

万洲国际 (00288)

证券研究报告
2019年05月01日

低猪价拖累一季度业绩，静待中国猪周期上行推动全球猪价上涨

事件:公司公布 2019 年一季度业绩,实现营收 52.8 亿美元,同比下跌 6.0%,生物公允价值调整前的归母净利润 1.96 亿美元,同比下跌 21.3%;生物公允价值调整后的归母净利润为 3.48 亿美元,同比大幅增长 58.2%。

出栏量、屠宰量稳健增长,生猪价格仍处于低位拖累一季度业绩

分板块来看,公司肉制品/生鲜猪肉/生猪养殖分别实现营收 28.7/21.3/1.5 亿美元,同比-3.8%/-7.6%/-27.0%,主要是由于中美生猪价格仍处于低位。1)肉制品板块:19Q1 肉制品销量为 79 万吨,同比下跌 0.5%,主要是由于中国及欧洲的销量增长(分别为 2.3%及 6.5%)被美国因复活节假日时点而导致的销量下降所抵消;收入下滑 3.8%是因为美国的销量下降及人民币升值所致;实现经营利润 3.97 亿美元,同比增长 9.8%,主要来自于欧美市场的增加。2)生鲜猪肉板块:生猪屠宰总量 1484.3 万头,同比增加 6.4%,主要是因为中国的屠宰量大幅增加 20.7%;生鲜猪肉的外销量保持稳定,约为 110 万吨;由于猪肉价格下跌,导致生鲜猪肉收入下降 7.6%;生鲜猪肉经营利润大幅增加 2.6 倍至 1.48 亿美元,主要是因为美国的生猪和猪肉价格差扩大,以及随着中国的经营利润也录得可观的增长。3)生猪养殖板块:公司一季度生猪出栏量 545.9 万头,同比增加 6.7%,但经营亏损扩大到 1.68 亿美元,主要是由于公司生猪养殖业务大部份位于美国及欧洲,当地生猪价格同比下降。

中国猪周期上行将带动全球猪价上涨,预计未来两年进口猪肉大幅增加

据农业农村部数据,2019 年 3 月份能繁母猪存栏同比降低 21%,本轮周期产能去化幅度远超以往,且产能仍然在去化之中,叠加疫情导致的生产效率下降,预计本轮周期我国猪肉缺口有望达到 1000 万吨,猪价上涨时间预计将持续 2-3 年,猪价高点预计将突破 25 元/公斤,部分地区将触及 30 元/公斤。而随着中国猪周期上行将带动全球猪价上涨,预计未来两年进口猪肉大幅增加。我们预计在国内大猪周期和缺口之下,未来 2 年中国进口猪肉将大幅增长,并推升全球猪价。尤其是尚未发现非洲猪瘟的美国,有望成为猪肉进口首选。

万洲国际猪肉贸易业务利润好转+史密斯菲尔德市值重估

1)受益于美国猪价上涨,史密斯菲尔德业绩大反转。在中国需求的拉动下,预计 2020 年美国生猪价格较 2018 年上涨 40%,逼近 2014 年水平,同时叠加成本下滑,我们测算 2020 年公司在美生猪养殖业务经营利润约 47 亿元,较 2018 年增加 57 亿,将推动史密斯菲尔德业绩大反转,其市值也将大大提升。2)进口猪肉业务板块有望量利齐升。2016 年,双汇发展规划的猪肉进口约 30 万吨,我们预计本轮进口量将超过 2016 年,预计 2020 年进口量为 50 万吨。利润方面,若未来关税下调至 12%,2020 年国内猪肉价格涨至 28 元/公斤,美国猪肉价格涨至 12.8 元/公斤,则一吨猪肉的贸易经营利润可达 6300 元。假设双汇从其他国家进口贸易利润类比美国,则 50 万吨的进口量可实现经营利润空间 32 亿。3)双汇发展:非洲猪瘟加速屠宰产能集中度提升,公司库存储备和加大进口助力公司业绩稳步增长,我们预计 2019-2021 年,双汇发展业绩仍可维持 5%左右的增速。

盈利预测与投资建议

我们预计 2019-2021 年,公司归母净利润 111.00/141.10/140.73 亿元,同增 71.50%/27.12%/-0.26%,对应 EPS 为 0.76/0.96/0.96 元,考虑到未来两年公司都处于高盈利阶段,给予 2020 年 12 倍 PE,目标价为 13.5 港币,目标市值 2000 亿港币。

风险提示:价格波动;关税下降不及预期;疫病风险;汇率风险

投资评级

行业	消费品制造业/农业产品
6 个月评级	买入(维持评级)
当前价格	9.3 港元
目标价格	13.5 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	14,685.74
港股总市值(百万港元)	136,577.37
每股净资产(港元)	0.51
资产负债率(%)	44.43
一年内最高/最低(港元)	9.95/5.11

作者

吴立	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517010002	
wuli1@tfzq.com	
刘鹏	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516070001	
liupeng1@tfzq.com	
何翩翩	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516080002	
hepianpian@tfzq.com	
魏振亚	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517080004	
weizhenya@tfzq.com	

股价走势



资料来源:贝格数据

相关报告

1 《万洲国际-公司深度研究:中国猪周期上行将带动全球猪价上涨,万洲国际迎业绩拐点!》 2019-03-24

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/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，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com