

肉制品稳健增长，生鲜肉受美国拖累

2018年08月17日

【投资要点】

- ◆ **肉制品业务量价齐升，高端化推进带动盈利能力上行：**2018H1 肉制品营收 59.01 亿美元，同比增长 6.9%。肉制品整体销量 160.3 万吨，同比增长 2.8%，吨价提升贡献 4.1%。其中，中国肉制品业务表现突出，销量同比增长 3%，吨价提升 8.9%，收入增长约 12%，经营利润率上升 0.5 个百分点。主要得益于公司优化产品结构，上半年高温肉制品实现销量 4% 的增长，纯低温产品销量增幅约 13%，中式产品销量翻番。美国肉制品营收 37.33 亿美元，同比增长 2%，经营利润率上升 0.9 个百分点；欧洲营收 4.06 亿美元，同比增长 39.5%，经营利润率上升近 3 个百分点。
- ◆ **国内生鲜肉业务经营利润翻倍增长，但整体受美国部分拖累：**2018H1 生猪价格处于下行通道，国内生猪价格较 2017H1 下降 23.8% 去到 12.3 人民币/公斤，美国生猪价格下降 4.6% 去到 1.12 美元/公斤。上半年国内屠宰业务受益于生猪价格下降，生猪屠宰量提升 30.4%，产能利用率提升，因而经营利润率较 2017H1 上升近 3 个百分点。但美国生鲜肉业务录得 1500 万美元亏损，主要原因来自于美国国内猪肉供给过剩以及受到中美贸易摩擦影响，猪肉价格下降幅度远大于生猪价格，使得公司利润空间收缩严重。
- ◆ **归母净利润(生物公允价值调整前)同比增长 13.2%，中期派息率 18%：**虽然受到美国生鲜肉业务拖累，经营利润整体下滑 3.8%，但由于公司 2018H1 毛利率提升 1.85 个百分点，财务费用率下降了 0.82 个百分点，使得归母净利润同比增长 13.2%。上半年派发股息 0.05 港元，派息率 18%。
- ◆ **猪价下行对国内肉制品业务的利好将在下半年兑现：**由于 2018H1 公司用于生产肉制品的原料是在年初购买，原料成本较高，有近半年的滞后期。目前公司已经在猪价低位的时候储备了部分冷冻猪肉，用于下半年的肉制品生产。鉴于下半年肉制品利润率将会提升，我们预计 2018 全年国内肉制品经营利润率上升 2.7 个百分点。
- ◆ **我们调低营收增速，调升盈利预测：**综合考虑猪价下行并且未来将温和波动，以及公司肉制品业务高端化推进带来吨利提升，我们将 1) 调低 2018/19/20 年营收 3.4%/3.0%/2.6%，原因是公司目前生鲜肉、生猪养殖业务仍占比 44.7%，猪价下行使这两部分业务营收下滑。2) 调低 2018 年归母净利润(生物公允价值调整后) 5%，但调升 2019/20 年归母净利润 1.8%/3.6%。如果不考虑生物公允价值调整，我们预计归母净利润增长幅度约 50%。

增持 (维持)

东方财富证券研究所

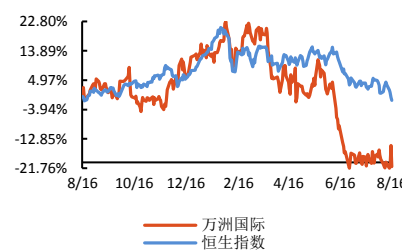
证券分析师：陈博

证书编号：S1160517120001

联系人：沈旸

电话：021-23586480

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万港元)	89226.94
流通市值 (百万港元)	89226.94
52 周最高/最低 (港元)	9.90/5.81
52 周最高/最低 (PE)	141.57/12.92
52 周最高/最低 (PB)	16.22/1.87
52 周涨幅 (%)	-21.21
52 周换手率 (%)	67.29

相关研究

《国内业务健康增长，美国生鲜肉待复苏》

2018.04.26

《猪肉航母提升效率再启航》

2018.03.29

【投资建议】

- ◆ 调低2018/19/20年营收3.4%/3.0%/2.6%，调低2018年归母净利润5%，调升2019/20年归母净利润1.8%/3.6%。预计2018/19/20年归母净利润（生物公允价值调整后）11.84/13.92/14.92 亿美元，YoY4.5%/17.6%/7.2%，EPS0.081/0.095/0.102美元。
- ◆ 维持“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万美元）	22379.00	23457.69	24607.65	25469.08
增长率（%）	3.92%	4.82%	4.90%	3.50%
EBITDA（百万美元）	2088.00	2252.26	2509.65	2639.34
归母净利润（百万美元）	1133.00	1183.92	1391.71	1492.09
增长率（%）	9.36%	4.49%	17.55%	7.21%
EPS（美元/股）	0.077	0.081	0.095	0.102
市盈率（P/E）	10.03	9.60	8.17	7.62
市净率（P/B）	1.53	1.39	1.26	1.15
EV/EBITDA	6.29	5.83	5.23	4.97

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- 食品安全问题；
- 生猪养殖疫情；
- 猪价大幅波动；
- 中美贸易摩擦持续。

利润表 (百万美元)

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	22379.00	23457.69	24607.65	25469.08
营业成本	18061.00	18531.58	19440.04	20095.10
毛利	4318.00	4926.11	5167.61	5373.97
其他收入	113.00	120.00	120.00	120.00
销售及分销成本	1930.00	2169.84	2214.69	2292.22
行政开支	823.00	821.02	861.27	891.42
其他开支合计	319.00	66.00	46.00	46.00
资产重估盈余或减值	0.000	0.000	0.000	0.000
应占联营或合营公司溢利	22.00	35.00	35.00	35.00
财务成本	198.00	110.00	100.00	100.00
影响税前利润的其他项目	318.00	-140.00	-60.00	-30.00
利润总额	1501.00	1774.26	2040.65	2169.34
所得税	182.00	390.34	448.94	477.25
影响净利润的其他项目	0.000	0.000	0.000	0.000
净利润	1319.00	1383.92	1591.71	1692.09
本公司拥有人应占净利润	1133.00	1183.92	1391.71	1492.09
非控股权益应占净利润	186.00	200.00	200.00	200.00

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

西藏东方财富证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明:

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资建议的评级标准:

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级 (另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现, 也即: 以报告发布日后的3到12个月内的公司股价 (或行业指数) 相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中: A股市场以沪深300指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上;
增持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间;
中性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间;
减持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间;
卖出: 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上;
中性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间;
弱于大市: 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明:

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国 (香港和澳门特别行政区、台湾省除外) 发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写, 本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性, 客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时, 本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更, 在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究, 但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外, 绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现, 未来的回报也无法保证, 投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易, 因其包括重大的市场风险, 因此并不适合所有投资者。

在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任, 投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发, 所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权, 任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容, 不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据, 不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告, 需注明出处为东方财富证券研究所, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。