

万洲国际 (288HK)

美国猪后腿价格在墨西哥取消关税后上涨

概要。与管理层沟通后，我们下调了 FY19-21E 的每股盈利 2-4%，原因是下调了中国屠宰业务销售量及利润预测，并把目标价从 11.10 港元调低至 10.70 港元，维持买入评级。

- **在墨西哥取消关税后，美国猪后腿价格上涨了 7%。**公司于 FY18 出口了 21 万吨新鲜肉(猪后腿为主)到墨西哥，占出口量/新鲜肉销售量分别为 29%/8%。猪后腿价格涨幅比生猪价涨幅 0.2% 更高，利好美国屠宰业务利润率。回顾去年，墨西哥在 6 月 5 日上调美国进口猪肉关税后，公司股价一周内下跌 12%，反映美墨贸易纠纷对公司的影响明显。
- **中国报复性关税影响有限。**中国政府于 5 月 13 日公布对美国进口盐渍猪肠衣及猪后腿加收 25% 关税，我们认为对公司业务影响不大，原因是公司出口到中国的主要是内脏、猪头、猪耳、猪尾等副产品。
- **中国屠宰业务增速将放缓。**FY19 一季度屠宰量增长 21% 以及头均利润 114 人民币都是不可持续的。非洲猪瘟持续，四月底生猪存栏数同比下跌 21%，猪只数量减少将限制屠宰业务量的增长。另外，因为非洲猪瘟导致各地生猪价格出现明显差异的情况已于 3 月底消失，预期二季度开始屠宰利润将会正常化(头均 40-50 人民币)。
- **投资主题。**美国农业部预测中国猪肉产量于 FY19E 同比下跌 10%，其进口量将同比增长 41% 至 220 万吨，占全球猪肉进口量比例从 20% 升至 25%。由于中国母猪存栏数于四月底同比下跌 23%，加上约需 18 个月的时间去增加供应，我们相信这将推动全球猪价于 2019 及 2020 年上涨。
- **估值。**我们把 SOTP 基准的目标价从 11.10 港元略为下调至 10.70 港元，对应 FY19E 15.4 倍 P/E。催化剂：(1) 中国降低美国猪肉关税或增加采购美国猪肉；(2) 美国生猪价格高于预期。风险：(1) 猪价上涨致肉制品及屠宰业务利润率明显受压；(2) 肉制品及新鲜肉销售量低于预期。

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	24,775	26,542	26,427
净利润(百万美元)	1,127	1,047	1,315	1,432	1,477
调整后净利润(百万美元)	1,090	1,046	1,315	1,432	1,477
调整后每股盈利(美元)	0.075	0.071	0.090	0.098	0.101
同比增长(%)	1.0	(4.9)	25.7	8.9	3.1
市盈率(倍)	12.5	13.1	10.5	9.6	9.3
市净率(倍)	1.8	1.8	1.6	1.4	1.3
股息率(%)	3.7	2.7	4.3	4.7	4.8
股本回报率(%)	15.8	13.8	16.0	15.7	14.9
净负债率(%)	22	30	21	15	9

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$10.70
(此前目标价)	HK\$11.10)
潜在升幅	+47%
当前股价	HK\$7.30

中国必需消费行业

叶建中, CFA

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

公司数据

市值(百万港元)	107,378
3 月平均流通量(百万港元)	689.2
52 周内股价高/低(港元)	9.95/5.51
总股本(百万)	14,664.2

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	-20.2%	-13.7%
3-月	-6.8%	-3.1%
6-月	20.1%	12.8%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：安永

近期报告

1. 1Q19 net profit fell but earnings outlook still positive – 2019 年 4 月 30 日
2. 美国生猪价格复苏；上调目标价至 9.00 港元 – 2019 年 3 月 18 日

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于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。

招银国际证券投资评级

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

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

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。报告所载数据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。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，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数据。报告中的信息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上责任。任何使用本报告信息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信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、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信息，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商投资者

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个人。