争激烈，导致公司14年H1收入和核心利润增速大幅放缓。且在旧品被跟进、成本控制能力不如竞争对手、行业持续衰退、原物料价格面临上升压力、折旧摊销等固定费用增加、财务压力加大等多重压力下，公司寄希望通过产品升级和新的明星单品拉动未来收入和利润增长策略仍面临挑战。

由于公司的盈利能力尚未完全释放，我们以0.8倍的PS为公司估值，得出目标价6.09港元，相当于14年EPS的33.1倍市盈率，较昨日收市价6.93港元还有12.2%的下降空间，维持持有评级。

图表 6: 同业估值对比

股票	代码	收市价 (港元)	市值 (亿港元)	14EPS	15EPS	16EPS	14PE	15PE	16PE	14-16年EPS CAGR	PEG(倍)
统一	220 HK Equity	6.9	299	0.18	0.23	0.34	37.7	30.4	20.7	35%	0.9
康师傅	322 HK Equity	22.3	1,249	0.72	0.88	1.03	31.1	25.4	21.7	20%	1.3
旺旺	151 HK Equity	11.0	1,457	0.45	0.52	0.58	24.8	21.4	18.9	14%	1.5
蒙牛	2319 HK Equity	37.8	739	1.34	1.67	1.99	28.3	22.6	18.9	22%	1.0
青岛啤酒	168 HK Equity	60.7	706	1.96	2.29	2.50	31.0	26.6	24.3	13%	2.0
华润创业	291 HK Equity	24.0	578	0.71	0.85	1.02	33.9	28.1	23.6	20%	1.4
合生元	1112 HK Equity	37.3	225	2.14	2.63	3.17	17.4	14.1	11.8	22%	0.6
中国食品	506 HK Equity	3.0	83	(0.01)	0.09	0.12		34.3	24.0		
平均							29.2	25.2	20.5	21%	1.3
美股	代码	收市价 (美元)	市值 (亿美元)	14EPS	15EPS	16EPS	14PE	15PE	16PE	14-16年EPS CAGR	PEG(倍)
可口可乐	KO US Equity	39.6	1,736	2.08	2.22	2.39	19.1	17.8	16.6	7%	2.4
百事可乐	PEP US Equity	91.8	1,383	4.58	4.95	5.33	20.0	18.6	17.2	8%	2.4
家乐氏	K US Equity	63.8	230	3.93	4.13	4.40	16.2	15.4	14.5	6%	2.6
平均							18.4	17.3	16.1		2.5
日股	代码	收市价 (日元)	市值 (亿日元)	14EPS	15EPS	16EPS	14PE	15PE	16PE	14-16年EPS CAGR	PEG(倍)
麒麟控股	2503 JP Equity	1358.5	13,110	53.42	66.18	73.18	25.4	20.5	18.6	17%	1.2
朝日集团	2502 JP Equity	3164.5	15,303	157.28	177.00	196.19	20.1	17.9	16.1	12%	1.5
味之素	2802 JP Equity	1656.5	9,847	71.67	75.44	91.37	23.1	22.0	18.1	13%	1.7
养乐多本	2267 JP Equity	5830	10,256	132.06	146.09	166.80	44.1	39.9	35.0	12%	3.2
日清	2897 JP Equity	5800	6,813	188.74	190.13	206.00	30.7	30.5	28.2	4%	6.8
平均							28.7	26.2	23.2	12%	2.9

