康師傅控股（322）

更新報告

買入

2008 年 5 月 27 日

一季度業績與預測相約

➢ **一季度淨利潤同比增長 33.6%，與預測相約**：公司 08 年一季度的銷售收入和淨利潤分別爲 9.69 億美元和 6500 萬美元，分別同比增長 43.6%及 33.6%，每股盈利由 0.87 美分增長 33.6%至 1.16 美分。公司的一季度的業績與我們的預測相約。

➢ **速食麵持續攻佔高端市場，穩居首位**：一季度，速食麵業務的銷售收入達 5.3 億美元，同比上升 49.4%，占公司銷售收入的 54%。速食麵業務銷售額大幅上升，主要來自於銷售均價提升的貢獻，容器面及高價袋面銷售收入分別同比大幅增長 50%及 60%，市占率分別高達 64%及 67%，持續攻佔高端市場。

➢ **飲品業務銷售收入同比高速增長 38.6%**：一季度，飲品業務的銷售收入達 3.84 億美元，同比上升 38.6%，占公司銷售收入的 40%。公司一季度的礦物質水業務銷售收入同比上升 44.3%，高於飲品的整體業務銷售收入增速，成爲飲品業務銷售收入增長的動力之一。

➢ **受惠於價格提升，整體毛利率同比上升 1 個百分點**：棕櫚油成本約占速食麵整體成本的 16%，08 年一季度第四季度的棕櫚油價格同比上漲了 67%，對毛利造成擠壓，但受惠於產品結構的完善以及調升產品價格，一季度公司的速食麵業務毛利率同比上升 2.2 個百分點至 27.1%。受惠於各主要業務毛利率的提升，公司一季度整體毛利率同比上升 1 個百分點。

➢ **維持目標價 12.2 港元，維持買入評級**：根據新的資訊，我們分別調高了 08 年度及 09 年度的銷售收入 0.3%及 0.2%，至 44.3 億美元及 57.9 億美元，同時調升 08 年淨利潤 3%至 2.4 億美元。我們維持公司的 12 個月目標價爲 12.2 港元，對應的 08 及 09 年度預測市盈率約爲 36 倍及 28 倍，目標價較現價有 17.5%的上升空間，我們維持投資評級爲買入。

許斐娜

86755-33367861

feina.xu@firstshanghai.com.hk

主要資料

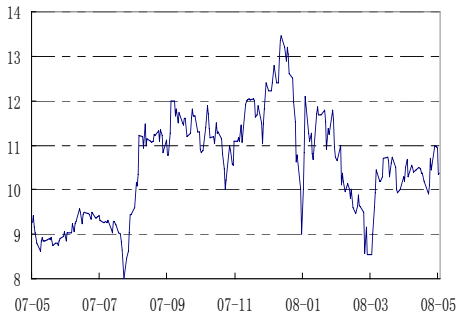
行業	消費品(食品飲料)
股價	10.42 港元
目標價	12.2 港元
	(+17.5%)
股票代碼	322
已發行股本	55.89 億股
市值	582.4 億港元
52 周高/低	13.48—7.81 港元
每股淨現值	1.43 港元
主要股東	頂新控股(36.6%)
	三洋食品(33.2%)

表 1：盈利摘要

截止12月31日財政年度	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
收入（百万美元）	2,332	3,215	4,431	5,787	7,447
变动（%）	26	38	38	31	29
净利润（百万美元）	149	195	242	319	427
每股摊薄收益（美元）	0.03	0.03	0.04	0.06	0.08
变动（%）	21	31	24	32	34
市盈率（倍）	50.1	38.3	30.9	23.4	17.5
每股派息（美元）	0.02	0.03	0.02	0.03	0.04
息率（%）	1.83	2.01	1.62	2.13	2.86

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

一季度業績與預測相約

一季度淨利潤同比增長 33.6%，與預測相約

公司 08 年一季度的銷售收入和淨利潤分別爲 9.69 億美元和 6500 萬美元，分別同比增長 43.6%及 33.6%，每股盈利由 0.87 美分增長 33.6%至 1.16 美分。公司 08 年一季度的業績與我們的預測相約。銷售收入快速增長主要得益於占總銷售額比例高達 54%及 40%的速食麵和飲品兩大業務的快速增長，分別同比增長 49%及 39%。雖然毛利率同比上升了 1 個百分點，但由於稅率同比大幅上升 7.6 個百分點，導致淨利潤同比增速較銷售收入的同比增速低。

