

持有

2014年12月18日

由于各板块表现比预期低，预计或需更多时间扭亏

- **受需求疲弱及市场竞争影响，预计公司下半年饮料板块增长将负面承压：**由于消费需求疲弱及天气影响，饮料行业整体表现低迷，三季度销量同比衰退 3.5%，再加上公司为应对竞争而加大市场投入，我们预计公司下半年饮料板块的收入及利润率均将负面承压，预计 14 年全年饮料板块收入将仅维持低双位数增长。
- **红酒板块恢复力度小：**行业高端消费渠道依然不振，公司高端酒价格持续下行，使得整体产品结构持续转差，尽管经销商渠道库存已陆续清理完毕，但“三公消费”限制对公司影响超出预期，加上进口红酒对本地业务仍具冲击，预计下半年红酒板块恢复力度仍然较小。
- **受食用油市场低迷拖累，厨房食品板块业务恢复缓慢：**随着油价持续下跌，竞争对手纷纷采取降价促销策略，我们预计公司将下调其食用油产品价格以保持市场份额，未来公司将持续改善产品结构，专注于一线「福临门」品牌油、玉米油等高毛利油种而减少其他低毛率散油产品的销售，预计这将使得其毛利率得以维持，然而鉴于食用油市场整体低迷，且市场竞争愈发激烈，预计将导致公司厨房食品板块业务恢复缓慢。
- **休闲食品板块仍任重道远：**尽管公司意图改善板块情况，但由于国产巧克力和糖果品牌持续受到进口品牌冲击，在外资强大的竞争压力下，我们预计该业务产品的收入将持续受压，加上固定费用无法大幅削减，预计公司该板块将持续亏损。
- **调降 14 和 15 年公司净利润至-2.49 亿港元和-0.23 亿港元：**我们预计由于竞争和天气等原因，H2 公司唯一盈利板块饮料业务将会负面承压，而红酒、厨房食品及休闲食品板块则受市场环境拖累恢复缓慢。综上所述，我们预计公司 14 和 15 年的收入将分别增长-0.8% 和 7.9%至 260.2 亿及 280.8 亿港元，14 年和 15 年股东应占利润分别为-2.49 亿港元和-0.23 亿港元，预计公司或将在 15 年下半年才能达到盈亏平衡。
- **目标价降至 2.94 港元，调降至持有评级：**我们认为公司各板块表现仍然疲弱，预计需要花费较预期更多的时间来扭亏为盈。故我们下调公司目标价至 2.94 港元，相当于 15 年 1.4 倍 PB，较现价有 14.8%的上升空间，调降至持有评级。然而，中粮集团国企改革或将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，我们仍然看好公司的长期发展。

王柏俊

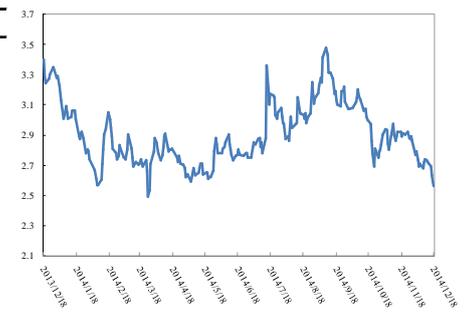
85225321915

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

行业	食品饮料
股价	2.56 港元
目标价	2.94 港元 (+14.8%)
股票代码	506
已发行股本	27.97 亿股
市值	71.6 亿港元
52 周高/低	3.53/2.48 港元
每股净现值	2.11 港元
主要股东	中粮集团 (74.4%)

盈利摘要
股价表现

截止12月31日财政年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
收入(百万港币)	30,878	26,218	26,019	28,079	30,492
变动 (%)	10.2%	-15.1%	-0.8%	7.9%	8.6%
EBIT(百万港币)	854	-292	196	402	628
变动 (%)	-31.4%	—	—	105.5%	56.2%
净利润(百万港币)	382	-890	-249	-23	125
变动 (%)	-40.8%	—	72.0%	90.9%	—
每股收益(港仙)	14	-32	-9	-1	4
市盈率(倍)-股价2.56港元	19	—	—	—	57
每股股息(港仙)	6.1	0.0	0.0	0.0	1.3
股息现价比(%)	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%



