



# 万洲国际

## 盈利再度超预期

### 业绩回顾

#### 公允价值损益前净利润同比增长 17%，超预期

万洲国际公布 2016 年业绩：收入 215 亿美元，同比增长 1.5%；净利润 10.4 亿美元，同比增长 31.8%，对应每股盈利 0.07 美元。盈利超预期，主要因为正的公允价值调整和联营收入增加。总债务下降至 28.6 亿美元（此前为 39 亿美元），净负债权益比率下降 16.7 个百分点至 24.7%。强劲现金流推动股息支付率达 47.4%，对应股息收益率 4.3%（基于当前股价）。

#### 发展趋势

短期看，2017 年美国业务运营利润或将再次实现双位数增长，主要由 1) 考虑近期西海岸收购后收入实现中个位数增长；2) 受益于生猪价格走低和由进口市场走强带动的猪肉价格稳健预期，屠宰业务价差仍保持有利趋势以及 3) One Smith 整合方案推动。

往前看，史密斯菲尔德已推出一系列新举措来维持利润率增长。

2017 年，我们预计双汇的屠宰和肉制品业务均将受益于国内生猪和猪肉价格的下行周期。

借款成本将进一步降低，偿债空间进一步增大。

股息支付率或与并购机会有所折中，两者均以不同方式利好股东。

鼎晖投资可能在 2017 年底出售剩余 8% 的股份，但并不构成担忧。（完整版见第 3 页）

#### 盈利预测

我们将 2017、2018 年每股盈利预测分别从 0.07 美元与 0.08 美元上调 8% 与 16% 至 0.08 美元与 0.09 美元。主要考虑两方面的变化：1) 债务结构和财务成本；2) 由于未考虑非现金生物资产公允价值调整，我们的盈利预测完全是基于经常性因素的。

#### 估值与建议

目前，公司股价对应 9.8 倍 2017 市盈率。我们维持推荐的评级，并将目标价上调 11.06% 至 9.94 港币，较目前股价有 64.03% 上行空间。目标价上调主要考虑盈利预期上调及分类加总估值法中美业务的基准市盈率有所变化。今年万洲国际仍然是我们的首选标的，考虑增长前景可观，估值具备吸引力，**重申推荐**。

#### 风险

中美市场的蛋白价格异常；美国饲料价格上涨超预期。

#### 袁霏阳

分析师

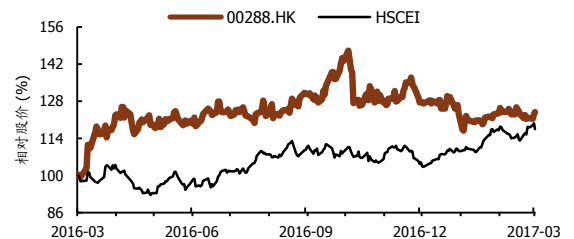
feiyang.yuan@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080511030012

SFC CE Ref: AIZ727

### 维持推荐

股票代码	00288.HK
评级	推荐
最新收盘价	港币 6.06
目标价	港币 9.94
52 周最高价/最低价	港币 7.21~4.79
总市值(亿)	港币 890
30 日日均成交额(百万)	港币 128.72
发行股数(百万)	14,651
其中：自由流通股(%)	100
30 日日均成交量(百万股)	21.28
主营行业	食品饮料



(美元 百万)	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	21,209	21,534	22,767	23,415
增速	-4.6%	1.5%	5.7%	2.8%
归属母公司净利润	786	1,036	1,164	1,370
增速	2.6%	31.8%	12.4%	17.6%
每股净利润	0.05	0.07	0.08	0.09
每股净资产	0.39	0.43	0.48	0.55
每股股利	0.00	0.03	0.02	0.03
每股经营现金流	0.11	0.13	0.11	0.13
市盈率	14.6	11.0	9.8	8.3
市净率	2.0	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	7.9	6.1	5.5	4.7
股息收益率	0.0%	4.4%	3.1%	3.6%
平均总资产收益率	5.4%	7.4%	8.4%	9.5%
平均净资产收益率	14.4%	17.2%	17.5%	18.3%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部



## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万美元)	2015A	2016A	2017E	2018E	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	21,209	21,534	22,767	23,415	营业收入	-4.6%	1.5%	5.7%	2.8%
营业成本	-17,129	-17,327	-17,974	-18,481	营业利润	-13.2%	22.8%	13.6%	10.1%
营业费用	-1,783	-1,794	-1,897	-1,951	EBITDA	-11.2%	18.0%	8.7%	10.0%
管理费用	-740	-748	-812	-690	净利润	2.6%	31.8%	12.4%	17.6%
其他	0	0	0	0	<b>盈利能力</b>				
营业利润	1,494	1,835	2,084	2,294	毛利率	19.2%	19.5%	21.1%	21.1%
财务费用	-219	-183	-174	-84	营业利润率	7.0%	8.5%	9.2%	9.8%
其他利润	13	18	-59	-59	EBITDA 利润率	9.0%	10.5%	10.8%	11.6%
利润总额	1,302	1,703	1,884	2,183	净利润率	3.7%	4.8%	5.1%	5.8%
所得税	-448	-307	-465	-518	<b>偿债能力</b>				
少数股东损益	-209	-202	-202	-213	流动比率	1.82	1.46	2.09	2.28
归属母公司净利润	786	1,036	1,164	1,370	速动比率	1.21	0.95	1.36	1.55
EBITDA	1,917	2,263	2,461	2,707	现金比率	0.40	0.36	0.48	0.64
扣非后净利润	786	1,036	1,164	1,370	资产负债率	53.1%	48.3%	43.8%	38.6%
<b>资产负债表</b>					净债务资本比率	41.1%	23.9%	15.2%	3.0%
货币资金	1,154	1,190	1,171	1,596	<b>回报率分析</b>				
应收账款及票据	725	793	851	875	总资产收益率	5.4%	7.4%	8.4%	9.5%
存货	1,748	1,678	1,761	1,810	净资产收益率	14.4%	17.2%	17.5%	18.3%
其他流动资产	1,586	1,182	1,288	1,394	<b>每股指标</b>				
流动资产合计	5,213	4,843	5,071	5,676	每股净利润 (美元)	0.05	0.07	0.08	0.09
固定资产及在建工程	4,674	4,529	4,739	4,912	每股净资产 (美元)	0.39	0.43	0.48	0.55
无形资产及其他长期资产	4,414	4,239	4,265	4,290	每股股利 (美元)	0.00	0.03	0.02	0.03
非流动资产合计	9,088	8,768	9,004	9,202	每股经营现金流 (美元)	0.11	0.13	0.11	0.13
资产合计	14,301	13,611	14,076	14,878	<b>估值分析</b>				
短期借款	594	995	0	0	市盈率	14.6	11.0	9.8	8.3
应付账款	812	854	896	921	市净率	2.0	1.8	1.6	1.4
其他流动负债	1,453	1,474	1,529	1,572	EV/EBITDA	7.9	6.1	5.5	4.7
流动负债合计	2,859	3,323	2,426	2,494	股息收益率	0.0%	4.4%	3.1%	3.6%
长期借款	3,317	1,875	2,370	1,870					
非流动负债合计	4,739	3,250	3,746	3,247					
负债合计	7,598	6,573	6,172	5,740					
股本	1	1	1	1					
未分配利润	5,762	6,315	6,979	8,000					
股东权益合计	5,763	6,316	6,980	8,001					
负债及股东权益合计	14,301	13,611	14,076	14,878					
<b>现金流量表</b>									
税前利润	1,302	1,703	1,884	2,183					
折旧和摊销	391	377	402	439					
营运资本变动	191	287	-157	-133					
其他	-271	-517	-532	-614					
经营活动现金流	1,613	1,850	1,597	1,875					
资本开支	-735	-450	-600	-600					
其他	221	309	0	0					
投资活动现金流	-514	-141	-600	-600					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	-744	-1,040	-500	-500					
其他	-157	-633	-500	-349					
筹资活动现金流	-901	-1,673	-1,000	-849					
汇率变动对现金的影响	-31	-38	0	0					
现金净增加额	167	-2	-3	425					

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，市场占有率在中国、美国和欧洲的一些市场均排名第一。万洲国际拥有众多备受信赖的著名品牌，并在猪肉产业链的所有关键环节，包括肉制品、生鲜猪肉和生猪养殖，均占据全球首位。万洲国际透过亚洲最大的动物蛋白公司——河南双汇投资发展股份有限公司及美国最大的猪肉企业——史密斯菲尔德 (Smithfield) 运营业务。



## 发展趋势完整版

短期看，**2017年美国业务运营利润或将再次实现双位数增长**，2016年增速为28%左右。这将主要由以下因素推动：1) 考虑近期西海岸收购后收入实现中个位数增长；2) 受益于生猪价格走低和由进口市场走强带动的猪肉价格稳健预期，屠宰业务价差仍保持有利趋势以及3) One Smith 整合方案。

往前看，**史密斯菲尔德已推出一系列新举措来维持利润率增长**。促进利润率提升的新举措包括：1) 建立新的ERP系统后，物流和运输方面开支缩减进一步腾出成本改善空间；2) 向电商和便利店等新渠道扩张，史密斯菲尔德扩张此前对这些渠道关注较少；3) 新产能规划致力于优化合资企业和海外投资的回报；以及4) 继续探索合适的并购机会。

