

萬洲國際 (288 HK)

路演紀要；三季度中國市場業務改善

我們昨天安排了路演活動，投資者主要關注各板塊盈利能力以及政策。在肉製品業務驅動下，三季度中國市場業務改善的情況較我們預期好。

- **三季度中國市場業務改善。**(1)肉製品：這是集團第二大盈利貢獻板塊(佔2019上半年38%分部盈利)。在7月份提價4%及使用低成本豬肉儲備下，三季度噸均利潤較2019年上半年明顯改善，完全抵銷了成本的上漲。於六月底推出市場的双匯筷廚炒菜煎烤腸表現不俗，月均銷售量約八百噸。(2)屠宰：基於供應短缺，生豬屠宰量同比下跌及頭均經營成本上升，但是，集團開始銷售一些低成本的豬肉存貨，我們認為2019年下半年頭均利潤可以維持在正常水平(40-60頭均利潤)以上。
- **下半年美國市場業務較上半年好。**(1)生豬養殖：管理層重申，受惠於上半年公司的對沖活動，預計下半年及全年生豬業務將實現盈利。(2)屠宰：七月業務仍錄得虧損，但八月已扭虧。我們預計屠宰業務將走出二季度困局，盈利能力於三季度有所改善。(3)肉製品：受益產品結構持續改善，估計下半年經營利潤率同比持續改善。
- **關注10月中美貿易談判結果。**有報道指，中國政府將支持企業向美國採購一定數量豬肉並豁免加徵關稅，但萬洲暫未就此接獲正式通知。根據美國媒體CNBC，美國財政部長姆努欽指中美官員將在兩周後重啟貿易談判。管理層估計中國政府將於兩國貿易磋商後才對豁免新徵關稅一事作出定斷。
- **國內生豬價格料在未來兩季繼續上漲。**管理層估計隨着國內生豬及母豬存欄同比大幅下降，以及豬肉消耗高峰期來臨，豬肉價格將繼續上漲。萬洲正不斷從海外搜羅平價豬肉作庫存。考慮到美國生豬及白條肉價格較中國價格分別有67%及69%折讓，我們估計美國出口至中國的豬肉數量將持續增加，對美國生豬及豬肉價格形成支持。
- **維持買入。**我們的SOTP基準的目標價維持在9.20港元，對應FY19E 14.3倍市盈率。**催化劑：**中國降低美國進口豬肉關稅或增加採購美國豬肉。**風險：**肉製品及屠宰業務利潤率低於預期。

財務資料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入(百萬美元)	22,379	22,605	23,217	24,240	24,268
淨利潤(百萬美元)	1,127	1,047	1,215	1,317	1,347
調整後淨利潤(百萬美元)	1,090	1,046	1,215	1,317	1,347
調整後每股盈利(美元)	0.075	0.071	0.083	0.090	0.092
同比增長(%)	1.0	(4.9)	16.2	8.3	2.3
市盈率(倍)	12.0	12.6	10.9	10.0	9.8
市淨率(倍)	1.8	1.7	1.5	1.4	1.3
股息率(%)	3.8	2.8	4.1	4.5	4.6
股本回報率(%)	15.8	13.8	14.9	14.7	13.8
淨負債率(%)	22	30	24	16	9

資料來源：公司及招銀國際證券預測

買入(維持)

目標價	HK\$9.20
(此前目標價)	HK\$9.20)
潛在升幅	+31%
當前股價	HK\$7.02

中國必需消費行業

葉建中, CFA

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

公司數據

市值(百萬港元)	103,270
3月平均流通量(百萬港元)	310.63
52周內股價高/低(港元)	9.95/5.27
總股本(百萬)	14,664

資料來源：彭博

股東結構

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

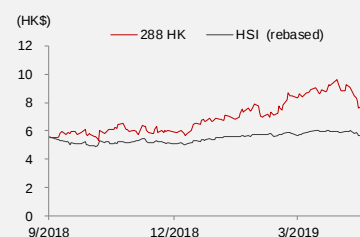
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	6.5%	6.3%
3-月	-12.5%	-5.0%
6-月	-16.9%	-7.7%

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

1. 中美貿易摩擦有所趨緩，美國生豬期貨價格大幅上漲—9月14日
2. 預期下半年表現較好—2019年8月14日
3. 1H19業績預覽，預期下半年表現較好—2019年7月24日
4. 美國豬后腿價格在墨西哥取消關稅後上漲—2019年5月24日