圖表 1：08 年一季度業績評述

百万美元	1Q07	1Q08	变动	评论
销售收入	675	969	43.6%	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同比快速增长49.4%及38.6%
销售成本	(463)	(655)	41.6%	平均售价的提升
毛利	**212**	**314**	48.1%	**毛利率同比上升了1个百分点**
其他收入	6	16	174.4%	
销售及市场推广成本	(109)	(163)	49.1%	分销成本占总销售额比例同比上升了0.6个百分点
行政及其他开支	(26)	(45)	75.1%	行政及其他开支占总销售额比例同比上升了0.8个百分点
经营溢利	**83**	**122**	47.6%	
融资成本	(5)	(9)	93.3%	主要是由于贷款额的上升
应占联营公司溢利/亏损	2	2	5.8%	
除所得税前溢利	80	115	43.7%	
所得税开支	(9)	(22)	141.2%	有效税率同比大幅上升7.6个百分
少数股东权益	(23)	(29)	26.8%	
本公司股东溢利	**49**	**65**	33.6%	**净利润率同比下降了0.5个百分点**
每股基本盈利（美分）	0.87	1.16	33.3%	

資料來源：公司資料，第一上海

速食麵持續攻佔高端市場，穩居市場第一位

一季度，速食麵業務的銷售收入達 5.3 億美元，同比上升 49.4%，占公司銷售收入的 54%。速食麵業務銷售額大幅上升，主要來自於銷售均價提升的貢獻，容器面及高價袋面銷售量分別同比增長 10%及 16%。據 ACNielsen 的 2008 年 3 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同比提升 2.1 個百分點至 48.0%，持續穩居市場第一位。08 年一季度公司的容器面及高價袋面銷售收入分別同比大幅增長 50%及 60%，市占率分別高達 64%及 67%，持續攻佔高端市場。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

圖表 2：速食麵各類別產品銷售額比較

百万美元	08年第一季度	07年第一季度	变动(%)
容器面	232	154	51%
高价袋装面	209	131	60%
平价袋装面	74	60	23%
其他	10	6	67%
总计	525	351	50%

資料來源：公司資料

飲品業務的第一季度銷售收入同比高速增長 38.6%

一季度，飲品業務的銷售收入達 3.84 億美元，同比上升 38.6%，占公司銷售收入的 40%。據 ACNielsen 的 2008 年 3 月最新零研資料顯示，公司的茶飲料以銷售量及銷售額計算的市占率分別同比下降 5.1 及 5.5 個百分點，至 45.4%及 43.5%。如我們預期，國際巨頭可口可樂於 08 年推出的茶飲料新品後，市占率同比提高近 2 個百分點，國際碳酸飲料巨頭計畫從非碳酸飲料市場獲得增長動力，必然加劇非碳酸飲料市場的競爭。公司一季度的礦物質水業務銷售收入同比上升 44.3%，高於飲品的整體業務銷售收入增速，成爲飲品業務銷售收入增長的動力之一。

受惠於價格提升，整體毛利率同比上升 1 個百分點

棕櫚油成本約占速食麵整體成本的 16%，08 年一季度第四季度的棕櫚油價格同比上漲了 67%，對毛利造成擠壓，但受惠於產品結構的完善以及調升產品價格，一季度公司的速食麵業務毛利率同比上升 2.2 個百分點至 27.1%。我們預期 08 年速食麵行業毛利仍將持續受壓，有助公司進一步提高市占率。雖然毛利較低的礦物質水業務銷售貢獻有所上升，但受惠於價格提升，飲品業務的毛利率同比上升 0.75 個百分點至 38.4%。受惠於各主要業務毛利率的提升，公司一季度整體毛利率同比上升 1 個百分點。

圖表 3：各業務的毛利率變化

	1Q07	1Q08	变动(百分点)
毛利率	31.4%	32.4%	1.0
方便面	24.9%	27.1%	2.2
饮品	37.7%	38.4%	0.7
糕饼	37.2%	38.2%	1.0

資料來源：公司資料

淨利率同比下降 0.5 個百分點至 6.7%

雖然運輸費用及廣告推廣費用占比均有所下降，但公司爲了開拓城鄉間市場，於今年增聘 15000 營業員，令營業員福利開支占銷售額比例同比增長 1 個百分點至

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

4.9%，導致整體銷售成本占比總銷售收入上升 0.6 個百分點至 16.8%。公司的財務費用同比大幅上升 93%至 925 萬美元，主要是由於公司貸款總額的增長，較 07 年 12 月 31 日增加了 7515 萬美元。加上稅率大幅同比上升 7.6 個百分點至 18.7%，導致淨利潤率同比下降 0.5 個百分點至 6.7%。如除去對低價面生產資產撥備 1000 萬美元後，稅率約爲 17.6%，我們預測全年稅率同比提升 3.6 個百分點至 15%。

圖表 4：財務資料對比

	1Q07	1Q08	变动(百分点)
毛利率	31.4%	32.4%	1.0
经营利润率	12.3%	12.6%	0.3
销售成本占比总销售收入	16.2%	16.8%	0.6
行政及其他开支占比总销售收入	3.8%	4.7%	0.8
税率	11.2%	18.7%	7.6
净利率	7.2%	6.7%	-0.5

