

万洲国际 (288 HK)

路演纪要：三季度中国市场业务改善

我们昨天安排了路演活动，投资者主要关注各板块盈利能力以及政策。在肉制品业务驱动下，三季度中国市场业务改善的情况较我们预期好。

- **三季度中国市场业务改善。**(1)肉制品：这是集团第二大盈利贡献板块(占2019上半年38%分部盈利)。在7月份提价4%及使用低成本猪肉储备下，三季度吨均利润较2019年上半年明显改善，完全抵销了成本的上涨。于六月底推出市场的双汇筷厨炒菜煎烤肠表现不俗，月均销售量约八百吨。(2)屠宰：基于供应短缺，生猪屠宰量同比下跌及头均经营成本上升，但是，集团开始销售一些低成本的猪肉存货，我们认为2019年下半年头均利润可以维持在正常水平(40-60头均利润)以上。
- **下半年美国市场业务较上半年好。**(1)生猪养殖：管理层重申，受惠于上半年公司的对冲活动，预计下半年及全年生猪业务将实现盈利。(2)屠宰：七月业务仍录得亏损，但八月已扭亏。我们预计屠宰业务将走出二季度困局，盈利能力于三季度有所改善。(3)肉制品：受益产品结构持续改善，估计下半年经营利润率同比持续改善。
- **关注10月中美贸易谈判结果。**有报道指，中国政府将支持企业向美国采购一定数量猪肉并豁免加征关税，但万洲暂未就此接获正式通知。根据美国媒体CNBC，美国财政部长姆努钦指中美官员将在两周后重启贸易谈判。管理层估计中国政府将于两国贸易磋商后才对豁免新征关税一事作出定断。
- **国内生猪价格料在未来两季继续上涨。**管理层估计随着国内生猪及母猪存栏同比大幅下降，以及猪肉消耗高峰期来临，猪肉价格将继续上涨。万洲正不断从海外搜罗平价猪肉作库存。考虑到美国生猪及白条肉价格较中国价格分别有67%及69%折让，我们估计美国出口至中国的猪肉数量将持续增加，对美国生猪及猪肉价格形成支持。
- **维持买入。**我们的SOTP基准的目标价维持在9.20港元，对应FY19E 14.3倍市盈率。**催化剂：**中国降低美国进口猪肉关税或增加采购美国猪肉。**风险：**肉制品及屠宰业务利润率低于预期。

财务资料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万美元)	22,379	22,605	23,217	24,240	24,268
净利润(百万美元)	1,127	1,047	1,215	1,317	1,347
调整后净利润(百万美元)	1,090	1,046	1,215	1,317	1,347
调整后每股盈利(美元)	0.075	0.071	0.083	0.090	0.092
同比增长(%)	1.0	(4.9)	16.2	8.3	2.3
市盈率(倍)	12.0	12.6	10.9	10.0	9.8
市净率(倍)	1.8	1.7	1.5	1.4	1.3
股息率(%)	3.8	2.8	4.1	4.5	4.6
股本回报率(%)	15.8	13.8	14.9	14.7	13.8
净负债率(%)	22	30	24	16	9

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入(维持)

目标价	HK\$9.20
(此前目标价)	HK\$9.20)
潜在升幅	+31%
当前股价	HK\$7.02

中国必需消费行业

叶建中, CFA

(852) 3900 0838
albertyp@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	103,270
3月平均流通量(百万港元)	310.63
52周内股价高/低(港元)	9.95/5.27
总股本(百万)	14,664

资料来源：彭博

股东结构

Rise Grand	35.94%
------------	--------

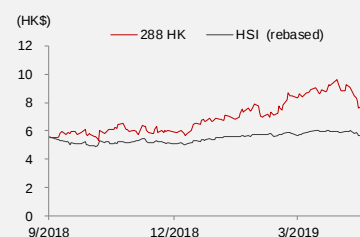
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	6.5%	6.3%
3-月	-12.5%	-5.0%
6-月	-16.9%	-7.7%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：安永

近期报告

1. 中美贸易摩擦有所趋缓，美国生猪期货价格大幅上涨—9月14日
2. 预期下半年表现较好—2019年8月14日
3. 1H19业绩预览，预期下半年表现较好—2019年7月24日
4. 美国猪后腿价格在墨西哥取消关税后上涨—2019年5月24日