2017年，我们预计双汇的屠宰和肉制品业务均将受益于国内生猪和猪肉价格的下行周期。预计肉制品销量将实现单位数增长。经过多年努力，高温肉制品和低温肉制品的占比或将有所改善。新产品（主要是低温肉制品）仍可贡献肉制品总销售中的10%以上份额，而随着生猪和猪肉价格的下降，吨净利或将持续改善。屠宰方面，生猪价格下行周期将支撑销量实现双位数增长，而头均净利也可能出现改善，因为猪肉价格往往随着生猪价格调整，但时间上有若干天的延迟。因此，可以预测运营利润有10%以上的增长。但是，考虑今年生猪和猪肉价格是逐渐下降，我们预计2017年1季度的利润率仍面临同比下行压力，因为2016年1季度的基数较高，预计利润改善将在今年随后几个季度有所体现。

**借款成本将进一步降低，偿债空间进一步增大**。1~2月，万洲用更低的利率置换了19亿美元的债务，新利率为每年3.8%，此前为6.6%。每年将节省5300万美元的财务成本，尽管提前偿还部分贷款已经造成2017年1季度7000万美元的债务偿清一次性亏损。考虑美国和中国业务的运营利润增长有望超10%，带来强劲的现金流预期，我们认为今年总债务可能进一步削减5亿美元左右。

**股息支付率或将与并购机会有所折中，两者均以不同方式利好股东**。管理层表示将进一步寻找理想的蛋白标的（不局限于生猪和猪肉标的），因此我们预计今年近50%的股息支付率并不是常态。但是，我们认为支付率可能保持在30%以上，而现金分红和合适的收购也将从不同的方式利好股东。

**鼎晖投资（CDH）可能在2017年底出售剩余8%的股份，但并不构成担忧**。去年鼎晖投资减持公司22%的股份后，目前公开自有流通股已经扩大到40%。即使鼎晖投资今年年底准备减持这部分股份，我们认为公司凭借基本面优势，这8%的股份也能够被轻松认购。



## 2016 年业绩回顾完整版

**财务数据要点。**2016 年，销售收入同比增长 1.5% 至 215.34 亿美元。肉制品、冷鲜肉和生猪养殖的收入分别为 110.74 亿美元、91.78 亿美元和 8.44 亿美元，分别占总收入的 51.4%/42.6%/3.9%（2015 年占比分别为 53.0%/40.5%/4.7%），分别同比 -1.5%/+6.8%/-14.7%。2016 年中国业务在收入和运营利润中的占比分别为 36.0% 和 46.0%（2015 年分别占比 33.4%/52.1%），而美国业务在总收入和运营利润中的占比分别为 57.4% 和 49.6%（2015 年占比分别为 60.1% 和 44.7%）。核心净利润（剔除生物公允价值损益）为 10.36 亿美元（同比增长 31.8%），超出中金预期。

### 中国业务

- ▶ **肉制品。**2016 年，肉制品的销售收入同比下降 6.0% 至 33.44 亿美元，销售量同比增长 1.4%（销售下滑的原因在于降低销售均价以更好的支持分销商进行营销）。运营利润同比减少 7.3%，因为国内猪肉价格上涨。运营利润率同比小幅下滑 0.3 个百分点至 21.7%。
- ▶ **生猪屠宰。**中国屠宰业务 2016 年收入 41.94 亿美元（同比增长 25.4%），因为销售量增加（2016 年同比增长 16.2%，双汇希望通过扩大销量提升市场份额）以及销售均价增长。生肉加工量保持稳定。2016 年运营利润同比增长 22.5% 至 9800 万美元，主要因为 2016 年下半年生猪价格下降，低成本进口生鲜肉数量增加（2016 年，进口量约为 31 万吨）。

### 美国业务

- ▶ **肉制品。**2016 年，肉制品销售收入同比增长 0.5% 至 71.23 亿美元，销售量持平，部分产品价格提升。运营利润同比增长 6.9% 至 7.14 亿美元，因为将原材料成本增加的压力成功转嫁给市场。
- ▶ **生猪屠宰。**2016 年，美国生猪屠宰收入 44.41 亿美元（同比减少 5.9%），主要因为价格下调。销量同比增长 3.2%。2016 年，运营利润大幅增长 181% 至 4.72 亿美元（2015 年为 1.68 亿美元），主要因为低成本生猪带来猪五花肉和猪腿肉等价值较高的猪肉单品，优化定价机制以及出口销售增加等。
- ▶ **生猪养殖。**2016 年，生猪养殖收入同比下降 15.5% 至 7.94 亿美元，生猪养殖的运营利润出现亏损，主要因为 2016 年美国生猪价格下降。

**分红。**公司宣布 2016 年期末每股支付 0.21 港元期末股息，全年每股股息为 0.26 港元（2015 年每股为 0.125 港元），总计约 5 亿美元，全年支付率为 47.4%。

**资本支出和财务杠杆。**2016 年，公司资本支出下降至 4.51 亿美元（2015 年为 6.29 亿美元），中国业务和美国业务分别为 8000 万美元和 3.06 亿美元。2016 年净资产负债率下降至 24.7%（2015 年末为 41.4%）。



