



# 万洲国际

## 今年有望迎来估值提升

### 业绩预览

#### 2 季度的增长仍由美国业务驱动

我们预计在屠宰业务的带动下 2 季度美国业务营业利润有望同比增长 20%，头均盈利或将从 2016 年 2 季度的 7.8 美元/头升至 2017 年 2 季度的 12 美元/头左右。2 季度生猪养殖业的头均盈利从 4.1 美元/头同比小幅下降至约 -2 美元/头；肉制品板块利润同比录得增长，销量增长 9% 而单吨营业利润下滑约 5%。从 2017 年 2 季度起财务费用开始下降，每个季度减少约 1000 万美元。美国业务 2 季度净利润有望同比增长 30%，而 1 季度仅增长 2.7%。随着蛋白价格下行趋势，中国业务环比改善，盈利下滑同比收窄，从 1 季度下滑 20% 减少到 2 季度下滑约 6%。因此，万洲国际 2 季度整体盈利预计约 2.73 亿美元，同比增长 13%（均剔除生物资产公允价值调整）。我们预计上半年万洲国际盈利同比增长 2.4%（1 季度同比下滑 9.3%）。

#### 关注要点

**中国业务或转为下半年盈利增长的驱动力。**我们预计今年 3 季度和 4 季度中国业务的盈利将保持同比增长，主要得益于下游吨盈利的低基数。但是我们谨慎看待下半年美国业务的业绩，主要因为 2016 年下半年屠宰业务利润率的高基数（头均盈利为 18.76 美元/头）可能会给 2017 年下半年盈利带来同比下滑的风险。

**收购促增长战略有望增强万洲国际的增长前景。**我们认为公司将通过中美业务的内生增长和外延扩张维持增长前景。

**2017 年估值有望实现轻松安全提升。**随着鼎晖投资（CDH）股份减持担忧消除以及中国本土公司同美国收购企业顺利整合顾虑的解除（这也可以反映在美国业务 2015 年和 2016 年盈利均超预期），2017 年估值有望实现轻松安全提升。

（完整版见第 3 页）

#### 估值与建议

考虑有利商品价格周期带来盈利提升的延后，我们下调对中国业务的预期。因此分别下调 2017 年和 2018 年盈利预期 9.1% 和 7.9%。由于中美市场市盈率基准回调（基于分类加总估值法），我们下调 2017 年底目标价 13.6% 至 9.23 港元，此前为 10.69 港元。考虑增长前景稳定且估值仍然具备吸引力，**维持推荐**。

#### 风险

两个市场的蛋白价格异常；全球肉制品市场需求下降。

#### 袁霏阳

分析员

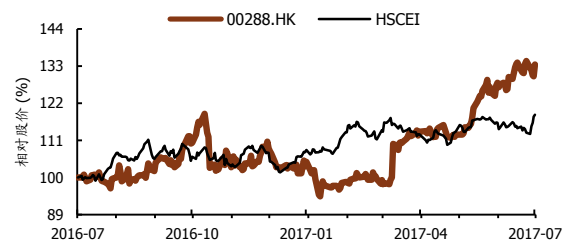
feiyang.yuan@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080511030012

SFC CE Ref: A1Z727

### 维持推荐

股票代码	00288.HK
评级	推荐
最新收盘价	港币 7.85
目标价	港币 9.23
52 周最高价/最低价	港币 7.95~5.49
总市值(亿)	港币 1,150
30 日日均成交额(百万)	港币 236.59
发行股数(百万)	14,653
其中：自由流通股(%)	100
30 日日均成交量(百万股)	30.86
主营行业	食品饮料



(美元 百万)	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	21,209	21,534	22,717	23,185
增速	-4.6%	1.5%	5.5%	2.1%
归属母公司净利润	786	1,036	1,059	1,262
增速	2.6%	31.8%	2.2%	19.2%
每股净利润	0.05	0.07	0.07	0.09
每股净资产	0.39	0.43	0.47	0.52
每股股利	0.00	0.03	0.03	0.04
每股经营现金流	0.11	0.13	0.09	0.11
市盈率	18.9	14.3	13.9	11.7
市净率	2.6	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	9.7	7.6	7.4	6.6
股息收益率	0.0%	3.4%	3.5%	4.1%
平均总资产收益率	5.4%	7.4%	7.7%	8.9%
平均净资产收益率	14.4%	17.2%	16.1%	17.4%

