

個股報告——雨潤食品（01068）

- 雨潤食品今年上半年錄得營業額 164.56 億元（港元，下同），YOY 上漲 89.3%；同期毛利 20.66 億元，YOY 增長 53.6%；淨利潤上漲 70.8% 至 12.13 億元，每股盈利 0.887 元，基本符合市場預期；
- 9 月爆發“瘦肉精”事件及多起負面消息曝光，引致行業及部份公司盈利大幅降低，雨潤亦受到牽連，預計第三及第四季度銷售受到不利影響；
- 雨潤此前發公告稱，預計 3Q 盈利同比將減少，發出盈利預警。在事件影響下，消費者信心受到打擊，採購慾望降低，由第二季開始公司銷量已經出現明顯下跌，YOY 倒退 16.7%，第二季度虧損 1.89 億元人民幣；
- 由于市場的生豬存檔不足，市場需求強勁，加上飼料價格不斷攀升，預期生豬價格在下半年將持續維持在較高水平；但受瘦肉精事件影響，公司不得不在價格和促銷方面作讓步，導致毛利率有較大下跌，若加價則會進一步影響市場佔有率；
- 雨潤 2012 年預測市盈率為 7.3 倍，較公司 08-09 歷史最低市盈率仍低，但由於目前負面因素影響程度及持續時間仍未明朗，公司運營狀況處於低谷，短期內不建議買入該股。

2011 年上半年純利符合預期

雨潤食品早前公佈了 2011 年上半年業績表現，符合市場預期。今年上半年雨潤錄得營業額 164.56 億元（港元，下同），YOY 上漲 89.3%；同期毛利 20.66 億元，YOY 增長 53.6%；淨利潤上漲 70.8% 至 12.13 億元，每股盈利 0.887 元。2011 年上半年雨潤毛利率較去年同期下跌近 3 個百分點至 12.6%，主要由於上游業務毛利率較下游業務低，而上游業務銷售占比提升，加上生豬價格上漲，導致上游及下游業務毛利率被拉低。儘管上游銷售錄得較大幅度增長，但政府補貼貢獻少於預期（同比下跌 40%），導致純利增長大幅拉低。

財務摘要		
截至 12 月 (百萬港元)	2009	2010
營業額	13870	21473
變動率%	6.5	54.8
毛利潤	2161	3098
毛利率%	15.6	14.4
淨利潤	1745	2728
變動率%	53.4	56.3
每股盈利	1.074	1.551
變動率%	45.8	44.4
每股股利	0.26	0.405
股息收益率%	3.4	5.3

來源：財務報表

11 年上半年業績概要			
截至 6 月底 (百萬港元)	1H10	1H11	變動率%
營業額	8693.3	16456.1	89.3
毛利潤	1345.1	2066.1	53.6
毛利率%	15.5	12.6	-
淨利潤	710	1213	70.8
每股盈利	0.762	0.887	16.4
每股股利	0.2	0.22	-

來源：財務報表

3Q2011 盈利預警

9 月爆發“瘦肉精”事件及多起負面消息曝光，引致行業及部份公司盈利大幅降低，雨潤亦受到牽連，預計第三及第四季度銷售受到不利影響。雨潤此前發公告稱，預計 3Q 盈利同比將減少，發出盈利預警。在事件影響下，消費者信心受到打擊，採購慾望降低，由第二季開始公司銷量已經出現明顯下跌，YOY 倒退 16.7%，第二季度虧損 1.89 億元人民幣。參考 2008 年三聚氰胺污染奶粉事件對行業的影響，預計需要 9-12 個月恢復期，負面因素可能將持續影響 4Q 業績，對公司政府補貼收入亦有一定影響，今年可能無法實現正現金流目標。低溫肉製品是雨潤下游業務的主要收入來源（占下游業務總收入的 91%）。上半年期間，低溫肉製品的銷售量 YOY 只上升 1%（去年同期增長 10.6%），主要受負面報導影響。

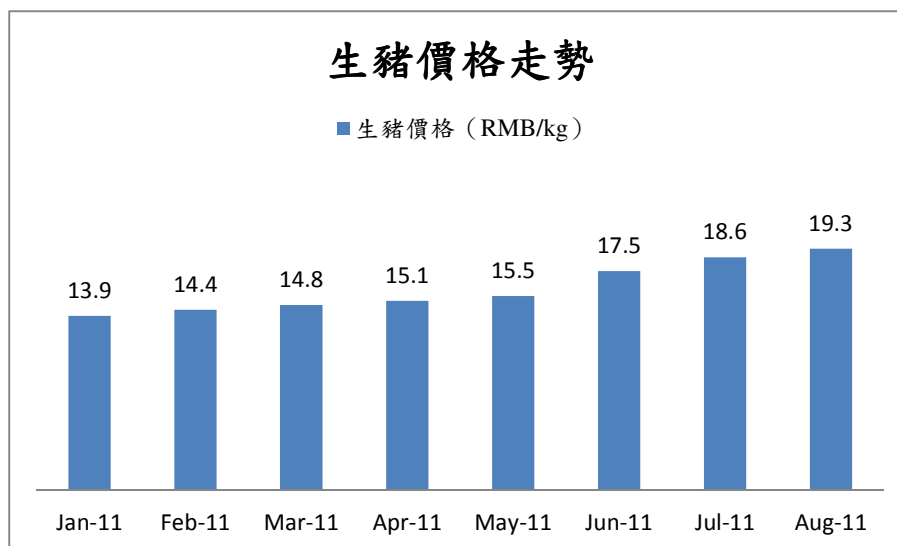
“瘦肉精“事件前後比較				
百萬人民幣	1Q10	2Q10	1Q11	2Q11
營業額	8104.6	8213.9	8378	6481.2
YOY 變動率%	32.00%	20.80%	3.40%	-16.70%
毛利潤	805.1	820.9	785.1	350.1
毛利率%	9.90%	10.00%	9.40%	5.10%
淨利潤	220	281.4	265.1	-189.2
YOY 變動率%	26.60%	47.50%	20.50%	-

