

## 持有

2014年8月20日

### 行业增速大幅下滑，公司销售表现低迷

- 14H1 收入升 1.5%，股东应占溢利升 17.9%至 2.32 亿美元：**  
 2014 年 H1 公司营业额同比上升 1.5%至 55.0 亿元，其中方便面及饮品营业额同比上升 2.1%及 2.5%，方便食品下降 9.5%。由于毛利率上升，费用率及实际税率的下降，股东应占溢利同比上升 17.9%至 2.32 亿美元，每股盈利增至 4.14 美仙。
- 主要原材料价格仍维持低位，明年价格有望上涨：**由于期内主要原物料价格下降，14H1 公司整体毛利率同比提升 1.2 个百分点至 31.1%。目前来看，四大主要物料价格环比仍有微幅下跌，今年公司毛利率仍可受惠于低价原物料价格，但是明年原物料价格或有上涨压力。
- 方便面增速高于行业平均水平，市场竞争有望趋缓，行业需升级成共识：**14 年 H1 方便面营业额同比上升 2.1%至 20.3 亿美元，由于部分原材料价格上涨及激烈的市场竞争，毛利率同比下降 1.9 个百分点至 27.3%。未来行业竞争有望趋缓，公司将视市场情况考虑逐步取消火腿肠赠送，方便面需升级成市场共识。
- 饮料行业 Q2 收入增速大幅下滑，14 年 H1 股东应占利润同比上升 131.6%：**14 年 H1 饮料销售收入同比增长 2.5%至 33.2 亿美元，其中 Q2 茶饮料和果汁表现尤为疲软，瓶装水表现相对亮眼。由于期内部分原材料价格下跌，饮料毛利率同比上升 3.3 个百分点至 33.5%，加上税率、百事效益显现和费用控制等，饮料股东应占利润同比大幅上升 131.6%至 0.93 亿美元。
- 调低 14 和 15 年盈利预测 7.9%和 9.6%：**考虑到方便面及饮料市场持续衰退，我们调低 14-15 年收入预测 5.6%及 12.2%，虽然公司将进行费用控制、效益提升方面的努力，但是由于行业疲软，我们仍调低 14-15 年盈利预测 7.9%及 9.6%。
- 目标价 21.3 港元，维持持有评级：**方便面及饮料行业消费意欲依然疲软，由于公司是方便面和饮料龙头，行业显著变化对其收入和盈利产生直接而巨大的影响。我们以 26 倍的 2015 年 EPS 给公司估值，得出公司目标价 21.3 港元，较昨日收市价 22.75 港元有 6.4%的下降空间，维持持有评级。

王柏俊

852-25321915

[patrick.wong@firstshanghai.com.hk](mailto:patrick.wong@firstshanghai.com.hk)

### 主要数据

行业	食品饮料
股价	22.75 港元
目标价	21.3 港元 (-6.4%)
股票代码	322
已发行股本	56 亿股
市值	1274 亿港元
52 周高/低	24.0/18.3 港元
每股净现值	5.98 港元
主要股东	顶新控股 (33.6%)

### 盈利摘要

截止12月31日财政年度	2012实际	2013实际	2014预测	2015预测	2016预测
收入 (百万美元)	9,212	10,941	11,149	11,625	12,400
变动 (%)	17.10	18.77	1.90	4.27	6.66
净利润 (百万美元)	459	409	492	592	681
每股摊薄收益 (美元)	0.08	0.07	0.09	0.11	0.12
变动 (%)	9.35	-10.92	20.24	20.30	14.83
市盈率 (倍)	35.9	40.3	33.5	27.9	24.3
每股派息 (美元)	0.03	0.04	0.04	0.04	0.05
息率 (%)	1.10	1.24	1.19	1.44	1.65

