

萬洲國際 (288 HK)

德國豬肉被禁刺激美國生豬價格上升

中國、南韓和日本禁止德國豬肉類產品進口，我們預計部份豬肉訂單因而轉向美國，利好萬洲的美國業務。自8月11日公佈其上半年業績，萬洲股價已下跌8%，但公司的美國業務正逐步改善，美國生豬價格亦已上漲18%。公司持有的雙匯總市值高於母公司萬洲的市值，隱含史密斯菲爾德食品 (SMITHFIELD FOODS) 的價值為零。基於其低估值優勢，我們維持買入評級。

- **最新情況。**美國瘦肉豬期貨價格連續兩個交易日上升8%。德國農業部確認境內出現首例非洲豬瘟後，已暫停向中國及部份非歐盟國家出口豬肉。中國、南韓及日本已禁止德國豬肉類產品進口。
- **德國為2019年歐盟最大豬肉生產商。**在2019年，德國向中國、南韓及日本共出口97.7萬噸豬肉及內臟，約佔全球豬肉出口貿易量10.5%。今年上半年，中國、南韓及日本為德國前三大豬肉及內臟進口國家，分別佔德國豬肉出口量66%、9%和3%（共57.14萬噸豬肉）。德國豬肉被禁止進口，預期西班牙、美國和巴西等主要豬肉出口國受惠。假設25%豬肉（24.42萬噸）訂單轉至美國，即相等於2020年美國2%/7%的豬肉生產量/出口量。
- **美國業務持續改善。(1) 生豬養殖：**自萬洲宣佈其2020年上半年業績後，美國生豬價格已上漲18%。**(2) 生鮮豬肉：**生豬屠宰產能利用率回復至大約90%（相對8月份的85%）。2020年第三季度開始至今，毛利按年持續擴大。**(3) 肉製品：**預計今年第三季度銷量溫和回升，而疫情相關開支對比第二季度應大幅下降，公司向員工支付對應的薪酬和責任獎金、防疫措施建設以及食物捐贈開支將按季度減少。
- **維持買入。**德國豬肉被禁止進口，將刺激美國生豬及豬肉價格向上。2020年上半年，美國業務分別貢獻萬洲總收入及分部利潤49%及30%。生豬價格上漲有利提高生豬養殖盈利。美國業務的利潤主要來自肉製品（2020年上半年佔美國業務利潤88%），生豬價格上升有助提高生豬養殖盈利，但價格調節機制有助防止生豬價格波動，因此肉製品的利潤率不會受損。我們的SOTP目標價為8.20港元，對應2020年度市盈率14倍。**催化劑：**德國非洲豬瘟爆發嚴重，以及美國經濟完全開啟。

財務資料

(截至12月31日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入(百萬美元)	22,605	24,103	25,440	26,795	27,751
淨利潤(百萬美元)	1,047	1,380	1,108	1,480	1,625
調整後淨利潤(百萬美元)	1,046	1,378	1,108	1,480	1,625
調整後每股盈利(美元)	0.071	0.094	0.075	0.101	0.110
同比增長(%)	(4.9)	31.5	(19.7)	33.6	9.8
市場預期每股盈利(美元)	不適用	不適用	0.093	0.104	0.111
市盈率(倍)	11.8	9.0	11.3	8.4	7.7
市淨率(倍)	1.6	1.4	1.4	1.2	1.1
股息率(%)	3.0	4.8	3.8	5.1	5.6
股本回報率(%)	13.8	16.8	12.4	15.3	15.2

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入 (維持)

目標價	HK\$8.20
(此前目標價)	HK\$8.20
潛在升幅	+24%
當前股價	HK\$6.62

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)	97,566
3月平均流通量(百萬港元)	281.85
52周內股價高/低(港元)	8.90/ 5.92
總股本(百萬)	14,720.8

資料來源：彭博

股東結構

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

資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-8.3%	-6.9%
3-月	-2.5%	-2.6%
6-月	-15.6%	-13.1%

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

- “疫情拉高成本 上半年業績遜預期” – 2020年8月12日
- “Maintain Buy on undemanding valuation” – 13 Jul 2020
- “2020年首季業績符合預期” – 2020年4月29日

財務分析

利潤表

截止12月底(百萬元美元)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售收入	22,605	24,103	25,440	26,795	27,751
中國	7,328	8,756	10,120	10,216	10,785
美國	13,182	13,158	12,720	13,622	13,752
歐盟	2,095	2,188	2,601	2,956	3,214
銷售成本	(18,103)	(19,209)	(20,365)	(21,385)	(22,197)
毛利	4,502	4,894	5,075	5,410	5,554
其他收入及收益	98	59	81	90	100
銷售及管理費用	(2,871)	(2,870)	(3,282)	(3,126)	(3,089)
息稅前收益	1,729	2,083	1,874	2,374	2,565
財務費用	(115)	(144)	(126)	(125)	(104)
其他費用	(74)	(63)	(63)	(63)	(63)
其他收益/(虧損)	(21)	53	0	0	0
聯營企業	8	4	4	4	5
合資企業	23	13	17	19	20
稅前利潤	1,550	1,946	1,705	2,210	2,423
所得稅	(293)	(336)	(345)	(448)	(491)
非控制股東權益	(210)	(230)	(253)	(281)	(306)
淨利潤	1,047	1,380	1,108	1,480	1,625
經調整淨利潤	1,046	1,378	1,108	1,480	1,625