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	22,717	23,185	营业收入	-4.6%	1.5%	5.5%	2.1%
营业成本	-17,129	-17,327	-17,993	-18,317	营业利润	-13.2%	22.8%	6.1%	10.6%
营业费用	-1,783	-1,794	-1,893	-1,932	EBITDA	-11.2%	18.0%	2.4%	10.5%
管理费用	-740	-748	-885	-783	净利润	2.6%	31.8%	2.2%	19.2%
其他	0	0	0	0	<b>盈利能力</b>				
营业利润	1,494	1,835	1,947	2,154	毛利率	19.2%	19.5%	20.8%	21.0%
财务费用	-219	-183	-174	-84	营业利润率	7.0%	8.5%	8.6%	9.3%
其他利润	13	18	-59	-59	EBITDA 利润率	9.0%	10.5%	10.2%	11.0%
利润总额	1,302	1,703	1,747	2,043	净利润率	3.7%	4.8%	4.7%	5.4%
所得税	-307	-465	-480	-562	<b>偿债能力</b>				
少数股东损益	-209	-202	-208	-220	流动比率	1.82	1.46	2.03	2.11
归属母公司净利润	786	1,036	1,059	1,262	速动比率	1.21	0.95	1.31	1.39
EBITDA	1,917	2,263	2,316	2,559	现金比率	0.40	0.36	0.37	0.36
扣非后净利润	786	1,036	1,059	1,262	资产负债率	53.1%	48.3%	44.2%	39.5%
<b>资产负债表</b>					净债务资本比率	41.1%	23.9%	18.8%	11.2%
货币资金	1,154	1,190	899	887	<b>回报率分析</b>				
应收账款及票据	725	793	849	867	总资产收益率	5.4%	7.4%	7.7%	8.9%
存货	1,748	1,678	1,763	1,794	净资产收益率	14.4%	17.2%	16.1%	17.4%
其他流动资产	1,586	1,182	1,427	1,672	<b>每股指标</b>				
流动资产合计	5,213	4,843	4,939	5,220	每股净利润 (美元)	0.05	0.07	0.07	0.09
固定资产及在建工程	4,674	4,529	4,748	4,930	每股净资产 (美元)	0.39	0.43	0.47	0.52
无形资产及其他长期资产	4,414	4,239	4,292	4,343	每股股利 (美元)	0.00	0.03	0.03	0.04
非流动资产合计	9,088	8,768	9,040	9,273	每股经营现金流 (美元)	0.11	0.13	0.09	0.11
资产合计	14,301	13,611	13,979	14,493	<b>估值分析</b>				
短期借款	594	995	0	0	市盈率	18.9	14.3	13.9	11.7
应付账款	812	854	897	913	市净率	2.6	2.3	2.1	1.9
其他流动负债	1,453	1,474	1,531	1,558	EV/EBITDA	9.7	7.6	7.4	6.6
流动负债合计	2,859	3,323	2,428	2,472	股息收益率	0.0%	3.4%	3.5%	4.1%
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	6,174	5,718					
股本	1	1	1	1					
未分配利润	5,762	6,315	6,874	7,625					
股东权益合计	5,763	6,316	6,875	7,626					
负债及股东权益合计	14,301	13,611	13,979	14,493					
<b>现金流量表</b>									
税前利润	1,302	1,703	1,747	2,043					
折旧和摊销	391	372	395	432					
营运资本变动	191	-145	-321	-300					
其他	-271	-80	-495	-577					
经营活动现金流	1,613	1,850	1,325	1,598					
资本开支	-735	-514	-600	-600					
其他	221	373	0	0					
投资活动现金流	-514	-141	-600	-600					
股权融资	0	2	0	0					
银行借款	-744	-1,004	-500	-500					
其他	-157	-671	-500	-511					
筹资活动现金流	-901	-1,673	-1,000	-1,011					
汇率变动对现金的影响	-31	-38	0	0					
现金净增加额	167	-2	-275	-13					

