

买入

2014年08月28日

14年H1业绩大幅减亏，整体经营利润扭亏为盈，H1重点在去库存提效益，下半年将大力改进网点覆盖率和单点卖力

- 14年H1股东应占利润大幅减亏55.6%至-1.35亿港元：**公司14年H1收入同比减少1.1%至137.7亿港元，整体毛利率同比提升2.4个百分点至23.2%，由于饮料业务经营利润显著提升以及酒品类和厨房食品业务录得一定盈利改善，公司14年H1经营利润扭亏为盈，录得0.71亿港元，股东应占利润大幅减亏55.6%至-1.35亿港元。
- 四大业务板块情况：**
 - 1、饮料板块向好：**14年H1饮料分部销量增长13%，收入同比提升15.0%至69.0亿港元，由于主要原物料价格下行，饮料业务毛利率上升1.7个百分点，分部利润增加20%至3.91亿港元。
 - 2、厨房食品板块进行结构调整：**由于油价下行，公司14年H1厨房食品的收入同比下降16.1%至53.8亿港元。期间公司进行结构调整，以及主要原材料散油成本之降幅超过小包装食用油价格之跌幅，毛利率提升了3.4个百分点，分部利润减亏51.4%至-0.61亿港元。
 - 3、酒品类业务仍受政策影响：**尽管14年H1销量提升11.7%，但由于三公消费限制的影响，高端产品销量及价格持续下降，再加上公司积极促销以消化售点库存，导致收入同比下降4.2%，毛利率下降11.6个百分点，由于销售及行政费用的下降，分部利润减亏35.2%至-0.56亿港元。
 - 4、休闲食品板块亏损压力仍大：**14年H1公司分部亏损上升4.9%至0.74亿港元，管理层表示如果在合理时间内无法使该业务盈利转正，则会考虑剥离或出售该业务。
- 调整14和15年公司净利润至-1.37亿港元和2.19亿港元：**我们预计由于竞争和原物料成本等原因，H2饮料和厨房食品业务将会承压，由于清库存的陆续完成，葡萄酒和休闲食品有望业绩得到改善。综上所述，我们预计公司14和15年的收入将分别增长-0.2%和6.0%至261.7亿及277.5亿港元，14年和15年股东应占利润调整至-1.37亿港元和2.19亿港元。
- 目标价至3.65港元，维持买入评级：**我们认为尽管业绩尚未全面恢复，但是公司正专注于提高运营效率及降低售点库存，最差的时间正逐步过去。再加上中粮集团被列为首批参与国有资本投资公司试点的央企，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1.7倍PB为公司估值，得出目标价3.65港元，相当于15年47倍市盈率，较现价有17.4%的上升空间，维持买入评级。

王柏俊

85225321915

patrick.wong@firstshanghai.com.hk

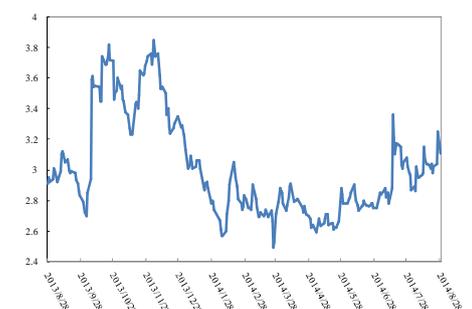
主要数据

行业	食品饮料
股价	3.11 港元
目标价	3.65 港元 (+17.4%)
股票代码	506
已发行股本	27.97 亿股
市值	87.0 亿港元
52周高/低	4.06/2.48 港元
每股净现值	2.15 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	26,172	27,747	29,863
变动(%)	10.2%	-15.1%	-0.2%	6.0%	7.6%
EBIT(百万港币)	854	-292	412	799	1,088
变动(%)	-31.4%	—	—	93.9%	36.2%
净利润(百万港币)	382	-890	-137	219	386
变动(%)	-40.8%	—	84.6%	—	76.3%
每股收益(港仙)	14	-32	-5	8	14
市盈率(倍)-股价3.11港元	23	—	—	40	23
每股股息(港仙)	6.1	0.0	0.0	0.8	4.1
股息现价比(%)	2.0%	0.0%	0.0%	0.3%	1.3%



