

積極拓展銷售網絡 自家品牌業務高速增長

投資要點

- **15 年度經調整淨利潤優於預期，主要由於銷售及行政成本較預期低：**天韻國際公布 15 年度收入按年增長 23.7% 至 5.54 億元人民幣，略低於我們預期 2%，主要由於新鮮水果及其他產品增長不及預期，原廠委託製造代工(OEM)/自家品牌/新鮮水果及其他產品的收入按年增長+18.5%/+99.4%/-2.5%。毛利率上升 0.9 個百分點至 31.1%，優於我們預測的 30.4%，主要由於塑料杯加工水果產品毛利率上升 1.6 個百分點所致。淨利潤按年增長 8.5% 至 9,692 萬元人民幣，撇除一次性上市開支，經調整後淨利潤按年增長 28.6% 至 1.17 億元人民幣，優於我們預測 9.4%，主要由於銷售及行政成本較預期低。
- **積極拓展傳統分銷商及電商銷售網絡，自家品牌業務將維持高速增長：**公司採用新分銷系統，與分銷商訂立正式的協議，監控並確保其遵循公司策略，並更好地回應市場需求，15 年度分銷商數量按年上升 406% 至 86 個。同時，公司深耕線上市場，以自家品牌「果小懶」在內地第三方網購平台「天貓」進行銷售。管理層預期 16 年度分銷商數量將持續增長，並計劃新增兩個自家品牌，以拓展內地電商銷售渠道如微商等，預計電商銷售方面將貢獻 3%-5% 整體收入。此外，公司 15 年度完成多類新加工水果產品的開發，包括水果霜、水果冰沙及果肉果凍，預期 16 年度推出市面，並計劃增加水果種類，吸納新客戶群，包括長者、小孩及年輕一族等。我們預期 16 年度自家品牌業務將增長 100%。
- **海外客戶基礎繼續擴張，OEM 業務增長穩定：**公司擁有龐大 OEM 客戶基礎，15 年度活躍 OEM 客戶數目增加至 41，覆蓋加拿大、美國、英國、德國、法國、澳洲、紐西蘭、日本、馬來西亞和南非等，加上去年底已開始洽談的潛在客戶，預計將於 16 年度貢獻收入，我們預期 16 年度 OEM 業務增長 18%。
- **估值與評級：**我們上調 16/17 年度預測淨利潤 17.0%/15.3%，現價相等於 16 年度預測市盈率 4.6 倍，大幅低於同業。公司積極拓展傳統分銷商和電商網絡，及開發新加工水果產品，自家品牌業務將維持高速增長，OEM 業務亦增長穩定，我們以 16 年度預測市盈率 8.0 倍為目標，給予**目標價 1.70 元**，維持**增持**評級。

風險提示：1) 罐頭水果行業發展不及預期；和 2) 公司擴展不及預期。

指標/年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
收入 (百萬元人民幣)	448	554	721	887	1,038
增長率	20.8%	23.7%	30.2%	23.0%	17.0%
經調整淨利潤* (百萬元人民幣)	91	117	157	196	231
增長率	28.3%	28.6%	34.5%	24.6%	18.0%
Consensus 淨利潤 (百萬元人民幣)			140	164	188
經調整每股盈利* (人民幣)		0.12	0.18	0.22	0.27
市盈率*		7.1	4.6	3.7	3.1

資料來源：公司資料，西證(香港)證券經紀有限公司(“西證證券”)

* 撇除上市費用

2016 年 4 月 14 日

秦婷

jennifer.chun@swsc.hk
(852) 2238 9303

評級

增持(維持)

目標價

1.70 (此前 1.60)

現價

1.00

升幅

70.0%

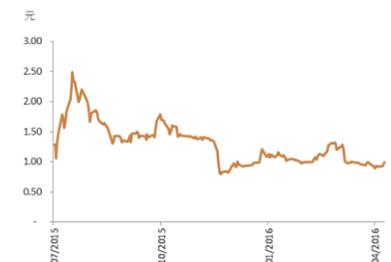
主要數據

52 周區間 (元)	0.76/2.57
3 個月平均成交量 (百萬)	3.00
流通股數 (百萬)	1,000.00
市值 (百萬元)	1,000.00
主要股東 (%)	楊自遠 (44.37%)
審計	PWC
業績日期	2016-08

公司簡介

天韻國際為內地加工水果產品的生產和銷售商。公司 2003 年起以原廠委託製造代工方式(OEM)向中國和海外國家銷售加工水果產品，近年以自家品牌「天同時代」及「碩果時代」在內地銷售，並於 2015 年建立自家品牌「果小懶」，在內地第三方網購平台「天貓」進行銷售。根據弗若斯特沙利文，公司為內地第七大罐頭水果生產商。