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。



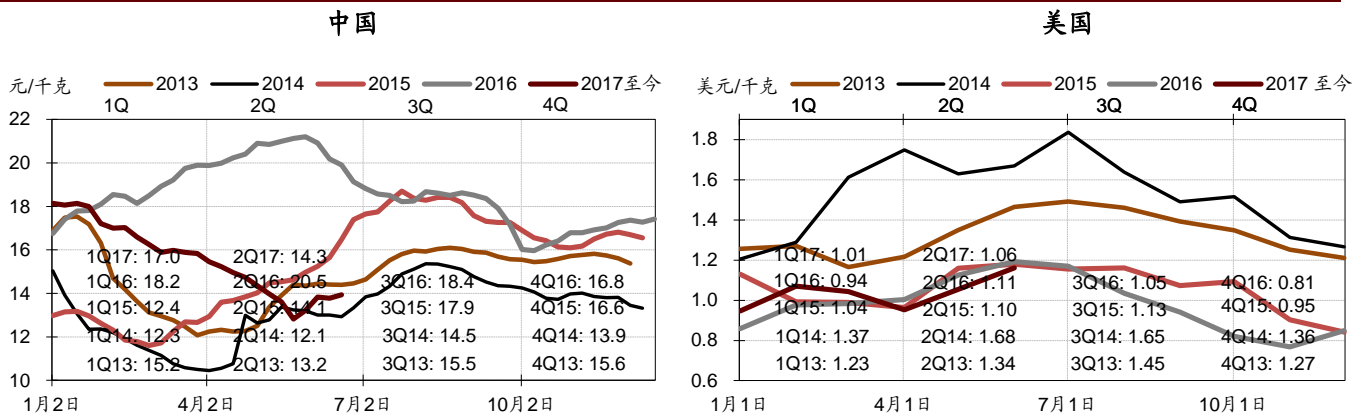
## 关注要点完整版

### 中国业务或转为下半年盈利增长的驱动力

我们预计今年3季度和4季度中国业务的盈利将保持同比增长，主要得益于下游吨盈利的低基数。低基数主要由于蛋白价格逐渐下降，环比降低了肉制品成本。我们认为由于2016年下半年高基数，中国屠宰业务头均盈利的提升不会十分轻松。但是，预计屠宰量的提升（从今年2季度蛋白价格加速下降后，屠宰量同比增长约25%）足以抵消头均盈利的下行风险，持续提升下半年屠宰业务的盈利。

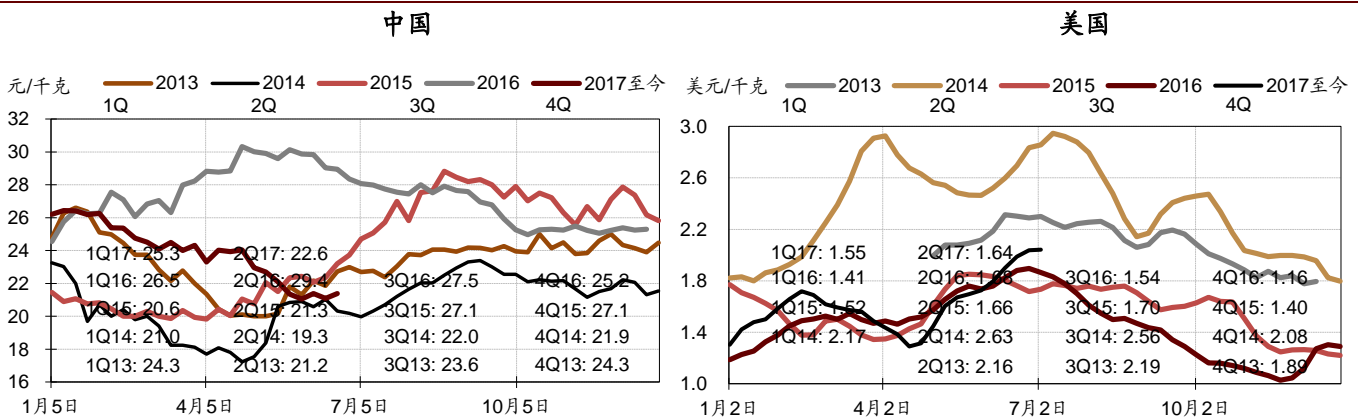
但是我们谨慎看待下半年美国业务的业绩，主要因为2016年下半年屠宰业务利润率的高基数（头均盈利为18.76美元/头）可能会给2017年下半年盈利带来同比下滑的风险。考虑上半年美国生猪和猪肉价格分别同比提升且下半年有望延续该趋势，我们认为下游业务吨盈利同比大幅增长的可能性不大，即使生猪养殖业务在一定程度上有望缓冲屠宰业务盈利的下行趋势。在此情况下，我们预计今年美国向中国的猪肉出口可能放缓，以避免猪肉价格的过度上涨侵蚀下游利润率。因此，我们对美国业务全年营业利润增速保持谨慎，预计增长10%左右，而上半年同比增长24%。预计中国业务将转变为下半年盈利的主要驱动力。