来源：公司资料，第一上海预测

来源：彭博

14年H1业绩大幅减亏，整体经营利润扭亏为盈，H1重点在去库存提效益，下半年将大力改进网点覆盖率和单点卖力

14年H1股东应占利润大幅减亏55.6%至-1.35亿港元

截至2014年6月30日，公司收入同比减少1.1%至137.7亿港元，EBITDA同比增加46.5%至约4.5亿港元，由于饮料分部及厨房食品分部毛利率上升，抵消酒品类分部及休闲食品分部毛利率之降幅，公司整体毛利率同比提升2.4个百分点至23.2%，由于公司严格管理支出控制，其行政费率同比下降0.26个百分点至2.56%。此外，除饮料业务经营利润显著上升外，公司的酒品类及厨房食品业务亦有一定的盈利改善，使得公司2014年H1的经营利润扭亏为盈，录得0.71亿港元。故公司拥有人应占亏损大幅度减少55.6%至1.35亿港元。

图表1：2014年上半年公司各版块数据（单位：百万港元）

品类	收入	收入增速	收入占比	13H1 EBIT	14H1 EBIT	EBIT率	EBIT增速
饮料	6,897	15.0%	50.1%	326	391	5.7%	20.1%
厨房食品	5,376	-16.1%	39.0%	-126	-61	-1.1%	51.4%
葡萄酒	1,084	-4.2%	7.9%	-86	-56	-5.2%	35.2%
休闲食品	217	-13.7%	1.6%	-71	-74	-34.1%	-4.9%
其他	193	46.5%	1.4%	20	9	4.9%	-51.9%
合计	13,767	-1.1%	100.0%	63	210	1.5%	234.1%

资料来源：公司资料、第一上海

公司四大板块业务情况

- 1、饮料板块持续向好：**公司通过引入新的促销模式及调整包装结构，使得14年H1销量增长13%，收入同比提升15.0%至69.0亿港元，由于PET、糖等原物料价格下行，饮料业务毛利率因而上升1.7个百分点。鉴于受到激烈的市场竞争环境影响，用于与消费者沟通的市场投入加大，导致市场费用及运输费用提高，分部费用率较去年同期提升1.6个百分点，故分部利润同比增加20.1%至3.91亿港元。
- 2、厨房食品进行结构调整：**公司14年上半年厨房食品表现一般，包装油整体销量较去年下降8.7%，福临门品牌小包装食用油销量下降3.6%，由于油价普遍下行，公司14年H1厨房食品的收入同比下降16.1%至53.8亿港元。期内公司进行结构调整，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，再加上原材料成本的下降，厨房食品板块毛利率提升了3.4个百分点，分部利润减亏51.4%至-0.61亿港元。
- 3、酒品类业务仍面临政策压力：**由于行业受到三公消费限制的影响，加上经销商持续去库存，高端酒需求疲软，其价格持续下行，消费者趋向于关注高性价比的葡萄酒。在这种情况下，尽管公司14年H1销量同比提升11.7%，但由于高端产品销量及价格持续下降，再加上公司积极消化售点库存进行促销（目前公司葡萄酒前20名经销商的库存量下降约51%），导致收入同比下降4.2%，毛利率下降11.6个百分点。但是由于公司加强支出控制效果显著使得销售及行政费用下降，分部利润减亏约35.2%至-0.56亿港元。期间，公司在沿江省份积极推出高性价比的中低端新产品，颇受市场欢迎。目前大陆人均消费红酒1.3升，远低于法国的50升/人和香港的3.6升/人。故我们预计尽管短期内公司酒品类业务仍面临三公消费限制所带来的行业压力，但是随着需求导向的新品推出、持续的市场推广以及去库存，预计14、15年业绩将逐渐改善。
- 4、休闲食品板块亏损压力仍大：**巧克力行业继续维持快速增长趋势，2014年上半年增长约12%，但是由于竞争对手加大营销投入，公司销量及收入均同比下跌13.7%，由于公司帮助经销商消除库存，产量下降导致单位成本上升，休闲食品

板块毛利率较去年同期下降 11.4 个百分点，分部利润亏损提高 4.9%至 0.74 亿港元。期间，公司意图与比利时巧克力品牌进行合作以改善板块情况。由于固定费用无法大幅削减，预计公司该板块短期内将持续亏损。管理层表示如果在合理时间内无法使该业务盈利转正，则会考虑剥离或出售该业务。

