

持有

2007年11月13日

挖掘贏家通路

- 第三季度業績勝預期：**公司 07 年第三季度的銷售收入和淨利潤分別為 10.0 億美元和 7600 萬美元，較 06 年同期增長 41.7% 及 26.1%，每股盈利由 1.09 美分增長至 1.37 美分。公司的第三季度業績高於我們的預測。
- 速食麵業務的第三季度銷售收入同比高速增長 45.3%：**第三季度速食麵業務的銷售收入為 4.1 億美元，較 06 年同期上升 45.3%，占公司銷售收入的 41.0%。在市場整體只保持單位數位增速的情形下，公司仍能取得整體速食麵業務的快速增長，主要是由於公司實行第二階段的通路競爭已初見成效。我們預期公司 07 年的速食麵業務銷售額可望維持高速增長。
- 飲品業務的第三季度銷售收入同比高速增長 43.2%：**第三季度飲品業務的銷售收入為 5.3 億美元，較 06 年同期上升 43.2%，占公司銷售收入的 52.8%。公司以茶、果汁與礦物質水三大軟飲料品類為重點發展業務。我們預期公司 07 年的飲品業務銷售額增速可望高達 35%。
- 整體毛利率很可能持續下降：**速食麵業務毛利率的下降導致整體毛利率下降 0.5 個百分點至 33.0%。由於我們預期原材料上漲趨勢將延續，因此，我們認為速食麵業務的毛利率很可能繼續下降，公司的整體毛利率也會因速食麵業務銷售額占比的穩定而持續下降至 09 年的 31.6%。
- 上調目標價至 11.2 港元，維持評級為持有：**根據新的資訊，我們調整了對公司的盈利預測，07 年度及 08 年度的每股盈利分別為 3.4 美分及 4.0 美分，根據自由現金流折算法計算，我們上調公司的 12 個月目標價至 11.2 港元，目標價較現價有 0.5% 的上升空間，我們維持評級為持有。

第一上海研究部

86755-33367861

主要資料

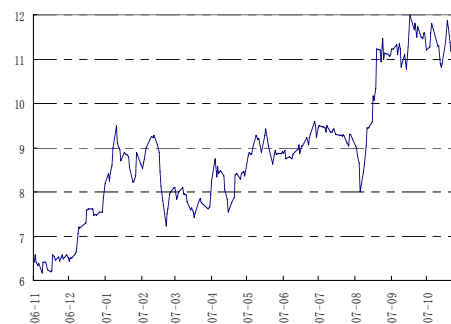
行業	消費品(食品飲料)
股價	11.14 港元
目標價	11.2 港元 (+0.5%)
股票代碼	322
已發行股本	55.89 億股
市值	622.6 億港元
52 周高/低	12.34—6.04 港元
每股淨現值	1.27 港元
主要股東	頂新控股(33.2%) 三洋食品(33.2%)

表 1：盈利摘要

截止12月31日財政年度	2005实际	2006实际	2007预测	2008预测	2009预测
收入(百万美元)	1,846	2,332	3,137	4,191	5,574
变动(%)	26	26	35	34	33
净利润(百万美元)	124	149	191	222	284
每股攤薄收益(美仙)	2.21	2.66	3.42	3.97	5.08
变动(%)	-57	21	28	16	28
市盈率(倍)	64.8	53.8	41.9	36.1	28.2
每股派息(美仙)	2.32	2.45	0.85	0.99	1.27
息率(%)	1.62	1.71	0.60	0.69	0.89

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

挖掘贏家通路

第三季度業績勝預期

公司 07 年第三季度的銷售收入和淨利潤分別為 10.0 億美元和 7600 萬美元，較 06 年同期增長 41.7% 及 26.1%，每股盈利由 1.09 美分增長至 1.37 美分。公司的第三季度業績高於我們的預測。銷售收入快速增長主要得益於占總銷售額比例高達 41% 及 53% 的速食麵和飲品兩大業務的快速增長，分別同比增長 45.3% 及 43.2%。

