



2013年8月22日
每日焦点
评级: 持有
目标价: 49.2 港元

H 股价格 (港元)	45.6
预测股价回报率	7.9%
预测股息收益率	2.3%
预测总回报率	10.2%

前报告评级及目标价 持有/43.8 港元
前报告日期 13年5月16日

分析员: 李凯怡
电话: (852) 2147 8809
电邮: lisalee@abci.com.hk

主要数据

52 周高/低价(港元)	48.40/17.69
发行股数 (百万)	602
市值(百万港元)	27,465
3 个月日均成交额(百万港元)	83.2
主要股东 (%):	
合生元制药	74.7

来源: 公司、彭博、农银国际证券

2013 年上半年收入组成 (%)

益生菌	11.1
婴幼儿配方奶粉	81.6
干制婴幼儿食品	3.0
婴幼儿护理用品	3.1
营养补充剂	1.3

来源: 公司、农银国际证券

股价表现(%)

	绝对	相对*
1 个月	15.2	13.0
3 个月	8.6	12.8
6 个月	35.3	44.6

*相对于恒指

来源: 彭博、农银国际证券

1 年股价表现(港元)



来源: 彭博

合生元(1112 HK)

产品线和销售渠道驱动业绩增长

- 剔除掉违反反垄断法的一次性罚款, 今年上半年净利润同比上升 68.1%至 4.60 亿元
- 为反映其 7 月将一些产品的价格下调 5%-10%的影响, 我们下调 2013/14 年的毛利率
- 产品线和销售渠道拓展以刺激增长将是增长的主要动力
- 上游业收购可能令平均资产回报率/平均股东回报率下降
- 我们将目标价推至 2014 年, 因此目标价从 43.8 港元上升至 49.2 港元, 维持持有评级

业绩符合预期。合生元公布上半年销售同比上升 51.3%至 20.61 亿元(人民币, 下同), 同期净利润同比上升 8.6%至 2.97 亿元。剔除掉违反反垄断法的一次性罚款 1.629 亿, 净利润同比上升 68.1%至 4.60 亿元, 低于市场预期(4.70 亿)2.1%。

下半年用销量弥补毛利率收缩压力。婴幼儿配方奶粉板块占合生元今年上半年总收入的 81.6%, 期内该业务收入同比上升 53.7%至 16.82 亿元。关于产品组成, 今年上半年的高端和超高端的奶粉占比分别从去年同期的 55.4%和 44.6%调整至 59.3%和 40.7%。从以往的记录看, 产品组合的改变并不会导致其利润率的下降。但是, 由于合生元 7 月公布将一些配方产品的价格下调 5%-10%, 并给会员提供 50%以上的积分, 我们相信 2013 年毛利率将下跌至 63%。

拓展产品线和销售渠道以刺激增长。在过去五年, 合生元一直没有提高价格, 销量是其主要的增长引擎。展望未来, 拓展产品线和销售渠道将是增长的主要动力。今年 9 月, 合生元即将针对高端市场推出新的品牌, 素加。关于销售渠道, 集团预期下半年新增加 2,894 个销售网点。销售网点在上半年已经增加了 4,346 个, 鉴于这样强劲的速度, 我们认为下半年的目标是能够完成的。此外, 集团正在开发在线订单的应用程序, 以服务更多的在线买家和降低销售成本。

上游业务可能令平均资产回报率/平均股东回报率下降。7 月, 合生元收购了其婴幼儿配方产品的主要供应商之一 ISM 股权的 20%。产业链向上游拓展可能令其平均资产回报率/平均股东回报率下降。但是, 上述投资的规模较小(截至 2012 年底, ISM 净资产为 3600 万欧元), 而且短期内合生元没有进一步收购上游业务的计划。

维持买入评级。我们将 2013 年的毛利率从 66%下调至 63%, 将 2014 年的毛利率从 65%下调至 61%。在考虑进 1.629 亿罚款和毛利率下降后, 我们将 2013/14 年的全面摊薄每股盈利下调 21/11%至 1.13/1.55 元。我们将目标价推至 2014 年, 因此目标价从 43.8 港元上升至 49.2 港元, 维持持有评级。

