



# 万洲国际

## 美国业务略超预期；中国业务有所改善

业绩预览 中文摘要

维持确信买入

股票代码	00288.HK
评级	确信买入
最新收盘价	港币 4.41
目标价	港币 6.70
主营行业	食品饮料

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

### 预计 2015 年上半年盈利同比下降 10%

预计万洲国际 2015 年上半年营业利润下降 10%（中国业务下降 8%，美国业务下降 13%）。中国业务有所改善，2 季度营业利润降幅缩窄至 5% 以下，美国业务略超我们预期，总体业绩基本符合市场预期。

### 关注要点

**中国业务环比改善**，主要因为肉制品新品基本完成铺货，减轻了收入增长压力（2 季度下降 5%，1 季度出现两位数下降），帮助公司在 2 季度销量下降的情况下实现营业利润基本持平。往前看，预计随着第二批新品开始铺货，3 季度表现有望继续改善。同时，史密斯菲尔德第三批肉制品预计将于 2015 年 4 季度推出。

**中国蛋白价格将温和复苏**。预计全年均价实现中低十位数增长，有可能限制利润率进一步改善，但不会扭转改善趋势。同时，预计国内生猪和猪肉价格温和上涨将利好国内上游业务，推动公司加大美国猪肉进口，抵消下游业务利润率压力。

**美国业务超预期**，主要由于对冲的帮助下 2015 年上半年养殖业务仍能维持头均净利 5 美元，屠宰业务得以盈亏平衡。部分受益美国业务整合，下游业务量增长 5%，有望推动盈利同比增长超过 50%，但仍难以弥补养殖业务和屠宰业务利润率下降的影响。

### 估值与建议

部分加总估值法中，我们维持中国业务 20 倍市盈率和美国业务 10 倍市盈率估值，维持确信买入评级，但是将 2015 年底目标价由 6.99 港元小幅下调至 6.70 港元。小福下调双汇发展盈利预测，同时上调史密斯菲尔德盈利预测，预计整体盈利同比下降 3.6%。

### 风险

需求疲软拉低中美市场预测。

本报告是原出版于 2015 年 7 月 9 日英文报告 WH Group: Preview of 1H15 results: US slightly better, China improving 的中文摘要。

