

萬洲國際 (288HK)

1H19 業績預覽，預期下半年表現較好

概要。我們預計淨利潤將同比下降 16% 至 4.67 億美元（對比一季度下降 21%），主要原因是中國市場肉製品經營利潤率下跌以及美國生豬業務虧損。鑒於中國母豬和生豬數量由於非洲豬瘟而不斷下降，我們預計豬肉供應短缺將導致全球生豬和豬肉價格在 2019 年下半年和 2020 年上漲。

- **二季度美國市場經營利潤跌幅收窄。**我們預計美國業務的上半年經營利潤將下降 1% 至 3.25 億美元（對比一季度的 -22%）。二季度在生豬價格上漲下，我們估計生豬養殖業務經營利潤為 20 美元/頭（對比一季度 36 美元/頭的虧損）。肉製品經營利潤率受惠產品結構改善，估計經營利潤率從 1H18 的 10.5% 上升至 1H19 的 11.8%。但是，二季度鮮肉價格表現低於生豬價格，預期屠宰業務於 1H19 錄得虧損。
- **中國市場上半年經營利潤下降。**中國業務的 1H19 經營利潤預計下降 12% 至 4.17 億美元。隨著白條肉平均價格上漲約 11%，我們估計 1H19 肉製品經營利潤率將縮小 4.4 個百分點至 16.4%。屠宰業務經營利潤估計將從一季度的人民幣 114/頭降至二季度人民幣 65/頭。
- **預期下半年表現較好。**鑒於生豬供應緊張（6 月生豬存欄數下降 26%）以及下半年為消費旺季，我們預計中國生豬價格下半年將上漲，並帶動全球生豬價格上漲，有利萬州在美國和歐洲的業務。此外，2H18 美國生豬業務的巨大虧損是低基數。
- **2020 年中國生豬供應持續偏緊。**母豬存欄數量下降速度在 18 年 6 月加速至同比 27%。由於增加生豬供應需要約 18 個月的時間，我們預計生豬的價格在供應緊張的情況下會保持高企。
- **美國生豬供應增長放緩。**根據美國農業部的資料，19 年 6 月 1 日繁殖用豬隻存欄數同比增長放緩至 1%（18 年 9 月 1 日同比增長為 3%）。此外，截至 19 年 6 月 1 日止的季度內，受孕母豬數同比持平（截至 18 年 6 月 1 日止的季度內同比增長 4%）。鑒於從母豬受孕到生豬出欄約需 11.5 個月時間，我們預期未來 12 個月生豬供應增長將會放緩，有利生豬價格。截至 19 年 7 月 22 日止，2020 年 6 月美國生豬期價收市價為每磅 0.902 美元，較 2018 年 6 月生豬平均價高出 14%。
- **維持買入。**我們的 SOTP 基準的目標價為 10.70 港元，對應 FY19E 15.4 倍市盈率。催化劑：(1) 中國降低美國進口豬肉關稅或增加採購美國豬肉；(2) 美國生豬價值強於預期。風險：(1) 肉製品及屠宰業務利潤率受累豬價上升；(2) 肉製品及鮮肉銷售低於預期。

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	24,775	26,542	26,427
淨利潤(百萬美元)	1,127	1,047	1,315	1,432	1,477
調整後淨利潤(百萬美元)	1,090	1,046	1,315	1,432	1,477
調整後每股盈利(美元)	0.075	0.071	0.090	0.098	0.101
同比增長(%)	1.0	(4.9)	25.7	8.9	3.1
市盈率(倍)	13.8	14.5	11.6	10.7	10.3
市淨率(倍)	2.0	2.0	1.8	1.6	1.5
股息率(%)	3.3	2.5	3.9	4.2	4.4
股本回報率(%)	15.8	13.8	16.0	15.7	14.9
淨負債率(%)	22	30	21	15	9

資料來源：公司及招銀國際證券預測

買入 (維持)

目標價	HK\$10.70
(此前目標價)	HK\$10.70)
潛在升幅	+32%
當前股價	HK\$8.08

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)	118,861
3 月平均流通量(百萬港元)	483.82
52 周內股價高/低(港元)	9.95/5.11
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	-1.5%	-1.1%
3-月	-13.9%	-9.1%
6-月	18.4%	12.7%

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. 美國豬後腿價格在墨西哥取消關稅後上漲 - 2019 年 5 月 24 日
2. 美國生豬價格復蘇；上調目標價至 9.00 港元 - 2019 年 3 月 18 日

請登錄 2019 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>

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。而過去的表现亦不代表未來的表现，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。