

萬洲國際 (288 HK)

疫情拉高成本 上半年業績遜預期

2020年上半年淨利潤增加18%至5.5億美元，比我們預測/市場預測低18%/12%，主要歸因於疫情相關開支增加。不過，公司持有的雙匯總市值高於母公司萬洲的市值，隱含史密斯菲爾德食品(SMITHFIELD FOODS)的價值為零。基於其低估值優勢，我們維持買入評級。

- **上半年中國業務經營利潤增長29%至5.5億美元。** (1) **肉製品：**價格上漲以及高端產品佔比增加所帶來的收益，遠遠抵消了成本上漲幅度。每噸肉製品經營利潤由2020年第一季度的3,700元人民幣，增加至第二季度的3,900元。第二季銷量恢復4.3%增長(第一季增長下跌8%)。(2) **生鮮豬肉：**經營利潤下降18%，原因是生豬屠宰量下跌62%，疊加每頭生豬屠宰成本上升，進口豬肉銷售增加彌補了部份損失。
- **上半年美國業務經營利潤下跌6%至2.76億美元。**受疫情影響，2020年第二季度經營利潤大跌81%。萬洲在第二季度錄得3.5億美元疫情相關開支，包括美國工廠關閉期間，公司向員工支付對應的薪酬和責任獎金(1.95億美元)，防疫措施建設(1.25億美元)以及食物捐贈(3,000萬美元)。(1) **肉製品：**因銷量下滑4%及疫情相關開支增加，經營利潤下跌46%。(2) **生鮮豬肉：**生鮮豬肉在第二季保持盈利。美國不少屠宰工廠暫時關閉，豬肉與生豬價差幅度擴大，抵銷了生豬屠宰量下跌16%及疫情相關開支的負面影響。(3) **生豬養殖：**疫情下生豬價格同比下降17%，對沖收益令養殖業務得以把損失維持在2,000萬美元。
- **2020年下半年展望。** (1) **中國業務：**管理層預計生豬價格回落，每噸肉製品的經營利潤不低於2020年上半年水平。由於冰鮮豬肉庫存減少，以及進口豬肉成本上升，下半年生鮮豬肉經營利潤將低於上半年。進口冰鮮豬肉數量受到美國疫情影響。(2) **美國業務：**管理層預料肉製品業務於第三季度初開始復蘇。生鮮豬肉業務產能利用率最近回復至85%左右。隨着行業復蘇，美國豬肉與生豬價差將於第三季度回復正常水平。生豬養殖業務方面，我們預計2020年度每頭生豬帶來單位數字的價格虧損，而第三季的疫情相關開支將顯著少於第二季。
- **估值。**我們下調2020年度經調整後淨利潤預測22%，以反映美國疫情所帶來的相關開支及疲弱的生豬價格。我們假設萬洲的美國業務於2021年度回復正常水平。基於中國肉製品利潤率較預期高，我們上調2021/2022年度經調整後淨利潤預測4%/5%。SOTP目標價由9.50港元下調至8.20港元，對應2020年度市盈率11.2倍。**催化劑：**美國經濟完全重啟。

財務資料

(截至12月31日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入(百萬美元)	22,605	24,103	25,440	26,795	27,751
淨利潤(百萬美元)	1,047	1,380	1,108	1,480	1,625
調整後淨利潤(百萬美元)	1,046	1,378	1,108	1,480	1,625
調整後每股盈利(美元)	0.071	0.094	0.075	0.101	0.110
同比增長(%)	(4.9)	31.5	(19.7)	33.6	9.8
市場預期每股盈利(美元)	不適用	不適用	0.103	0.107	0.112
市盈率(倍)	12.9	9.8	12.3	9.2	8.4
市淨率(倍)	1.7	1.6	1.5	1.3	1.2
股息率(%)	2.8	4.4	3.5	4.7	5.1
股本回報率(%)	13.8	16.8	12.4	15.3	15.2

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入 (維持)

目標價	HK\$8.20
(此前目標價)	HK\$9.50
潛在升幅	+14%
當前股價	HK\$7.22

中國必需消費行業

葉建中, CFA

(852) 3900 0838

albertyip@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬港元)	106,371
3月平均流通量(百萬港元)	322.07
52周內股價高/低(港元)	8.90/ 5.92
總股本(百萬)	14,720.8

資料來源：彭博

股東結構

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

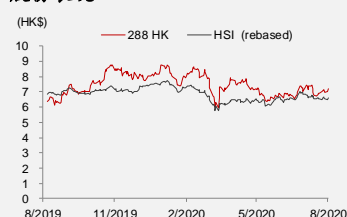
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-0.3%	5.2%
3-月	-1.4%	-2.0%
6-月	-11.3%	-0.9%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：安永

近期報告

- “Maintain Buy on undemanding valuation” – 13 Jul 2020
- “2020年首季業績符合預期” – 2020年4月29日