风险因素: 1) 进一步拓展上游业务; 2) 食品安全问题; 3) 销售网点的拓展步伐和网点可能的过度囤货; 4) 各网点之间可能的价格战; 5) 上游供应的集中性风险。

业绩和估值

财年截至31/12	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
收入 (百万元人民币)	1,234	2,189	3,382	4,419	5,749
同比变化(%)	120.7	77.5	54.5	30.7	30.1
净利润 (百万元)	266	527	743	713	977
每股盈利 (元)	0.58	0.86	1.22	1.13	1.55
同比变化(%)	-	48.3	41.9	-7.0	37.0
每股净资产 (元)	2.77	3.28	3.86	4.17	4.96
同比变化(%)	-	18.7	17.5	8.0	19.0
市盈率 (倍)	-	-	29.5	31.7	23.2
市账率 (倍)	-	-	9.3	8.6	7.3
资产回报率 (%)	29.03	29.00	34.56	29.51	35.54
股本回报率 (%)	24.31	24.30	24.89	18.83	21.97
每股股息(元)	0.17	0.62	0.87	0.83	1.14
股息收益率 (%)	1.81	3.14	2.57	2.30	3.03
净负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

*净负债率=净负债/总股东权益

来源: 彭博、农银国际证券预测



图表 1: 合生元 2013 年上半年业绩

利润表	1H13	2H12	1H12	环比变化	同比变化	评论
	人民币百万	人民币百万	人民币百万	(%)	(%)	
营业额	2,061	2,019	1,363	2.1	51.3	由销量驱动;销售均价在过去五年保持稳定
销售成本	(692)	(684)	(469)	1.2	47.5	
毛利	1,370	1,335	894	2.6	53.3	
毛利率 (%)	66.4	66.1	65.6	0.3	0.9	有所改善, 由于 i) 从 ISM 购买更多原奶, 相比 Montaigu, Arla 食品提供 4%折扣; ii) 运输成本下降.
其他收入及收益	62	35	22	75.0	185.6	
销售及分销成本	(667)	(602)	(475)	10.8	40.4	
行政开支	(79)	(67)	(50)	17.5	58.1	
其他开支	(25)	(22)	(17)	15.0	46.9	
违反反垄断法罚款	(163)	0	0	-	-	
EBIT	498	680	373	(26.8)	33.4	
EBIT 利润率 (%)	24.1	33.7	27.4	(9.5)	(3.2)	
融资成本	(4)	(2)	(0)	85.0	1941.7	
除税前溢利	494	678	373	(27.1)	32.5	
税	(196)	(209)	(99)	(5.8)	98.5	有效税率上升 13.3 个基点至 39.8%, 由于一次性罚款不能作为成本以避税
纯利	298	469	274	(36.6)	8.6	
核心盈利	460	469	274	(1.9)	68.1	
净利润率 (%)	14.4	23.2	20.1	(8.8)	(5.7)	
核心净利润率 (%)	22.3	23.2	20.1	(0.9)	2.2	
收入组成						
益生菌	228	215	164	6.3	38.8	
婴幼儿配方食品	1,682	1,621	1,095	3.8	53.7	
干制婴幼儿食品	61	80	54	(23.6)	12.9	
婴幼儿护理产品	63	73	33	(13.4)	93.7	
营养补充剂	26	30	16	(13.5)	59.2	
总计	2,061	2,019	1,363	2.1	51.3	
%						
益生菌	11.1	10.6	12.1			
婴幼儿配方食品	81.6	80.3	80.3			
干制婴幼儿食品	3.0	4.0	4.0			
婴幼儿护理产品	3.1	3.6	2.4			
营养补充剂	1.3	1.5	1.2			
总计	100.0	100.0	100.0			
资产负债表	30/6/13	31/12/12	30/6/12	环比变化	同比变化	评论
	人民币百万	人民币百万	人民币百万			
债务总额	405	271	82	49.8	397.0	
现金	1,574	1,669	1,464	(5.7)	7.5	
债务净额	(1,169)	(1,399)	(1,382)	(16.4)	(15.5)	保持净现金状况
主要指标						
流动比率	1.6	2.0	3.0			
存货周转天数	148	130	101			
应收账款周转天数	1	1	1			
应付账款周转日	93	63	65			