来源：公司资料，第一上海预测

### 股价表现



来源：彭博

## 行业增速大幅下滑，公司销售表现低迷

### 14年H1收入升1.5%至55.0亿美元，股东应占溢利升17.9%至2.32亿美元

14年上半年市场整体对食品饮料需求疲软，公司在行业增速大幅放缓的背景下，收入增长表现也差强人意。公司14年H1收入同比上升1.5%至55.0亿美元，其中方便面、饮品的营业额分别较去年同期上升2.1%及2.5%，方便食品则下降9.5%。期内受益于原物料价格下降及精进生产作业，H1公司毛利率同比提升1.2个百分点至31.1%。同时，集团加大对营运成本的控制力度，致分销成本占总营业额的比例同比下降0.8个百分点至20.1%，行政费率同比降0.1个百分点至3.1%。EBITDA较去年同期上升20.7%至7.03亿美元，股东应占溢利同比上升17.9%至2.32亿美元，净利润率同比上升0.6个百分点至4.2%。

### 主要原材料价格今年仍维持低位，明年价格有望上涨

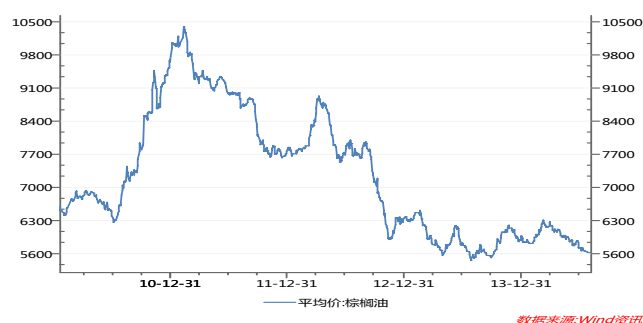
2014年H1公司整体毛利率同比提升1.2个百分点至31.1%，主要受益于期内原物料价格下降。14年H1公司重要原材料成本皆维持低位，方便面的主要原材料面粉和棕榈油价格同比上升2.5%和1.5%，而饮料的主要原物料PET粒子和糖的价格则同比下降14.0%和12.0%。目前来看，四大主要物料价格环比仍有微幅下跌，今年公司毛利率仍可受惠于低价原物料价格，但是明年原物料价格或有上涨压力。

图表 1: 面粉价格趋势 (占方便面成本的 12-18%)



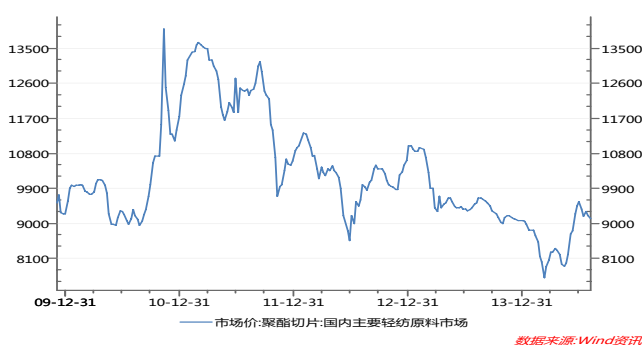
资料来源: 农业部, wind

图表 2: 棕榈油价格趋势 (占方便面成本的 12-15%)



资料来源: 农业部, wind

图表 3: PET 粒子价格趋势 (占饮料成本的 60%)



资料来源: 锦桥纺织网, wind

图表 4: 糖价格趋势 (占饮料成本的 10%)



资料来源: 农业部, wind

## 方便面行业增速衰退，市场竞争有望趋缓，行业需升级成共识

根据 AC Nielsen 资料，2014 年上半年方便面整体市场销售额衰退 1.9%，方便面行业整体市场持续低迷。公司 2014 年 H1 方便面收入同比上升 2.1%至 20.3 亿美元，占公司总营业额的 36.9%。然而，由于期内部分原材料价格上涨，再加上公司面对竞争为扩大市场份额，透过增加产品的质与量令消费者受惠，致方便面事业毛利率同比下降 1.9 个百分点至 27.3%。由于集团对促销费用管控力度的加强，14 年 H1 方便面事业股东应占利润较去年同期增长 4.2%至 1.61 亿美元。

