

買入

2008年8月28日

08 中期業績超預期

- **08 上半年淨利潤大幅增長 71%，超出我們的預期：**公司 08 上半年的銷售收入和淨利潤分別為 60.4 億港元和 6.7 億港元，分別同比增長 75%及 71%，公司的 08 上半年淨利潤遠超我們的預期。如除去因收購克山肉聯廠產生的負商譽 1.0 億港元，以及匯兌收益約 1.1 億港元，公司的 08 上半年淨利潤約為 4.6 億港元，同比增長 35%。
- **受益於售價大幅提升，銷售收入同比大幅增長 75%：**08 上半年，冷鮮肉及冷凍肉業務的銷售收入分別同比上升 119%及 29%，主要是由於其銷售價格分別同比提高 74%及 77%的貢獻。低溫肉及高溫肉業務的銷售收入分別同比上升 65%及 20%，主要是由於下游加工業務的銷售價格同比提高 39%的貢獻。
- **生豬價格大幅上漲，導致整體毛利率下降 1.3 個百分點：**08 上半年，上游業務的毛利率同比下降 1.5 個百分點。下游深加工業務的毛利率則因售價的提升及產品結構的優化而上升，由於低毛利率的上游產品業務銷售額占比的上升以及其毛利率的下降，最終導致 08 上半年公司的整體毛利率同比下降 1.3 個百分點，至 13.6%。
- **預期下半年生豬價格回落：**08 上半年，生豬價格仍延續 07 年底的高位，環比上升約 17%。我們預期 08 下半年的生豬價格不會大幅下滑，而將因生豬出欄量的上升而繼續穩步回落。08 下半年，銷售收入的同比增速將因生豬價格的回落而下降，上游業務的單位產品毛利水準環比也將下降，但是下游業務的毛利率可望因成本下降而獲得提升。
- **調升目標價至 15.2 港元，維持買入評級：**我們將公司的 12 個月目標價從 12.9 港元調升至 15.2 港元，對應的 08 及 09 年預測市盈率 20 倍及 17 倍，現價距離目標價有 19.3%的上升空間，維持買入評級。

許斐娜

86755-33367861

feina.xu@firstshanghai.com.hk

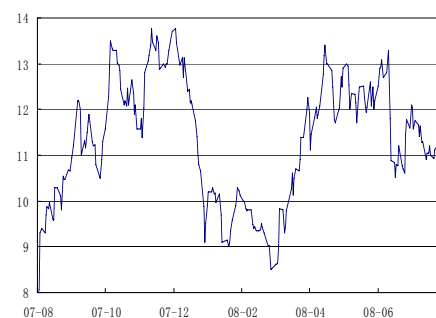
主要資料

行業	消費品(食品飲料)
股價	12.74 港元
目標價	15.2 港元 (+19.3%)
股票代碼	1068
已發行股本	15.3 億股
市值	195.0 億港元
52 周高/低	14.5—7.57 港元
每股淨現值	2.71 港元
主要股東	Willie Holding Limited (51.53%)

表 1：盈利摘要

截止12月31日財政年度	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
收入(百万港元)	4,621	8,635	12,397	15,238	19,265
变动(%)	4	87	44	23	26
净利润(百万港元)	481	859	1,122	1,283	1,601
每股攤薄收益(港元)	0.33	0.58	0.76	0.87	1.08
变动(%)	-4	76	31	14	25
市盈率(倍)	38.5	21.9	16.8	14.7	11.7
每股派息(港元)	0.07	0.08	0.16	0.19	0.22
息率(%)	0.53	0.65	1.22	1.49	1.70

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現


來源：彭博

08 中期業績超預期

08 上半年淨利潤大幅增長 71%，超出我們預期

公司 08 上半年的銷售收入和淨利潤分別為 60.4 億港元和 6.7 億港元，分別同比增長 75%及 71%，每股盈利由 0.27 港元增長 62%至 0.44 港元，公司的 08 上半年淨利潤遠超我們的預期。由於毛利率的下降，公司 08 上半年的淨利潤率同比下降 0.3 個百分點至 11.1%。如除去因收購克山肉聯廠產生的負商譽 1.0 億港元，以及匯兌收益約 1.1 億港元，公司的 08 上半年淨利潤約為 4.6 億港元，同比增長 35%。

圖表 1：08 上半年業績評述

百万港元	2007年中期	2008年中期	變動	評論
銷售收入	3,450	6,043	75%	冷鮮肉及低溫肉業務銷售額分別同比高速增长65%及119%
銷售成本	-2,938	-5,223	78%	生豬售價上升
毛利	512	821	60%	毛利率同比下降1.3個百分點至13.6%
銷售及市場推廣成本	-137	-243	78%	分銷成本占總銷售額比例同比上升0.1個百分點至4%
行政及其他開支	-86	-143	66%	行政及其他開支占總銷售額比例同比下降0.1個百分點至2.4%
其他收入	9	21	124%	
政府補貼	59	66	12%	
負商譽	50	102	104%	因08年6月30日收購克山肉聯廠產生
經營溢利	407	623	53%	
融資收入淨額	11	111	872%	產生1.13億港元的匯兌收益
應占聯營公司溢利/虧損	-0	-0	1%	
除所得稅前溢利	418	733	75%	
所得稅開支	-24	-61	148%	有效稅率同比上升2.4個百分點至8.3%
少數股東權益	-0	-0	-3%	
本公司股東溢利	393	672	71%	淨利潤率同比下降0.3個百分點至11.1%
每股基本盈利（港元）	0.27	0.44	62%	

