

新股簡介

中國休閒食品集團有限公司 (01262)

2011年11月29日

公司上市資料

(以下為不獲行使超額配股權之資料)

發售股份數目	282,000,000
配售部分	253,800,000
(約占發售股份比例)	90%
公開發售部分	28,200,000
(約占發售股份比例)	10%
發售價格：	2.65
每手股數：	1000
發售形式：	配售及公開發售
保薦人：	花旗

事項	日期
公開招股時間	11月29日-12月02日
預計定價日	NA
公佈申請結果	12月08日
掛牌交易	12月09日

回撥機制

超額倍數	公開招股占總招股
15-50倍	30%
50-100倍	40%
100倍以上	50%

集資用途 (假設以中位數發售)

投入資金 (百分比)	
廠房及設備資本開支	50.0%
廣告及推銷活動	20.0%
擴張分銷網路	10.0%
提升研發能力	10.0%
一般運營資金	10.0%

投資要點

- 公司為中國第二大果凍產品生產商，2010年市場佔有率為10.3%，核心品牌[蠟筆小新]銷售果凍休閒食品及果凍飲料產品，亦經營及出售甜食產品。
- **經營行業：**2010年果凍產品零售總額為94.10億元，佔中國休閒食品市場的7.5%，08-10年零售額複合增長率為8.5%。
- **盈利增長預估：**(1) **行業增長：**預估10-13年中國果凍產品銷售額複合增長率增加至14.2%，行業相對集中，公司為中國第二大果凍生產商，2010年市場佔有率為10.3%，僅次於喜之郎；(2) **銷量及平均銷售價格：**08-11年銷售單價複合增長率達到4.1%，銷量複合增長率為28%，拉動整體收益增長32%，上市擴大果凍生產線產能，在行業需求持續增長前提下，新產能釋放將提高收益增長；(3) **擴充新產品：**公司計劃進軍乳製品、豆製品及米製品，但在生產經驗不足，產品生產、品牌認知及銷售不確定性大；(4) **品牌風險及食品安全：**公司以核心品牌[蠟筆小新]分銷產品，市場可能與日本之註冊品牌混淆，帶來品牌的不利影響，加上中國多起食品安全，消費者對食品安全提高憂患，公司原材料供應及監控受到更加嚴厲監管。
- **估值：**2010年淨利潤達到1.48億元（約為1.78億元），公司預估2011年公司盈利將不少於到2.05億元人民幣（約為2.469億港元），同比增長38%，按照招股價HK\$2.65（市值為HK\$29.82億元），對應2010年及2011年市盈率分別為16.7x及11.9x。目前公司估值略低於，基於行業增長速度、市場佔有率、銷售網絡擴展及新產品不確定和品牌及食品安全隱患，予以**謹慎認購評級**。

風險

- 消費者的觀感、喜好及口味轉變將影響公司產品的銷售。
- 包裝材料及糖等原材料價格波動將影響公司盈利情況。

營業紀錄

年度(人民幣百萬元)	2008年	2009年	2010年	2011年前五個月
收益	721.1	771.4	931.7	607.4
毛利	282.7	288.5	342.0	247.3
經營盈利	107.2	110.1	166.2	147.2
淨利潤	68.6	53.5	147.8	115.6

同業對比

股份名稱	股價	當前	2010年	2011年	市值
	HK\$	市淨率	市盈率	預測市盈率	(億港元)
<b>休閒食品 (1262.HK)</b>	2.65	1.9	16.7	11.9	29.82
雅士利 (1230.HK)	1.20	0.9	NA	10.0	42.23

資料來源：BLOOMBERG，粵海證券研究部。股價為香港2011年11月29日收市價格。

本報告中的資訊均來源於已公開的資料，我公司對這些資訊的準確性及完整性不作任何保證。報告中的資訊或所表達的意見並不構成所述證券買賣的出價或征價。我公司及其所屬關聯機構可能會持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並進行交易，還可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務。本報告亦可由粵海證券有限公司提供。本報告的版權僅為我公司所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式翻版、複製、刊登、發表或引用。