图表1：中美生猪价格



资料来源：万得资讯、美国农业部、中金公司研究部 注：由于美国农业部尚未公布6月份数据，我们根据美国猪肉价格增长模式，以5月份的环比增速模拟6月美国生猪价格。

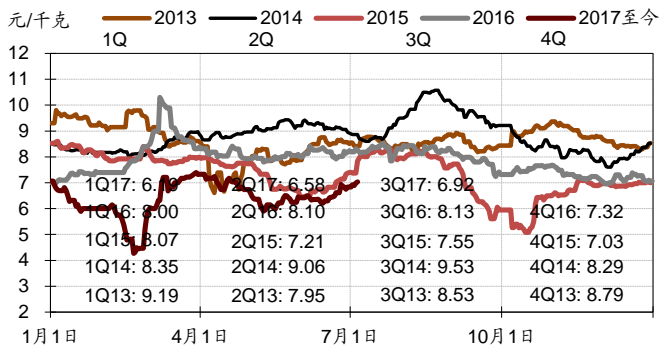
图表2：中美猪肉价格



资料来源：万得资讯、美国农业部、中金公司研究部

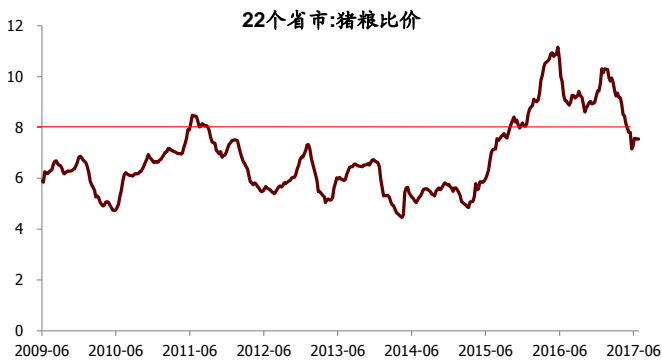


图表3: 中国鸡肉价格



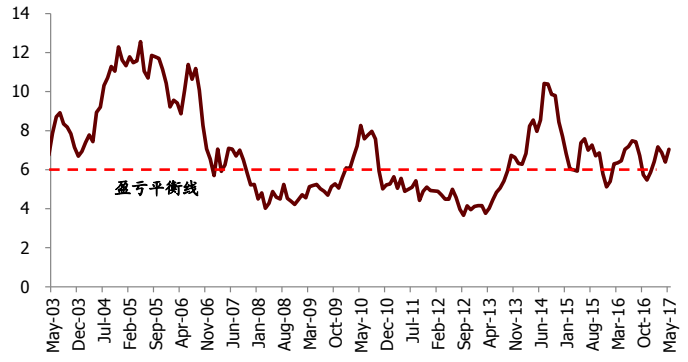
资料来源: 万得资讯、中金公司研究部

图表4: 中国猪粮比



资料来源: 万得资讯、中金公司研究部

图表5: 美国猪粮比



资料来源: USDA, CICC Research

图表6: 双汇单季业绩比较 (人民币口径)

人民币 百万元	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	YoY	QoQ
营业总收入	9,931	10,423	11,850	12,492	12,740	12,789	12,834	13,482	12,228	-4.0%	-9.3%
<b>屠宰</b>											
收入 (百万元)	4,463	4,358	5,568	6,756	7,078	6,920	6,515	7,516	6,675	-5.7%	-11.2%
屠宰量 (万头)	337	283	278	341	348	273	272	343	290	-16.6%	-15.3%
所有外销生猪肉 (万吨)	29	26	28	35	34	32	32	39	35	1.4%	-10.3%
销售均价 (元/公斤)	15.7	16.9	20.2	19.1	20.7	21.7	20.7	19.5	19.3	-7.0%	-1.0%
头均营利 (元)	56.0	47.1	30.4	24.3	15.7	37.0	54.0	39.6	35.6	127.4%	-9.9%
<b>肉制品</b>											
肉制品收入 (百万元)	5,278	5,863	6,022	5,476	5,376	5,578	5,996	5,628	5,240	-2.5%	-6.9%
肉制品总量 (万吨)	35	41	42	41	37	41	42	40	36	-4.8%	-12.0%
销售均价 (元/公斤)	15.3	14.4	14.2	13.5	14.4	13.7	14.2	13.9	14.7	2.4%	5.8%
单吨利润 (元)	2,903	3,000	3,198	3,158	3,427	2,883	2,721	2,927	2,696	-21.3%	-7.9%
营业收入	9,931	10,423	11,850	12,492	12,740	12,787	12,826	13,482	12,228	-4.0%	-9.3%
营业成本	7,862	8,116	9,359	10,077	10,424	10,509	10,432	11,075	10,149	-2.6%	-8.4%
毛利	2,070	2,307	2,491	2,415	2,316	2,278	2,394	2,417	2,079	-10.3%	-14.0%
销售费用	503	603	620	573	567	532	606	566	559	-1.3%	-1.2%
管理费用	358	367	357	353	313	319	331	243	272	-13.0%	11.9%
财务费用	-4	-8	17	-10	-5	-8	2	-6	15	n.m	n.m
营业利润	1,181	1,365	1,455	1,409	1,406	1,383	1,380	1,388	1,106	-21.3%	-20.3%
利润总额	1,202	1,436	1,525	1,513	1,443	1,444	1,487	1,487	1,178	-18.4%	-20.8%
所得税	252	331	343	333	334	325	322	319	265	-20.6%	-16.9%
净利润	921	1,062	1,136	1,136	1,074	1,077	1,126	1,128	879	-18.2%	-22.1%
<b>毛利率</b>	<b>20.8%</b>	<b>22.1%</b>	<b>21.0%</b>	<b>19.3%</b>	<b>18.2%</b>	<b>17.8%</b>	<b>18.7%</b>	<b>17.9%</b>	<b>17.0%</b>	<b>-1.2%</b>	<b>-0.9%</b>
销售费用率	5.1%	5.8%	5.2%	4.6%	4.5%	4.2%	4.7%	4.2%	4.6%	0.1%	0.4%
管理费用率	3.6%	3.5%	3.0%	2.8%	2.5%	2.5%	2.6%	1.8%	2.2%	-0.2%	0.4%
<b>营业利润率</b>	<b>11.9%</b>	<b>13.1%</b>	<b>12.3%</b>	<b>11.3%</b>	<b>11.0%</b>	<b>10.8%</b>	<b>10.8%</b>	<b>10.3%</b>	<b>9.0%</b>	<b>-2.0%</b>	<b>-1.2%</b>
所得税率	20.9%	23.1%	22.5%	22.0%	23.2%	22.5%	21.6%	21.5%	22.5%	-0.6%	1.1%
<b>净利润率</b>	<b>9.3%</b>	<b>10.2%</b>	<b>9.6%</b>	<b>9.1%</b>	<b>8.4%</b>	<b>8.4%</b>	<b>8.8%</b>	<b>8.4%</b>	<b>7.2%</b>	<b>-1.2%</b>	<b>-1.2%</b>