首第三季度的銷售收入和淨利潤分別較 06 年同期增長 37.7% 及 35.5%，至 25.0 億美元及 1.7 億美元，遠超我們預期。

圖表 1：中期業績評述

百万美元	3Q06	3Q07	变动	评论
销售收入	702	995	41.7%	占整体销售额比例高达94%的方便面业务和饮品业务的销售额分别较06年同期快速增长45.3%及43.2%
销售成本	(462)	(664)	43.6%	原材料成本上升
毛利	240	331	37.9%	毛利率较06年同期轻微下降了0.9个百分点
其他收入	6	15	159.9%	出售顶好权益获得近900万收入
销售及市场推广成本	(131)	(189)	44.1%	分销成本占总销售额比例较06年同期上升了0.3个百分点
行政及其他开支	(22)	(33)	51.9%	分销成本占总销售额比例较06年同期上升了0.2个百分点
经营溢利	93	124	33.6%	
融资成本	(2)	(5)	112.4%	
应占联营公司溢利/亏损	1	2	33.0%	
除所得税前溢利	92	120	31.4%	
所得税开支	(7)	(11)	55.8%	
少数股东权益	(24)	(33)	37.7%	
本公司股东溢利	61	76	26.1%	净利润率较06年同期下降了1个百分点
每股基本盈利（美分）	1.09	1.37	25.7%	

資料來源：公司資料，第一上海

速食麵業務的第三季度銷售收入同比高速增長 45.3%

第三季度速食麵業務的銷售收入為 4.1 億美元，較 06 年同期上升 45.3%，占公司銷售收入的 41.0%。據 ACNielsen 的 2007 年 9 月最新零研資料顯示，公司的速食麵於中國整體速食麵銷售額的市場佔有率較 06 年同期提升 4.6 個百分點至 46.0%，持續穩居市場第一位。公司調整銷售策略，以毛利率較高的容器面和高價袋面為重點發展業務，07 年第三季度的容器面較 06 年同期大幅增長 61.8%，市占率較 07 年 6 月提高 3.7 個百分點。按銷售額計算，於 07 年 9 月公司的容器面和高價袋面的市占率分別高達 67.1% 和 67.6%，平價面的市占率為 18.6%，與排名第二之廠家不相上下。在市場整體只保持單位數位增速的情形下，公司仍能取得整體速食麵業務的快速增長，主要是由於公司實行第二階段的通路競爭已初見成效。我們預期公司 07

年的速食麵業務銷售額可望維持高速增長。

圖表 2：速食麵各類別產品銷售額比較

百万美元	07年第三季度	06年第三季度	变动(%)
容器面	187	116	61.8
高价袋装面	144	107	34.4
平价袋装面	65	52	25.5
其他	12	6	95.7
总计	408	281	45.3

資料來源：公司資料，第一上海

飲品業務的第三季度銷售收入同比高速增長 43.2%

第三季度飲品業務的銷售收入為 5.3 億美元，較 06 年同期上升 43.2%，占公司銷售收入的 52.8%。公司以茶、果汁與礦物質水三大軟飲料品類為重點發展業務，目標是搶佔非碳酸軟飲料的市場領導地位，受惠於三個大軟飲料細分市場的快速增長，以及公司推出 1.25L 的大包裝新規格和對城鎮周邊銷售通路的建設，飲品銷售收入於第三季度的業績再創新高，其中礦物質水在 6 月躍居市場第一品牌後，市占率繼續增長 1.3 個百分點至 18.6%。我們預期公司 07 年的飲品業務銷售額增速可望高達 35%。

圖表 3：各飲品類別的市占率

飲品	市场占有率		市場地位	
	2007年9月	2007年6月	2007年9月	2007年6月
即饮茶	51.0%	50.4%	第一位	第一位
礦物質水	18.6%	17.3%	第一位	第一位
稀釋果汁	16.0%	16.2%	第三位	第三位