图表 1: 财务数据比较

(百万 美元)	2015A	2016E	2016A	2016A YoY	vs CICC estimate	2017E	2017E YoY
收入	21,209	21,907	21,534	1.5%	-1.7%	22,767	5.7%
毛利	4,080	3,397	4,207	3.1%	23.9%	4,793	13.9%
营业利润	1,494	1,677	1,835	22.8%	9.4%	2,084	13.6%
净利润	786	881	1,036	31.8%	17.6%	1,164	12.4%
全面摊薄每股收益 (美分)	5.37	6.01	7.07	31.8%	17.6%	7.95	12.4%
毛利率	19.2%	15.5%	19.5%	0.3ppt	4ppt	21.1%	1.5ppt
营业利润率	7.0%	7.7%	8.5%	1.5ppt	0.9ppt	9.2%	0.6ppt
净利润率	3.7%	4.0%	4.8%	1.1ppt	0.8ppt	5.1%	0.3ppt

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 2: 历史财务数据

百万 美元	YoY data						Annual				Semi-annual			
	2H16	2H15	YoY	2016	2015	YoY	2014	2015	2016	2017E	1H15	2H15	1H16	2H16
收入	11,081	11,004	0.7%	21,534	21,209	1.5%	22,243	21,209	21,534	22,767	10,205	11,004	10,453	11,081
中国部分	3,862	3,826	0.9%	7,755	7,087	9.4%	7,395	7,087	7,755	8,077	3,261	3,826	3,893	3,862
肉制品	1,690	1,788	-5.5%	3,344	3,559	-6.0%	4,043	3,559	3,344	3,546	1,771	1,788	1,654	1,690
生鲜肉	2,063	1,937	6.5%	4,194	3,344	25.4%	3,168	3,344	4,194	4,330	1,407	1,937	2,131	2,063
生猪养殖	7	6	16.7%	14	9	55.6%	7	9	14	14	3	6	7	7
其他	102	95	7.4%	203	175	16.0%	177	175	203	187	80	95	101	102
美国部分	6,459	6,462	0.0%	12,358	12,745	-3.0%	13,235	12,745	12,358	13,269	6,283	6,462	5,899	6,459
肉制品	3,722	3,833	-2.9%	7,626	7,123	7.1%	7,088	7,123	7,626	7,856	3,255	3,833	3,401	3,722
生鲜肉	2,237	2,207	1.4%	4,857	4,441	9.4%	4,717	4,441	4,857	4,716	2,510	2,207	2,204	2,237
生猪养殖	500	422	18.5%	786	794	-1.1%	940	794	786	793	518	422	294	500
成本	-8,910	-8,912	0.0%	-17,327	-17,129	1.2%	-18,828	-17,129	-17,327	-17,974	-8,217	-8,912	-8,417	-8,910
毛利	2,171	2,092	3.8%	4,207	4,080	3.1%	3,415	4,080	4,207	4,793	1,988	2,092	2,036	2,171
销售费用	-940	-954	-1.5%	-1,794	-1,783	0.6%	-1,662	-1,783	-1,794	-1,897	-829	-954	-854	-940
管理费用	-409	-387	5.7%	-748	-740	1.1%	-758	-740	-748	-812	-353	-387	-339	-409
营业利润	867	835	3.8%	1,835	1,494	22.8%	1,722	1,494	1,835	2,084	659	835	978	867
中国	409	436	-6.2%	823	811	1.5%	773	811	823	1,012	375	436	414	409
美国	485	369	31.4%	888	696	27.6%	748	696	888	1,072	327	369	403	485
其他	-27	30	n.m	124	-13	n.m	201	-13	124	-	-43	30	161	-27
财务费用	-87	-101	-13.9%	-183	-219	-16.4%	-371	-219	-183	-174	-118	-101	-96	-87
税前利润	800	748	7.0%	1,703	1,302	30.8%	1,420	1,302	1,703	1,884	554	748	913	800
所得税	-204	-153	33.3%	-465	-307	51.5%	-448	-307	-465	-518	-154	-153	-261	-204
全年利润	596	595	0.2%	1,238	995	24.4%	972	995	1,238	1,366	400	595	652	596
少数股东损益	-101	-112	-9.8%	-202	-209	-3.3%	-206	-209	-202	-202	-97	-112	-101	-101
核心净利润	495	483	2.5%	1,036	786	31.8%	766	786	1,036	1,164	303	483	551	495
利润率														
毛利率	19.6%	19.0%	0.6%	19.5%	19.2%	0.3%	15.4%	19.2%	19.5%	21.1%	19.5%	19.0%	19.5%	19.6%
销售费用率	8.5%	8.7%	-0.2%	8.3%	8.4%	-0.1%	7.5%	8.4%	8.3%	8.3%	8.1%	8.7%	8.2%	8.5%
管理费用率	3.7%	3.5%	0.2%	3.5%	3.5%	0.0%	3.4%	3.5%	3.5%	3.6%	3.5%	3.5%	3.2%	3.7%
营业利润率	7.8%	7.6%	0.2%	8.5%	7.0%	1.5%	7.7%	7.0%	8.5%	9.2%	6.5%	7.6%	9.4%	7.8%
有效税率	25.5%	20.5%	5.0%	27.3%	23.6%	3.7%	31.5%	23.6%	27.3%	27.5%	27.8%	20.5%	28.6%	25.5%
净利率	4.5%	4.4%	0.1%	4.8%	3.7%	1.1%	3.4%	3.7%	4.8%	5.1%	3.0%	4.4%	5.3%	4.5%