调整 14 和 15 年公司净利润至-1.37 亿港元和 2.19 亿港元

我们对公司四大板块的业绩预测如下：1、**饮料**：由于部分竞争对手在第 2 季度以竞争性价格推出加大装，因此会对中可下半年的销售收入造成压力。同时由于主要原材料价格亦转为上涨，也会造成 2014 年下半年的成本高于 2014 年上半年，预计下半年毛利率将带来压力。2、**厨房食品**：由于油价仍将持续下跌，我们认为厨房食品板块收入和业绩仍将继续负面承压。3、**葡萄酒**：由于酒品类业务的售点过剩库存已经逐渐清空，我们预计 14 年下半年公司酒品类业务收入和业绩将有所改善。4、**休闲食品**：预计 H2 帮助经销商消化库存和通路折扣的影响将小于 H1，预计公司将陆续扭转休闲食品收入也业绩下滑的态势。

综上所述，我们预计公司 14 和 15 年的收入将分别增长-0.2%和 6.0%至 261.7 亿及 277.5 亿港元，14 年和 15 年股东应占利润调整至-1.37 亿港元和 2.19 亿港元。

图表 2：盈利预测调整

百万港元	2014年新	2014年旧	变动(%)	2015年新	2015年旧	变动(%)	2016年新	2016年旧	变动(%)
收入	26,172	27,166	-3.7	27,747	28,603	-3.0	29,863	30,345	-1.6
毛利	6,058	5,739	5.6	6,618	6,004	10.2	7,332	6,389	14.8
经营利润	244	158	55.1	621	296	109.7	897	459	95.2
净利润	-137	-134	-2.4	219	-23	—	386	90	327.4
%	2014年新	2014年旧	变动(ppt)	2015年新	2015年旧	变动(ppt)	2016年新	2016年旧	变动(ppt)
毛利率	23.1	21.1	2.0	23.9	21.0	2.9	24.6	21.1	3.5
经营利润率	0.9	0.6	0.4	2.2	1.0	1.2	3.0	1.5	1.5
净利润率	-0.5	-0.5	-0.0	0.8	-0.1	0.9	1.3	0.3	1.0

资料来源：公司资料、第一上海

目标价至 3.65 港元，维持买入评级

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 1.4 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，但是公司正专注于提高运营效率及降低售点库存，支出控制效果明显，其最差的时间正逐步过去。再加上中粮集团被列为首批参与国有资本投资公司试点的央企，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 1.7 倍 PB 为公司估值，得出目标价港 3.65 港元，相当于 15 年 47 倍市盈率，较现价有 17.4%的上升空间，维持买入评级。

图表 3: 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	3.1	85	(0.05)	0.08	0.14		39.7	22.5			0.3	1.4
旺旺	151 HK Equity	9.8	1,262	0.42	0.48	0.54	23.4	20.3	18.2	13%	1.5	4.2	8.6
康师傅	322 HK Equity	21.7	1,213	0.70	0.85	0.99	31.1	25.4	21.9	19%	1.3	1.4	5.5
青岛啤酒	168 HK Equity	57.3	747	1.96	2.28	2.50	29.2	25.2	22.9	13%	2.0	2.1	4.2
华润创业	291 HK Equity	21.0	505	0.61	0.76	0.94	34.3	27.7	22.2	24%	1.1	0.3	1.0
蒙牛	2319 HK Equity	35.5	700	1.33	1.67	2.00	26.7	21.3	17.8	23%	0.9	1.1	2.7
合生元	1112 HK Equity	29.0	173	1.67	1.92	2.27	17.4	15.1	12.8	17%	0.9	2.9	5.4
统一	220 HK Equity	6.9	307	0.20	0.24	0.27	34.0	29.1	25.5	15%	1.9	0.9	2.2
雅士利	1230 HK Equity	2.6	91	0.13	0.15	0.18	19.8	16.9	14.1	19%	0.9	2.2	2.3
神冠	829 HK Equity	2.8	94	0.27	0.29	0.30	10.4	9.9	9.4	5%	2.0	4.5	2.8
长寿花	1006 HK Equity	7.1	40	0.72	0.94	1.33	9.8	7.6	5.3	36%	0.2	1.1	1.6
维他奶	345 HK Equity	9.8	102	0.36	0.35	0.38	27.3	28.1	25.9	3%	10.3	2.2	5.8
汇源	1886 HK Equity	3.4	73	0.18	0.29	0.33	18.9	11.6	10.2	36%	0.3	1.0	0.9
老恒和	2226 HK Equity	7.3	38	0.53	0.65	0.64	13.6	11.1	11.4	9%	1.2	4.1	
平均							22.8	20.7	17.2	18%	1.9	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	41.6	1,826	2.08	2.23	2.38	20.0	18.7	17.5	7%	2.6	4.0	5.4
百事可乐	PEP US Equity	92.2	1,395	4.58	4.95	5.30	20.1	18.6	17.4	8%	2.5	2.1	6.0
平均							20.1	18.7	17.4	7%	2.5		
其他	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	28.8	132	1.56	1.63	1.40	18.5	17.7	20.6	-5%		5.2	2.9

