

評級

評級：買入；目標價：8.2港元(由9港元下調)

公司簡介

「萬洲國際」是全球最大的豬肉食品企業，其市場份額於中國、美國和歐洲的所在市場均排名第一，擁有包括生豬養殖、生鮮豬肉、豬肉製品、分銷與銷售在內的完整豬肉產業鏈。

投資亮點

受累非洲豬瘟、貿易摩擦及美供需失衡，上半年業績疲弱

上半年銷售及盈利分別按年跌0.4%和16.9%，經營利潤率下降8.9個百分點。主要因為：(1)中國非洲豬瘟疫情蔓延令生豬和能繁殖母豬存欄量下降，生豬價格按年上漲16.1%，肉製品經營利潤率下降4.1個百分點；(2)因美國生豬供應增加以及貿易摩擦拖累出口，生豬價格和肉價的價差收窄，次季度美國新鮮肉業務虧損擴大至8,300萬美元。

中美價差擴大，料下半年進口量增

中國非洲豬瘟疫情未見好轉，預計下半年豬價持續上漲，並保持高位至2020年。中美生豬價格差距進一步擴大，預期下半年兩地差價可維持2倍以上，扣除62%的關稅及運輸費用後進口豬肉仍具吸引力和套利機會。考慮到美國需通過出口消化過量供應及中國成本上漲壓力持續，雙匯未來增加美國進口豬肉量變得合理。

中國經營利潤率有望改善

面對成本上漲壓力，管理層已採取措施：(1)調整產品結構，重點推廣高端產品，提高整體噸價；(2)提前儲備低價凍肉，存貨按年上升77%；(3)加強內部管理，降低運營費用；(4)今年已進行3次漲價，轉移上漲的成本。以上措施可於下半年逐漸發揮效應，加上同時加大從歐洲、南美洲、北美洲的豬肉進口，利潤率有望改善。

美國下半年出口可恢復

(1)中國進口需求激增；(2)墨西哥5月宣佈取消對美國進口豬肉的20%關稅，對墨西哥出口業務逐漸恢復；(3)調整出口策略，積極拓寬中國以外的出口渠道，均可帶動下半年肉價上升和出口恢復增長，生豬養殖和新鮮肉業務或可扭虧為盈。

股價回落，估值吸引

儘管經營環境未現明顯好轉跡象，中美業務能見度仍提高。而且股價回調後，估值和股息率更具吸引力。彭博市場預測，2019和2020年市盈率為10.4和9.23倍；股息率為5.5%和6.1%。

風險因素

(1)中美貿易關係再次惡化，中國再度上調關稅或採取行政措施限制豬肉進口；(2)中國生豬價格上漲幅度超預期，美國生豬價格繼續受壓；(3)肉製品價格上漲令銷售增長放緩之風險。

彭博盈利分析及預測

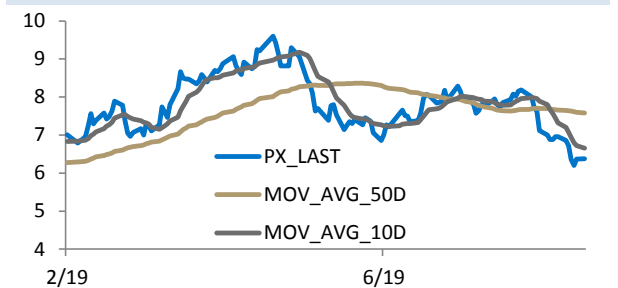
	FY17	FY18	FY19E	FY20E
毛利率(%)	19.3	20.8	19.8	20.0
EBITDA利潤率(%)	9.2	8.6	9.6	9.8
經營利潤率(%)	7.5	6.6	7.7	8.0
淨利潤率(%)	5.1	4.2	4.8	5.1
資產回報率(%)	8.1	6.2	7.5	7.7
股本回報率(%)	16.5	12.4	14.3	14.7
收入增長(%)	3.9	1.0	4.9	5.5
盈利增長(%)	9.4	-16.8	20.0	12.2
每股盈利增長(%)	-0.5	-14.7	21.3	12.8
股息率(%)	3.1	3.1	5.5	6.1

