# 中国食品（0506）

更新报告

买入

2014 年 07 月 08 日

## 预计 14 年业绩大幅减亏，国企改革带来机会

- **四大业务板块情况：1、饮料板块向好：**根据可口可乐季报显示，中国 14Q1 销量同比增约 12%，公司占可口可乐中国销售的 30%左右，借助于世界杯期间的各种活动，其汽水销量将拉动整体饮料板块出现较好增长；而 PET、糖等原物料价格仍处低位，也将带来饮料业绩向好。**2、厨房食品亏转盈：**根据我们调研，公司厨房食品的市场表现仍一般，但是由于调整与上游结算方式，加上终端价格滞后于散油价格下行，预计该板块毛利率将有所改善，14 年上半年公司厨房食品业务将由亏转盈。**3、葡萄酒业务仍未触底：**从行业数据来看依然不乐观，张裕 2014 年 Q1 其收入和利润分别下滑 18%和 20%，受到三公消费减少和进口酒的影响，国产葡萄酒的价格、销量和毛利率等都在下滑，我们认为公司仍将受到不利影响。**4、休闲食品板块亏损压力仍大：**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。
- **预计 14 和 15 年的利润亏损将大幅缩窄：**我们预计公司除饮料板块之外的其他板块的收入表现依然疲软，预计公司 14 和 15 年的收入将分别增长 3.6%和 5.3%，虽然葡萄酒和休闲板块仍有较大亏损，但是饮料和厨房食品将贡献盈利，故我们预计公司 14 和 15 年相较 13 年会大幅减亏，但是仍将会亏损 1.34 亿和 2300 万港元。
- **目标价至 3.52 港元，给予买入评级：**由于公司业绩表现欠佳，目前股价仅相当于公司 0.3 倍的 14 年 PS 及 1.0 倍 PB，这在公司上市历史上和上市公司横向比较中皆属于最低水平之一。我们认为尽管业绩尚未全面恢复，但是最差的时间正逐步过去，且新任管理层也有巨大的扭亏动力和决心。根据新闻报道，中央巡视组已经结束了对中粮集团的审计，中国政府也将中粮集团列为首批参与国有资本投资公司试点的两家央企之一，预计这可能会促进公司改革，此外公司列入港股通名单也将改善公司流通性，提升公司估值水平。我们以 1.2 倍 PB 为公司估值，得出目标价 3.52 港元，较现价有 22%的上升空间，给予买入评级。


王柏俊

85225321915

86755-33331398

patrick.wong@firstshanghai.com.hk


### 主要数据

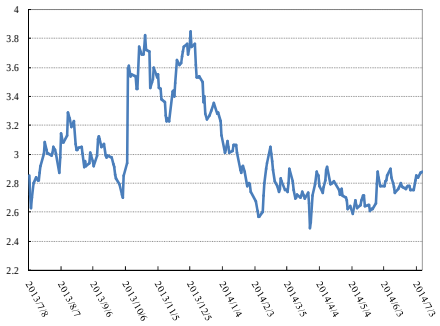
| | |
|---|---|
| 行业 | 食品饮料 |
| 股价 | 2.88 港元 |
| 目标价 | 3.52 港元 (+22%) |
| 股票代码 | 506 |
| 已发行股本 | 27.97 亿股 |
| 市值 | 80.6 亿港元 |
| 52 周高/低 | 4.06/2.48 港元 |
| 每股净现值 | 2.93 港元 |
| 主要股东 | 中粮集团（74.4%） |

### 盈利摘要

| 截止12月31日财政年度 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|---|
| 收入 (百万港币) | 30,878 | 26,218 | 27,166 | 28,603 | 30,345 |
| 变动 (%) | 10.2% | -15.1% | 3.6% | 5.3% | 6.1% |
| EBIT (百万港币) | 854 | -292 | 276 | 421 | 591 |
| 变动 (%) | -31.4% | | | 52.6% | 40.6% |
| 净利润 (百万港币) | 382 | -890 | -134 | -23 | 90 |
| 变动 (%) | -40.8% | | | | |
| 每股收益(港仙) | 14 | -32 | -5 | -1 | 3 |
| 市盈率 (倍)-股价2.88港元 | 21 | | | | 89 |
| 每股股息 (港仙) | 6.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 1.0 |
| 股息现价比(%) | 2.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.3% |