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	26,172	27,747	29,863	盈利能力					
毛利	6,490	5,284	6,058	6,618	7,332	毛利率%	21.0%	20.2%	23.1%	23.9%	24.6%
其他收入	338	330	291	314	349	经营利润率%	4.3%	0.8%	3.6%	4.9%	5.6%
营运费用	6,023	5,963	6,084	6,311	6,783	净利润率%	1.2%	-3.4%	-0.5%	0.8%	1.3%
息税折旧前利润	1,323	205	937	1,361	1,687	营运表现					
折旧摊销	469	497	525	562	599	SG&A/收入%	19.5%	22.7%	23.2%	22.7%	22.7%
息税前利润	854	-292	412	799	1,088	实际税率%	24.5%	-79.0%	52.6%	25.0%	25.0%
财务开支	70	103	86	86	82	库存周转	80.6	95.4	95.2	81.9	81.3
税前利润	784	-395	326	713	1,006	应收天数	26.4	29.3	24.0	23.9	24.3
税收	192	312	171	178	251	应付天数	25.1	26.0	21.4	20.7	20.5
净利润	382	-890	-137	219	386	财务状况					
增长						负债/权益	132.4%	155.8%	134.4%	128.3%	120.3%
收入	10%	-15%	0%	6%	8%	资产回报率	1.9%	-4.2%	-0.7%	1.1%	1.8%
息税折旧前利润	-20%	-84%	357%	45%	24%	权益回报率	4.4%	-10.9%	-1.6%	2.5%	4.0%
息税前利润	-31%	—	—	94%	36%	股息支付率(%)	44.7%	0.0%	0.0%	10.0%	30.0%
净利润	-41%	—	85%	—	76%						
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	2,133	2,120	2,070	经营活动所得现金	802	380	297	680	940
存货	5,075	5,866	4,626	4,860	5,182	税前利润	784	-395	326	713	1,006
应收账款	2,516	1,695	1,754	1,887	2,090	已付所得税	-391	-203	-171	-178	-251
其他流动资产	2,642	2,531	2,345	2,427	2,537	已收利息	-39	-77	-42	-22	-18
总流动资产	12,135	12,550	10,857	11,293	11,879	营运现金流	371	99	84	480	671
固定资产	4,625	4,921	5,051	5,127	5,156	资本开支	-1,168	-711	-654	-638	-627
其他非流动资产	3,452	3,502	3,670	3,847	4,039	其他投资活动	197	242	145	157	174
总资产	20,212	20,974	19,578	20,268	21,074	投资活动现金流	-971	-469	-509	-481	-453
应付账款	1,792	1,192	1,167	1,225	1,307	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	5,596	5,703	5,942	股息	-261	0	0	-11	-69
总流动负债	10,219	10,950	8,700	8,866	8,986	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	-11	-269
总负债	11,514	12,775	11,226	11,392	11,512	现金变化	111	489	-325	-12	-51
少数股东权益	1,893	2,052	2,344	2,659	3,028	期初持有现金	1,790	1,901	2,458	2,133	2,120
股东权益	6,805	6,146	6,009	6,217	6,539	外汇影响	0.718	70.055	0	0	0
总权益	8,698	8,198	8,352	8,876	9,567	期末持有现金	1,901	2,460	2,133	2,120	2,070

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。