股價表現



資料來源：彭博，西證證券

圖1：收入和淨利潤預測

百萬元人民幣	FY15A (最新)	FY15E (此前)	調整	FY16E (最新)	FY16E (此前)	調整	FY17E (最新)	FY17E (此前)	調整
收入	554	565	-2.0%	721	695	3.7%	887	866	2.5%
淨利潤	117	107	9.4%	157	134	17.0%	196	170	15.3%

資料來源：公司資料，西證證券

圖2：分部收入預測

百萬元人民幣	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入					
OEM	314.1	372.1	439.1	504.9	580.7
自家品牌	50.3	100.3	200.6	300.9	376.1
新鮮水果和其他	83.2	81.2	81.2	81.2	81.2
總共	447.7	553.6	720.9	887.0	1,038.0
增長					
OEM	34.3%	18.5%	18.0%	15.0%	15.0%
自家品牌	-15.1%	99.3%	100.0%	50.0%	25.0%
新鮮水果和其他	7.6%	-2.5%	0.0%	0.0%	0.0%
總共	20.8%	23.7%	30.2%	23.0%	17.0%

資料來源：公司資料，西證證券

圖3：財務報表

損益表						現金流量表					
12月31日年結 (百萬元人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	12月31日年結 (百萬元人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	448	554	721	887	1,038	稅前利潤	114	129	200	250	295
毛利	135	172	226	280	329	稅項	(23)	(35)	(5)	(43)	(54)
EBITDA	121	156	206	255	299	折舊	4	5	5	5	5
折舊	(4)	(5)	(5)	(5)	(5)	聯營公司	0	0	0	0	0
EBIT	118	151	201	250	294	營運資本變動	(28)	(48)	(35)	(35)	(32)
財務收入(費用)	(2)	(2)	(0)	0	0	經營現金流量	67	51	165	177	214
聯營公司	0	0	0	0	0	資本開支	(37)	(60)	(92)	(96)	(96)
非經常性項目	(2)	(21)	0	0	0	自由現金流量	30	(8)	74	81	118
稅前利潤	114	129	200	250	295	股息	70	30	49	61	72
稅項	(24)	(32)	(43)	(54)	(63)	其他非流動資產變動	0	(105)	0	0	0
非控股權益	0	0	0	0	0	股本變動	0	248	0	0	0
淨利潤	89	96.92	157	196	231	其他	(80)	(4)	19	12	11
經調整淨利潤*	91	117	157	196	231	淨現金流量	20	160	141	153	201
						期初淨現金(負債)	(21)	(1)	159	300	453
						期終淨現金(負債)	-1	159	300	453	654

資產負債表						財務比率					
12月31日年結 (百萬元人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	12月31日年結 (百萬元人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
現金及現金等價物	32	227	320	465	658	增長(%)					
應收賬款	50	71	93	114	133	收入	20.8	23.7	30.2	23.0	17.0
存貨	41	56	73	89	104	EBITDA	24.7	29.0	31.7	23.8	17.5
其他流動資產	0	0	0	0	0	EBIT	25.5	28.6	32.7	24.4	17.9
物業、廠房及設備	73	127	214	304	395	淨利潤	26.0	8.5	62.3	24.6	18.0
無形資產	0	0	0	0	0	經調整淨利潤*	28.3	28.6	34.5	24.6	18.0
其他非流動資產	0	105	105	105	105	每股盈利	NA	NA	62.3	24.6	18.0
總資產	195	587	804	1,078	1,396	經調整每股盈利*	NA	NA	54.2	24.6	18.0
						利潤率(%)					
應付賬款	20	9	12	15	17	毛利	30.2	31.1	31.4	31.6	31.7
短期借款	33	68	20	11	4	EBITDA	27.1	28.2	28.5	28.7	28.8
其他流動負債	24	20	59	69	79	EBIT	26.3	27.3	27.8	28.1	28.3
長期借款	0	0	0	0	0	淨利潤	19.9	17.5	21.8	22.1	22.3
遞延稅項負債	0	0	0	0	0	經調整淨利潤*	20.3	21.1	21.8	22.1	22.3
其他非流動負債	0	0	0	0	0	其他比率					
總負債	76	97	90	95	99	ROE(%)	75.5	19.8	22.0	19.9	17.8
						ROA(%)	45.8	16.5	19.6	18.2	16.6
股本	0	248	248	248	248	淨負債率	1.2	(32.5)	(42.0)	(46.1)	(50.5)
儲備	118	241	466	735	1,049	利息覆蓋率(倍)	48.2	81.0	365.4	796.2	2956.5
股東權益	118	489	714	983	1,297	應收賬款周轉天數	40.5	46.8	46.8	46.8	46.8
非控股權益	0	0	0	0	0	應付賬款周轉天數	23.1	8.8	8.8	8.8	8.8
總權益	118	489	714	983	1,297	存貨周轉天數	48.0	53.8	53.8	53.8	53.8
淨現金(負債)	-1	159	300	453	654	有效稅率(%)	(21.0)	(21.5)	(21.5)	(21.5)	(21.5)