资料来源: 公司数据、中金公司研究部



图表7：史密斯菲尔德季度业务比较

百万 美元	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	YoY	QoQ
<b>生猪养殖</b>											
收入 (百万美元)	806	785	760	719	620	676	711	694	624	0.7%	-10.0%
生猪出栏量 (万头)	400	380	370	446	390	372	385	460	426	9.2%	-7.4%
头均营利(美元)	-1.6	10.3	12.7	-13.5	-21.4	4.1	9.0	-24.0	-3.8	n.m	n.m
<b>屠宰</b>											
收入 (百万美元)	1,334	1,365	1,211	1,181	1,006	1,352	1,286	1,219	1,233	22.6%	1.2%
屠宰量 (万头)	770	740	720	901	770	740	785	892	871	13.1%	-2.4%
头均营利(美元)	4.3	-2.0	2.0	16.1	13.0	7.8	9.8	26.6	11.9	-8.0%	-55.1%
<b>肉制品</b>											
收入 (百万美元)	1,710	1,546	1,631	2,203	1,745	1,657	1,683	2,038	1,825	4.6%	-10.5%
肉制品总量 (万吨)	33	31	30	44	34	30	30	44	35	2.9%	-20.1%
销售均价 (美元/吨)	5,134	4,986	5,435	5,042	5,133	5,509	5,554	4,650	5,214	1.6%	12.1%
单吨营业利润 (美元)	518	569	374	486	609	575	451	450	503	-17.4%	11.8%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

### 收购促增长战略有望增强万洲国际的增长前景

我们认为公司将通过中美业务的内生增长和外延扩张维持增长前景。

得益于其完备的一体化商业模式，美国业务受农产品周期的影响较小。预计近期的内生增长动力在于财务成本减少，其效果将在明年全面体现（有望减少约4000万美元。由于债务重组，公司今年支付7000万美元提前终止费用）。今年起，万洲国际开始改善生产、优化物流，而从2018年下半年起，“One-Smith”整合也有望进一步提升利润率，

中国业务有望受益于周期驱动的利润率上行趋势，2017年和2018年盈利均有望提升。但下游肉制品销量的增长对公司而言仍然会是一项具有挑战性的长期问题。

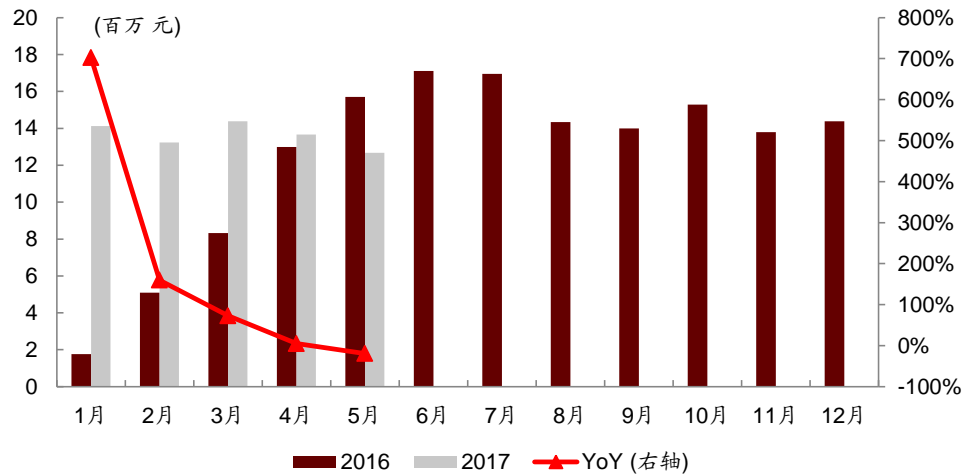
因此，收购促增长战略或将成为公司保证未来增长前景的关键。早在去年，美国业务就开始推进这项战略，收购了总部位于加州的Clougherty，今年6月又收购了波兰的Pini。由于美国业务覆盖美国和除中国以外的市场，我们预计近期更加理想的收购标的应是美国和欧洲公司。我们认为公司为了避免商品周期中的利润率波动，目前不会酝酿大型的收购案或者是下游肉制品企业。价格问题可能是未来影响收购成功的主要因素。万洲国际也可能选择收购投标价格较低的新建产能并加紧后续的自主发展，如近期收购的波兰Pini。由于公司目前缺乏在欧洲快速拓展业务的产能，因而选择以不到1亿美元对价收购了Pini的两个猪肉和鸡肉加工产能。