數據來源：時富、彭博

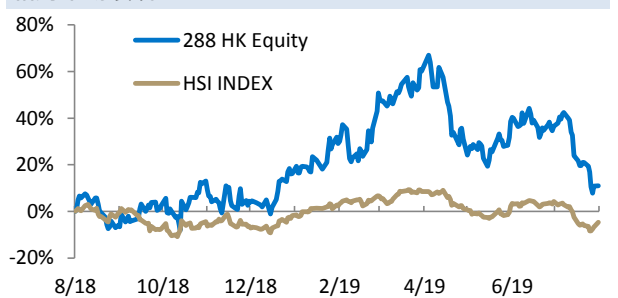
基本數據 (港元)

現價	6.38	市盈率(倍)	12.0
52週低/高	5.11-9.95	市帳率(倍)	1.4
市值(百萬)	93,854	日均成交(股)	40,110,530

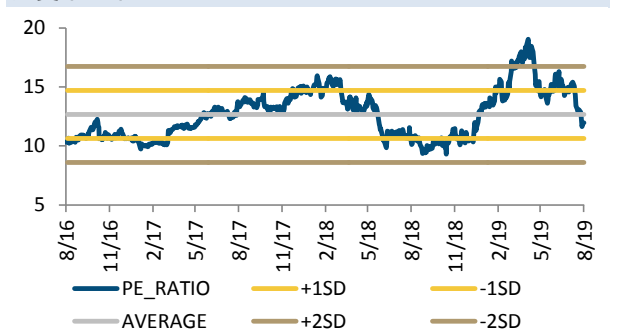
股價表現



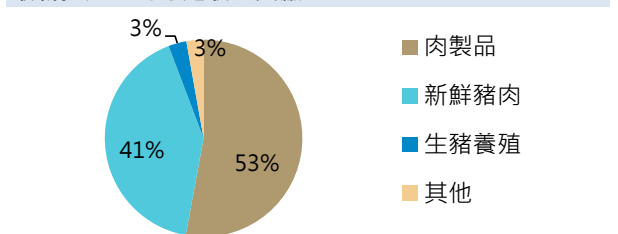
相對市場表現



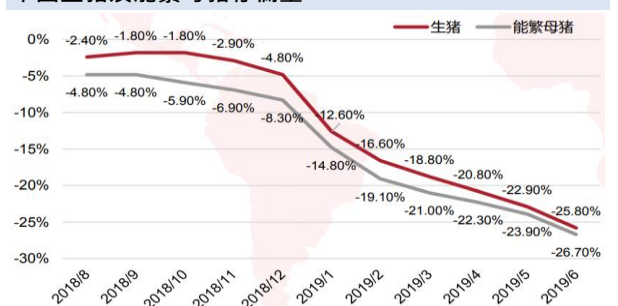
歷史市盈率



最新按產品劃分之收入貢獻



中國生豬及能繁母豬存欄量



數據來源：萬洲國際、中國農業農村部



參考資料來源

彭博、公司資料、年度報告、新聞稿、中國農業農村部

聯絡資料

香港總辦事處:	香港皇后大道中181號新紀元廣場低座21樓	(852) 2287 8788
香港服務中心:	九龍旺角彌敦道683-685號美美大廈6樓	(852) 2748 0110
中國內地服務中心:	深圳市福田區福田街道濱河路北彩田東交匯處聯合廣場A座 A4809	(86-755) 2216 5888
	上海市黃浦區黃陂南路838號中海國際中心A座 2501室	(86-21) 3227 9888

免責聲明:

上述資料由時富金融服務集團有限公司(「時富」)提供及分發。上述內容僅供參考。而此述之資料及意見(無論為明示或暗示)均不應視作任何建議、邀約、邀請、宣傳、勸誘、推介或任何種類或形式之陳述。此述資料均來自時富或其聯屬公司認為可靠之來源,但不代表其為準確或完整及應被依賴。時富對任何因信賴或參考有關內容所導致的直接或間接損失,概不負責。此述資料如有任何更改,恕不另行通知。報告中所述及的證券只限於合法的司法地域內交易。除非得到時富事先許可,客戶不得以任何方式將任何此述資料分發予他人。時富對該些未經許可之轉發不會負上任何責任。證券交易服務由時富證券有限公司(根據證券及期貨條例獲發牌進行第一類受規管活動之持牌法團)提供。