资料来源：第一上海预测

附录 1: 主要财务报表

损益表						财务分析					
<元> <百万>, 财务年度截至<12月31日>						<元> <百万>, 财务年度截至<12月31日>					
	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年		2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
收入	21,406	23,329	23,995	25,641	27,720	盈利能力					
毛利	7,402	7,780	7,769	8,273	9,010	毛利率 (%)	34.6%	33.3%	32.4%	32.3%	32.5%
其他业务收入	214	280	276	295	319	EBITDA 利率 (%)	9.0%	9.9%	8.8%	10.2%	11.7%
销售及管理费用	-6,766	-7,665	-7,247	-7,513	-7,817	净利率 (%)	4.0%	3.9%	2.4%	3.0%	4.1%
其他收入	119	669	68	82	98	营运表现					
营运收入	882	932	718	978	1,438	SG&A/收入 (%)	31.6%	32.9%	30.2%	29.3%	28.2%
净财务收入 (开支)	64	95	-181	-183	-171	实际税率 (%)	20.5%	17.9%	20.0%	20.5%	21.0%
联营公司	132	88	188	188	188	股息支付率 (%)	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
税前盈利	1,077	1,116	725	983	1,454	库存周转	33.0	33.0	33.0	32.0	34.0
所得税	-221	-200	-145	-201	-305	应付账款天数	34.0	33.0	31.0	31.0	31.0
少数股东应占利润	0	0	0	0	0	应收账款天数	9.0	8.0	8.3	8.0	8.0
净利润	856	916	580	781	1,149	财务状况					
折旧及摊销	803	1,104	1,402	1,645	1,811	总负债/总资产	53.6%	57.1%	49.8%	50.0%	46.9%
EBITDA	1,944	2,315	1,945	2,444	3,094	资本负债比率	18.0%	36.1%	28.0%	27.8%	23.2%
增长						ROA	5.2%	4.8%	2.6%	3.3%	4.8%
总收入 (%)	26.4%	9.0%	2.9%	6.9%	8.1%	ROE	11.2%	11.3%	5.2%	6.6%	9.0%
EBITDA (%)	101.8%	19.2%	-8.0%	23.7%	23.9%						
净利润 (%)	174.4%	7.1%	-36.7%	34.7%	47.1%						
资产负债表						现金流量表					
<元> <百万>, 财务年度截至<12月31日>						<元> <百万>, 财务年度截至<12月31日>					
	2012年	2013年	2014年	2015年	2015年		2012年	2013年	2014年	2015年	2015年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
现金	2,291	1,414	2,205	2,295	2,276	税前盈利	1,077	1,116	725	983	1,454
应收账款	513	548	543	581	634	折旧及摊销	803	1,104	1,402	1,645	1,811
存货	1,285	1,514	1,421	1,625	1,861	营运资金变化	942	-536	-73	138	-166
其他流动资产	829	1,032	920	983	1,063	其他	-360	-360	-357	-415	-521
总流动资产	4,917	4,508	5,090	5,485	5,834	营运现金流	2,403	1,234	1,696	2,350	2,579
固定资产	9,506	12,549	15,029	15,913	15,930	资本开支	-3,791	-4,626	-3,900	-2,550	-1,850
无形资产	7	17	11	9	6	其他投资活动	-245	7	48	56	58
其他	2,109	1,894	2,026	2,157	2,289	投资活动现金流	-3,405	-4,083	-3,796	-2,444	-1,742
总资产	16,540	18,968	22,156	23,563	24,060	负债变化	875	2,033	531	300	-700
短期负债	409	902	2,163	2,463	2,763	股本变化	0	0	0	0	0
应付帐款、应付票据	4,438	4,325	4,042	4,484	4,688	股息	-94	-171	-227	-116	-156
其他	102	66	66	66	66	其他融资活动	0	0	0	0	0
总短期负债	4,948	5,336	6,270	7,013	7,517	融资活动现金流	786	1,975	2,891	184	-856
长期银行贷款	3,562	5,102	4,372	4,372	3,372	现金变化	-78	-877	792	90	-20
其他负债	161	157	157	157	157	期初持有现金	2,369	2,291	1,414	2,205	2,295
总负债	8,869	10,826	11,030	11,773	11,277	期末持有现金	2,291	1,414	2,205	2,295	2,276
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股东权益	7,671	8,142	11,125	11,790	12,783						

数据来源: 公司资料、第一上海预测

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,并非作为或被视作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。

©2014 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。