

買入

2007年10月30日

三季度銷售迅猛，產能快速擴張

➤ **豬肉價格呈現下降趨勢對公司影響正面：**8月中旬，豬肉價格從最高峰的14元/斤下降7%至13元/斤，我們預期隨著生豬供應量的增加，07年第四季度的豬肉價格將保持下降趨勢，但豬肉價格仍將高位運行，因此，我們預期公司07下半年的冷鮮肉業務銷售量會進一步提升，而下游深加工業務的毛利率受壓情況將獲得一定程度的緩解。

➤ **生豬屠宰業進入整合期：**據公司管理層介紹，國家將嚴格規管生豬屠宰企業，推行星級認證工程，提高生豬屠宰企業的進入門檻，保證食品安全。公司指出國內僅有約20%的屠宰企業合乎國家此等生產標準，我們預期行業將進入整合期，公司將成為整合潮中的領導企業之一，快速提升產能。

➤ **產能快速擴張：**公司計畫主要透過收購同業來提升上游生豬屠宰產能，至2012年上游產能可望達5300萬頭，而下游深加工產能將從07年底的21.6萬噸增加至2012年的60萬噸。我們預期公司於06-09年間的銷售額複合年均增長率可望高達42.6%。

➤ **08年推出的高端新品可望成低溫肉業務增長的新動力：**公司將重點發展低溫肉製品業務，08年將推出46個新品，主攻高端市場。從明年開始，公司的品牌推廣會落實到具體的產品推廣上，我們認為新品的推出及行銷方式的轉變可望快速提高低溫肉業務銷售額。

➤ **調高目標價至14.2港元，調升評級至買入：**公司管理層表示第三季度的上游屠宰業務的銷售額同比增長約為90%，下游深加工業務銷售額同比增長約為50%，利潤同比增長高達100%，增長勢頭迅猛。基於新的資訊，我們分別調高了07、08及09年的預測淨利潤25%、10%及14%。我們同時調高公司的12個月目標價至14.2港元，目標價對應的08及09年預測市盈率分別為26倍及20倍，現價距離目標價有15.6%的上升空間，調升評級至買入。

★1 港元=0.97 人民幣

第一上海研究部

86755-33367861

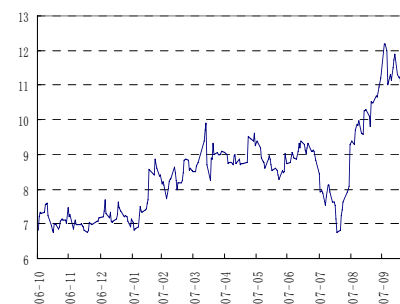
主要資料

行業	消費品(食品飲料)
股價	12.28 港元
目標價	14.20 港元 (+15.6%)
股票代碼	1068
已發行股本	15.27 億股
市值	187.52 億港元
52 周高/低	12.5—6.23 港元
每股淨現值	1.69 港元
主要股東	祝義才(51.63%)

表 1：盈利摘要

截止12月31日財政年度	2005实际	2006实际	2007预测	2008预测	2009预测
收入(百万人民币)	4,454	4,721	7,803	10,152	13,698
变动(%)	72	6	65	30	35
净利润(百万人民币)	359	489	718	790	1,031
每股摊薄收益(人民币元)	0.34	0.34	0.47	0.52	0.68
变动(%)	86	-2	40	10	30
市盈率(倍)	34.6	35.4	25.3	23.0	17.6
每股派息(人民币元)	0.00	0.07	0.08	0.12	0.13
息率(%)	0.00	0.55	0.66	0.96	1.05

來源：公司資料，第一上海

股價表現


來源：彭博

三季度銷售迅猛，產能快速擴張

豬肉價格呈現下降趨勢對公司影響正面

根據中國農業部統計顯示，生豬出欄量正在上升。8月中旬，豬肉價格從最高峰的14元/斤下降7%至13元/斤，我們預期隨著生豬供應量的增加，07年第四季度的豬肉價格將保持下降趨勢，但豬肉價格仍將高位運行，要到08上半年豬肉價格才會出現明顯下滑。因此，我們預期公司07下半年的冷鮮肉業務銷售量會進一步提升，而下游深加工業務的毛利率受壓情況將獲得一定程度的緩解。