資料來源：公司資料，西證證券

* 撇除上市費用

圖4：同業估值比較

	股票編號	市值 (百萬元)	市盈率(x)			市帳率(x)			股息(%)		
			FY15A	FY16E	FY17E	FY15A	FY16E	FY17E	FY15A	FY16E	FY17E
HORMEL FOODS CRP	HRL US	163,699.8	30.5	25.4	24.2	5.5	4.7	4.3	1.0	1.2	1.6
CONAGRA FOODS	CAG US	154,756.7	21.0	21.9	19.0	3.5	4.2	3.9	2.2	2.2	2.2
DEL MONTE PAC LT	DELM SP	3,537.5	(8.7)	10.4	7.3	1.0	1.1	0.8	0.0	3.0	5.1
中國旺旺	151 HK	84,448.3	20.0	18.8	18.7	4.9	5.0	4.3	3.7	2.4	2.5
康師傅控股	322 HK	52,891.1	27.2	24.6	21.1	2.2	2.2	2.1	3.3	1.7	2.0
統一企業中國	220 HK	29,717.0	28.7	25.2	22.1	2.2	2.0	1.9	0.5	0.8	0.9
天溢森美	756 HK	1,482.6	13.6	15.3	10.7	0.7	0.7	0.7	2.5	1.5	0.0
平均			18.9	20.2	17.6	2.8	2.8	2.6	1.9	1.8	2.0
天韻國際控股	6836 HK	1,000.0	7.1	4.6	3.7	1.7	1.0	0.7	3.6	6.7	8.4

資料來源：彭博，西證證券

分析員核證

分析員（等）主要負責擬備本報告並謹此聲明 -

- (1) 本報告所表達意見均準確反映分析員（等）對所述公司（等）及其證券之個人見解；
- (2) 分析員（等）之補償與本報告的推薦或意見或企業融資部並沒有直接或間接的關係；
- (3) 分析員（等）不是直接或間接地受企業融資部監管或隸屬於企業融資部；
- (4) 分析員（等）就報告中論述的證券，並沒有違反安靜期限制；
- (5) 分析員（等）並沒有任何與報告中論述的公司（等）的董事職銜或擔任要員。

評級定義

公司評級	買入：未來一年，公司絕對收益率為 50%以上
	增持：未來一年，公司絕對收益率介於 20%與 50%之間
	中性：未來一年，公司絕對收益率介於-20%與 20%之間
	回避：未來一年，公司絕對收益率為-20%以下
行業評級	買入：未來一年，行業整體絕對收益率為 50%以上
	增持：未來一年，行業整體絕對收益率介於 20%與 50%之間
	中性：未來一年，行業整體絕對收益率介於-20%與 20%之間
	回避：未來一年，行業整體絕對收益率為-20%以下

免責聲明

本報告內容或意見僅供參考之用途，並不構成任何買入或沽出證券或其他金融產品之要約。過去之成績不可作為未來成績的指標，同時未來回報是不能保證的，你可能蒙受所有資金的損失。本報告並無顧慮任何特定收取者之特定投資目標、財務狀況、或風險承受程度，投資者在進行任何投資前，必須對其投資進行獨立判斷或諮詢所需之獨立顧問意見。

雖然本報告資料來自或編寫自西證(香港)證券經紀有限公司(「西證證券」)相信為可靠之來源，惟西證證券並不明示或暗示地聲明或保證任何該等資料之準確性、完整性或可靠性。本報告內所提及之價格僅供參考之用途，投資產品之價值及收入可能會浮動。本報告內容或意見可隨時更改，西證證券並不承諾提供任何有關變更之通知。

西證國際證券股份有限公司(「西證國際」)及其附屬公司、要員、董事及僱員在任何時間可持有本報告所提及之任何證券、認股證、期貨、期權、衍生產品或其他金融工具的長倉或短倉。西證國際及其附屬公司可能與報告中論述的公司（等）擁有或正尋求業務關係，包括但不限於企業融資業務關係。因此投資者應留意報告的客觀性可能受潛在的利益衝突所影響。

西證國際或西證國際任何其他成員在任何情況下，均不會就由於任何第三方在依賴本報告內容時之作為或不作為而導致任何類型之損失（無論是直接、間接、隨之而來或附帶者），負上法律責任或具有任何責任。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其他註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

未經西證國際事先書面授權，任何人不得為任何目的複製、發出、發表此報告，西證國際保留一切權利。