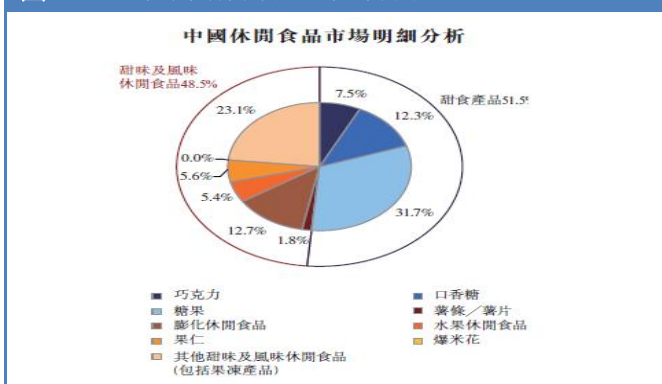
### 公司簡介

公司為中國第二大果凍產品生產商，2010年市場佔有率為10.3%，核心品牌[蠟筆小新]銷售果凍休閒食品及果凍飲料產品，亦經營及出售甜食產品，包括棒棒糖、奶糖、軟糖及巧克力。截至2010年底，公司與190名獨立經銷商合作。

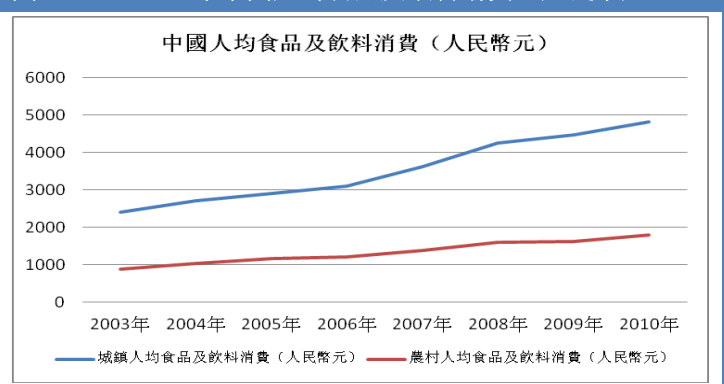
### 行業概覽

中國休息食品市場由兩大部分組成，即甜食產品及甜味及風味休閒食品，根據Euromonitor統計，2010年中國休閒食品市場零售值為1249.52億元，其中甜食產品及甜味及風味休閒食品分別佔比為51.5%及48.5%。甜食產品市場包括糖果、口香糖及巧克力，甜味及風味休閒食品包括薯條及薯片、膨化休閒食品、水果休閒食品、果仁、爆米花及其他甜味及風味休閒食品（包括果凍產品）。

圖：2010年中國休閒食品市場明細

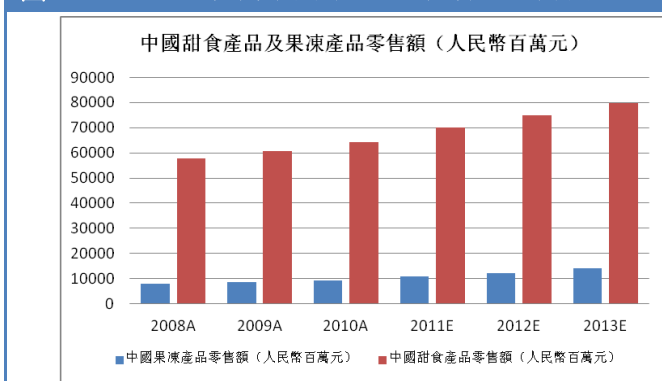


圖：2003-2010年中國人均食品及飲料消費（人民幣元）

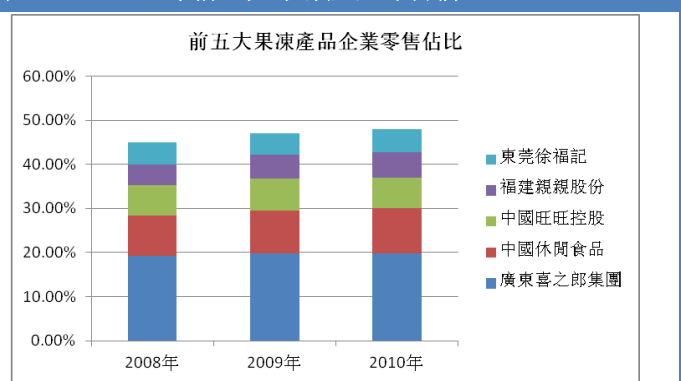


2010年果凍產品零售總額為94.10億元，佔中國休閒食品市場的7.5%，08-10年零售額複合增長率為8.5%，Euromonitor預估10-13年複合增長率為14.2%。果凍市場中果凍休閒食品佔76.6%，果凍飲料佔23.4%。果凍產品主要通過現代食品零售商進行分銷，2010年通過超市及發賣場、便利店、獨立雜貨商及休閒食品專賣店渠道銷售分別佔55.1%、20.1%、10.6%及8.2%。2010年甜食產品零售額為643.19億元，08-10年複合增長率為5.5%，預期10-13年複合增長率為7.4%。