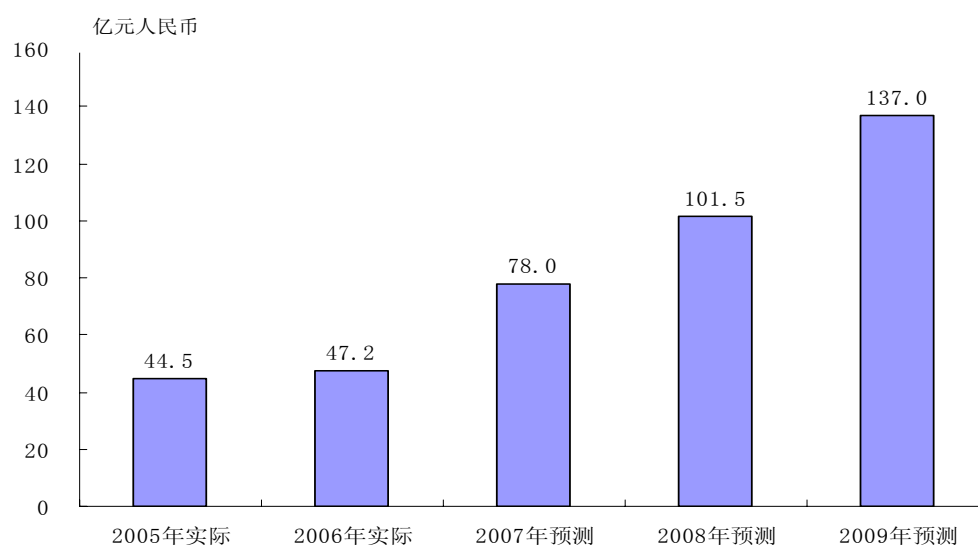
生豬屠宰業進入整合期有助公司快速提升產能

據公司管理層介紹，國家將嚴格規管生豬屠宰企業，推行星級認證工程，提高生豬屠宰企業的進入門檻，保證食品安全。星級認證工程分為三個級別：通過五星認證的企業可出口及在國內銷售其產品；四星可在全國範圍內銷售，三星就僅可在限定的區域銷售。公司指出國內僅有約20%的屠宰企業合乎國家此等生產標準，而且行業中小於10個人的“小刀手”企業約高達79%。小型屠宰廠缺乏資本作戰略性的原料儲備，難以抵禦生豬供應帶來的經營衝擊，因此，我們預期行業將進入整合期，公司將成為整合潮中的領導企業之一，快速提升產能。

產能快速擴張，06-09年間的銷售額複合年均增長率可望高達42.6%

由於收購生豬屠宰同業可快速提升產能及易於獲得被收購同業原有的豬源，公司計畫主要透過收購同業來提升上游生豬屠宰產能，至2012年上游產能可望達5300萬頭，2007-2012年間的複合年均增長率高達31%，而下游深加工產能將從07年底的21.6萬噸增加至2012年的60萬噸。由於深加工業務對設備要求高，公司將主要通過自建廠房來完成下游產能的擴張。10月上旬，公司進行配售募集約7.8億港元主要就是用於公司的產能擴張計畫。我們預期公司於06-09年間的銷售額複合年均增長率可望高達42.6%。

圖表 1：05-09 年的銷售額變化



資料來源：公司資料，第一上海預測

08年推出的高端新品可望成低溫肉業務增長的新動力

公司未來將加大品牌建設的力度，繼續在全國範圍推廣冷鮮肉產品標識化，提高品牌影響力。公司將重點發展低溫肉製品業務，08年將推出早餐，休閒及哈聯紅腸等四個系列的46個新品，主攻高端市場。從明年開始，公司的推廣策略也將從單純的品牌建設落實到具體的產品推廣上，轉變為透過產品塑造品牌形象，我們認為新品的推出及行銷方式的轉變可望快速提高低溫肉業務銷售額。隨著高端新產品比重的增加以及酒店銷售比例的提升，我們預期公司的低溫肉製品業務毛利率將穩步提高至09年的28.5%。

調高目標價至14.2港元，調升評級至買入

公司管理層表示第三季度的上游屠宰業務的銷售額同比增長約為90%，下游深加工業務銷售額同比增長約為50%，利潤同比增長高達100%，增長勢頭迅猛。基於新的資訊及公司的產能擴張計畫變化，我們分別調高了07、08及09年的預測淨利潤25%、10%及14%至7.18億元人民幣，7.90億元人民幣及10.31億元人民幣。10月上旬，公司配售了7500萬股新股，總股本增加了5%，因此新的07、08及09年的預測每股盈利僅分別較先前的預測高19%、5%及9%至0.47元人民幣，0.52元人民幣及0.68元人民幣。我們同時調高公司的12個月目標價至14.2港元，目標價對應的08及09年預測市盈率分別為26倍及20倍，現價距離目標價有15.6%的上升空間，調升評級至買入。