財務分析

利潤表

截止12月底(百萬元美元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售收入	22,379	22,605	23,217	24,240	24,268
中國	7,446	7,328	7,301	7,545	7,556
美國	13,278	13,182	13,505	13,998	13,724
歐盟	1,655	2,095	2,411	2,696	2,988
銷售成本	(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
銷售及管理費用	(2,753)	(2,871)	(2,917)	(3,104)	(2,918)
息稅前收益	1,973	1,729	1,980	2,126	2,184
財務費用	(198)	(115)	(132)	(112)	(111)
其他費用	(326)	(74)	(74)	(74)	(74)
其他收益/(虧損)	7	(21)	0	0	0
聯營企業	8	8	3	3	4
合資企業	14	23	18	20	22
稅前利潤	1,478	1,550	1,795	1,964	2,025
所得稅	(165)	(293)	(372)	(427)	(440)
非控制股東權益	(186)	(210)	(208)	(220)	(238)
淨利潤	1,127	1,047	1,215	1,317	1,347
經調整淨利潤	1,090	1,046	1,215	1,317	1,347

現金流量表

截止12月底(百萬元美元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息稅前收益	1,501	1,411	1,795	1,964	2,025
折舊和攤銷	394	441	469	501	514
運營資金變動	(321)	(570)	(341)	(65)	(2)
其它	(62)	(27)	(359)	(372)	(428)
經營活動所得現金流	1,512	1,255	1,564	2,028	2,109
資本開支及投資	(530)	(811)	(800)	(600)	(600)
利息收入	12	6	17	15	20
其它	(266)	(412)	(58)	(57)	(56)
投資活動所得現金淨額	(784)	(1,217)	(841)	(642)	(636)
借貸金額變動	64	4	0	(200)	(300)
股息	(668)	(795)	(447)	(728)	(790)
其它	13	1	0	0	0
融資活動所得現金淨額	(591)	(790)	(447)	(928)	(1,090)
現金增加淨額	137	(752)	276	458	383
年初現金及現金等價物	1,123	1,279	484	760	1,218
匯兌變動	19	(43)	0	0	0
年末現金及現金等價物	1,279	484	760	1,218	1,601
銀行結餘及現金	1,371	525	801	1,259	1,642
銀行透支	(92)	(41)	(41)	(41)	(41)

資產負債表

截止12月底(百萬元美元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	9,592	9,838	10,191	10,313	10,425
固定資產	5,037	5,300	5,644	5,756	5,855
商譽	3,580	3,581	3,572	3,563	3,554
合資及聯營公司投資	295	352	374	397	423
其它非流動資產	680	605	601	597	593
流動資產	5,666	5,460	6,145	6,757	7,129
銀行結餘及現金	1,371	525	801	1,259	1,642
已抵押存款	69	54	54	54	54
庫存	1,905	2,022	2,391	2,477	2,474
應收款	989	1,135	1,166	1,217	1,218
其它流動資產	1,332	1,724	1,734	1,750	1,750
流動負債	3,499	3,328	3,472	3,566	3,565
借貸	901	860	960	960	960
應付款	1,076	977	1,005	1,041	1,039
其它應付款	1,472	1,430	1,470	1,523	1,521
其它	50	61	37	43	44
非流動負債	3,537	3,552	3,470	3,300	3,001
借貸	2,297	2,259	2,159	1,959	1,659
遞延收入	601	695	713	743	744
其它	639	598	598	598	598
少數股東權益	777	672	808	847	888
淨資產	8,222	8,418	9,394	10,203	10,989
股東權益	7,445	7,746	8,586	9,356	10,110

主要比率

截止12月底	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合 (%)					
中國	33.3	32.4	31.4	31.1	31.1
美國	59.3	58.3	58.2	57.7	56.6
歐盟	7.4	9.3	10.4	11.1	12.3
合計	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
息稅前利潤率	8.8	7.6	8.5	8.8	9.0
淨利潤率	5.0	4.6	5.2	5.4	5.6
經調整淨利潤率	4.9	4.6	5.2	5.4	5.6
派息比率	44.7	40.0	45.0	45.0	45.0
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.6	1.4	1.8	1.9	2.0
應收賬天數	15	17	18	18	18
應付賬天數	20	21	19	19	20
庫存天數	37	40	43	46	47
資產周轉率 (x)	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4
淨負債比率 (%)	22	30	24	16	9
回報率 (%)					
經調整資本回報率	15.8	13.8	14.9	14.7	13.8
經調整資產回報率	8.8	8.2	9.0	9.2	9.2
每股數據					
經調整每股盈利 (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
每股淨資產 (美元)	0.51	0.53	0.58	0.64	0.69

資料來源：公司及招銀國際證券預測

敬請參閱尾頁之免責聲明

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)2000年英國不時修訂之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。