来源：公司资料，第一上海预测

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)	14EPS	15EPS	16EPS	14PE	15PE	16PE	14-16年 EPS CAGR	PBG(倍)	14PS	14PB
中国食品	506 HK Equity	2.6	72	(0.09)	(0.01)	0.04			57.1			0.3	1.2
旺旺	151 HK Equity	9.8	1,292	0.41	0.48	0.53	23.8	20.4	18.4	14%	1.5	4.3	8.8
康师傅	322 HK Equity	16.5	927	0.64	0.79	0.89	26.0	21.1	18.6	18%	1.2	1.1	3.9
青岛啤酒	168 HK Equity	52.5	747	1.91	2.17	2.43	27.5	24.2	21.6	13%	1.9	2.1	3.6
华润创业	291 HK Equity	15.2	369	0.24	0.38	0.60	64.8	39.9	25.4	60%	0.7	0.2	0.7
蒙牛	2319 HK Equity	28.0	547	1.32	1.62	1.93	21.2	17.2	14.5	21%	0.8	0.9	2.2
合生元	1112 HK Equity	15.4	94	1.37	1.45	1.60	11.3	10.7	9.6	8%	1.3	1.6	2.9
统一	220 HK Equity	6.9	298	0.17	0.22	0.26	40.1	30.8	26.2	24%	1.3	0.9	2.2
雅士利	1230 HK Equity	2.2	77	0.13	0.14	0.17	16.9	15.0	12.4	17%	0.9	1.9	1.9
神冠	829 HK Equity	2.1	68	0.27	0.28	0.29	7.6	7.5	7.1	4%	2.0	3.3	2.1
长寿花	1006 HK Equity	6.0	34	0.60	0.77	0.81	9.9	7.8	7.3	16%	0.5	1.0	1.4
维他奶	345 HK Equity	11.1	116	0.36	0.37	0.42	30.9	30.1	26.5	8%	3.8	2.3	6.4
汇源	1886 HK Equity	2.8	70	0.01	0.15	0.24	460.0	18.3	11.4	536%	0.0	1.0	0.6
老恒和	2226 HK Equity	4.7	24	0.52	0.63	0.64	9.0	7.5	7.3	11%	0.7		
平均											1.3	1.6	2.9
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	PBG(倍)	14PS	14PB
可口可乐	KO US Equity	41.6	1,820	2.04	2.04	2.18	20.4	20.4	19.1	3%	6.1	4.0	5.4
百事可乐	PEP US Equity	93.7	1,403	4.60	4.89	5.24	20.4	19.2	17.9	7%	2.8	2.1	6.1
平均							20.4	19.8	18.5	5%	4.5	3.1	5.8
其他	代码	收市价	市值	14EPS	15EPS	16EPS	14PE	15PE	16PE	14-16年 EPS CAGR	PBG(倍)	14PS	14PB
张裕	000869 CH Equity	33.0	150	1.42	1.52	1.46	23.2	21.7	22.6	2%	14.4	5.8	3.4
中国粮油控股	606 HK Equity	2.8	147	(0.02)	0.24	0.33		11.6	8.4			0.1	0.5
丰益集团	WIL SP Equity	3.1	200	0.23	0.28	0.31	13.4	11.2	10.1	15%	0.7	0.3	1.0
平均							20.4	19.7	18.5	5%	4.4	3.0	2.0