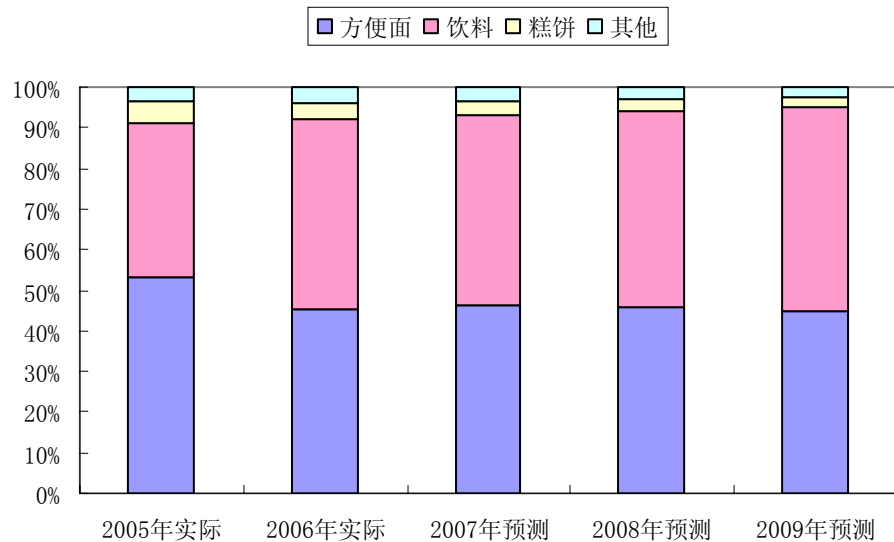
資料來源：公司資料，第一上海

受壓於原材料價格上漲，速食麵業務毛利率很可能繼續下降

三季度的棕欖油價格較二季度上漲了 17%，相較去年同期上升達 68%，但公司為了維持市場份額，限制容器面和高價袋面市場的新進入者，不計畫提高高端產品的價格，而平價面的提價已經於 7 月開始了。公司通過優化產品組合及提升生產系統的高速化、自動化與效率化，與專業公司合作推動環保與節能降耗，降低原物料的超耗及單箱制費，以持續精進生產成本來維持毛利率的穩定，但首三季度的速食麵毛利率仍下降了 0.8 個百分點，至 25.0%。雖然飲品業務也受到 PET 塑膠粒等原材料價格持續高企帶來的成本壓力，但首三季度毛利率仍能較 06 年同期上升 0.2 個百分點至 38.2%。糕點業務也小幅下跌 0.1 個百分點至 37.9%。速食麵業務毛利率的下降導致整體毛利率下降 0.5 個百分點至 33.0%。由於我們預期原材料上漲趨勢將

延續，因此，我們認為速食麵業務毛利率很可能繼續下降，公司的整體毛利率也會因速食麵銷售額占比的穩定而持續下降至 09 年的 31.6%。

圖表 4：公司產品結構變化



資料來源：公司資料，第一上海預測

經營利潤率同比下降了 0.8 個百分點至 12.4%

由於第三季度是飲品的銷售旺季，公司對重點發展的飲品類別開展年度品牌的線上及線下行銷活動，加大了飲品業務的推廣投入，導致 07 上半年銷售成本占總銷售額比例較 06 年同期增加了 0.3 個百分點至 19%。由於公司出售頂好權益獲得近 900 萬的一次性收入，在整體毛利率下降了 0.9 個百分點的情況下，經營利潤率僅同比下降了 0.8 個百分點至 12.4%。我們預期未來三年，由於整體毛利率的持續下滑，公司的經營利潤率也將呈現下降趨勢。

圖表 5：財務資料對比

	3Q06	3Q07	变动(百分点)	评论
毛利率	34.1%	33.2%	-0.9	
方便面	26.7%	26.5%	-0.2	棕榈油价格较06年同期上升68%,面粉价格高居不下
饮品	37.1%	37.9%	0.7	PET胶粒价格仍处高位
糕饼	39.9%	38.9%	-1.0	原材料价格上升
经营利润率	13.2%	12.4%	-0.8	
销售成本占比总销售收入	18.7%	19.0%	0.3	加大了饮品业务的推广投入
行政及其他开支占比总销售收入	3.1%	3.3%	0.2	
税率	1.0%	1.2%	0.1	
净利率	8.6%	7.7%	-1.0	主要是由于毛利率的下降
	2006年12月31日	2007年9月30日	变动(百分点)	
负债比率	40.3%	46.5%	6.2	主要是由于应付帐款及长期有息借贷的大幅增长

資料來源：公司資料，第一上海

上調目標價至 11.2 港元，維持評級為持有

根據新的資訊，我們分別調高了 07 年度及 08 年度的銷售收入 8.3%及 15.2%，至 31.4 億美元及 41.9 億美元，主要是我們依據前三季度速食麵業務的銷情，調高了速食麵業務的增長率。同時分別調升每股盈利 8.5%及 2.1%，至 3.4 美分及 4.0 美分。根據自由現金流折算法計算，我們將公司的 12 個月目標價由 8.4 港元上調至 11.2 港元，相對應的 07 及 08 年度預測市盈率約為 42 倍及 36 倍。目標價較現價有 0.5%的上升空間，我們維持評級為持有。

圖表 6：DCF 法估值表

时间	2007预测	2008预测	2009预测	2010预测	2011预测
期数	1	2	3	4	5
自由现金流	218	293	395	468	579
自由现金流折现 (百万美元)	218	268	331	359	407
WACC	9.21%				
稳定增长率	3.00%				
无风险利率	4.30%				
贝塔值	0.9				
风险溢价	5.95%				
权益/总资产	90.89%				
负债/总资产	9.11%				
股本数量(百万)	5,589				

