

## 消费

0288.HK 万洲国际

港股通（沪、深）

买入（维持）

目标价：11.0 港元

现价：8.82 港元

## Q2 美国业务将迎来明显改善 未来预期乐观

2019 年 04 月 30 日

预期升幅：24.7%

## 主要财务指标

市场数据		主要财务指标				
日期	2019.04.29	会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
收盘价(港元)	8.82	营业收入(百万美元)	22,605	24,410	26,615	28,824
总股本(亿股)	146.75	同比增长	1.01%	7.98%	9.03%	8.30%
总市值(亿港元)	1295.28	净利润(百万美元)	943	1,237	1,518	1,771
净资产(亿美元)	84.79	同比增长	-16.77%	31.21%	22.72%	16.61%
总资产(亿美元)	161.71	毛利率	20.78%	21.44%	22.54%	22.75%
每股净资产(美元)	0.57	净利润率	5.10%	5.96%	6.71%	7.23%
		净资产收益率	13.70%	16.11%	18.83%	20.91%
		每股收益(美元)	0.064	0.084	0.103	0.121
		股息率	2.26%	2.79%	3.29%	3.75%

数据来源: Wind

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

## 相关报告

万洲国际 (0288.HK) \_跟踪报告\_20170427  
 万洲国际 (0288.HK) \_跟踪报告\_20170524  
 万洲国际 (0288.HK) \_跟踪报告\_20170814  
 万洲国际 (0288.HK) \_跟踪报告\_20180329  
 万洲国际 (0288.HK) \_跟踪报告\_20180521  
 万洲国际 (0288.HK) \_跟踪报告\_20180815  
 万洲国际 (0288.HK) \_跟踪报告\_20181031  
 万洲国际 (0288.HK) \_跟踪报告\_20190316

## 投资要点

- **提高目标价至 11.0 港元，维持买入评级：**1、美国业务预期仍然乐观，预计随着中美贸易谈判顺利进行以及中国猪价上涨，中国将加大对美猪肉的进口，进口量有望创历史新高。而中国的猪肉供给缺口将给美国猪价带来较大弹性，有望大幅改善美国业务的盈利能力。2、一季度国内肉制品业务逊于预期，但由于看多未来猪价，因此公司可能保留了低价猪肉库存以备下半年猪价高位时使用；同时，公司也有望在进口方面具备优于对手的优势；伴随肉制品提价策略，有望改善肉制品的营业利润率。3、中国猪瘟将带来养殖和屠宰行业的整合，双汇是中国最大的屠宰企业，有望发挥规模效应，提高市场份额。我们上调了公司 2019-2021 年 EPS 分别至 0.084、0.103 及 0.121 美元，上调幅度分别为 1.2%、5.1% 和 19.8%，相应上调目标价至 11.0 港元，相当于 2020 年 13.8 倍 PE，维持买入评级。
- **受猪价低迷及复活节假日因素影响，2019 Q1 公司收入小幅下降。**1-3 月公司实现营业收入 5,282 百万美元，同比-6.0%。分业务来看，肉制品业务受复活节假日时点和汇率等季节性因素影响，Q1 实现营收 2,866 百万美元，同比-3.8%。中美猪价低迷，生鲜猪肉业务和生猪养殖业务收入均受影响。1-3 月集团实现生鲜猪肉业务收入 2,129 百万美元，同比-7.6%；实现生猪养殖业务收入 146 百万美元，同比-27%。
- **一季度生鲜猪肉业务盈利能力提升，但生猪养殖业务受美国生猪价格压制，未来改善弹性大。**生鲜猪肉业务方面，2019Q1 实现经营利润 148 百万美元，同比+164.3%。其中中国部分受益于生猪价格偏低以及非洲猪瘟影响，营业利润率提升至 9.6%，美国部分受益生猪与猪肉价差扩大，营业利润率提升至 5.2%。生猪养殖业务亏损加剧，今年 1-3 月经营亏损 168 百万美元。远高于该业务去年全年亏损（113 百万美元）。
- **Q1 肉制品业务受益于低猪价，预期未来猪价上涨，肉制品利润承压。**分区域看，2019Q1 中国地区实现肉制品分部营业利润 145 百万美元，但春节后国内猪价上涨较快，营业利润率同比下降至 16.9%。美国及欧洲共实现肉制品分部营业利润 252 百万美元，营业利润率提升至 12.6%。管理层将继续通过提价、利用进口低价库存、调整产品结构等方式降低应对成本上涨压力。