圖：2008-2013年中國甜食產品及果凍產品零售額



圖：2008-2010年前五大果凍產品企業零售佔比

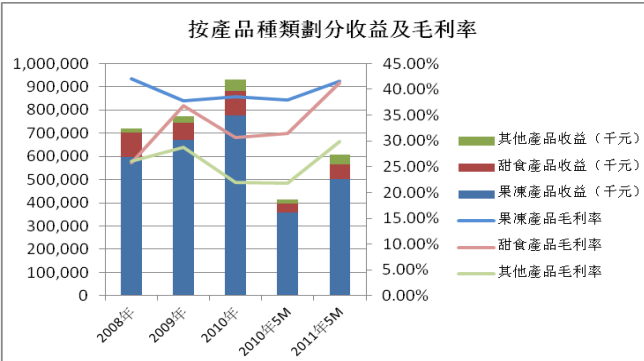


本報告中的信息均來源於已公開的資料，我公司對這些信息的準確性及完整性不作任何保證。報告中的信息或所表達的意見並不構成所述證券買賣的出價或定價。我公司及其所屬關聯機構可能會持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並進行交易，還可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務。本報告亦可由粵海證券有限公司提供。本報告的版權僅為我公司所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式翻版、複製、刊登、發表或引用。

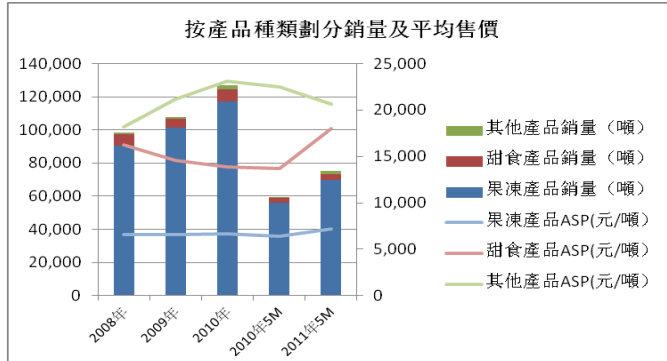
公司的盈利模式：

1. **主營業務收益：**公司為中國第二大果凍產品生產商，2010年市場份額為10.3%，公司以核心品牌[蠟筆小新]經營旗下產品，公司產品已果凍休閒食品及果凍飲料產品為主，輔助經銷出售甜食產品，包括棒棒糖、奶糖、軟糖及巧克力。2010年公司來自果凍產品、甜食產品及其他產品的銷售額分別佔銷售總額的83.3%、11.4%及5.3%。