来源：公司资料，第一上海预测

### 股价表现




来源：彭博

## 图表 1：13 年公司各版块数据（单位：百万港元）

| 品类 | 13年收入 | 收入增速 | 收入占比 | 13年EBIT | 12年EBIT | EBIT率 | EBIT增速 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 厨房食品 | 12,276 | -18.0% | 46.8% | -152 | -230 | -1.2% | |
| 饮料 | 11,389 | 2.5% | 43.4% | 496 | 579 | 4.4% | -14.4% |
| 葡萄酒 | 1,847 | -52.5% | 7.0% | -455 | 536 | -24.6% | |
| 休闲食品 | 435 | -40.1% | 1.7% | -223 | -57 | -51.2% | |
| 其他 | 271 | 48.7% | 1.0% | 31 | 4 | 11.3% | 706.8% |
| 合计 | 26,218 | -15.1% | 100.0% | -303 | 832 | -1.2% | |

资料来源：公司资料

## 图表 2：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 | PEG(倍) | 14PS | 14PB |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 中国食品 | 506 HK Equity | 2.9 | 81 | (0.05) | (0.01) | 0.03 | | | 89.2 | | | 0.3 | 1.0 |
| 旺旺 | 151 HK Equity | 10.9 | 1,441 | 0.45 | 0.52 | 0.59 | 24.4 | 20.9 | 18.4 | 15% | 1.4 | 4.9 | 9.6 |
| 康师傅 | 322 HK Equity | 22.0 | 1,229 | 0.74 | 0.89 | 1.03 | 29.9 | 24.7 | 21.4 | 18% | 1.4 | 1.4 | 5.4 |
| 青岛啤酒 | 168 HK Equity | 61.0 | 747 | 2.02 | 2.40 | 2.49 | 30.1 | 25.4 | 24.5 | 11% | 2.3 | 2.4 | 4.5 |
| 蒙牛 | 2319 HK Equity | 36.0 | 704 | 1.35 | 1.68 | 2.06 | 26.6 | 21.4 | 17.5 | 23% | 0.9 | 1.2 | 3.4 |
| 华润创业 | 291 HK Equity | 21.7 | 520 | 0.73 | 0.86 | 1.00 | 29.5 | 25.1 | 21.7 | 17% | 1.5 | 0.4 | 1.2 |
| 统一 | 220 HK Equity | 5.9 | 254 | 0.21 | 0.26 | 0.29 | 28.5 | 23.1 | 20.4 | 18% | 1.3 | 0.8 | 2.2 |
| 合生元 | 1112 HK Equity | 40.9 | 247 | 2.25 | 2.82 | 3.38 | 18.2 | 14.5 | 12.1 | 23% | 0.6 | 4.3 | 7.8 |
| 雅士利 | 1230 HK Equity | 3.0 | 107 | 0.14 | 0.16 | 0.18 | 22.3 | 18.7 | 16.6 | 16% | 1.2 | 2.2 | 2.8 |
| 神冠 | 829 HK Equity | 3.2 | 107 | 0.30 | 0.33 | 0.35 | 10.8 | 9.9 | 9.2 | 8% | 1.2 | 5.2 | 3.3 |
| 维他奶 | 345 HK Equity | 10.1 | 105 | 0.36 | 0.37 | 0.38 | 28.0 | 27.6 | 26.5 | 3% | 10.1 | 2.3 | 6.3 |
| 汇源 | 1886 HK Equity | 3.8 | 75 | 0.21 | 0.29 | 0.34 | 17.7 | 12.8 | 11.2 | 26% | 0.5 | 1.1 | 1.0 |
| 长寿花 | 1006 HK Equity | 7.4 | 43 | 0.71 | 0.91 | 1.24 | 10.4 | 8.2 | 6.0 | 32% | 0.3 | 1.1 | 1.7 |
| 老恒和 | 2226 HK Equity | 5.8 | 30 | 0.57 | 0.71 | 0.84 | 10.1 | 8.1 | 6.9 | 21% | 0.4 | 3.3 | 1.9 |
| 蜡笔小新 | 1262 HK Equity | 1.8 | 21 | 0.35 | 0.42 | 0.39 | 5.2 | 4.4 | 4.7 | 5% | 0.8 | 0.9 | 1.0 |
| 四洲 | 374 HK Equity | 4.9 | 19 | | | | | | | | | 0.7 | 1.5 |
| 平均 | | | | 0.7 | 0.8 | 1.0 | 20.8 | 17.5 | 20.4 | 17% | 1.7 | 2.0 | 3.4 |
| **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)** | **14PS** | **14PB** |
| 可口可乐 | KO US Equity | 42.1 | 1,852 | 2.09 | 2.24 | 2.41 | 20.2 | 18.8 | 17.5 | 8% | 2.5 | 4.0 | 5.7 |
| 百事可乐 | PEP US Equity | 89.9 | 1,362 | 4.53 | 4.88 | 5.27 | 19.8 | 18.4 | 17.1 | 8% | 2.4 | 2.1 | 6.0 |
| 平均 | | | | 3.3 | 3.6 | 3.8 | 20.0 | 18.6 | 17.3 | 8% | 2.4 | 3.1 | 5.8 |
| **A股** | **代码** | **收市价** | **市值** | **14EPS** | **15EPS** | **16EPS** | **14PE** | **15PE** | **16PE** | **14-16年 EPS CAGR** | **PEG(倍)** | **14PS** | **14PB** |
| 张裕 | 000869 CH Equity | 24.3 | 110 | 1.64 | 1.61 | 1.55 | 14.8 | 15.1 | 15.7 | -3% | | 4.5 | 2.5 |