我们认为美国业务的收购机会可能比中国业务多。首先，美国业务覆盖除中国以外的全球市场因而有更多的机会，且各公司可以完全根据市场环境考虑收购和出让，没有过多的非商业因素干扰。其次，公司也可能考虑在中国收购下游肉制品品牌和资产，特别将聚焦在目前仍由国外品牌主导的低温肉制品，这意味着如果收购外资在中国投资的低温肉制品资产，这些资产有可能重返位于海外市场的总部。

投资者可能还会担心万洲国际会收购牛肉和其他蛋白资源等目前可能缺乏实力的标的。我们不排除公司有突然转向的可能性，但是我们认为短期的标的仍将集中在猪肉和鸡肉等公司更加擅长的领域。而且，长期以来牛肉产业的回报率都低于猪肉和鸡肉产业，因此对公司的吸引力较小。



图表8：万洲国际肉制品在中国零售渠道表现 (Smithfield)



资料来源：商务部、中金公司研究部

**2017年估值有望实现轻松安全提升。**随着鼎晖投资 (CDH) 股份减持担忧消除以及中国本土公司同美国收购企业顺利整合顾虑的解除 (这也可以反映在美国业务 2015 年和 2016 年盈利均超预期)，2017 年估值有望实现轻松安全提升。

万洲国际体现了美国和中国业务的协同作用，大家公认该公司未来的估值将介于中美同类公司估值倍数之间。我们的分类加总估值模型中，双汇作为中国业务的基准，当前股价低于国内同业，今年的市盈率倍数约为 15 倍，我们以国际同业的均值作为美国业务的基准，目前较中国业务的基准有溢价。因此，我们认为万洲国际的市盈率估值在结束年初至今的增长之前将有望赶上中国业务的基准。公司目前股价对应 13.93 倍的 2017 年市盈率，与大部分国际同业比较其未来增长前景稳定。我们认为未来不会有大型的收购案影响公司用于派息的现金，公司将维持 3.5% 的具备吸引力的股息收益率。

图表9：分类加总估值法

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	560	15.0x2017 PE	65,471	4.47	48%
史密斯菲尔德	668	15.9x2017 PE	82,863	5.66	61%
财务费用	-169	Discount rate 10%	-13,175	-0.90	-10%
<b>万洲国际</b>	<b>1,059</b>		<b>135,159</b>	<b>9.23</b>	<b>100%</b>