从市占率的数据来看，公司 14 年 Q2 方便面销售量及销售额的市占率分别为 47.4%和 57.1%，同比分别上升了 3.2 个及 1.5 个百分点，稳居市场领先地位。

另外，公司亦开始开发及推广新产品，用以引导产品行业升级，陆续推出干脆面新品「脆旋风」和「脆宽趣」、煮面新品「面霸」以及新品类「爱鲜大餐」以满足消费者对产品及口感升级的需要。

公司表示将根据各城市地区的公司与竞争对手的市场份额占比是否达到或超过 7:3，来决定是否取消火腿肠赠送。预计 2014 年 H2 将视市场的反应，逐步取消搭赠火腿肠，用以改善毛利，引导方便面行业整体市场朝健康方向发展，预计 14 年 H2 方便面产业将逐渐恢复良性竞争。

## 饮料行业 Q2 收入增速大幅下滑，14 年 H1 股东应占利润同比上升 131.6%

据 AC Nielsen 的数据显示，饮料行业 14 年 H1 的销售量同比成长仅为 3.4%，行业增速继续放缓。集团 14 年 H1 饮料销售收入同比增长 2.5%至 33.3 亿美元，占集团营业总额的 60.5%，其中公司饮料业务 Q2 的收入同比下降 0.6%至 17.8 亿美元，饮料业务自 5 月之后，由于市场消费疲软，收入同比出现大幅下滑。

分品类来看，饮茶由于 Q2 表现疲软，H1 销售收入仅同比上升 13.0%至 13.9 亿美元（其中 Q2 收入只增长 1.4%至 6.6 亿美元）；果汁 H1 销售收入则同比下降 19.17%至 6.2 亿美元（其中 Q2 收入更大幅下降 28.5%至 3.0 亿美元）。碳酸饮料 H1 同比降 9.7%至 6.8 亿美元（其中 Q2 收入小幅回升 3.9%至 3.7 亿美元），唯有瓶装水表现亮眼，销售额同比上升 27.90 至 6.5 亿美元。

由于主要原材料 PET 粒子及糖价格下跌及生产流程的精进，饮料毛利率同比上升 3.3 个百分点至 33.5%，再加上实际税率由 13H1 的 32.7%下降至 14H1 的 27.5%，以及百事业务盈利率的改善，使饮料事业的股东应占利润同比上升 131.6%至 0.93 亿美元。

尽管受到激烈竞争的影响，集团在 14 年 H1 即饮茶（包括奶茶）、稀释果汁和包装水销售量市占率分别为 54.2%、25.6%和 21.8%，皆取得市场领先地位。同时，公司碳酸饮料的销售量市占率为 34.7%，居市场第二位。

在过去的几个季度里，康百联盟的效应逐渐体现，百事饮料业务经营利润大幅度增长，并已于 13 年底做到盈亏平衡，预计未来将会贡献更多营业利润。由于饮料市场消费意欲疲软，公司在饮料新品推出方面态度较为保守。

## 调低 14 和 15 年盈利预测 7.9%及 9.6%至 4.92 亿美元和 5.92 亿美元

由于公司 2014 年 H1 收入增速低于预期，且目前看到市场消费意欲持续疲软，我们调低公司 14 和 15 年收入预测 5.6%和 12.2%至 111.5 亿美元和 116.3 亿美元。

目前原物料价格依然处于低位，且过去三年公司已经在产品料丰升级上做足准备，预计未来公司可借助原物料的价格反弹进行陆续提价，由于消费意欲疲软公司对费用管控将更为严格，百事业务盈利经过梳理和重组将逐渐好转，综合考虑我们最终调低 14-15 年盈利预测 7.9%及 9.6%至 4.92 亿美元和 5.92 亿美元。

