

万洲国际 (288HK)

美国生猪价格复苏；上调目标价至 9.00 港元

- ❖ **业绩符合预期** 经调整净利润同比下跌 4% 至 10.46 亿美元，与彭博市场预测相符合，及 7% 优于我们预期，原因是美国市场企业成本控制较预期佳。收入同比上升 1% 至 226.05 亿美元，符合彭博市场预测及我们预期。受屠宰业务利润率上升刺激，中国市场分部盈利同比上升 15% 至 9.22 亿美元；美国市场分部盈利下跌 33% 至 6.15 亿美元，原因是屠宰业务利润率下跌及养殖业务亏损扩大；欧洲市场分部盈利受养殖业务盈利下降影响，同比下跌 14% 至 1.13 亿美元。管理层指受到中国出现非洲猪瘟及美国市场疲弱影响，将派息比率从 45% 略为下降至 40%，当业绩改善时，管理层会考虑增加派息。
- ❖ **中国采购美国猪肉或对美国生猪价格** 美国农业部报导中国于 3 月 7 日一周采购了 23,800 吨猪肉，刺激美国瘦生猪期货价格于 3 月 15 日一周急升 14%。美国农业部预测 2018 年中国猪肉生产量为 54.8 百万吨，大约相当于美国生产量的 5 倍。如果中国从美国采购其产量 1% 的猪肉，对美国猪肉产量的影响是 5%，将大幅影响美国生猪价格。所以美国养殖业务将从中国市场生猪供应不足中获益，但需要关注美国生猪供应情况及中美贸易谈判进展。
- ❖ **稳定肉制品利润率的措施** 在预期生猪价格于 2H19 上涨的背景下，管理层将采取以下措施以将肉制品利润率保持在 20%。(1) 增加高单价、高毛利、高品质的产品销售；(2) 计划于二或三季度上调产品价格；(3) 在非洲猪瘟导致不同地区的生猪价格有所差异下，储备低成本的猪肉库存(FY18 平均库存周转天数同比增加了 3 天至 80 天；(4) 使用海外市场低成本的猪肉资源。回顾 FY16，尽管生猪价格大幅上升，公司在储备低成本的库存及从美国进口三十万吨的猪肉下，中国肉制品市场利润率达到 21.7%。
- ❖ **1Q19 展望** 美国市场方面，预期 4Q18 屠宰业务约每头猪 5 美元的利润率可以维持至 2019 年 1-2 月，原因是生猪价格跌幅比猪肉大。但是，由于生猪价格下跌，养殖业务于 1Q19 面对艰难的经营环境。中国市场方面，由于非洲猪瘟持续，屠宰业务利润率可维持较好水平。
- ❖ **维持买入评级及上调目标价至 9.00 港元** 我们将 FY19/20E 的净利润预测分别上调 7%/5%，以反映美国市场较佳的企业成本控制。我们将 SOTP 为基准的目标价从 7.80 港元上调至 9.00 港元，对应 14.6 倍 FY19E 市盈率，原因是中国必需消费行业 FY19E 估值从 19.4 倍上升至 22.4 倍。我们预测公司在 FY19-20E 经调整每股盈利年均复合增长率为 10%。**催化剂：**(1) 中国降低进口美国猪肉关税或增加采购美国猪肉；(2) USMCA 正式生效。**风险因素：**(1) 猪肉价格急升拖累中国肉制品业务利润率；(2) 肉制品及猪肉销售低于预期。

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	24,861	26,899	27,126
净利润(百万美元)	1,127	1,047	1,157	1,265	1,320
调整后净利润(百万美元)	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
每股盈利变动(%)	1.0	(4.9)	10.6	9.3	4.4
市帐率(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
权益收益率(%)	15.8	13.8	14.2	14.2	13.7
净资产负债率(%)	22	22	23	17	12

资料来源：公司及彭博预测

买入(维持)

目标价	HK\$9.00
潜在升幅	+15%
当前股价	HK\$7.80

叶建中, CFA

电话: (852) 3900 0838

邮件: albertyip@cmbi.com.hk

食品及饮料行业

市值(百万港元)	114,473
3 月平均流通量(百万港元)	265.5
52 周内股价高/低(港元)	9.68/5.11
总股本(百万)	14,676

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

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

核数师: 安永

公司网站: www.wh-group.com

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	: 招银国际并未给予投资评级

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 及 46 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。报告所载资料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。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，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资料。报告中的资讯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。任何使用本报告资讯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资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、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资讯，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 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。