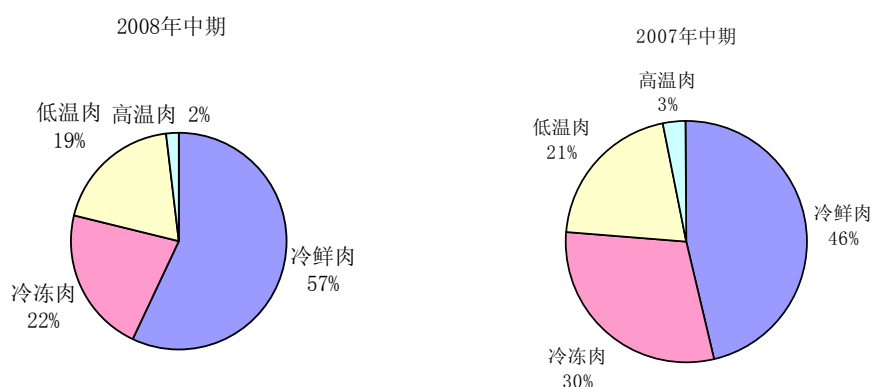
資料來源：公司資料，第一上海

受益於售價大幅提升，銷售收入同比大幅增長 75%

公司 08 上半年銷售收入同比大幅增長 75%，主要是受益於產品銷售價格的大幅提升。冷鮮肉及冷凍肉業務的銷售收入分別同比上升 119%及 29%，主要是由於其銷售價格分別同比提高 74%及 77%的貢獻。08 上半年，由於生豬供應緊張，公司的生豬屠宰量同比僅上升 1%。08 上半年，公司在瀋陽增加了 50 萬頭的屠宰產能，其產能利用率較 07 年底輕微下降 1 個百分點至 56%，管理層表示下半年的產能利用率將隨著生豬供應量的回升而獲得改善。由於公司傾向優化上下游產品的結構，大幅提升冷鮮肉的銷售量，在上游產品業務中，08 上半年冷鮮肉業務的銷售額貢獻度同比大幅上升 11 個百分點，至 72%。

08 上半年，低溫肉及高溫肉業務的銷售收入分別同比上升 65%及 20%，主要是由於下游加工業務的銷售價格同比提高 39%的貢獻。08 上半年，下游加工業務的銷售量同比上升 15%，產能利用率較 07 年底上升 3 個百分點至 65%。公司未來將繼續提高低溫肉業務的銷售額貢獻度。

圖表 2：產品組合變化



資料來源：公司資料，第一上海

生豬價格同比大幅上漲，導致整體毛利率下降 1.3 個百分點

雖然公司對上游產品基本上做到隨行定價，但由於提價時間的滯後以及產能利用率因生豬供應量不足造成單位攤銷固定生產成本值的上升，生豬價格上漲降低了冷鮮肉及冷凍肉業務的毛利率，同比分別下降 2 個百分點及 1.7 個百分點，至 9.5%及 6.4%。下游深加工產品的毛利率則因售價的提升及產品結構的優化而上升，同比分別上升 0.5 個百分點及 0.2 個百分點，至 27.5%及 18.5%。由於低毛利率的上游產品業務銷售額占比的上升以及其毛利率的下降，最終導致 08 上半年公司的整體毛利率同比下降 1.3 個百分點，至 13.6%。

圖表 3：公司的財務比率變化

	2007年中期	2008年中期	變動(百分點)
毛利率	14.8%	13.6%	-1.3
冷鮮肉	11.5%	9.5%	-2.0
冷凍肉	8.1%	6.4%	-1.7
低溫肉	27.0%	27.5%	0.5
高溫肉	18.3%	18.5%	0.2
經營利潤率	11.8%	10.3%	-1.5
銷售成本占比總銷售收入	4.0%	4.0%	0.1
行政及其他開支占比總銷售收入	2.5%	2.4%	-0.1
稅率	5.9%	8.3%	2.4
淨利率	11.4%	11.1%	-0.3
負債比率	23.5%	23.6%	0.1

資料來源：公司資料，第一上海

預期 08 下半年生豬價格將因生豬出欄量的上升而繼續穩步回落

08 上半年，生豬價格仍延續 07 年底的高位，環比上升約 17%。4 月達到 17 元人民幣/千克的高點後，持續回落至目前約 14 元人民幣/千克的水準。由於 08 上半年的豬飼料價格同比增幅高達 51%，我們預期 08 下半年的生豬價格不會大幅下滑，而將因生豬出欄量的上升而繼續穩步回落。08 下半年，銷售收入的同比增速將因生豬價格的回落而下降，上游業務的單位產品毛利水準環比也將下降，但是下游業務的毛利率可望因成本下降而獲得提升。