财务分析

利润表

截止 12 月底(百万元美元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售收入	22,379	22,605	23,217	24,240	24,268
中国	7,446	7,328	7,301	7,545	7,556
美国	13,278	13,182	13,505	13,998	13,724
欧盟	1,655	2,095	2,411	2,696	2,988
销售成本	(17,766)	(18,103)	(18,406)	(19,098)	(19,260)
毛利	4,613	4,502	4,811	5,142	5,008
其他收入及收益	113	98	86	88	95
销售及管理费用	(2,753)	(2,871)	(2,917)	(3,104)	(2,918)
息税前收益	1,973	1,729	1,980	2,126	2,184
财务费用	(198)	(115)	(132)	(112)	(111)
其他费用	(326)	(74)	(74)	(74)	(74)
其他收益/(亏损)	7	(21)	0	0	0
联营企业	8	8	3	3	4
合资企业	14	23	18	20	22
税前利润	1,478	1,550	1,795	1,964	2,025
所得税	(165)	(293)	(372)	(427)	(440)
非控制股东权益	(186)	(210)	(208)	(220)	(238)
净利润	1,127	1,047	1,215	1,317	1,347
经调整净利润	1,090	1,046	1,215	1,317	1,347

现金流量表

截止 12 月底(百万元美元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息税前收益	1,501	1,411	1,795	1,964	2,025
折旧和摊销	394	441	469	501	514
运营资金变动	(321)	(570)	(341)	(65)	(2)
其它	(62)	(27)	(359)	(372)	(428)
经营活动所得现金流	1,512	1,255	1,564	2,028	2,109
资本开支及投资	(530)	(811)	(800)	(600)	(600)
利息收入	12	6	17	15	20
其它	(266)	(412)	(58)	(57)	(56)
投资活动所得现金净额	(784)	(1,217)	(841)	(642)	(636)
借贷金额变动	64	4	0	(200)	(300)
股息	(668)	(795)	(447)	(728)	(790)
其它	13	1	0	0	0
融资活动所得现金净额	(591)	(790)	(447)	(928)	(1,090)
现金增加净额	137	(752)	276	458	383
年初现金及现金等价物	1,123	1,279	484	760	1,218
汇兑变动	19	(43)	0	0	0
年末现金及现金等价物	1,279	484	760	1,218	1,601
银行结余及现金	1,371	525	801	1,259	1,642
银行透支	(92)	(41)	(41)	(41)	(41)

资产负债表

截止 12 月底(百万元美元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	9,592	9,838	10,191	10,313	10,425
固定资产	5,037	5,300	5,644	5,756	5,855
商誉	3,580	3,581	3,572	3,563	3,554
合资及联营公司投资	295	352	374	397	423
其它非流动资产	680	605	601	597	593
流动资产	5,666	5,460	6,145	6,757	7,129
银行结余及现金	1,371	525	801	1,259	1,642
已抵押存款	69	54	54	54	54
库存	1,905	2,022	2,391	2,477	2,474
应收款	989	1,135	1,166	1,217	1,218
其它流动资产	1,332	1,724	1,734	1,750	1,750
流动负债	3,499	3,328	3,472	3,566	3,565
借贷	901	860	960	960	960
应付款	1,076	977	1,005	1,041	1,039
其它应付款	1,472	1,430	1,470	1,523	1,521
其它	50	61	37	43	44
非流动负债	3,537	3,552	3,470	3,300	3,001
借贷	2,297	2,259	2,159	1,959	1,659
递延收入	601	695	713	743	744
其它	639	598	598	598	598
少数股东权益	777	672	808	847	888
净资产	8,222	8,418	9,394	10,203	10,989
股东权益	7,445	7,746	8,586	9,356	10,110

主要比率

截止 12 月底	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
中国	33.3	32.4	31.4	31.1	31.1
美国	59.3	58.3	58.2	57.7	56.6
欧盟	7.4	9.3	10.4	11.1	12.3
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	20.6	19.9	19.8	20.5	20.6
息税前利润率	8.8	7.6	8.5	8.8	9.0
净利润率	5.0	4.6	5.2	5.4	5.6
经调整净利润率	4.9	4.6	5.2	5.4	5.6
派息比率	44.7	40.0	45.0	45.0	45.0
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.6	1.4	1.8	1.9	2.0
应收账款天数	15	17	18	18	18
应付账款天数	20	21	19	19	20
库存天数	37	40	43	46	47
资产周转率 (x)	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4
净负债比率 (%)	22	30	24	16	9
回报率 (%)					
经调整资本回报率	15.8	13.8	14.9	14.7	13.8
经调整资产回报率	8.8	8.2	9.0	9.2	9.2
每股数据					
经调整每股盈利 (美元)	0.075	0.071	0.083	0.090	0.092
每股股息 (港元)	0.27	0.20	0.29	0.31	0.32
每股净资产 (美元)	0.51	0.53	0.58	0.64	0.69

资料来源：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风险。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)2000年英国不时修订之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国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则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。