圖表 2：盈利預測變動

百萬元人民幣	2007年預測			2008年預測			2009年預測		
	新	舊	變動 (%)	新	舊	變動 (%)	新	舊	變動 (%)
銷售額	7803	7254	8%	10152	8690	17%	13698	11485	19%
淨利潤	718	575	25%	790	721	10%	1031	906	14%

資料來源：公司資料，第一上海預測

主要財務報表

损益表						财务分析					
<人民币百万>, 财务年度截至<十二月>											
	2005年 实际	2006年 实际	2007年 预测	2008年 预测	2009年 预测		2005年 实际	2006年 实际	2007年 预测	2008年 预测	2009年 预测
收入	4,454	4,721	7,803	10,152	13,698	盈利能力					
毛利	639	726	1,127	1,513	2,153	毛利率 (%)	14.3%	15.4%	14.4%	14.9%	15.7%
其他业务收入	23	91	171	80	40	EBITDA 利率 (%)	9.9%	11.3%	11.4%	10.1%	10.1%
销售及管理费用	-264	-333	-499	-700	-973	净利率 (%)	8.1%	10.4%	9.2%	7.8%	7.5%
其他收入	0	0	0	0	0						
营运收入	398	485	799	893	1,221	营运表现					
财务开支	-31	10	17	16	7	SG&A/收入 (%)	5.9%	7.1%	6.4%	6.9%	7.1%
联营公司	-1	-1	-1	-1	-1	实际税率 (%)	2.1%	1.1%	12.0%	13.0%	16.0%
税前盈利	366	494	815	907	1,227	股息支付率 (%)	44.7%	25.1%	25.0%	25.0%	25.0%
所得税	-8	-6	-98	-118	-196	库存周转	39.9	47.0	42.0	37.0	32.0
少数股东应占利润	0	1	1	1	1	应付账款天数	14.0	19.4	19.0	19.0	19.0
净利润	359	489	718	790	1,031	应收账款天数	26.7	25.0	23.0	21.0	21.0
折旧及摊销	43	47	94	128	169						
EBITDA	441	532	893	1,021	1,390	财务状况					
						净负债/股本	0.27	0.29	0.32	0.36	0.42
增长						收入/总资产	1.56	1.50	1.99	2.14	2.31
总收入 (%)	71.8%	6.0%	65.3%	30.1%	34.9%	总资产/股本	1.27	1.29	1.32	1.36	1.42
EBITDA (%)	39.9%	20.6%	68.0%	14.3%	36.2%	盈利对利息倍数	12.83	不适用	不适用	不适用	不适用

资产负债表						现金流量表					
<人民币百万>, 财务年度截至<十二月>						<人民币百万>, 财务年度截至<十二月>					
	2005年 实际	2006年 实际	2007年 预测	2008年 预测	2009年 预测		2005年 实际	2006年 实际	2007年 预测	2008年 预测	2009年 预测
现金	1,356	844	742	638	761	EBITDA	441	532	893	1,021	1,390
应收账款	326	323	492	584	788	融资成本	34	-9	-17	-16	-7
存货	417	514	768	876	1,012	营运资金变化	-127	-79	-288	-98	-189
其他流动资产	145	177	272	330	417	所得税	-25	-2	-67	-110	-166
总流动资产	2,244	1,858	2,274	2,427	2,978	其他营运活动	-50	-32	-36	9	-3
固定资产	588	934	1,246	1,728	2,175	营运现金流	273	411	485	806	1,024
无形资产	0	0	0	0	0						
长期投资	25	360	398	584	769	资本开支	-127	-326	-500	-800	-800
总资产	2,857	3,151	3,918	4,740	5,922	其他投资活动	1,138	-401	-11	-14	-32
应付帐款	146	212	348	450	601	投资活动现金流	1,010	-727	-511	-814	-832
短期银行贷款	20	43	50	100	200	负债变化	-312	-20	57	100	150
其他短期负债	159	246	293	349	482	股本变化	1,620	0	0	0	0
总短期负债	325	502	690	899	1,283	股息	0	-160	-123	-180	-198
长期银行贷款	0	0	0	0	0	其他融资活动	-1,486	-13	-11	-16	-21
其他负债	290	189	252	352	452	融资活动现金流	-179	-193	-77	-96	-69
总负债	615	690	942	1,251	1,735						
少数股东权益	0	12	12	12	12	现金变化	1,105	-510	-102	-104	124
股东权益	2,242	2,449	2,963	3,477	4,176	期初持有现金	251	1,356	844	742	638
每股账面值	1.54	1.69	1.94	2.28	2.73	汇兑变化	-0	-2	0	0	0
营运资金	1,629	1,168	1,331	1,176	1,244	期末持有现金	1,356	844	742	638	761

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。

©2007 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。