资料来源：公司资料、第一上海

附录 1: 主要财务报表

损益表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	财务分析	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
〈港币〉〈百万〉, 财务年度截至〈12月31日〉						〈港币〉〈百万〉, 财务年度截至〈12月31日〉					
收入	30,878	26,218	26,019	28,079	30,492	盈利能力					
毛利	6,490	5,284	5,881	6,310	6,921	毛利率%	21.0%	20.2%	22.6%	22.5%	22.7%
其他收入	338	330	374	399	435	经营利润率%	4.3%	0.8%	2.8%	3.4%	4.0%
营运费用	6,023	5,963	6,206	6,488	6,925	净利润率%	1.2%	-3.4%	-1.0%	-0.1%	0.4%
息税折旧前利润	1,323	205	720	964	1,228	营运表现					
折旧摊销	469	497	524	562	600	SG&A/收入%	19.5%	22.7%	23.9%	23.1%	22.7%
息税前利润	854	-292	196	402	628	实际税率%	24.5%	-79.0%	125.7%	30.0%	30.0%
财务开支	70	103	86	86	82	库存周转	80.6	95.4	95.1	80.8	80.7
税前利润	784	-395	109	316	546	应收天数	26.4	29.3	24.1	23.7	24.2
税收	192	312	137	95	164	应付天数	25.1	25.8	21.4	20.4	20.4
净利润	382	-890	-249	-23	125	财务状况					
增长						负债/权益	132.4%	155.8%	137.1%	137.5%	134.0%
收入	10%	-15%	-1%	8%	9%	资产回报率	1.9%	-4.2%	-1.3%	-0.1%	0.6%
息税折旧前利润	-20%	-84%	251%	34%	27%	权益回报率	4.4%	-10.9%	-3.0%	-0.3%	1.4%
息税前利润	-31%	—	—	106%	56%	股息支付率 (%)	44.7%	0.0%	0.0%	0.0%	30.0%
净利润	-41%	—	72%	91%	—						
资产负债表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	现金流量表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
〈港币〉〈百万〉, 财务年度截至〈12月31日〉						〈港币〉〈百万〉, 财务年度截至〈12月31日〉					
现金	1,901	2,458	1,946	1,587	1,159	经营活动所得现金	802	380	30	204	395
存货	5,075	5,866	4,632	5,007	5,421	税前利润	784	-395	109	316	546
应收账款	2,516	1,695	1,743	1,909	2,134	已付所得税	-391	-203	-137	-95	-164
其他流动资产	2,642	2,531	2,337	2,444	2,569	已收利息	-39	-77	-42	-22	-18
总流动资产	12,135	12,550	10,658	10,947	11,284	营运现金流	371	99	-148	88	213
固定资产	4,625	4,921	5,048	5,131	5,172	资本开支	-1,168	-711	-650	-646	-640
其他非流动资产	3,452	3,502	3,670	3,851	4,047	其他投资活动	197	242	187	199	218
总资产	20,212	20,974	19,375	19,929	20,503	投资活动现金流	-971	-469	-464	-447	-423
应付账款	1,792	1,192	1,168	1,263	1,367	负债变化	3,744	5,720	100	0	-200
短期负债	2,001	2,538	1,938	1,938	1,738	股本变化	-1,536	-1,252	0	0	0
其他流动负债	6,427	7,220	5,574	5,812	6,119	股息	-261	0	0	0	-19
总流动负债	10,219	10,950	8,679	9,013	9,223	其他	-1,238	-3,609	0	0	0
非流动负债	1,295	1,826	2,526	2,526	2,526	融资活动现金流	710	858	100	0	-219
总负债	11,514	12,775	11,205	11,538	11,749	现金变化	111	489	-512	-359	-428
少数股东权益	1,893	2,052	2,273	2,517	2,774	期初持有现金	1,790	1,901	2,458	1,946	1,587
股东权益	6,805	6,146	5,897	5,874	5,996	外汇影响	0.718	70.055	0	0	0
总权益	8,698	8,198	8,170	8,391	8,770	期末持有现金	1,901	2,460	1,946	1,587	1,159

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。