资料来源: 公司数据、中金公司研究部



图表3：盈利预期调整

美元 百万元	2017E			2018E		
	调整前	调整后	变动	调整前	调整后	变动
收入	22,847	22,767	-0.4%	23,755	23,415	-1.4%
双汇	7,449	8,077	8.4%	7,943	8,628	8.6%
SFD	15,399	14,690	-4.6%	15,813	14,787	-6.5%
毛利率	16.1%	21.1%	4.9%	16.3%	21.1%	4.7%
销售费用	1,531	1,897	23.9%	1,592	1,951	22.6%
销售费用率	6.7%	8.3%	1.6%	6.7%	8.3%	1.6%
营业利润	1,920	2,084	8.5%	2,050	2,294	11.9%
双汇	809	1,012	25.1%	875	1,168	33.6%
SFD	1,112	1,072	-3.6%	1,176	1,126	-4.3%
税前利润	1,752	1,884	7.6%	1,920	2,183	13.7%
税前利润率	7.7%	8.3%	0.6%	8.1%	9.3%	1.2%
所得税率	27.5%	27.5%	0.0%	27.5%	27.5%	0.0%
净利润	1,074	1,164	8.4%	1,184	1,370	15.7%
双汇	528	544	2.9%	559	576	2.9%
SFD	678	790	16.5%	730	898	23.0%
集团财务&管理费用	-132	-169	27.5%	-105	-104	-1.2%
净利润率	4.7%	5.1%	0.4%	5.0%	5.8%	0.9%
每股收益(美元)	0.07	0.08	8.4%	0.08	0.09	15.7%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

