

万洲国际 (288 HK)

2020年首季业绩符合预期

今年首季净利润增长 80%至 3.53 亿美元，占我们全年预测的 25%，符合我们预期。受益于肉制品的增长，公司在中国的业务有所改善，美国业务短期则受到新型冠状病毒疫情影响。第二季度中国业务的增幅或能弥补美国业务的损失。我们预计疫情结束后，美国业务将于下半年复苏。非洲猪瘟导致中国动物蛋白产量短缺和关税排除，可望促使缩窄中美猪肉的价格差距，并提高万洲的收益。我们维持买入评级及目标价 9.50 港元不变，对应 13.0 倍 2020 年预测市盈率。

- **中国业务经营利润增长 21%至 2.77 亿美元。** (1) **肉制品：**疫情下销量下跌 7.5% (终端关店以及物流问题)，但由于每吨经营利润增加 (从每吨人民币 2,500 元上升至 3,700 元)，经营利润同比增长 31%。每吨利润增加的原因包括价格上涨以及高端产品占比增加所带来的收益，远远抵消了成本上涨幅度。(2) **生鲜猪肉：**经营利润下跌 21%，主要因生猪屠宰量下降 65%，但进口猪肉销售增长强劲，弥补了部份损失。因进口猪肉成本价低，每头猪只的经营利润维持在较高水平 (约 264 元人民币，对比去年四季度的 246 元)。
- **美国业务经营利润增长 105%至 2.26 亿美元。** (1) **肉制品：**经营利润下跌 34%，主要与疫情下餐饮服务渠道关闭导致需要为存货拨备 4,000 万美元有关。(2) **生鲜猪肉：**生猪屠宰量增长 4%，迭加猪肉价格上涨，带动经营利润增长 31%。(3) **生猪养殖：**对冲收益和生猪价格上扬，使养殖业务同比扭亏。
- **2020 年前景。** (1) **中国业务正逐步改善：**管理层预计今年下半年生猪价格将逐步回落，但公司没有调低售价的打算。由于生猪价格较低和高端产品占比增加，预计下半年肉制品盈利能力将提高，全年销量会有所增加。生鲜猪肉方面，预料第二季度生猪屠宰量略微回升，管理层预期下半年复苏更明显。由于每头生猪屠宰成本上升，今年盈利将会下跌。(2) **美国业务短期不确定性：**不确定性来自 (1) 疫情下工厂停工 (影响约 25%的肉制品和生猪屠宰量) 和餐饮服务渠道需求 (占 32%肉制品销量)。不过，有效对冲下生猪养殖业务或在二季度保持盈利。
- **估值。**我们基于分部加总估值法得出目标价 9.50 港元，对应 13.0 倍 2020 年预测市盈率。**催化剂：**美国经济重启；中国进一步降低关税或大幅增加从美国进口猪肉。**风险：**疫情不确定性；美国生猪市场严重供过于求。

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	25,148	25,930	26,912
净利润 (百万美元)	1,047	1,380	1,415	1,436	1,556
调整后净利润 (百万美元)	1,046	1,378	1,415	1,436	1,556
调整后每股盈利 (美元)	0.071	0.094	0.096	0.098	0.106
同比增长 (%)	(4.9)	31.5	2.6	1.5	8.3
市场预期每股盈利 (美元)	不适用	不适用	0.096	0.102	0.135
市盈率 (倍)	14.0	10.7	10.5	10.4	9.6
市净率 (倍)	1.9	1.7	1.6	1.4	1.3
股息率 (%)	2.6	4.0	4.1	4.2	4.5
股本回报率 (%)	13.8	16.8	15.6	14.5	14.4

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$9.50
(此前目标价)	HK\$9.50)
潜在升幅	+21%
当前股价	HK\$7.84

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)	115,464
3 月平均流通量 (百万港元)	351.90
52 周内股价高/低 (港元)	9.55/ 5.92
总股本 (百万)	14,720.8

资料来源：彭博

股东结构

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

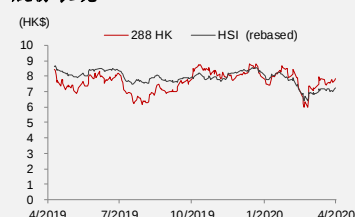
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	6.6%	3.1%
3-月	-2.6%	12.1%
6-月	1.3%	11.3%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：安永