资料来源：彭博，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

# 附录 1：主要财务报表

| 损益表 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|---|
| 〈港币〉〈百万〉，财务年度截至〈12月31日〉 | | | | | |
| **收入** | 30,878 | 26,218 | 27,166 | 28,603 | 30,345 |
| 毛利 | 6,490 | 5,284 | 5,739 | 6,004 | 6,389 |
| 其他收入 | 338 | 330 | 341 | 363 | 381 |
| 营运费用 | 6,023 | 5,963 | 5,923 | 6,071 | 6,310 |
| **息税折旧前利润** | 1,323 | 205 | 802 | 985 | 1,193 |
| 折旧摊销 | 469 | 497 | 526 | 565 | 602 |
| **息税前利润** | 854 | -292 | 276 | 421 | 591 |
| 财务开支 | 70 | 103 | 106 | 106 | 101 |
| **税前利润** | 784 | -395 | 170 | 315 | 491 |
| 税收 | 192 | 312 | 42 | 79 | 123 |
| **净利润** | 382 | -890 | -134 | -23 | 90 |
| | | | | | |
| **增长** | | | | | |
| 收入 | 10% | -15% | 4% | 5% | 6% |
| 息税折旧前利润 | -20% | -84% | 291% | 23% | 21% |
| 息税前利润 | -31% | | | 53% | 41% |
| 净利润 | -41% | | | | |

| 财务分析 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|---|
| 〈港币〉〈百万〉，财务年度截至〈12月31日〉 | | | | | |
| **盈利能力** | | | | | |
| 毛利率% | 21.0% | 20.2% | 21.1% | 21.0% | 21.1% |
| 经营利润率% | 4.3% | 0.8% | 3.0% | 3.4% | 3.9% |
| 净利润率% | 1.2% | -3.4% | -0.5% | -0.1% | 0.3% |
| | | | | | |
| **营运表现** | | | | | |
| SG&A/收入% | 19.5% | 22.7% | 21.8% | 21.2% | 20.8% |
| 实际税率% | 24.5% | -79.0% | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| 库存周转 | 80.6 | 95.4 | 99.2 | 94.2 | 90.4 |
| 应收天数 | 26.4 | 29.3 | 23.6 | 24.0 | 24.5 |
| 应付天数 | 25.1 | 26.0 | 20.7 | 20.6 | 20.6 |
| | | | | | |
| **财务状况** | | | | | |
| 负债/权益 | 132.4% | 155.8% | 156.3% | 154.3% | 149.1% |
| 资产回报率 | 1.9% | -4.2% | -0.6% | -0.1% | 0.4% |
| 权益回报率 | 4.4% | -10.9% | -1.6% | -0.3% | 1.0% |
| 股息支付率 (%) | 44.7% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 30.0% |

