



水果加工業發展潛力大

根據調研機構弗若斯特沙利文 (Frost & Sullivan) 資料顯示，內地為全球最大的罐頭水果生產國及出口國，約佔全球罐頭水果出口總值約20%。其中內地的桃、蘋果和梨等主要新鮮水果種類的供應量，佔全球供應量50%以上，而該等水果於2009至2014年於內地的產量的複合年均增長率分別為6.1%、1.6%及3.5%。

另一方面，發達國家（包括北美、歐洲及日本）則為世界上主要的罐頭水果進口國，約佔世界罐頭水果進口總值超過50%。

2014年內地罐頭水果產量為168萬噸，於2009至2014年的複合年均增長率為5.5%。

而弗若斯特沙利文預期，消費者需求增加及生產技術進步，將推動罐頭水果的需求，2019年產量預期將上升至221萬噸；於2015至2019年的複合年均增長率為5.2%。

內地罐頭水果產品於2014年的銷售額約為110億元人民幣，於2009至2014年的複合年均增長率為6%，其中內銷佔比約為55%；而出口佔比約為45%。

由於地大物博，且水果種類繁多，罐頭水果產品出口銷售額預期仍將保持增長，但2014至2019年的複合年均增長率或放緩至1.4%（2009至2014年為5.5%）。

市場集中度待提升

今年首四個月，內地蔬菜、水果及堅果等製品的出口金額（按美元計）累計同比倒退3.5%，但扣除人民幣貶值因素後，大致持平或略有增長。

內地罐頭水果市場比較分散，按銷量計算，2014年十大罐頭水果生產商僅佔內地市場分額約34%。

由於環境保護及食品安全監管的要求不斷提升；加上內地勞動成本上升將淘汰小企業，因此，行業龍頭公司的市場分額仍有上升空間。

另一方面，人均罐頭水果產品消費量仍不到一公斤，但2013年美國人均消費量已達到六公斤，因此，內地罐頭水果產品消費增長空間巨大。

2014至2019年內地加工水果產品內銷的複合年均增長率或為6.4%。

其中消費者對加工水果產品的品牌認可度及銷售網絡構建，決定企業是否可以成功從原件生產 (OEM) 轉型到原品牌管理生產 (OBM)。

天韻增長前景樂觀

天韻國際控股 (06836) 報主要以OEM方式出售加工水果產品予北美、歐洲等國家，另外，也擁有以自有品牌形式，於內地出售加工水果產品。

受惠產能的增加及自有品牌產品業務發展迅速；加上公司積極增加罐頭水果種類，吸引國外的商家及國內的消費者，預期天韻收入及每股淨利的複合年均增長率，於2015至2018年分別達21.5%及19.1%。

天韻現估值僅約6倍2015年市盈率、4.8倍2016年市盈率及4.2倍2017年市盈率，其估值較其他香港上市的果汁公司及全球上市之罐頭水果企業折讓超過40%，估值吸引。

按貼現現金流模型得出的估值為每股2.05元，在給予30%折讓後，目標價為1.45元，投資評級為「買入」，目標價相當於8.8倍2016年市盈率，以及7.5倍2017年市盈率。