資料來源：公司資料

維持目標價 12.2 港元，維持買入評級

根據新的資訊，我們分別調高了 08 年度及 09 年度的銷售收入 0.3%及 0.2%，至 44.3 億美元及 57.9 億美元，同時調升 08 年淨利潤 3%至 2.4 億美元。根據自由現金流折算法計算，我們維持公司的 12 個月目標價爲 12.2 港元，對應的 08 及 09 年度預測市盈率約爲 36 倍及 28 倍，目標價較現價有 17.5%的上升空間，我們維持投資評級爲買入。

圖表 5：DCF 法估值表

时间	2008年预测	2009年预测	2010年预测	2011年预测	2012年预测
期数	1	2	3	4	5
自由现金流	116	316	604	656	882
自由现金流折现（百万美元）	116	285	491	481	583

WACC	10.89%
稳定增长率	3.00%
无风险利率	4.65%
贝塔值	1.05
风险溢价	8.00%
权益/总资产	72.84%
负债/总资产	27.16%
股本数量（百万）	5,589
每股价值(港元)	12.2

資料來源：公司資料、第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

主要財務報表

損益表

〈百万美元〉，財务年度截至〈十二月〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	2,332	3,215	4,431	5,787	7,447
毛利	752	1,016	1,411	1,863	2,430
其他业务收入	37	51	22	16	24
销售及管理费用	(549)	(738)	(1,010)	(1,308)	(1,676)
其他收入	0	0	0	0	0
营运收入	241	329	423	571	778
财务开支	(11)	(19)	(24)	(26)	(18)
联营公司	7	8	8	10	12
税前盈利	237	317	407	555	773
所得税	(24)	(36)	(61)	(100)	(162)
少数股东应占利润	(64)	(86)	(104)	(137)	(183)
净利润	149	195	242	319	427
折旧及摊销	110	152	145	174	201
EBITDA	351	480	568	745	979
增长					
总收入（%）	26.3%	37.9%	37.8%	30.6%	28.7%
EBITDA（%）	22.3%	36.8%	18.2%	31.3%	31.3%

財务分析

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	32.3%	31.6%	31.8%	32.2%	32.6%
EBITDA 利率 (%)	15.1%	14.9%	12.8%	12.9%	13.1%
净利率 (%)	6.4%	6.1%	5.5%	5.5%	5.7%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	24%	23%	23%	23%	23%
实际税率（%）	10%	11%	15%	18%	21%
股息支付率（%）	92%	77%	50%	50%	50%
库存周转	26	26	26	25	24
应付账款天数	59	55	52	50	48
应收账款天数	15	13	13	12	11
财务状况					
净负债/股本	0.29	0.39	0.37	0.20	0.09
收入/总资产	1.3	1.4	1.6	1.8	2.0
总资产/股本	2.0	2.3	2.4	2.2	2.2
盈利对利息倍数	22.2	16.9	17.7	21.9	44.1

资产负债表

〈百万美元〉，財务年度截至〈十二月〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	162	240	206	319	604
应收账款	94	114	158	190	224
存货	112	155	215	269	330
其他流动资产	110	137	179	227	285
总流动资产	478	647	758	1,004	1,443
固定资产	1,230	1,567	1,843	2,072	2,174
无形资产	13	12	10	9	8
长期投资	118	109	109	109	109
总资产	1,840	2,334	2,720	3,194	3,734
应付帐款	257	334	430	538	660
短期银行贷款	240	291	300	200	100
其他短期负债	199	299	381	488	618
总短期负债	696	925	1,111	1,226	1,378
长期银行贷款	28	107	120	80	60
其他负债	18	21	21	22	22
总负债	742	1,053	1,253	1,327	1,460
少数股东权益	185	254	342	440	567
股东权益	913	1,028	1,126	1,426	1,707
每股账面值	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
营运资金	(264)	(406)	(495)	(323)	(17)

现金流量表

〈百万美元〉，財务年度截至〈十二月〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
EBITDA	351	480	568	745	979
融资成本	11	19	24	26	18
营运资金变化	53	65	33	76	92
所得税	(20)	(33)	(49)	(80)	(130)
其他营运活动	5	(44)	(50)	(53)	(42)
营运现金流	401	487	527	714	917
资本开支	(340)	(412)	(400)	(300)	(300)
其他投资活动	(16)	53	11	11	16
投资活动现金流	(356)	(359)	(389)	(289)	(284)
负债变化	116	130	22	(140)	(120)
股本变化	0	0	0	0	0
股息	(153)	(171)	(193)	(173)	(228)
其他融资活动	0	0	0	0	0
融资活动现金流	(38)	(41)	(172)	(313)	(348)
现金变化	7	88	(34)	113	286
期初持有现金	156	164	243	209	322
汇兑变化	1	(9)	0	0	0
期末持有现金	164	243	209	322	607

資料來源：公司資料、第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

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，並非作爲或被視爲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爲可靠，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。

©2008 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。