圖：2008-2011年按產品種類劃分收益及毛利率

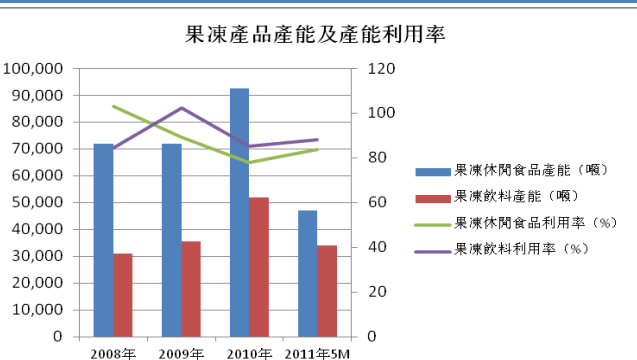


圖：2008-2011年按產品種類劃分銷量及平均售價

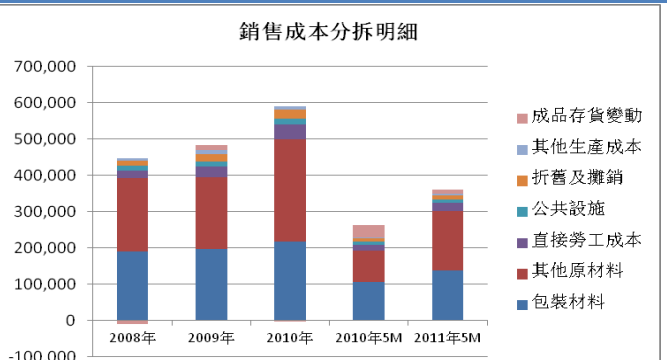


2. **產品銷量及平均售價：**公司銷售產品主要劃分為果凍產品、甜食產品及其他產品，2008年至2011年前五個月，銷售產品之平均售價複合增長率分別為4.1%、4.4%及5.4%，銷量的複合增長率為29.0%、10.0%及92.2%。因此產品的銷售額增長主要拉動因素為產量的提升。
3. **銷售及分銷網絡：**公司通過經銷商出售旗下產品，再經彼等向二級分銷商或零售商轉售產品，截至2011年5月底，公司共與190個經銷商合作，08-11年5月底，通過經銷商渠道銷售分別佔公司收益的91.8%、94.2%、92.3%及79.6%。公司與經銷商訂立分銷協議，一般為一年，並無保證銷售額承諾。同時擴展重點客戶，一般為全國性連鎖大型超市，並與其於年內訂立總銷售協議。

圖：2008-2011年果凍產品產能及產能利用率



圖：2008-2011年銷售成本分拆明細



4. **生產基地：**公司所有果凍產品均內部生產，截至2011年5月底，公司共擁有三個生產基地分別位於福建晉江、天津及四川成都。截至2011年5月底，果凍休閒食品及果凍飲料年產能分別為113000噸及82000噸，2011年產能利用率為83.9%及88.1%。同時公司擁有速溶奶茶年產能9600噸，產能利用率為29.5%。公司甜食產品的生產通過OEM安排，截至2010年10月底公司委派11名OEM企業生產旗下所有甜食產品。
5. **原材料：**生產果凍產品的原材料為果凍粉、糖及糖漿、水、罐頭水果。08-11年原材料佔銷售成本的89.6%、81.6%、84.4%及83.6%。其中包裝材料佔原材料最大組成部分，主要是以不同大小及種類的塑膠杯、塑膠袋及紙箱包裝，08-11年包裝材料成本佔銷售成本的60.2%、62.6%、55%及53%。原材料PVC及糖的價格波動對毛利率影響較大。

本報告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本報告亦可由粵海證券有限公司提供。本報告的版權僅為我公司所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式翻版、復制、刊登、發表或引用。

**認購建議:**

1. **行業增長及市場佔有率:** 隨著經濟增長、消費開支增加及城市化水平提高，中國城鎮居民及農村居民人均食品及飲料開支逐步增加，根據統計局數據，03-10 年複合增長率分別為 10.3%及 10.7%。Euromonitor 數據，2010 年中國果凍產品銷售額為 94.10 億元，08-10 年複合增長率為 8.5%，預估 10-13 年複合增長率增加至 14.2%。果凍產品市場相對集中，按銷售額計算，前五大企業 2010 年佔 48%，公司為中國第二大果凍生產商，2010 年市場佔有率為 10.3%，僅次於喜之郎。
2. **繼續擴大銷售網點:** 截至 2011 年 5 月底，公司共與 190 個經銷商合作，訂立一般為 1 年之分銷協議，在指定地區分銷產品，以銷售回扣方式向達到及超額完成分銷協定之經銷商提控獎勵，截至 2011 年 5 月底，經銷商銷售額佔銷售總額的 79.6%。同時擴展重點客戶，一般為全國性連鎖大型超市，並與其於年內訂立總銷售協議。
3. **銷量及平均銷售價格:** (1) 平均售價: 08-11 年產品銷售單價複合增長率達到 4.1%，主要得益於果凍產品的平均銷售價格保持平穩增長，公司作為零售產品，未來產品零售價格下調空間小。(2) 銷量: 08-11 年產品銷量的複合增長率為 28%，拉動整體收益增長 32%。期間產能複合增長 30.4%，截至 2011 年 5 月底產能利用率達到 85.7%，上市集資將用於擴大果凍生產線產能，複合增長率為 27%，在果凍行業需求持續增長的前提下，新產能的釋放將提高收益增長。
4. **擴充新產品:** 截至 2011 年 5 月底，果凍產品的收益佔總收益的 83%，公司計劃擴充產能，進軍乳製品、豆製品及米製品，降低果凍產品佔比至 40%。公司為果凍生產企業龍頭，在乳製品、豆製品及米製品生產經驗不足，產品生產、品牌認知及銷售不確定性大。
5. **品牌風險及食品安全:** 公司以核心品牌[蠟筆小新]分銷產品，公司的「蠟筆小新」商標並無使用「Crayon Shinchan」連載漫畫主角的肖像及以漢字「蜡笔小新」縱向呈現，而日本雙葉社的商標可能使用有關肖像及以漢字「蜡笔小新」橫向呈現，市場可能與日本之註冊品牌混淆，帶來產品品牌的不利影響。同時由於中國多起食品安全，提高消費者對食品安全憂患，公司原材料供應及監控受到更加嚴厲的把控。