来源:公司,农银国际证券预测



综合利润表(2010A-2014E)

财年截至31/12 (人民币百万)	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
收入	1,233.6	2,189.0	3,381.9	4,419.4	5,748.6
销售成本	(356.4)	(732.9)	(1,153.0)	(1,621.6)	(2,235.8)
毛利	877.2	1,456.1	2,228.9	2,797.8	3,512.8
其他收入及收益	4.4	71.8	56.9	0.0	0.0
销售及分销成本	(449.5)	(708.6)	(1,077.7)	(1,414.2)	(1,839.5)
管理费用	(87.6)	(82.0)	(116.9)	(154.7)	(218.4)
其他开支	(10.4)	(23.3)	(38.6)	(48.6)	(63.2)
违反反垄断法罚款				(162.9)	
EBIT	334.1	713.9	1,052.7	1,017.4	1,391.5
融资成本	0.0	0.0	(2.1)	(6.2)	(6.2)
EBT	334.1	713.9	1,050.6	1,011.1	1,385.3
税	(68.4)	(186.6)	(307.5)	(298.3)	(408.7)
股东应占溢利净额	265.7	527.4	743.1	712.9	976.6
折旧和摊销	7.1	13.0	22.6	49.8	1,622
EBITDA	341.1	726.9	1,075.3	1,067.2	1,554
股息	101.4	372.5	526.6	499.0	683.7
于期末已发行股份数目 (百万股)	600	602.3	602.3	602.3	602.3
可发行股数:					
购股权	11.2	12.7	14.0	13.1	13.1
总发行量及发行股份	622.3	627.7	630.3	628.4	628.4
每股价值 (人民币元)					
全面摊薄每股盈利 (人民币元)	0.58	0.86	1.22	1.13	1.55
新业务价值 (人民币元)	2.77	3.28	3.86	4.17	4.96
每股派息 (人民币元)	0.17	0.62	0.87	0.83	1.14

来源:公司,农银国际证券预测

主要比率(2010A-2014E)

财年截至31/12	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
盈利能力指标 (%)					
毛利率	71.1	66.5	65.9	63.3	61.1
EBIT 利润率	27.1	32.6	31.1	23.0	24.2
EBITDA 利润率	27.7	33.2	31.8	24.1	25.4
净利润率	21.5	24.1	22.0	16.1	17.0
资产回报率	24.3	24.3	24.9	18.8	22.0
平均净资产收益率	29.0	29.0	34.6	29.5	35.5
成本率 (%)					
销售及分销成本/收入	-36.4	-32.4	-31.9	-32.0	-32.0
管理费用/收入	-7.1	-3.7	-3.5	-3.5	-3.8
实际税率	-0.8	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1
杠杆比率 (倍)					
流动比率	7.88	5.18	2.02	1.86	1.94
速动比率	7.43	4.46	1.56	1.42	1.41
净债务/权益总额	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
营运资金周期 (天)					
存货周转天数	95.8	100.5	129.9	130.0	130.0
应收账款周转天数	1.3	1.2	0.5	0.5	0.5
应付账款周转天数	74.3	49.5	62.9	65.0	65.0

来源:公司,农银国际证券预测



综合资产负债表(2010A-2014E)