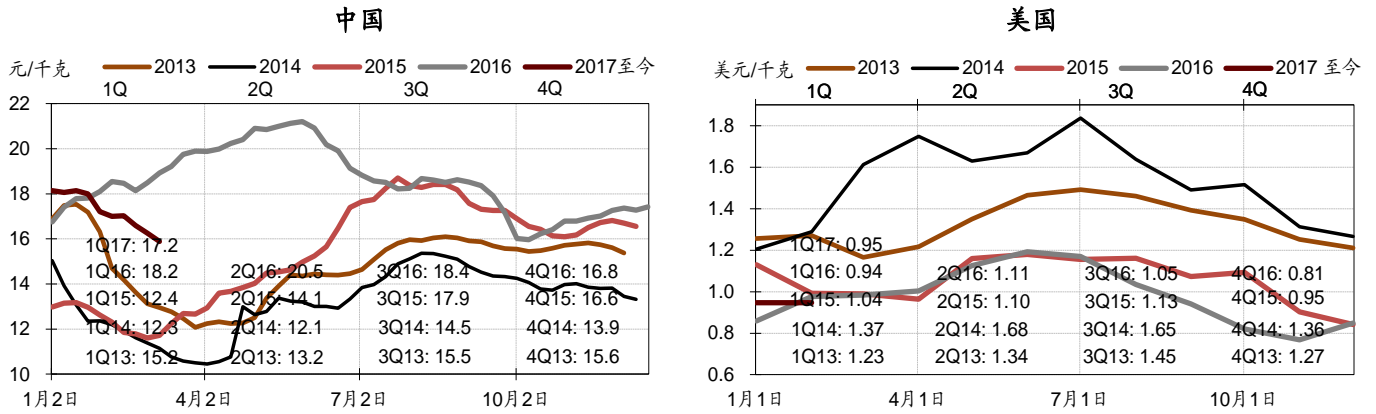
图表4：关键假设

	双汇				史密斯菲尔德				万洲国际			
	2015A	2016A	2017E	2018E	2015A	2016A	2017E	2018E	2015A	2016A	2017E	2018E
销售量&价格												
猪肉价格(美元/千克)	3.21	3.34	2.94	2.79	2.02	1.85	1.82	1.82				
生猪出栏量(千头)	321	321	321	321	15,958	16,070	16,391	16,555				
生猪屠宰量(千头)	12,390	12,350	14,203	15,623	31,307	31,871	34,739	35,781				
肉制品产量(千吨)	1,583	1,606	1,684	1,768	1,382	1,382	1,465	1,494				
单位营业利润												
生猪养殖(美元/头)	56	118	124	137	0.8	-9.0	-9.0	-9.0				
生猪屠宰(美元/头)	6.5	7.9	12.3	13.4	5.4	14.8	15.4	15.8				
肉制品(美元/吨)	494	451	465	485	483	517	521	526				
收入(美元 百万元)	<b>7,087</b>	<b>7,755</b>	<b>8,077</b>	<b>8,628</b>	<b>14,122</b>	<b>13,779</b>	<b>14,690</b>	<b>14,787</b>	<b>21,209</b>	<b>21,534</b>	<b>22,767</b>	<b>23,415</b>
生猪养殖	9	14	14	14	940	794	786	793	949	808	800	807
生猪屠宰	3,344	4,194	4,330	4,628	4,717	4,441	4,857	4,716	8,061	8,635	9,187	9,344
肉制品	3,559	3,344	3,546	3,761	7,088	7,123	7,626	7,856	10,647	10,467	11,172	11,617
国际业务&其他业务	175	203	187	225	1,377	1,421	1,421	1,421	1,552	1,624	1,608	1,646
占比												
生猪养殖	0%	0%	0%	0%	7%	6%	5%	5%	4%	4%	4%	3%
生猪屠宰	47%	54%	54%	54%	33%	32%	33%	32%	38%	40%	40%	40%
肉制品	50%	43%	44%	44%	50%	52%	52%	53%	50%	49%	49%	50%
国际业务&其他业务	2%	3%	2%	3%	10%	10%	10%	10%	7%	8%	7%	7%
营业利润(美元 百万元)	<b>811</b>	<b>823</b>	<b>1,012</b>	<b>1,168</b>	<b>746</b>	<b>965</b>	<b>1,072</b>	<b>1,126</b>	<b>1,557</b>	<b>1,788</b>	<b>2,084</b>	<b>2,294</b>
生猪养殖	18	38	40	44	12	-144	-148	-149	30	-106	-108	-105
生猪屠宰	80	98	175	210	168	472	534	566	248	570	709	776
肉制品	782	725	784	858	668	714	763	786	1,450	1,439	1,546	1,643
国际业务&其他业务	-69	-38	13	57	-102	-77	-77	-77	-171	-115	-64	-20
营业利润率												
生猪屠宰	2%	2%	4%	5%	4%	11%	11%	12%	3%	7%	8%	8%
肉制品	22%	22%	22%	23%	9%	10%	10%	10%	14%	14%	14%	14%
国际业务&其他业务	-39%	-19%	7%	25%	-7%	-5%	-5%	-5%	-11%	-7%	-4%	-1%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