风险提示：食品安全及瘟疫；猪肉价格超预期波动；汇兑风险；贸易政策

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



## 海外消费研究

分析师：张忆东

兴业证券经济与金融研究院副院长

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人：李明

limingy@xyzq.com.cn

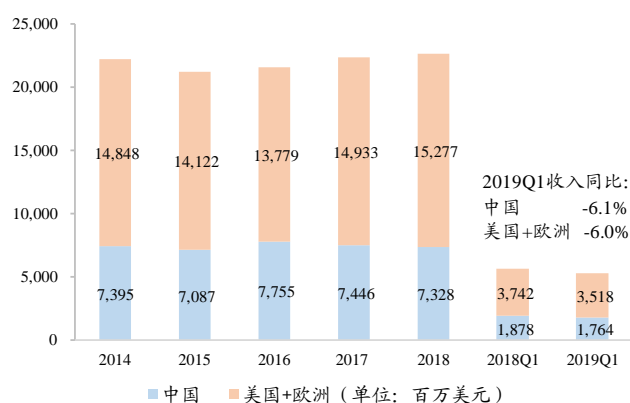
SFC: AXK332

SAC: S0190118070111

## 报告正文

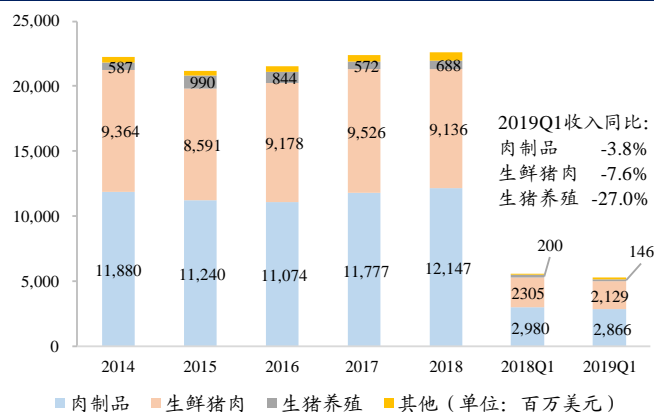
- **受猪价低迷及复活节假日因素影响，2019 Q1 公司收入小幅下降。**1-3 月公司实现营业收入 5,282 百万美元，同比-6.0%。分业务来看，肉制品业务受复活节假日时点和汇率等季节性因素影响，销量增速小幅下滑。第一季度肉制品业务实现营收 2,866 百万美元，同比-3.8%。期内中美猪价低迷，生鲜猪肉业务和生猪养殖业务收入均受影响。1-3 月集团实现生鲜猪肉业务收入 2,129 百万美元，同比-7.6%；实现生猪养殖业务收入 146 百万美元，同比-27%。分区域来看，2019 年第一季度中国地区实现营收 1,764 百万美元，同比-6.1%；美国地区实现营收 3,093 百万美元，同比-6.0%；欧洲地区实现营收 425 百万美元，同比-5.6%。

