

万洲国际 (288 HK)

德国猪肉被禁 刺激美国生猪价格上升

中国、南韩和日本禁止德国猪肉类产品进口，我们预计部份猪肉订单因而转向美国，利好万洲的美国业务。自8月11日公布其上半年业绩，万洲股价已下跌8%，但公司的美国业务正逐步改善，美国生猪价格亦已上涨18%。公司持有的双汇总市值高于母公司万洲的市值，隐含史密斯菲尔德食品(SMITHFIELD FOODS)的价值为零。基于其低估值优势，我们维持买入评级。

- **最新情况。**美国瘦肉猪期货价格连续两个交易日上升8%。德国农业部确认境内出现首例非洲猪瘟后，已暂停向中国及部份非欧盟国家出口猪肉。中国、南韩及日本已禁止德国猪肉类产品进口。
- **德国为2019年欧盟最大猪肉生产商。**在2019年，德国向中国、南韩及日本共出口97.7万吨猪肉及内脏，约占全球猪肉出口贸易量10.5%。今年上半年，中国、南韩及日本为德国前三大猪肉及内脏进口国家，分别占德国猪肉出口量66%、9%和3%（共57.14万吨猪肉）。德国猪肉被禁止进口，预期西班牙、美国和巴西等主要猪肉出口国受惠。假设25%猪肉（24.42万吨）订单转至美国，即相等于2020年美国2%/7%的猪肉生产量/出口量。
- **美国业务持续改善。(1) 生猪养殖：**自万洲宣布其2020年上半年业绩后，美国生猪价格已上涨18%。**(2) 生鲜猪肉：**生猪屠宰产能利用率回复至大约90%（相对8月份的85%）。2020年第三季度开始至今，毛利按年持续扩大。**(3) 肉制品：**预计今年第三季度销量温和回升，而疫情相关开支对比第二季度应大幅下降，公司向员工支付对应的薪酬和责任奖金、防疫措施建设以及食物捐赠开支将按季度减少。
- **维持买入。**德国猪肉被禁止进口，将刺激美国生猪及猪肉价格向上。2020年上半年，美国业务分别贡献万洲总收入及分部利润49%及30%。生猪价格上涨有利提高生猪养殖盈利。美国业务的利润主要来自肉制品（2020年上半年占美国业务利润88%），生猪价格上涨有助提高生猪养殖盈利，但价格调节机制有助防止生猪价格波动，因此肉制品的利润率不会受损。我们的SOTP目标价为8.20港元，对应2020年度市盈率14倍。**催化剂：**德国非洲猪瘟爆发严重，以及美国经济完全开启。

财务资料

(截至12月31日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入(百万美元)	22,605	24,103	25,440	26,795	27,751
净利润(百万美元)	1,047	1,380	1,108	1,480	1,625
调整后净利润(百万美元)	1,046	1,378	1,108	1,480	1,625
调整后每股盈利(美元)	0.071	0.094	0.075	0.101	0.110
同比增长(%)	(4.9)	31.5	(19.7)	33.6	9.8
市场预期每股盈利(美元)	不适用	不适用	0.093	0.104	0.111
市盈率(倍)	11.8	9.0	11.3	8.4	7.7
市净率(倍)	1.6	1.4	1.4	1.2	1.1
股息率(%)	3.0	4.8	3.8	5.1	5.6
股本回报率(%)	13.8	16.8	12.4	15.3	15.2

数据源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$8.20
(此前目标价)	HK\$8.20
潜在升幅	+24%
当前股价	HK\$6.62

中国必需消费行业

叶建中, CFA

(852) 3900 0838

albertyip@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	97,566
3月平均流通量(百万港元)	281.85
52周内股价高/低(港元)	8.90/ 5.92
总股本(百万)	14,720.8

数据源：彭博

股东结构

Rise Grand	35.83%
------------	--------

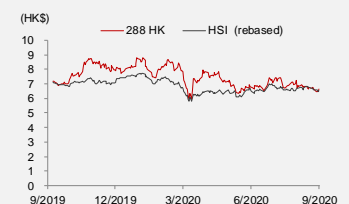
数据源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-8.3%	-6.9%
3-月	-2.5%	-2.6%
6-月	-15.6%	-13.1%

数据源：彭博

股份表现



数据源：彭博

审计师：安永

近期报告

- “疫情拉高成本 上半年业绩逊预期” - 2020年8月12日
- “Maintain Buy on undemanding valuation” - 13 Jul 2020
- “2020年首季业绩符合预期” - 2020年4月29日