袁霏阳

分析员

feiyang.yuan@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080511030012

SFC CE Ref: AIZ727



## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万美元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E					
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>									
营业收入	11,253	22,243	24,257	26,174	营业收入	80.2%	97.7%	9.1%	7.9%					
营业成本	-9,480	-18,979	-20,376	-21,927	营业利润	-63.4%	365.6%	45.7%	10.8%					
营业费用	539	1,511	1,552	1,570	EBITDA	73.1%	89.8%	-15.6%	11.7%					
管理费用	335	758	791	1,002	净利润	-180.9%	N.M.	-3.6%	14.3%					
其他	0	0	0	0	<b>盈利能力</b>									
营业利润	215	1,001	1,458	1,615	毛利率	15.8%	14.7%	16.0%	16.2%					
财务费用	120	371	215	202	营业利润率	1.9%	4.5%	6.0%	6.2%					
其他利润	-684	6	-80	-60	EBITDA 利润率	10.1%	9.7%	7.5%	7.8%					
利润总额	162	1,420	1,306	1,476	净利润率	-2.3%	3.4%	3.0%	3.2%					
所得税	-229	-279	-448	-372	<b>偿债能力</b>									
少数股东损益	196	206	195	219	流动比率	1.74	1.81	2.27	2.38					
归属母公司净利润	-263	766	738	844	速动比率	1.12	1.15	1.40	1.50					
EBITDA	1,137	2,158	1,821	2,034	现金比率	0.32	0.34	0.42	0.59					
扣非后净利润	-263	766	738	844	资产负债率	76.1%	53.8%	50.8%	48.8%					
<b>资产负债表</b>					净债务资本比率	283.4%	67.2%	56.1%	42.9%					
货币资金	932	1,000	1,024	1,571	<b>回报率分析</b>									
应收账款及票据	870	845	968	1,044	总资产收益率	-3.1%	5.5%	5.0%	5.3%					
存货	1,808	1,900	2,147	2,311	净资产收益率	-13.0%	19.9%	12.7%	13.0%					
其他流动资产	1,514	1,491	1,448	1,375	<b>每股指标</b>									
流动资产合计	5,124	5,236	5,587	6,301	每股净利润 (美元)	-0.02	0.05	0.05	0.06					
固定资产及在建工程	4,132	4,582	5,297	5,621	每股净资产 (美元)	0.19	0.37	0.42	0.46					
无形资产及其他长期资产	4,484	4,489	4,443	4,427	每股股利 (美元)	0.01	0.00	0.02	0.02					
非流动资产合计	8,616	9,071	9,740	10,048	每股经营现金流 (美元)	0.06	0.11	0.08	0.10					
资产合计	13,740	14,307	15,327	16,348	<b>估值分析</b>									
短期借款	684	699	0	0	市盈率	N.M.	10.9	11.3	9.9					
应付账款	851	850	961	1,034	市净率	2.9	1.5	1.3	1.2					
其他流动负债	1,416	1,350	1,503	1,618	EV/EBITDA	12.3	6.0	7.1	6.2					
流动负债合计	2,951	2,899	2,464	2,651	股息收益率	1.3%	0.0%	2.7%	3.0%					
长期借款	6,681	3,957	4,490	4,490										
非流动负债合计	7,505	4,795	5,328	5,328										
负债合计	10,456	7,694	7,792	7,979										
股本	1	1	1	1										
未分配利润	2,269	5,440	6,178	6,801										
股东权益合计	2,270	5,441	6,180	6,802										
负债及股东权益合计	13,594	14,055	15,087	16,116										
<b>现金流量表</b>														
税前利润	162	1,420	1,306	1,476										
折旧和摊销	174	367	300	356										
营运资本变动	-48	30	-12	26										
其他	412	-257	-349	-390										
经营活动现金流	700	1,560	1,244	1,468										
资本开支	-295	-952	-600	-700										
其他	-4,720	231	0	0										
投资活动现金流	-5,015	-721	-600	-700										
股权融资	0	2,272	0	0										
银行借款	4,523	-2,272	-600	0										
其他	-112	-652	0	-222										
筹资活动现金流	4,411	-652	-600	-222										
汇率变动对现金的影响	29	-28	0	0										
现金净增加额	125	159	44	546										

资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 公司简介

万洲国际是全球最大的猪肉食品企业，于中国、美国市场及欧洲的主要市场均名列首位。凭借独特的全球一体化平台，公司的业务涵盖了生猪养殖、生猪屠宰、肉制品和生鲜猪肉的加工和销售，在猪肉行业的所有关键环节均独占鳌头。公司是中国最大的肉制品加工企业—河南双汇投资发展股份有限公司的控股股东，并拥有国际性食品公司—史密斯菲尔德食品公司。公司亦持有泛欧最大的肉制品公司以及全球加工肉制品行业的最大企业之一 Campofrio Food Group, S.A. 的 37% 的股权。



## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL），星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如\*确信卖出 - 纳入确信卖出、\*回避 - 移出确信卖出、\*推荐 - 移出确信买入、\*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150602  
翻译：刘剑  
编辑：杨梦雪



## 北京

### 中金公司

北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## Singapore

### China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

#39-04, 6 Battery Road,  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 上海

### 中金公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## United Kingdom

### China International Capital Corporation (UK) Limited

Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

## 香港

### 中国国际金融(香港)有限公司

香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号  
A座11楼1105室  
邮编: 201400  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 6887-5123

### 南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号  
亚太商务楼30层C区  
邮编: 210005  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号  
融科资讯中心A座6层  
邮编: 100190  
电话: (86-10) 8286-1086  
传真: (86-10) 8286-1106

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号  
保利广场写字楼43层4301-B  
邮编: 430070  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城东堤北路温氏科技园服务  
楼C1幢二楼  
邮编: 527499  
电话: (86-766) 2985-088  
传真: (86-766) 2985-018

### 福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼  
38层02-03室  
邮编: 350001  
电话: (86-591) 8625 3088  
传真: (86-591) 8625 3050

### 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
邮编: 200020  
电话: (86-21) 6386-1195  
传真: (86-21) 6386-1180

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号  
万达中心16层  
邮编: 116001  
电话: (86-411) 8237-2388  
传真: (86-411) 8814-2933

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455