請登錄2020年亞洲貨幣券商投票網址，投下您對招銀國際研究團隊信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

財務分析

利潤表

截止12月底(百萬元美元)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售收入	22,605	24,103	25,440	26,795	27,751
中國	7,328	8,756	10,120	10,216	10,785
美國	13,182	13,158	12,720	13,622	13,752
歐盟	2,095	2,188	2,601	2,956	3,214
銷售成本	(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
銷售及管理費用	(2,871)	(2,870)	(3,282)	(3,126)	(3,089)
息稅前收益	1,729	2,083	1,874	2,374	2,565
財務費用	(115)	(144)	(126)	(125)	(104)
其他費用	(74)	(63)	(63)	(63)	(63)
其他收益/(虧損)	(21)	53	0	0	0
聯營企業	8	4	4	4	5
合資企業	23	13	17	19	20
稅前利潤	1,550	1,946	1,705	2,210	2,423
所得稅	(293)	(336)	(345)	(448)	(491)
非控制股東權益	(210)	(230)	(253)	(281)	(306)
淨利潤	1,047	1,380	1,108	1,480	1,625
經調整淨利潤	1,046	1,378	1,108	1,480	1,625

現金流量表

截止12月底(百萬元美元)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
息稅前收益	1,411	2,052	1,705	2,210	2,423
折舊和攤銷	441	581	597	609	621
運營資金變動	(570)	(930)	213	56	(40)
其它	(27)	(240)	(676)	(456)	(523)
經營活動所得現金流	1,255	1,463	1,840	2,419	2,480
資本開支及投資	(811)	(680)	127	(400)	(400)
利息收入	6	6	(720)	(640)	(813)
其它	(412)	(122)	0	0	0
投資活動所得現金淨額	(1,217)	(796)	(593)	(1,040)	(1,213)
借貸金額變動	4	3	127	(400)	(400)
股息	(795)	(464)	(720)	(640)	(813)
股票/證券發行	9	31	0	0	0
其它	(8)	(163)	0	0	0
融資活動所得現金淨額	(790)	(593)	(593)	(1,040)	(1,213)
現金增加淨額	(752)	74	965	624	634
年初現金及現金等價物	1,279	484	552	1,517	2,141
匯兌變動	(43)	(6)	0	0	0
年末現金及現金等價物	484	552	1,517	2,141	2,775
銀行結餘及現金	525	552	1,517	2,141	2,775
銀行透支	(41)	0	0	0	0

資產負債表

截止12月底(百萬元美元)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流動資產	9,838	10,575	10,603	10,631	10,629
固定資產	5,300	5,406	5,552	5,686	5,808
商譽	3,581	3,667	3,658	3,649	3,640
合資及聯營公司投資	352	347	368	391	416
其它非流動資產	605	509	509	519	509
流動資產	5,460	6,707	7,319	8,201	9,068
現金及已抵押存款	579	593	1,252	2,054	2,753
庫存	2,022	2,903	2,770	2,763	2,868
應收款	1,135	1,047	1,105	1,164	1,205
其它流動資產	1,724	2,164	2,192	2,221	2,241
流動負債	3,328	3,869	4,140	4,287	4,403
借貸	860	905	1,010	1,010	1,010
應付款	977	1,074	1,139	1,196	1,241
其它應付款	1,430	1,686	1,787	1,877	1,948
其它	61	204	204	204	204
非流動負債	3,552	3,961	3,690	3,332	2,962
借貸	2,259	2,187	2,209	1,809	1,409
遞延收入	695	1,114	821	863	893
其它	598	660	660	660	660
少數股東權益	672	768	893	1,010	1,140
淨資產	8,418	9,452	10,092	11,213	12,331
股東權益	7,746	8,684	9,199	10,203	11,192

主要比率

截止12月底	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售組合 (%)					
中國	32.4	36.3	39.8	38.1	38.9
美國	58.3	54.6	50.0	50.8	49.6
歐盟	9.3	9.1	10.2	11.0	11.6
合計					
盈利能力比率					
毛利率	19.9	20.3	20.0	20.2	20.0
息稅前利潤率	7.6	8.6	7.4	8.9	9.2
淨利潤率	4.6	5.7	4.4	5.5	5.9
經調整淨利潤率	4.6	5.7	4.4	5.5	5.9
派息比率	35.8	43.0	43.0	43.0	43.0
資產負債比率					
流動比率(x)	1.6	1.7	1.8	1.9	2.1
應收賬天數	17	17	15	15	16
應付賬天數	21	19	20	20	20
庫存天數	40	47	51	47	46
資產周轉率(x)	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
淨負債比率(%)	30	30	21	8	(2)
回報率 (%)					
經調整資本回報率	13.8	16.8	12.4	15.3	15.2
經調整資產回報率	8.2	9.9	7.7	9.6	10.0
每股數據					
經調整每股盈利(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
每股淨資產(美元)	0.53	0.59	0.62	0.69	0.76

資料來源：公司及招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。