财务分析

利润表

截止12月底(百万元美元)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售收入	22,605	24,103	25,440	26,795	27,751
中国	7,328	8,756	10,120	10,216	10,785
美国	13,182	13,158	12,720	13,622	13,752
欧盟	2,095	2,188	2,601	2,956	3,214
销售成本	(18,103)	(19,209)	(20,365)	(21,385)	(22,197)
毛利	4,502	4,894	5,075	5,410	5,554
其他收入及收益	98	59	81	90	100
销售及管理费用	(2,871)	(2,870)	(3,282)	(3,126)	(3,089)
息税前收益	1,729	2,083	1,874	2,374	2,565
财务费用	(115)	(144)	(126)	(125)	(104)
其他费用	(74)	(63)	(63)	(63)	(63)
其他收益/(亏损)	(21)	53	0	0	0
联营企业	8	4	4	4	5
合资企业	23	13	17	19	20
税前利润	1,550	1,946	1,705	2,210	2,423
所得税	(293)	(336)	(345)	(448)	(491)
非控制股东权益	(210)	(230)	(253)	(281)	(306)
净利润	1,047	1,380	1,108	1,480	1,625
经调整净利润	1,046	1,378	1,108	1,480	1,625

现金流量表

截止12月底(百万元美元)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
息税前收益	1,411	2,052	1,705	2,210	2,423
折旧和摊销	441	581	597	609	621
运营资金变动	(570)	(930)	213	56	(40)
其它	(27)	(240)	(676)	(456)	(523)
经营活动所得现金流	1,255	1,463	1,840	2,419	2,480
资本开支及投资	(811)	(680)	127	(400)	(400)
利息收入	6	6	(720)	(640)	(813)
其它	(412)	(122)	0	0	0
投资活动所得现金净额	(1,217)	(796)	(593)	(1,040)	(1,213)
借贷金额变动	4	3	127	(400)	(400)
股息	(795)	(464)	(720)	(640)	(813)
股票/证券发行	9	31	0	0	0
其它	(8)	(163)	0	0	0
融资活动所得现金净额	(790)	(593)	(593)	(1,040)	(1,213)
现金增加净额	(752)	74	659	802	700
年初现金及现金等价物	1,279	484	552	1,211	2,013
汇兑变动	(43)	(6)	0	0	0
年末现金及现金等价物	484	552	1,211	2,013	2,712
银行结余及现金	525	552	1,211	2,013	2,712
银行透支	(41)	0	0	0	0

资产负债表

截止12月底(百万元美元)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	9,838	10,575	10,603	10,631	10,629
固定资产	5,300	5,406	5,552	5,686	5,808
商誉	3,581	3,667	3,658	3,649	3,640
合资及联营公司投资	352	347	368	391	416
其它非流动资产	605	509	509	519	509
流动资产	5,460	6,707	7,319	8,201	9,068
现金及已抵押存款	579	593	1,252	2,054	2,753
库存	2,022	2,903	2,770	2,763	2,868
应收款	1,135	1,047	1,105	1,164	1,205
其它流动资产	1,724	2,164	2,192	2,221	2,241
流动负债	860	905	1,010	1,010	1,010
借贷	977	1,074	1,139	1,196	1,241
应付款	1,430	1,686	1,787	1,877	1,948
其它应付款	61	204	204	204	204
其它	3,552	3,961	3,690	3,332	2,962
非流动负债	2,259	2,187	2,209	1,809	1,409
借贷	695	1,114	821	863	893
递延收入	598	660	660	660	660
其它	672	768	893	1,010	1,140
少数股东权益	8,418	9,452	10,092	11,213	12,331
净资产	7,746	8,684	9,199	10,203	11,192
股东权益	9,838	10,575	10,603	10,631	10,629

主要比率

截止12月底	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售组合 (%)					
中国	32.4	36.3	39.8	38.1	38.9
美国	58.3	54.6	50.0	50.8	49.6
欧盟	9.3	9.1	10.2	11.0	11.6
合计					
盈利能力比率					
毛利率	19.9	20.3	20.0	20.2	20.0
息税前利润率	7.6	8.6	7.4	8.9	9.2
净利润率	4.6	5.7	4.4	5.5	5.9
经调整净利润率	4.6	5.7	4.4	5.5	5.9
派息比率	35.8	43.0	43.0	43.0	43.0
资产负债比率					
流动比率(x)	1.6	1.7	1.8	1.9	2.1
应收账款天数	17	17	15	15	16
应付账款天数	21	19	20	20	20
库存天数	40	47	51	47	46
资产周转率(x)	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
净负债比率(%)	30	30	21	8	(2)
回报率 (%)					
经调整资本回报率	13.8	16.8	12.4	15.3	15.2
经调整资产回报率	8.2	9.9	7.7	9.6	10.0
每股数据					
经调整每股盈利(美元)	0.071	0.094	0.075	0.101	0.110
每股股息(港元)	0.20	0.32	0.25	0.34	0.37
每股净资产(美元)	0.53	0.59	0.62	0.69	0.76

数据源：公司及招银国际证券预测

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。

招银国际证券投资评级

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个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

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。招银国际证券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，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券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证券编写，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为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。招银国际证券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投资银行相关业务联系。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(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。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。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构属制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。