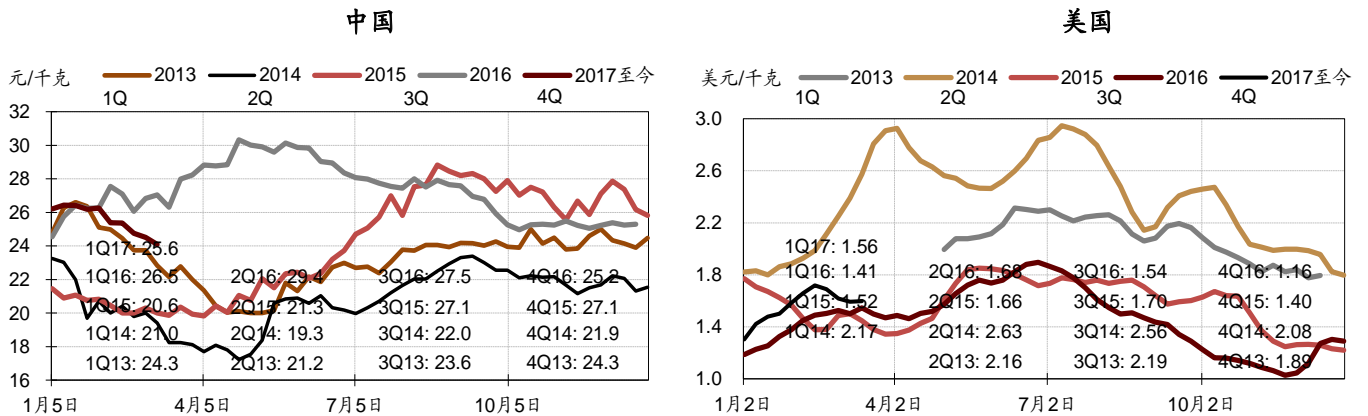


图表5: 中美生猪价格走势



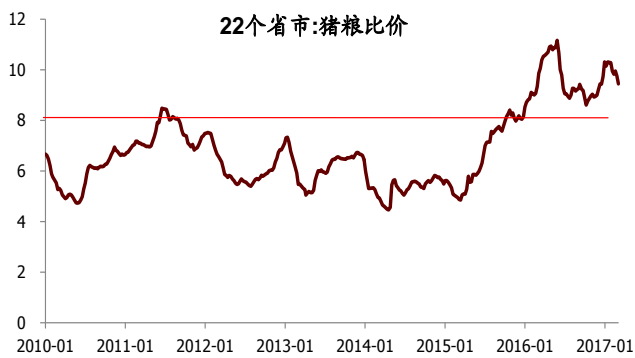
资料来源: 万得资讯、美国农业部、中金公司研究部

图表6: 中美猪肉价格走势



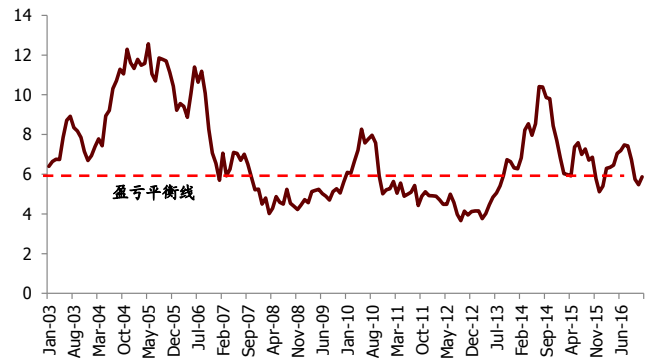
资料来源: 万得资讯、美国农业部、中金公司研究部

图表7: 中国猪粮比价



资料来源: 万得资讯、中金公司研究部

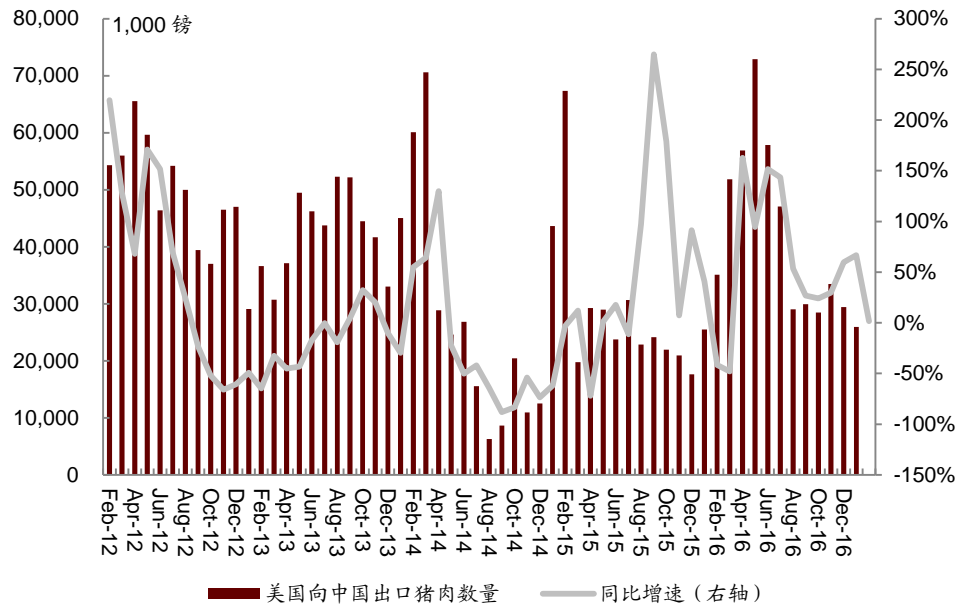
图表8: 美国猪粮比价



资料来源: 美国农业部、中金公司研究部



图表9: 美国向中国出口猪肉数量及同比增速



资料来源: 美国农业部、中金公司研究部

图表10: 分类加总估值

2017E	净利润 (美元 百万元)	估值	价值 (港币 百万元)	每股价值 (港币 百万元)	价值占比
双汇	544	14.8x2017 PE	62,748	4.28	43%
史密斯菲尔德	790	15.6x2017 PE	96,099	6.56	66%
财务费用	-169	Discount rate 10%	-13,175	-0.90	-9%
<b>万洲国际</b>	<b>1,164</b>		<b>145,671</b>	<b>9.94</b>	<b>100%</b>