現金流量表

截止12月底(百萬元美元)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
息稅前收益	1,411	2,052	1,705	2,210	2,423
折舊和攤銷	441	581	597	609	621
運營資金變動	(570)	(930)	213	56	(40)
其它	(27)	(240)	(676)	(456)	(523)
經營活動所得現金流	1,255	1,463	1,840	2,419	2,480
資本開支及投資	(811)	(680)	127	(400)	(400)
利息收入	6	6	(720)	(640)	(813)
其它	(412)	(122)	0	0	0
投資活動所得現金淨額	(1,217)	(796)	(593)	(1,040)	(1,213)
借貸金額變動	4	3	127	(400)	(400)
股息	(795)	(464)	(720)	(640)	(813)
股票/證券發行	9	31	0	0	0
其它	(8)	(163)	0	0	0
融資活動所得現金淨額	(790)	(593)	(593)	(1,040)	(1,213)
現金增加淨額	(752)	74	659	802	700
年初現金及現金等價物	1,279	484	552	1,211	2,013
匯兌變動	(43)	(6)	0	0	0
年末現金及現金等價物	484	552	1,211	2,013	2,712
銀行結餘及現金	525	552	1,211	2,013	2,712
銀行透支	(41)	0	0	0	0

資產負債表

截止12月底(百萬元美元)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流動資產	9,838	10,575	10,603	10,631	10,629
固定資產	5,300	5,406	5,552	5,686	5,808
商譽	3,581	3,667	3,658	3,649	3,640
合資及聯營公司投資	352	347	368	391	416
其它非流動資產	605	509	509	519	509
流動資產	5,460	6,707	7,319	8,201	9,068
現金及已抵押存款	579	593	1,252	2,054	2,753
庫存	2,022	2,903	2,770	2,763	2,868
應收款	1,135	1,047	1,105	1,164	1,205
其它流動資產	1,724	2,164	2,192	2,221	2,241
流動負債	3,328	3,869	4,140	4,287	4,403
借貸	860	905	1,010	1,010	1,010
應付款	977	1,074	1,139	1,196	1,241
應收賬天數	1,430	1,686	1,787	1,877	1,948
其它應付款	61	204	204	204	204
其它	3,552	3,961	3,690	3,332	2,962
非流動負債	2,259	2,187	2,209	1,809	1,409
借貸	695	1,114	821	863	893
遞延收入	598	660	660	660	660
其它	672	768	893	1,010	1,140
少數股東權益	8,418	9,452	10,092	11,213	12,331
淨資產	7,746	8,684	9,199	10,203	11,192
股東權益	9,838	10,575	10,603	10,631	10,629

主要比率

截止12月底	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售組合 (%)					
中國	32.4	36.3	39.8	38.1	38.9
美國	58.3	54.6	50.0	50.8	49.6
歐盟	9.3	9.1	10.2	11.0	11.6
合計					
盈利能力比率					
毛利率	19.9	20.3	20.0	20.2	20.0
息稅前利潤率	7.6	8.6	7.4	8.9	9.2
淨利潤率	4.6	5.7	4.4	5.5	5.9
經調整淨利潤率	4.6	5.7	4.4	5.5	5.9
派息比率	35.8	43.0	43.0	43.0	43.0
資產負債比率					
流動比率(x)	1.6	1.7	1.8	1.9	2.1
應收賬天數	17	17	15	15	16
應付賬天數	21	19	20	20	20
庫存天數	40	47	51	47	46
資產周轉率(x)	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
淨負債比率(%)	30	30	21	8	(2)
回報率 (%)					
經調整資本回報率	13.8	16.8	12.4	15.3	15.2
經調整資產回報率	8.2	9.9	7.7	9.6	10.0
每股數據					
經調整每股盈利(美元)	0.071	0.094	0.075	0.101	0.110
每股股息(港元)	0.20	0.32	0.25	0.34	0.37
每股淨資產(美元)	0.53	0.59	0.62	0.69	0.76

資料來源：公司及招銀國際證券預測

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。招銀國際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。招銀國際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國際證券編寫，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。招銀國際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投資銀行相關業務聯繫。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)不時修訂之英國2000年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，未經招銀國際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

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監督局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)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。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的信息進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。