图表 5: 核心盈利预测调整

百万美元	2014年预测		变化(%)	2015年预测		变化(%)	2016预测
	(新)	(旧)		(新)	(旧)		
收入	11,149	11,815	-5.6	11,625	13,246	-12.2	12,400
毛利	3,507	3,585	-2.2	3,684	4,115	-10.5	3,995
营运收入	908	1,044	-13.1	1,084	1,340	-19.1	1,273
净利润	492	534	-7.9	592	655	-9.6	681
%	变化(百分点)			变化(百分点)			
毛利率	31.5	30.3	1.2	31.7	31.1	0.6	32.2
营运利润率	8.1	8.8	-0.7	9.3	10.1	-0.8	10.3
净利率	4.4	4.5	-0.1	5.1	4.9	0.2	5.5

资料来源: 第一上海预测

## 目标价 21.3 港元, 维持持有评级

14 年 H1 方便面及饮料行业收入出现显著衰退或增速大幅下降, 从目前的情况看, 消费意愿依然疲软。由于公司是方便面和饮料的行业龙头, 行业的显著变化对公司的收入和盈利产生直接而巨大的影响。

我们以 26 倍的 2015 年 EPS 给公司估值, 得出公司目标价 21.3 港元, 较昨日收市价 22.75 港元有 6.4% 的下降空间, 维持持有评级。

图表 6: 同行估值表

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)
康师傅	322 HK Equity	22.8	1,274	0.68	0.82	0.94	33.4	27.8	24.2	18%	1.6
统一	220 HK Equity	7.2	312	0.20	0.24	0.27	35.8	30.0	26.6	16%	1.9
旺旺	151 HK Equity	11.1	1,465	0.45	0.52	0.58	24.9	21.6	19.0	14%	1.5
蒙牛	2319 HK Equity	38.6	755	1.33	1.66	2.00	28.9	23.2	19.3	22%	1.0
青岛啤酒	168 HK Equity	60.0	753	1.96	2.28	2.50	30.6	26.3	24.0	13%	2.0
华润创业	291 HK Equity	24.2	584	0.70	0.86	1.02	34.5	28.3	23.7	21%	1.4
合生元	1112 HK Equity	37.1	224	2.14	2.63	3.17	17.4	14.1	11.7	22%	0.6
中国食品	506 HK Equity	3.0	84	(0.01)	0.09	0.12		34.6	24.3		
平均				0.93	1.14	1.33	29.4	25.6	21.4	18%	1.4
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	41.4	1,814	2.08	2.23	2.38	19.9	18.6	17.4	7%	2.6
百事可乐	PEP US Equity	92.2	1,389	4.57	4.93	5.30	20.2	18.7	17.4	8%	2.4
家乐氏	K US Equity	64.3	232	3.92	4.12	4.40	16.4	15.6	14.6	6%	2.6
平均				3.52	3.76	4.03	18.8	17.6	16.4	9%	2.6
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	1388.5	13,399	53.42	66.18	73.18	26.0	21.0	19.0	17%	1.2
朝日集团	2502 JP Equity	3245.0	15,692	157.28	177.00	196.19	20.6	18.3	16.5	12%	1.6
味之素	2802 JP Equity	1686.0	10,023	71.67	75.44	91.37	23.5	22.3	18.5	13%	1.7
养乐多本	2267 JP Equity	5720.0	10,062	132.06	146.09	166.80	43.3	39.2	34.3	12%	3.2
日清	2897 JP Equity	5960.0	7,000.8	188.74	191.79	208.63	31.6	31.1	28.6	5%	6.0
平均				120.63	131.30	147.24	29.0	26.4	23.4	12%	2.7