| 资产负债表 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|---|
| 〈港币〉〈百万〉，财务年度截至〈12月31日〉 | | | | | |
| 现金 | 1,901 | 2,458 | 2,450 | 2,367 | 2,269 |
| 存货 | 5,075 | 5,866 | 5,785 | 5,876 | 5,989 |
| 应收账款 | 2,516 | 1,695 | 1,820 | 1,945 | 2,124 |
| 其他流动资产 | 2,642 | 2,531 | 2,587 | 2,672 | 2,775 |
| **总流动资产** | 12,135 | 12,550 | 12,643 | 12,860 | 13,157 |
| | | | | | |
| 固定资产 | 4,625 | 4,921 | 5,075 | 5,168 | 5,203 |
| 其他非流动资产 | 3,452 | 3,502 | 3,620 | 3,744 | 3,876 |
| **总资产** | 20,212 | 20,974 | 21,337 | 21,772 | 22,235 |
| | | | | | |
| 应付账款 | 1,792 | 1,192 | 1,243 | 1,311 | 1,389 |
| 短期负债 | 2,001 | 2,538 | 1,938 | 1,938 | 1,738 |
| 其他流动负债 | 6,427 | 7,220 | 7,306 | 7,436 | 7,667 |
| **总流动负债** | 10,219 | 10,950 | 10,486 | 10,684 | 10,794 |
| 非流动负债 | 1,295 | 1,826 | 2,526 | 2,526 | 2,526 |
| **总负债** | 11,514 | 12,775 | 13,012 | 13,210 | 13,319 |
| | | | | | |
| 少数股东权益 | 1,893 | 2,052 | 2,314 | 2,573 | 2,851 |
| 股东权益 | 6,805 | 6,146 | 6,012 | 5,989 | 6,081 |
| **总权益** | 8,698 | 8,198 | 8,326 | 8,562 | 8,932 |

| 现金流量表 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|---|---|---|---|---|---|
| 〈港币〉〈百万〉，财务年度截至〈12月31日〉 | | | | | |
| **经营活动所得现金** | 802 | 380 | 504 | 513 | 721 |
| 税前利润 | 784 | -395 | 170 | 315 | 491 |
| 已付所得税 | -391 | -203 | -42 | -79 | -123 |
| 已收利息 | -39 | -77 | -61 | -41 | -36 |
| **营运现金流** | 371 | 99 | 401 | 393 | 562 |
| | | | | | |
| 资本开支 | -1,168 | -711 | -679 | -658 | -637 |
| 其他投资活动 | 197 | 242 | 171 | 182 | 190 |
| **投资活动现金流** | -971 | -469 | -509 | -476 | -447 |
| | | | | | |
| 负债变化 | 3,744 | 5,720 | 100 | 0 | -200 |
| 股本变化 | -1,536 | -1,252 | 0 | 0 | 0 |
| 股息 | -261 | 0 | 0 | 0 | -14 |
| 其他 | -1,238 | -3,609 | 0 | 0 | 0 |
| **融资活动现金流** | 710 | 858 | 100 | 0 | -214 |
| | | | | | |
| **现金变化** | 111 | 489 | -8 | -83 | -98 |
| 期初持有现金 | 1,790 | 1,901 | 2,458 | 2,450 | 2,367 |
| 外汇影响 | 0.718 | 70.055 | 0 | 0 | 0 |
| 期末持有现金 | 1,901 | 2,460 | 2,450 | 2,367 | 2,269 |

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、资料、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，而第一上海或其关联人士不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关联人士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。第一上海或其关联人士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。