

萬洲國際 (288HK)

美國生豬價格復甦；上調目標價至 9.00 港元

- ❖ **業績符合預期** 經調整淨利潤同比下跌 4% 至 10.46 億美元，與彭博市場預測相符合，及 7% 優於我們預期，原因是美國市場企業成本控制較預期佳。收入同比上升 1% 至 226.05 億美元，符合彭博市場預測及我們預期。受屠宰業務利潤率上升刺激，中國市場分部盈利同比上升 15% 至 9.22 億美元；美國市場分部盈利下跌 33% 至 6.15 億美元，原因是屠宰業務利潤率下跌及養殖業務虧損擴大；歐洲市場分部盈利受養殖業務盈利下降影響，同比下跌 14% 至 1.13 億美元。管理層指受到中國出現非洲豬瘟及美國市場疲弱影響，將派息比率從 45% 略為下降至 40%，當業績改善時，管理層會考慮增加派息。
- ❖ **中國採購美國豬肉或對美國生豬價格** 美國農業部報導中國於 3 月 7 日一周採購了 23,800 噸豬肉，刺激美國瘦生豬期貨價格於 3 月 15 日一周急升 14%。美國農業部預測 2018 年中國豬肉生產量為 54.8 百萬噸，大約相當於美國生產量的 5 倍。如果中國從美國採購其產量 1% 的豬肉，對美國豬肉產量的影響是 5%，將大幅影響美國生豬價格。所以美國養殖業務將從中國市場生豬供應不足中獲益，但需要關注美國生豬供應情況及中美貿易談判進展。
- ❖ **穩定肉製品利潤率的措施** 在預期生豬價格於 2H19 上漲的背景下，管理層將採取以下措施以將肉製品利潤率保持在 20%。(1) 增加高單價、高毛利、高品質的產品銷售；(2) 計劃於二或三季度上調產品價格；(3) 在非洲豬瘟導致不同地區的生豬價格有所差異下，儲備低成本的豬肉庫存(FY18 平均庫存周轉天數同比增加了 3 天至 80 天)；(4) 使用海外市場低成本的豬肉資源。回顧 FY16，儘管生豬價格大幅上升，公司在儲備低成本的庫存及從美國進口三十萬噸的豬肉下，中國肉製品市場利潤率達到 21.7%。
- ❖ **1Q19 展望** 美國市場方面，預期 4Q18 屠宰業務約每頭豬 5 美元的利潤率可以維持至 2019 年 1-2 月，原因是生豬價格跌幅比豬肉大。但是，由於生豬價格下跌，養殖業務於 1Q19 面對艱難的經營環境。中國市場方面，由於非洲豬瘟持續，屠宰業務利潤率可維持較好水平。
- ❖ **維持買入評級及上調目標價至 9.00 港元** 我們將 FY19/20E 的淨利潤預測分別上調 7%/5%，以反映美國市場較佳的企業成本控制。我們將 SOTP 為基準的目標價從 7.80 港元上調至 9.00 港元，對應 14.6 倍 FY19E 市盈率，原因是中國必需消費行業 FY19E 估值從 19.4 倍上升至 22.4 倍。我們預測公司在 FY19-20E 經調整每股盈利年均複合增長率為 10%。**催化劑：**(1) 中國降低進口美國豬肉關稅或增加採購美國豬肉；(2) USMCA 正式生效。**風險因素：**(1) 豬肉價格急升拖累中國肉製品業務利潤率；(2) 肉製品及豬肉銷售低於預期。

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	24,861	26,899	27,126
淨利潤(百萬美元)	1,127	1,047	1,157	1,265	1,320
調整後淨利潤(百萬美元)	1,090	1,046	1,157	1,265	1,320
每股盈利(美元)	0.075	0.071	0.079	0.086	0.090
每股盈利變動(%)	1.0	(4.9)	10.6	9.3	4.4
市帳率(倍)	13.4	14.0	12.7	11.6	11.1
市盈率(倍)	2.0	1.9	1.7	1.6	1.5
股息率(%)	3.5	2.6	3.5	3.9	4.0
權益收益率(%)	15.8	13.8	14.2	14.2	13.7
淨資產負債率(%)	22	22	23	17	12

資料來源：公司及彭博預測

買入(維持)

目標價	HK\$9.00
潛在升幅	+15%
當前股價	HK\$7.80

葉建中, CFA

電話：(852) 3900 0838

郵件：albertyip@cmbi.com.hk

食品及飲料行業

市值(百萬港元)	114,473
3月平均流通量(百萬港元)	265.5
52周內股價高/低(港元)	9.68/5.11
總股本(百萬)	14,676

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	5.5%	1.6%
3-月	31.8%	20.6%
6-月	41.6%	35.2%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

核數師：安永

公司網站：www.wh-group.com

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

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 及 46 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。報告所載資料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。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或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责任。任何使用本報告資訊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資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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資訊，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。