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表11: 全球可比估值

公司	代码	市值 (百万美元)	市盈率			市净率			净资产收益率(%)			股息收益率(%)			EV/EBITDA		
			2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
<b>国际可比公司</b>																	
Mondelez国际公司	MDLZ US Equity	67,324	41.2	21.0	18.9	2.7	2.8	2.6	6.5	13.1	13.9	1.6	1.7	1.9	24.4	16.2	15.1
通用磨坊	GIS US Equity	34,430	21.1	19.6	18.3	7.0	7.5	7.4	33.1	38.5	40.5	3.0	3.2	3.4	13.1	12.9	12.5
泰森食品公司	TSN US Equity	24,210	13.6	12.4	12.5	2.3	2.3	2.1	17.2	18.5	16.7	1.0	1.3	2.9	8.4	7.9	8.3
家乐氏	K US Equity	25,764	37.2	18.7	17.0	13.5	11.2	10.4	36.4	60.0	61.1	2.8	2.9	3.1	17.4	13.4	11.9
荷美尔食品有限公司	HRL US Equity	18,237	20.5	20.6	19.8	4.0	3.8	3.5	19.4	18.5	17.8	1.7	1.9	2.1	12.3	12.0	11.6
Pilgrim's Pride公司	PPC US Equity	5,390	12.5	10.6	10.6	6.1	4.9	1.4	48.8	45.8	12.9	12.7	0.5	0.6	7.1	6.2	6.2
日本火腿	2282 JP Equity	5,676	29.0	19.8	17.6	1.7	1.7	1.6	5.7	8.4	8.9	1.1	1.5	1.8	10.7	9.7	9.1
桑德森农场公司	SAFM US Equity	2,161	11.4	12.0	12.3	1.8	1.6	1.4	15.7	13.1	11.6	2.0	1.2	1.2	5.1	5.1	5.3
瑞士BELL集团	BELL SW Equity	1,721	17.0	15.2	15.0	1.9	1.7	1.6	11.4	11.4	10.5	1.6	1.7	1.8	8.5	7.7	7.5
LDC公司	LOUP FP Equity	1,693	13.7	13.0	12.5	1.6	1.5	1.4	12.0	11.7	11.0	1.3	1.4	1.4	6.7	6.3	6.0
Century Pacific食品	CNPF PM Equity	1,190	29.3	23.3	20.6	5.0	4.8	4.1	17.0	20.6	19.8	0.4	0.9	1.2	21.1	15.9	13.9
东远F&B株式会社	049770 KS Equity	709	14.9	13.2	11.8	1.4	1.3	1.2	9.6	9.8	10.0	1.2	1.2	1.3	8.1	7.5	7.0
<b>平均</b>			<b>21.8</b>	<b>16.6</b>	<b>15.6</b>	<b>4.1</b>	<b>3.8</b>	<b>3.2</b>	<b>19.4</b>	<b>22.5</b>	<b>19.6</b>	<b>2.5</b>	<b>1.6</b>	<b>1.9</b>	<b>11.9</b>	<b>10.1</b>	<b>9.5</b>
<b>国内可比公司</b>																	
双汇发展	000895 CH Equity	10,819	17.5	16.4	14.8	5.7	4.3	4.0	32.6	26.1	27.2	5.5	5.9	6.1	12.2	11.3	10.4
雏鹰农牧	002477 CH Equity	2,172	65.0	14.5	10.8	3.0	2.7	2.2	4.6	18.6	20.2	0.8	n.m	n.m	42.1	n.m	n.m
煌上煌	002695 CH Equity	1,721	131.7	n.m	n.m	7.5	n.m	n.m	5.7	n.m	n.m	0.2	n.m	n.m	74.3	n.m	n.m
金字火腿	002515 CH Equity	1,455	464.4	n.m	n.m	7.4	n.m	n.m	1.6	n.m	n.m	0.2	n.m	n.m	340.2	n.m	n.m
龙大肉食	002726 CH Equity	1,394	79.9	40.7	37.9	5.4	n.m	n.m	6.8	n.m	n.m	0.4	n.m	n.m	55.9	n.m	n.m
得利斯	002330 CH Equity	854	260.4	n.m	n.m	4.4	n.m	n.m	1.7	n.m	n.m	-	n.m	n.m	65.0	n.m	n.m
<b>平均</b>			<b>169.8</b>	<b>23.9</b>	<b>21.2</b>	<b>5.6</b>	<b>3.5</b>	<b>3.1</b>	<b>8.8</b>	<b>22.4</b>	<b>23.7</b>	<b>1.2</b>	<b>5.9</b>	<b>6.1</b>	<b>98.3</b>	<b>11.3</b>	<b>10.4</b>

资料来源: 彭博资讯、公司数据、中金公司研究部



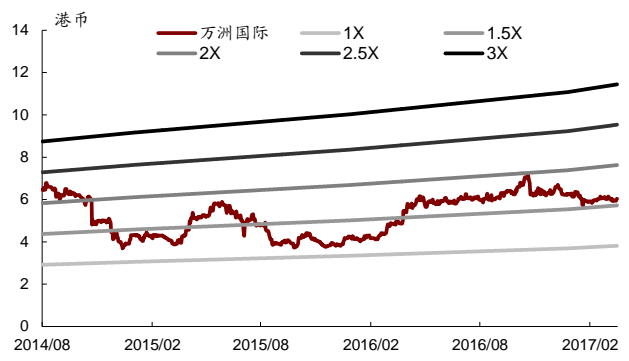


图表 12：市盈率区间



资料来源：彭博资讯、公司数据、中金公司研究部

图表 13：市净率区间



资料来源：彭博资讯、公司数据、中金公司研究部



## 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，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。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。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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

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、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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

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。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照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》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。

本报告由受金融服务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，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 [http://research.cicc.com/disclosure\\_cn](http://research.cicc.com/disclosure_cn)，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

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：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 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”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

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。

V160908  
翻译：张懿  
编辑：江薇



## 北京

中国国际金融股份有限公司  
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

## 深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区深南大道7088号  
招商银行大厦25楼2503室  
邮编: 518040  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229

## 上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
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

## Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 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

## 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

### 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

云浮市新兴县新城镇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



CICC  
中金公司