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	25,148	25,930	26,912
中国	7,328	8,756	8,368	9,224	9,895
美国	13,182	13,158	14,192	13,965	14,092
欧盟	2,095	2,188	2,588	2,741	2,924
销售成本	(18,103)	(19,209)	(20,051)	(20,645)	(21,400)
毛利	4,502	4,894	5,097	5,284	5,511
其他收入及收益	98	59	63	73	82
销售及管理费用	(2,871)	(2,870)	(2,909)	(3,055)	(3,132)
息税前收益	1,729	2,083	2,250	2,303	2,461
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	2,082	2,138	2,319
所得税	(293)	(336)	(423)	(434)	(470)
非控制股东权益	(210)	(230)	(244)	(268)	(293)
净利润	1,047	1,380	1,415	1,436	1,556
经调整净利润	1,046	1,378	1,415	1,436	1,556

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	2,082	2,138	2,319
折旧和摊销	441	581	597	609	621
运营资金变动	(570)	(930)	229	85	(42)
其它	(27)	(240)	(764)	(461)	(503)
经营活动所得现金流	1,255	1,463	2,144	2,371	2,394
资本开支及投资	(811)	(680)	(600)	(600)	(600)
利息收入	6	6	15	25	34
其它	(412)	(122)	0	0	0
投资活动所得现金净额	(1,217)	(796)	(585)	(575)	(566)
借贷金额变动	4	3	127	(400)	(400)
股息	(795)	(464)	(721)	(772)	(794)
其它	1	(132)	0	0	0
融资活动所得现金净额	(790)	(593)	(594)	(1,172)	(1,194)
现金增加净额	(752)	74	965	624	634
年初现金及现金等价物	1,279	484	552	1,517	2,141
汇兑变动	(43)	(6)	0	0	0
年末现金及现金等价物	484	552	1,517	2,141	2,775
银行结余及现金	525	552	1,517	2,141	2,775
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	7,564	8,179	8,974
现金及已抵押存款	579	593	1,558	2,182	2,816
库存	2,022	2,903	2,727	2,668	2,765
应收款	1,135	1,047	1,092	1,126	1,169
其它流动资产	1,724	2,164	2,186	2,202	2,223
流动负债	3,328	3,869	4,095	4,180	4,289
借贷	860	905	1,010	1,010	1,010
应付款	977	1,074	1,121	1,154	1,197
其它应付款	1,430	1,686	1,760	1,812	1,878
其它	61	204	204	204	204
非流动负债	3,552	3,961	3,681	3,306	2,936
借贷	2,259	2,187	2,209	1,809	1,409
递延收入	695	1,114	812	837	867
其它	598	660	660	660	660
少数股东权益	672	768	886	991	1,107
净资产	8,418	9,452	10,391	11,323	12,378
股东权益	7,746	8,684	9,505	10,332	11,270

主要比率

截止12月底	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售组合 (%)					
中国	32.4	36.3	33.3	35.6	36.8
美国	58.3	54.6	56.4	53.9	52.4
欧盟	9.3	9.1	10.3	10.6	10.9
合计					
盈利能力比率					
毛利率	19.9	20.3	20.3	20.4	20.5
息税前利润率	7.6	8.6	8.9	8.9	9.1
净利润率	4.6	5.7	5.6	5.5	5.8
经调整净利润率	4.6	5.7	5.6	5.5	5.8
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	2.0	2.1
应收账款天数	17	17	16	16	16
应付账款天数	21	19	20	20	20
库存天数	40	47	51	48	46
资产周转率 (x)	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
净负债比率 (%)	30	30	16	6	(3)
回报率 (%)					
经调整资本回报率	13.8	16.8	15.6	14.5	14.4
经调整资产回报率	8.2	9.9	9.4	9.2	9.6
每股数据					
经调整每股盈利 (美元)	0.071	0.094	0.096	0.098	0.106
每股股息 (港元)	0.20	0.32	0.32	0.33	0.35
每股净资产 (美元)	0.53	0.59	0.65	0.70	0.77

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。

招銀國際證券投資評級

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个月的潜在变幅在-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	: 招銀國際并未给予投资评级

招銀國際證券行業投資評級

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

招銀國際證券有限公司

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

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)为招銀國際金融有限公司之全资附属公司(招銀國際金融有限公司为招商銀行之全资附属公司)

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。招銀國際證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。招銀國際證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銀國際證券编写，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責任。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。招銀國際證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責任。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，请与我们联络。

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，未经招銀國際證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。

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编制的报告。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責任。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。