**估值:**

2010 年淨利潤達到 1.48 億元 (約 1.78 億元)，公司預估 2011 年公司盈利將不少於到 2.05 億元人民幣 (約為 2.469 億港元)，同比增長 38%，按照招股價 HK\$2.65 (市值為 HK\$29.82 億元)，對應 2010 年及 2011 年市盈率分別為 16.7x 及 11.9x。目前公司估值略低於，基於行業增長速度、市場佔有率、銷售網絡擴展及新產品不確定和品牌及食品安全隱患，予以**謹慎認購評級**。

同行對比:

公司名稱	股票代碼	現價	市值	P/E(x)			P/B(x)
		(HKD)	(百萬港元)	2010A	2011E	2012E	2010A
休閒食品	1262 HK EQUITY	2.65	2,982	16.7	11.9	NA	1.9
雅士利	1230 HK EQUITY	1.2	4,223	NA	10.0	8.8	0.9
中國旺旺	151 HK EQUITY	7.93	104,437	36.9	35.0	27.4	12.1
康師傅	322 HK EQUITY	24.4	136,399	39.9	37.7	29.0	8.8
統一控股	220 HK EQUITY	4.41	15,874	25.0	30.8	20.4	2.0
華潤創業	291 HK EQUITY	25.6	61,425	20.5	24.4	20.6	1.9
中國食品	506 HK EQUITY	6.13	17,260	30.6	26.1	20.2	2.7
蒙牛	2319 HK EQUITY	27.25	47,600	27.3	23.5	18.7	3.7
澳優乳業	1717 HK EQUITY	1.4	1,366	11.2	NA	NA	1.1
匯源果汁	1886 HK EQUITY	2.91	4,301	8.4	19.8	13.0	0.7
西王糖業	2088 HK EQUITY	1.29	1,301	4.8	4.7	3.6	0.5
亞洲果業	73 HK EQUITY	4.96	6,027	3.8	7.2	7.1	0.7
平均				19.7	21.0	16.9	3.0

綜合盈利表:

(人民幣千元)	2008年	2009年	2010年	2010年前五個月	2011年前五個月
銷售	721,140	771,360	931,680	414,419	607,444
銷售成本	-438,427	-482,910	-589,682	-262,255	-360,115
毛利	282,713	288,450	341,998	152,164	247,329
毛利率	39%	37%	37%	37%	41%
其他收入	3,488	2,765	1,573	635	560
銷售及分銷開支	-114,835	-133,138	-134,790	-62,583	-76,394
行政開支	-53,750	-48,260	-44,854	-15,686	-23,811
其他(虧損)/收益	-10,384	283	2,314	738	-456
經營盈利	107,232	110,100	166,241	75,268	147,228
經營盈利率	15%	14%	18%	18%	24%
融資成本	-2,040	-3,014	-3,518	-1,386	-3,316
分佔聯營公司虧損	-2,593	-4,145	-	-	-
於聯營公司的投資的減值撥備	-	-5,128	-	-	-
向聯營公司貸款的減值撥備	-	-1,999	-1,778	-1,778	-
分佔共同控制實體虧損	-1,731	-1,632	-432	-432	-
於共同控制實體的投資的減值撥備	-5,000	-	-	-	-
出售於共同控制實體的投資的收益	-	-	344	-	-

本報告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本報告亦可由粵海證券有限公司提供。本報告的版權僅為我公司所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式翻版、複製、刊登、發表或引用。

除所得稅前溢利	95,868	94,182	160,857	71,672	143,912
所得稅開支	-27,237	-40,694	-13,019	-13,076	-28,334
年度／ 期間溢利及全面收入 總額	68,631	53,488	147,838	58,596	115,578
淨利率	10%	7%	16%	14%	19%

#### 研究報告免責聲明

本報告中的資訊均來源於已公開的資料，我公司對這些資訊的準確性及完整性不作任何保證。報告中的資訊或所表達的意見並不構成所述證券買賣的出價或征價。我公司及其關聯機構可能會持有報告中的公司所發行的證券。本報告可由粵海證券有限公司及其關聯機構提供，本報告版權僅為我公司所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式翻版、複製、刊登、發表或引用。

本報告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本報告亦可由粵海證券有限公司提供。本報告的版權僅為我公司所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式翻版、複製、刊登、發表或引用。