資料來源：公司資料、第一上海預測

主要財務報表

损益表						财务分析					
<百万美元>, 财务年度截至<十二月>											
	2005年 实际	2006年 实际	2007年 预测	2008年 预测	2009年 预测		2005年 实际	2006年 实际	2007年 预测	2008年 预测	2009年 预测
收入	1,846	2,332	3,137	4,191	5,574	盈利能力					
毛利	578	752	1,002	1,330	1,760	毛利率 (%)	31.3%	32.3%	32.0%	31.7%	31.6%
其他业务收入	26	37	45	26	26	EBITDA 利率 (%)	15.6%	15.1%	13.8%	11.8%	10.9%
销售及管理费用	(415)	(549)	(734)	(997)	(1,327)	净利率 (%)	6.7%	6.4%	6.1%	5.3%	5.1%
其他收入	0	0	0	0	0						
营运收入	189	241	313	359	459	营运表现					
财务开支	(9)	(11)	(15)	(6)	(3)	SG&A/收入 (%)	22.5%	23.5%	23.4%	23.8%	23.8%
联营公司	8	7	8	8	10	实际税率 (%)	9.3%	10.1%	11.0%	12.0%	13.0%
税前盈利	188	237	307	360	466	股息支付率 (%)	105.0%	91.9%	25.0%	25.0%	25.0%
所得税	(17)	(24)	(34)	(43)	(61)	库存周转	29	26	28	29	30
少数股东应占利润	(47)	(64)	(82)	(95)	(122)	应付账款天数	59	59	60	60	60
净利润	124	149	191	222	284	应收账款天数	17	15	17	18	19
折旧及摊销	98	110	118	136	149						
EBITDA	287	351	432	494	608	财务状况					
						净负债/股本	0.17	0.29	0.10	0.04	0.03
增长						收入/总资产	1.2	1.3	1.6	1.8	1.9
总收入 (%)	25.8%	26.3%	34.5%	33.6%	33.0%	总资产/股本	1.8	2.0	1.9	1.9	1.9
EBITDA (%)	-28.5%	22.3%	22.9%	14.5%	22.9%	盈利对利息倍数	22.0	22.2	21.3	57.5	153.1

资产负债表						现金流量表					
<百万美元>, 财务年度截至<十二月>											
	2005年 实际	2006年 实际	2007年 预测	2008年 预测	2009年 预测		2005年 实际	2006年 实际	2007年 预测	2008年 预测	2009年 预测
现金	152	162	60	243	568	EBITDA	287	351	432	494	608
应收账款	85	94	146	207	290	融资成本	9	11	15	6	3
存货	102	112	164	227	314	营运资金变化	39	53	24	44	49
其他流动资产	79	110	152	190	238	所得税	(15)	(20)	(27)	(35)	(48)
总流动资产	418	478	522	867	1,409	其他营运活动	(9)	5	(27)	(7)	(9)
固定资产	991	1,230	1,315	1,383	1,437	营运现金流	310	401	417	503	602
无形资产	15	13	12	10	9	资本开支	(189)	(340)	(200)	(200)	(200)
长期投资	125	118	118	118	118	其他投资活动	21	(16)	6	3	11
总资产	1,549	1,840	1,967	2,377	2,973	投资活动现金流	(169)	(356)	(194)	(197)	(189)
应付帐款	206	257	351	470	627	负债变化	(49)	116	(164)	(54)	(10)
短期银行贷款	120	240	60	50	40	股本变化	0	0	0	0	0
其他短期负债	159	199	259	347	460	股息	(68)	(153)	(153)	(68)	(79)
总短期负债	485	696	670	867	1,127	其他融资活动	6	0	0	0	0
长期银行贷款	33	28	44	0	0	融资活动现金流	(112)	(38)	(317)	(122)	(89)
其他负债	21	18	26	27	27	现金变化	30	7	(95)	184	324
总负债	539	742	740	894	1,154	期初持有现金	128	156	164	69	253
少数股东权益	138	185	183	209	255	匯兌變化	(1)	1	0	0	0
股东权益	872	913	1,044	1,275	1,564	期末持有现金	156	164	69	253	578
每股账面值	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3						
营运资金	(121)	(264)	(218)	(27)	256						

資料來源：公司資料、第一上海預測

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話: (852) 2522-2101

傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司("第一上海")編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別的投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認為可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。

©2007 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。