资料来源：公司估值、彭博资讯、中金公司研究部



图表 10: 可比公司估值

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		
			2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
<b>国际可比公司</b>																	
Mondelez国际公司	MDLZ US Equity	65,683	40.5	20.5	18.5	2.6	2.5	2.4	6.3	12.4	13.2	1.7	1.8	1.9	24.4	16.2	15.0
通用磨坊	GIS US Equity	30,748	18.9	17.1	16.4	5.9	6.3	6.2	31.1	36.9	37.9	3.6	3.8	4.0	12.6	11.6	11.4
泰森食品公司	TSN US Equity	23,753	13.3	12.2	12.0	2.2	2.3	2.1	16.8	18.6	17.1	1.1	1.3	1.4	8.5	7.8	7.7
家乐氏	K US Equity	23,125	33.3	16.9	15.7	11.5	12.3	11.0	34.5	72.9	69.9	3.1	3.2	3.4	16.1	11.9	11.9
荷美尔食品有限公司	HRL US Equity	17,289	19.5	19.7	19.1	3.7	3.7	3.5	19.0	18.9	18.3	1.8	2.1	2.3	11.7	11.6	11.3
Pilgrim's Pride公司	PPC US Equity	5,582	12.9	10.0	9.9	6.0	n.m	n.m	46.7	n.m	n.m	12.3	-	0.8	7.8	6.5	6.4
日本火腿	2282 JP Equity	6,179	19.3	18.1	16.8	1.7	1.6	1.5	9.0	9.0	9.1	1.6	1.7	1.8	10.0	9.5	8.9
桑德森农场公司	SAFM US Equity	2,685	14.1	11.2	12.4	2.1	1.8	1.6	14.9	16.5	12.7	1.6	1.2	1.2	6.4	5.2	5.5
瑞士Bell集团	BELL SW Equity	1,827	17.6	15.8	15.6	2.0	1.8	1.6	11.4	11.4	10.5	1.6	1.7	1.7	8.7	7.9	7.7
LDC公司	LOUP FP Equity	2,171	14.6	13.9	13.6	1.9	1.7	1.5	12.8	11.9	10.9	2.2	1.3	1.3	6.7	6.4	6.2
Century Pacific食品	CNPF PM Equity	1,294	24.7	22.3	19.3	4.9	4.4	3.7	20.0	19.8	19.2	0.5	1.1	1.2	16.8	15.5	13.6
东远F&B株式会社	049770 KS Equity	742	15.7	13.0	11.6	1.5	1.4	1.3	9.3	10.8	10.9	1.1	1.2	1.2	8.9	7.5	6.9
<b>平均</b>			<b>20.4</b>	<b>15.9</b>	<b>15.1</b>	<b>3.8</b>	<b>3.6</b>	<b>3.3</b>	<b>19.3</b>	<b>21.7</b>	<b>20.9</b>	<b>2.7</b>	<b>1.7</b>	<b>1.9</b>	<b>11.6</b>	<b>9.8</b>	<b>9.4</b>
<b>国内可比公司</b>																	
双汇发展	000895 CH Equity	10,603	16.3	15.0	13.5	4.8	4.9	4.7	29.2	33.0	35.1	9.6	6.4	7.3	11.3	10.5	9.6
雏鹰农牧	002477 CH Equity	2,112	16.3	8.8	12.7	2.7	n.m	n.m	16.7	n.m	n.m	1.4	1.5	1.5	16.5	n.m	n.m
煌上煌	002695 CH Equity	1,634	123.2	n.m	n.m	6.8	n.m	n.m	5.5	n.m	n.m	0.2	n.m	n.m	67.9	n.m	n.m
金字火腿	002515 CH Equity	1,363	504.0	n.m	n.m	6.7	n.m	n.m	1.3	n.m	n.m	-	n.m	n.m	353.7	n.m	n.m
龙大肉食	002726 CH Equity	1,345	38.7	36.0	31.1	4.8	n.m	n.m	12.5	n.m	n.m	-	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
得利斯	002330 CH Equity	636	477.8	n.m	n.m	3.3	n.m	n.m	0.7	n.m	n.m	-	n.m	n.m	72.1	n.m	n.m
<b>平均</b>			<b>196.1</b>	<b>19.9</b>	<b>19.1</b>	<b>4.8</b>	<b>4.9</b>	<b>4.7</b>	<b>11.0</b>	<b>33.0</b>	<b>35.1</b>	<b>1.9</b>	<b>4.0</b>	<b>4.4</b>	<b>104.3</b>	<b>10.5</b>	<b>9.6</b>
万洲国际	288 HK Equity	14,729	14.3	13.9	11.7	2.3	2.1	1.9	17.2	16.1	17.4	3.4	3.5	4.1	7.6	7.4	6.6

资料来源: 彭博资讯、公司数据、中金公司研究部 注: 万洲国际的估值基于中金预期; 其余均基于彭博一致预期。

图表 11: 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	22,767	22,717	-0.2%	23,415	23,185	-1.0%
双汇	8,077	8,027	-0.6%	8,628	8,398	-2.7%
SFD	14,690	14,690	0.0%	14,787	14,787	0.0%
毛利率	21.1%	20.8%	-0.3%	21.1%	21.0%	-0.1%
销售费用	1,897	1,893	-0.2%	1,951	1,932	-1.0%
销售费用率	8.3%	8.3%	0.0%	8.3%	8.3%	0.0%
营业利润	2,084	1,947	-6.6%	2,294	2,154	-6.1%
双汇	1,012	874	-13.6%	1,168	1,028	-12.0%
SFD	1,072	1,072	0.0%	1,126	1,126	0.0%
税前利润	1,884	1,747	-7.3%	2,183	2,043	-6.4%
税前利润率	8.3%	7.7%	-0.6%	9.3%	8.8%	-0.5%
所得税率	27.5%	27.5%	0.0%	27.5%	27.5%	0.0%
净利润	1,164	1,059	-9.1%	1,370	1,262	-7.9%
净利润率	5.1%	4.7%	-0.5%	5.8%	5.4%	-0.4%
每股收益(美元)	0.08	0.07	-9.1%	0.09	0.09	-7.9%