财年截至31/12 (人民币百万)	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
固定资产投资	31.3	59.4	77.1	177.3	209.5
其他	8.6	228.3	1,165.3	1,165.3	1,165.3
非流动资产	39.9	287.7	1,242.4	1,342.6	1,374.8
存货	106.1	297.4	523.3	631.9	960.8
应收账款及票据	5.2	9.7	0.4	11.7	4.0
预付款项，按金及其他应收款项	22.6	29.2	85.7	83.8	105.2
应收贷款	0.0	0.0	12.6	12.6	12.6
现金及银行结余	1,728.2	1,814.1	1,669.1	1,956.0	2,396.3
流动资产	1,862.1	2,150.4	2,291.0	2,696.0	3,478.8
应付贸易账款	65.8	67.2	263.1	314.5	481.9
其他应付款项及应计费用	142.3	265.1	443.8	711.3	881.3
计息银行贷款	0.0	0.0	270.5	270.5	270.5
其他	28.2	82.7	155.8	155.8	155.8
流动负债	236.3	415.1	1,133.3	1,452.1	1,789.5
递延所得税负债	5.8	45.5	77.5	77.5	77.5
非流动负债	5.8	45.5	77.5	77.5	77.5
总资产	1,902.0	2,438.1	3,533.4	4,038.6	4,853.6
净资产	1,659.9	1,977.6	2,322.7	2,509.0	2,986.7
已发行股本	5.1	5.2	5.2	5.2	5.2
储备	1,553.4	1,679.0	1,903.5	2,089.8	2,567.5
其他	101.4	293.4	414.0	414.0	414.0
股东应占权益	1,659.9	1,977.6	2,322.7	2,509.0	2,986.6

来源:公司,农银国际证券预测

综合现金流量表 (2010A-2014E)

财年截至31/12 (人民币百万)	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
EBITDA	341.1	726.9	1,075.3	1,067.2	1,459.3
营运资金变动	74.6	(71.8)	114.6	200.7	(5.1)
其他	9.0	(16.0)	2.0	0.0	0.0
营运产生净现金	424.7	639.2	1,191.8	1,267.9	1,454.2
支付利息					
已付所得税	(43.7)	(123.0)	(244.6)	(298.3)	(408.7)
经营现金流	381.0	516.2	947.2	969.6	1,045.5
资本开支	(17.4)	(38.8)	(39.3)	(150.0)	(100.0)
其他	8.0	(490.5)	(1,811.2)	0.0	0.0
投资现金流	(9.4)	(529.2)	(1,850.5)	(150.0)	(100.0)
净借贷	-1	0	1	2	3
发行股份所得款项	1,371.6	11.6	0.0	0.0	0.0
支付股息	(146.0)	(180.5)	(404.0)	(526.6)	(499.0)
支付利息					
其他	6.3	0.0	211.3	(8.2)	(9.2)
融资现金流	1,230.9	(168.8)	(191.7)	(532.8)	(505.2)
现金及现金等价物净(减少)/增加	1,602.6	(181.9)	(1,095.0)	286.8	440.3
在年初的年度/期间的现金及现金等价物	133.8	1,728.2	1,490.5	400.6	687.4
外汇汇率的净影响	(8.2)	(55.9)	5.1	0.0	0.0
期末现金及现金等价物	1,728.2	1,490.5	400.6	687.4	1,127.8

来源:公司,农银国际证券预测



权益披露

分析员，李凯怡，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

农银国际证券有限公司及/或与其有联系的公司，可能会向本报告提及的任何公司收取任何财务权益。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报
持有	市场回报 - 6% \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率
市场回报是 2007-2011 年市场平均回报率

股价风险的定义

评级	定义
很高	$2.6 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率
高	$1.5 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 < 2.6
中等	$1.0 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 < 1.5
低	180 天波动率/180 天基准指数波动率 < 1.0

我们用股票价格波动率相对基准指数波动率来衡量股票价格风险；基准指数指恒生指数

波动率是由每日价格和历史日价格变化对数的标准偏差计算所得。180 天的价格波动率等于最近的 180 个交易日收盘价的相对价格变化的年化标准差。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员（们）负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者（不包括投资银行）决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入（包括投行和销售部）有关。报告所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值，收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2013 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址: 香港中环，红棉路 8 号，东昌大厦 13 楼，农银国际证券有限公司
电话: (852) 2868 2183