來源：財務報表

猪肉價格下半年持續上漲

由於生豬供應緊缺，今年豬肉價格大幅上升約 50%，豬價過高導致行業整體銷量減少。冷鮮肉及凍鮮肉等上游產品在超市亦有品牌標誌，消費者能夠識別受負面報導影響的品牌，因此相關品牌將直接受到負面報導影響，兩潤上下游產品在超市管道的銷售均會受到影響。

由於市場的生豬存檔不足，市場需求強勁，加上飼料價格不斷攀升，預期生豬價格在下半年將持續維持在較高水平。原本公司可通過提高產品價格轉嫁一部份成本壓力至消費者身上，然而不利消息令公司議價能力被削弱。豬肉價格自去年 6 月開始上升，當時公司尚有 8 個月存貨儲備，去年下半年及今年上半年也有進行存貨儲備，然價格也已經較高，數量不多。直至今年 6 月底仍有 3-4 個月存貨，8 月份存貨價格低於市場價格，但進入第四季後存貨已用完。公司原本可通過提價轉移成本上升壓力，但受瘦肉精事件影響，公司不得不在價格和促銷方面作讓步，導致毛利率有較大下跌，若加價則會進一步影響市場佔有率。



來源：國家統計局

估值分析

公司上半年銷量增長理想，但由於生豬供應緊缺及豬肉價格高企，6月份銷量已經開始下跌，加上持續負面報導，尤其是9月瘦肉精時間影響，導致公司市場佔有率減少；我們預計公司下半年銷量將按年倒退，明年農曆新年後豬肉價格有望逐漸回落，公司銷量亦逐漸恢復，但由於同期基數較高，預計明年上半年收入按年亦將倒退，至下半年豬價下降需求回升，以及同比基數較低，我們預計公司收入增長將出現明顯反轉。政府早前出臺的《國家生豬屠宰行業發展指引(2010年-2015年)》，旨在於2013年淘汰30%人手及半機械式生豬屠宰落後產能，並於2015年淘汰50%-80%落後產能，雨潤作為業內龍頭企業，並不斷對上游及下游產能擴張，預計未來將持續收益行業整合。現價相對2012年預測市盈率為7.3倍，較公司08-09歷史最低市盈率仍低，但由於目前負面因素影響程度及持續時間仍未明朗，公司運營狀況處於低谷，短期內不建議買入該股。

同業估值對比				
	最近公佈 EPS (上市地 貨幣)	PE (倍)	11年預測 PE (倍)	12年預測 PE (倍)
神冠控股 (00829 HK)	0.16	21.33	16.21	12.51
雙匯發展 (000895 CH)	1.16	58.72	31.38	18.42
G 順鑫 (000860 CH)	0.88	17.78	17.40	16.02
Zhongpin Inc (HOGS US)	1.87	4.71	4.57	3.58

來源：Bloomberg

【重要訊息揭露】

- 本研究報告之內容及資訊是依據一些本公司相信是可靠的資料製作而成的，本公司不保證其正確無誤，故本公司及公司之代理人恕不負擔任何法律責任。
- 研究員對於個股研究報告之撰寫，採中立且獨立完成。研究報告中涉及財務預估及股價評等部份，係依據康和證券（香港）股價評等系統作成。
- 本報告只用作提供資料性用途，並不構成任何推廣或推銷買賣任何證券之邀請，亦只供個人作非商業用途並僅作參考之用，並非作為專業意見。
- 本報告並沒有考慮個別投資者的個人投資目標、財務狀況及需要。投資者以本報告內之建議作出任何投資決定前，或若對本報告之內容有任何疑問，應先諮詢專業意見。
- 康和證券（香港）之研究報告，若未經授權及同意，禁止摘錄、轉載或刊登於媒體報章雜誌。
- 康和證券（香港）股價評等系統（Stock Rating System）：採絕對報酬，分成三級：
 1. Overweight (OW)：未來一季，個股報酬率漲跌幅大於或等於 +10%。
 2. Equal Weight (EW)：未來一季，個股報酬率漲跌幅介於 ±10%。
 3. Underweight (UW)：未來一季，個股報酬率漲跌幅小於或等於 -10%。