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

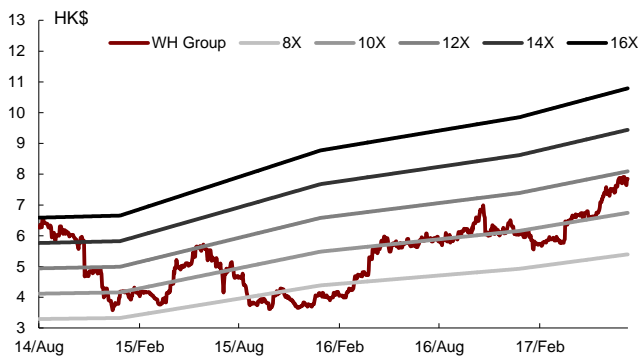


图表 12：核心假设

	双汇				史密斯菲尔德				万洲国际			
	2015A	2016A	2017E	2018E	2015A	2016A	2017E	2018E	2015A	2016A	2017E	2018E
<b>销售量&amp;价格</b>												
猪肉价格(美元/千克)	3.21	3.34	2.96	2.81	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	13,684	15,052	31,307	31,871	34,739	35,781				
肉制品产量(千吨)	1,583	1,606	1,610	1,691	1,382	1,382	1,465	1,494				
<b>单位营业利润</b>												
生猪养殖(美元/头)	56	118	118	118	0.8	-9.0	-9.0	-9.0				
生猪屠宰(美元/头)	6.5	7.9	10.0	11.4	5.4	14.8	15.4	15.8				
肉制品(美元/吨)	494	451	470	483	483	517	521	526				
<b>收入(美元 百万元)</b>												
生猪养殖	7,087	7,755	8,027	8,398	14,122	13,779	14,690	14,787	21,209	21,534	22,717	23,185
生猪屠宰	9	14	14	14	940	794	786	793	949	808	800	807
肉制品	3,344	4,194	4,331	4,472	4,717	4,441	4,857	4,716	8,061	8,635	9,188	9,189
国际业务&其他业务	3,559	3,344	3,504	3,716	7,088	7,123	7,626	7,856	10,647	10,467	11,129	11,572
国际业务&其他业务占比	175	203	178	197	1,377	1,421	1,421	1,421	1,552	1,624	1,599	1,618
生猪养殖	0%	0%	0%	0%	7%	6%	5%	5%	4%	4%	4%	3%
生猪屠宰	47%	54%	54%	53%	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%	2%	10%	10%	10%	10%	7%	8%	7%	7%
<b>营业利润(美元 百万元)</b>												
生猪养殖	811	823	874	1,028	746	965	1,072	1,126	1,557	1,788	1,947	2,154
生猪屠宰	18	38	38	38	12	-144	-148	-149	30	-106	-110	-111
肉制品	80	98	137	172	168	472	534	566	248	570	671	738
国际业务&其他业务	782	725	756	817	668	714	763	786	1,450	1,439	1,519	1,603
国际业务&其他业务	-69	-38	-57	1	-102	-77	-77	-77	-171	-115	-134	-76
<b>营业利润率</b>												
生猪屠宰	2%	2%	3%	4%	4%	11%	11%	12%	3%	7%	7%	8%
肉制品	22%	22%	22%	22%	9%	10%	10%	10%	14%	14%	14%	14%
国际业务&其他业务	-39%	-19%	-32%	1%	-7%	-5%	-5%	-5%	-11%	-7%	-8%	-5%

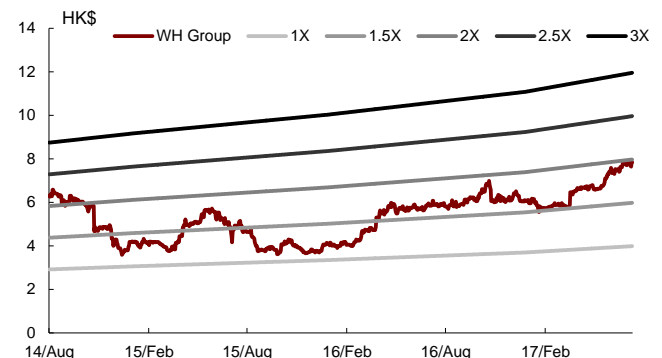
资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 13：市盈率



资料来源：公司估值、彭博资讯、中金公司研究部

图表 14：市净率



资料来源：公司估值、彭博资讯、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

### 上海黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号  
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室  
邮编: 200021  
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196  
传真: (86-21) 6386-1180

### 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B座13层1311单元  
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

### 上海浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号  
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 2057-9499  
传真: (86-21) 2057-9488

### 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

### 西安雁塔路证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号  
凯德广场西塔21层02/03号  
邮编: 710065  
电话: (+86-29) 8648 6888  
传真: (+86-29) 8648 6868



CICC  
中金公司

