

2010年12月7日 星期二

招银证券研究部

合生元 (1112.HK)

基本资料

股份代码	1112 HK
招股日期	03/12/2010-08/12/2010
发售股份数目 (百万)	150
发售股份占发售后股本	25%
超额配股权(百万)	23
发行价 (港元)	10.00-12.00
集资额 (百万港元)	1,500-1,800
保荐人	汇丰
主要财务资料	
历史市盈率	43.7-52.4
2010年预期市盈率	22.3-26.8

资料来源：招股书，招银证券整理

投资要点

- 合生元创立于 1999 年，是中国高端婴幼儿营养品及护理用品的供应商。主要产品包括高端儿童益生菌冲剂、婴幼儿配方奶粉、干制婴幼儿食品产品及婴幼儿护理用品等。公司最初产品为益生菌冲剂，2007 年推出干制婴幼儿食品，2008 年 7 月开始生产销售婴幼儿配方奶粉，今年 5 月份和 7 月份又将产品线扩大至婴幼儿纸尿裤及防溢乳垫等护理用品。
- 合生元从法国、挪威及瑞士等其他欧洲国家及美国进口优质成份，通过筛分和最终包装制作儿童益生菌冲剂及部分干制婴幼儿食品产品。同时公司委任国际产品供货商制造婴幼儿配方奶粉、部分干制婴幼儿食品及婴幼儿护理用品并以原包装进口。这种持续从欧美采购主要原材料及聘用产品供货商的做法，有别于在国内生产或采购主要原材料的国内其他竞争对手，也将使公司从未来人民币升值的趋势中获益。
- 按照产品划分，益生菌冲剂收入所占比重逐年降低，由 2007 年的 91.4% 降至 2008 年的 78%，再降至 2009 年的 47.6%，今年上半年该比重进一步降低到 27.9%。干制婴幼儿食品收入的比重一直维持在 8-10% 左右。婴幼儿配方奶粉自 2008 年下半年推出以来，市场反应良好，其收入占总收入的比重也由 2009 年的 42.6% 增至今年上半年的 58%，收入额由 2008 年的人民币 4,080 万元增至 2009 年的 2.38 亿元，今年上半年仅半年收入就达到 2.88 亿元，超过去年全年。婴幼儿纸尿裤自今年 5 月份推出以来，仅两个月时间就录得人民币 2,710 万元收入，占总收入的比重为 5.5%。
- 根据招股书，按零售销售额计算，合生元的产品于 2009 年占中国整体婴幼儿食品行业约 1.1% 的市场份额及占除婴幼儿配方奶粉以外其他婴幼儿食品行业约 1.7% 的市场份额。2007-2009 年，公司收入及盈利大幅增长，总收入由 2007 年的人民币 1.88 亿元增至 2008 年的 3.26 亿元，进一步增长至 2009 年的 5.59 亿元，三年复合增长率为 72.3%；净利润由 2007 年的人民币 1,750 万元增至 2008 年的 3,520 万元，进一步增至 2009 年的 1.08 亿元，复合增长率为 148.8%。今年上半年，合生元录得收入及盈利分别为 4.96 亿元和 1.17 亿元，较去年同期分别增长 119.9% 和 229%。
- 公司预计 2010 年股东应占溢利不低于人民币 2.3 亿元或每股盈利 0.38 元，发行价对应 2010 年 22.3-26.8 倍市盈率。本次 IPO 募集款项的 35% 将用于通过广告等市场推广手段增强及巩固品牌认知度和品牌形象；20% 将用于与上游供应商合作拓展业务；15% 将用于拓展及发展分销渠道及零售渠道；15% 用于研发投入、扩大生产设施及仓库。

招银视点

- 公司的婴幼儿配方奶粉业务发势头迅猛，预计未来将成为收入和利润的主要来源。国内奶粉市场自经历“三聚氰胺”事件后，消费者对于进口奶粉较为青睐；且公司致力于发展高端奶粉业务，我们认为高端婴幼儿奶粉未来的增长速度应高于普通奶粉产品；加上公司不断完善的产品结构和未来开拓新的产品线的潜力，我们认为合生元的未来发展值得期待。作为高端婴幼儿营养品及护理用品的供应商，公司将长期受益于内地生活水平的持续改善所带来的消费增长；作为进口商，公司未来也将受益于人民币升值。发行价对应 2010 年 22-27 倍市盈率，我们认为估值虽然偏高，但考虑到公司的成长性，以及所处行业作为目前市场的热点，建议积极申购。

财务摘要

人民币百万元	2007	2008	2009	2009	2010
		截至 12 月 31 日止		截至 6 月 30 日止	
收入	188.297	325.540	558.969	225.643	496.140
销售成本	(50.425)	(88.666)	(163.016)	(67.365)	(143.700)
毛利	137.872	236.874	395.953	158.278	352.440
其他收入	0.554	0.922	3.061	1.162	4.549
销售及营销开支	(95.026)	(168.844)	(248.299)	(103.425)	(190.319)
行政开支	(9.992)	(20.321)	(26.462)	(10.165)	(28.361)
其他开支	(6.006)	(4.025)	(6.100)	(1.471)	(2.514)
除税前溢利	27.402	44.606	118.153	44.379	135.795
税项	(9.916)	(9.444)	(9.836)	(8.911)	(19.042)
股东应占溢利	17.487	35.066	108.317	35.468	116.753

资料来源：招股书、招银证券整理

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
投机性买入	: 股价于未来 3 个月的潜在涨幅超过 20%，波动性高
投机性卖出	: 股价于未来 3 个月的潜在跌幅超过 20%，波动性高

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银国际建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，未经招银国际书面授权不得提供给他任人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给他任人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。