調升目標價至 15.2 港元，維持買入評級

基於新的資訊，我們調升公司 08 年的淨利潤 17%至 11.2 億港元，以反應其負商譽及匯兌收益。我們同時將公司的 12 個月目標價從 12.9 港元調升至 15.2 港元，對應的 08 及 09 年預測市盈率 20 倍及 17 倍，現價距離目標價有 19.3%的上升空間，維持買入評級。

主要財務報表

损益表						财务分析					
<港元百万>, 财务年度截至<十二月>											
	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测		2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	4,621	8,635	12,397	15,238	19,265	盈利能力					
毛利	711	1,220	1,701	2,191	2,863	毛利率 (%)	15.4%	14.1%	13.7%	14.4%	14.9%
其他业务收入	89	191	212	150	130	EBITDA 利率 (%)	11.3%	11.1%	10.3%	10.3%	10.4%
销售及管理费用	(326)	(540)	(769)	(945)	(1,194)	净利率 (%)	10.4%	10.0%	9.0%	8.4%	8.3%
其他收入	0	0	0	0	0						
营运收入	475	872	1,144	1,396	1,799	营运表现					
财务开支	12	41	104	61	59	SG&A/收入 (%)	7.1%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%
联营公司	(1)	(1)	(1)	(1)	1	实际税率 (%)	1.1%	5.6%	10.0%	12.0%	14.0%
税前盈利	485	912	1,247	1,456	1,858	股息支付率 (%)	34.9%	26.7%	25.0%	25.0%	25.0%
所得税	(6)	(51)	(125)	(175)	(260)	库存周转	48	34	32	30	28
少数股东应占利润	1	(2)	(1)	1	3	应付账款天数	20	16	16	16	16
净利润	481	859	1,122	1,283	1,601	应收账款天数	25	21	20	19	18
折旧及摊销	46	83	131	169	211						
EBITDA	520	955	1,276	1,566	2,010	财务状况					
						净负债/股本	0.29	0.54	0.55	0.53	0.52
增长						收入/总资产	1.47	1.35	1.67	1.90	2.17
总收入 (%)	3.8%	86.9%	43.6%	22.9%	26.4%	总资产/股本	1.29	1.54	1.55	1.53	1.52
EBITDA (%)	18.0%	83.4%	33.6%	22.8%	28.3%	盈利对利息倍数	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用

资产负债表						现金流量表					
<港元百万>, 财务年度截至<十二月>											
	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测		2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	844	1,966	1,018	600	324	EBITDA	520	955	1,276	1,566	2,010
应收账款	323	501	679	793	950	融资成本	(8)	7	(104)	(61)	(59)
存货	514	682	938	1,072	1,258	营运资金变化	(88)	(123)	(296)	(145)	(196)
其他流动资产	177	257	575	379	439	所得税	(2)	(43)	(100)	(157)	(230)
总流动资产	1,858	3,406	3,210	2,845	2,971	其他营运活动	(27)	(48)	(74)	(6)	1
固定资产	934	1,779	2,423	3,019	3,567	营运现金流	396	748	701	1,196	1,525
无形资产	0	0	0	0	0						
长期投资	360	1,192	1,778	2,154	2,340	资本开支	(325)	(671)	(800)	(800)	(800)
总资产	3,151	6,377	7,411	8,018	8,878	其他投资活动	(420)	(644)	(591)	(204)	(122)
应付帐款	213	331	469	572	719	投资活动现金流	(746)	(1,315)	(1,391)	(1,004)	(922)
短期银行贷款	43	268	298	178	228	负债变化	(20)	999	(20)	(320)	(550)
其他短期负债	246	445	686	858	1,109	股本变化	0	771	0	0	0
总短期负债	502	1,043	1,453	1,608	2,056	股息	(155)	(168)	(229)	(280)	(321)
长期银行贷款	0	826	826	826	626	其他融资活动	8	(33)	(9)	(9)	(8)
其他负债	189	177	167	157	147	融资活动现金流	(167)	1,569	(258)	(609)	(879)
总负债	690	2,047	2,446	2,591	2,829						
少数股东权益	12	192	192	192	192	现金变化	(517)	1,002	(948)	(418)	(276)
股东权益	2,449	4,139	4,773	5,235	5,857	期初持有现金	1,303	844	1,966	1,018	600
						汇兑变化	58	120	0	0	0
每股账面值	1.69	2.80	3.23	3.55	3.97	期末持有现金	844	1,966	1,018	600	324
营运资金	1,168	1,360	764	254	142						

資料來源：公司資料、第一上海預測

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話: (852) 2522-2101

傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司("第一上海")編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別的投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認為可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。

©2008 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。