资料来源: 第一上海预测

## 附录 1: 主要财务报表

## 财务报表摘要

损益表						财务分析					
<百万美元>, 财务年度截至<十二月>						<百万美元>, 财务年度截至<十二月>					
	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测		2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
<b>收入</b>	9,212	10,941	11,149	11,625	12,400	<b>盈利能力</b>					
毛利	2,754	3,310	3,507	3,684	3,995	毛利率 (%)	29.9%	30.3%	31.5%	31.7%	32.2%
其他业务收入	345	216	220	242	255	EBITDA 利率 (%)	13.5%	10.9%	13.5%	14.9%	15.4%
销售及管理费用	-2,243	-2,781	-2,771	-2,790	-2,939	净利率 (%)	4.9%	3.7%	4.4%	5.1%	5.5%
其他收入	0	0	0	0	0	<b>营运表现</b>					
<b>营运收入</b>	857	744	956	1,135	1,312	SG&A/收入 (%)	24%	25%	25%	24%	24%
财务开支	-33	-37	-49	-51	-39	实际税率 (%)	28%	32%	26%	26%	26%
联营公司	4	16	27	29	29	股息支付率 (%)	39%	50%	40%	40%	40%
<b>税前盈利</b>	828	723	934	1,113	1,302	库存周转	27	23	23	22	22
所得税	-228	-229	-246	-284	-334	应付账款天数	59	60	54	60	53
少数股东应占利润	-146	-86	-196	-237	-287	应收账款天数	9	9	10	10	10
<b>股东应占利润</b>	454	409	492	592	681	<b>财务状况</b>					
折旧及摊销	388	452	522	564	574	净负债/股本	0.43	0.43	0.55	0.38	0.27
<b>EBITDA</b>	1,244	1,197	1,505	1,728	1,914	收入/总资产	1.2	1.3	1.2	1.2	1.3
<b>增长</b>						总资产/股本	2.1	2.1	2.2	2.0	1.8
总收入 (%)	17.1%	18.8%	1.9%	4.3%	6.7%	盈利对利息倍数	26.2	19.9	19.6	22.1	34.0
EBITDA (%)	25.2%	-3.8%	25.8%	14.8%	10.8%						
<b>资产负债表</b>						<b>现金流量表</b>					
<百万美元>, 财务年度截至<十二月>						<百万美元>, 财务年度截至<十二月>					
	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测		2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
现金	838	1,250	1,298	1,289	1,317	<b>EBITDA</b>	1,244	1,197	1,505	1,728	1,914
应收账款	233	260	302	316	343	融资成本	33	37	49	51	39
存货	478	481	471	485	509	营运资金变化	326	303	-209	159	-83
其他流动资产	419	419	481	501	534	所得税	-159	-224	-246	-284	-334
<b>总流动资产</b>	1,968	2,410	2,551	2,592	2,703	其他营运活动	-288	-98	-124	-132	-106
<b>固定资产</b>	5,002	5,485	6,299	6,436	6,513	<b>营运现金流</b>	1,156	1,214	975	1,523	1,429
无形资产	29	28	27	27	26	资本开支	0	0	-1,336	-700	-650
长期投资	474	501	550	550	550	其他投资活动	-659	-791	-13	0	0
<b>总资产</b>	7,473	8,424	9,428	9,605	9,792	<b>投资活动现金流</b>	-659	-791	-1,349	-700	-650
应付帐款	1,043	1,252	1,135	1,302	1,231	负债变化	0	0	0	0	0
短期银行贷款	500	1,017	940	700	600	股本变化	0	0	0	0	0
其他短期负债	1,252	1,357	1,362	1,404	1,475	股息	-248	-207	-283	-291	-352
<b>总短期负债</b>	2,795	3,625	3,437	3,405	3,306	其他融资活动	0	0	0	0	0
长期银行贷款	985	660	1,441	1,141	841	<b>融资活动现金流</b>	-265	-34	422	-831	-752
其他负债	205	213	213	213	213	<b>现金变化</b>	232	389	47	-8	28
<b>总负债</b>	3,984	4,498	5,091	4,759	4,359	期初持有现金	600	838	1,250	1,298	1,289
少数股东权益	945	1,046	1,164	1,306	1,478	汇兑变化	238	23	0	0	0
<b>股东权益</b>	3,489	3,926	4,338	4,845	5,433	期末持有现金	838	1,250	1,298	1,289	1,317
每股账面值	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0						
营运资金	(2016)	(2088)	(2540)	(2167)	(1656)						

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。