图 1、2014 年-2019Q1 分地区营业收入



数据来源:公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

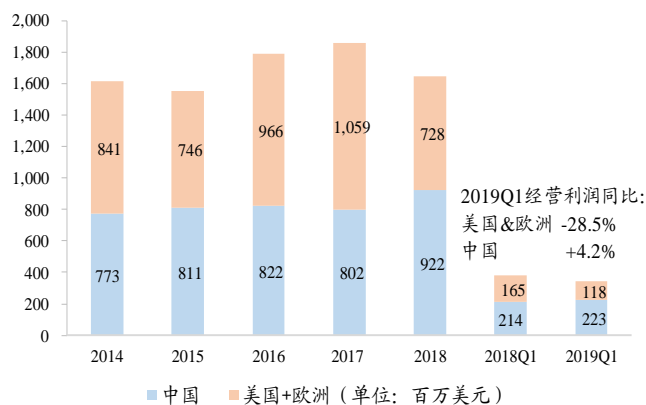
图 2、2014 年-2019Q1 分业务营业收入



数据来源:公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

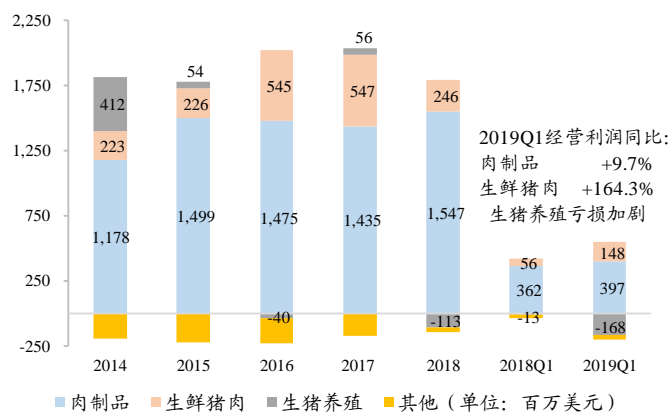
- **营业利润方面，中国市场表现平稳，美国下滑幅度较大。**分区域来看，今年 1-3 月中国市场实现营业利润 214 百万美元，同比+4.2%；美国及欧洲市场实现营业利润 118 百万美元，同比-28.5%。受贸易战及当地供应量影响，根据 USDA 数据美国一季度生猪价格下降至 0.90 美元/公斤，导致生猪养殖业务对美国部分利润造成较大负面影响。

图 3、2014 年-2019Q1 年分地区营业利润



数据来源:公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、2014 年-2019Q1 年分业务营业利润

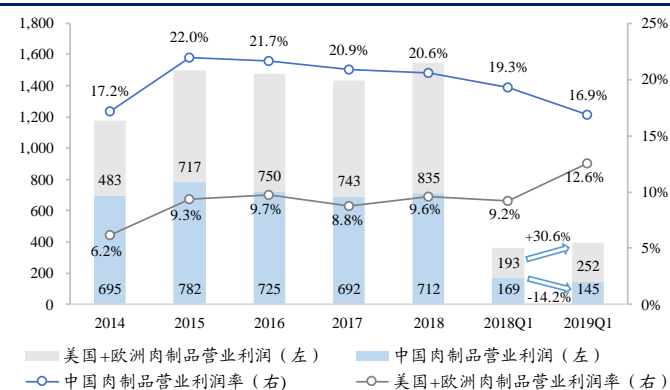


数据来源:公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 一季度生鲜猪肉业务盈利能力提升，但生猪养殖业务受美国生猪价格压制，导致整体利润水平承压，未来改善弹性大。生鲜猪肉业务方面，2019年一季度实现经营利润148百万美元，同比+164.3%。其中中国部分受益于生猪价格偏低以及非洲猪瘟影响，屠宰量同比增加20.7%，营业利润率提升5.4pct至9.6%，美国部分受益于猪肉需求改善，生猪与猪肉价差扩大，营业利润率提升4.0pct至5.2%。生猪养殖业务亏损加剧，今年1-3月经营亏损168百万美元，远高于该业务去年全年亏损(113百万美元)。

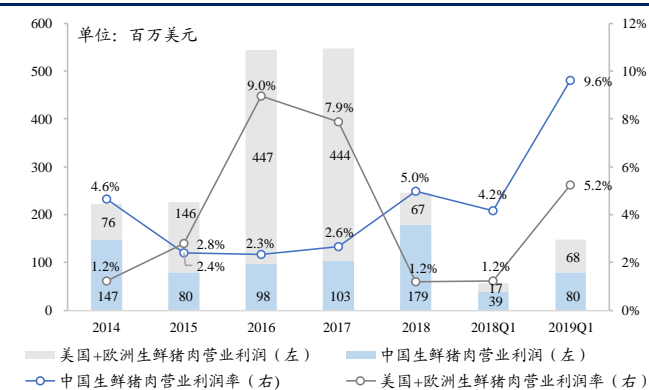
根据USDA数据，去年全年平均生猪价为1.01美元/公斤，而今年第一季度仅为0.90美元/公斤。预期未来中美贸易谈判以及中国猪价上涨拉动中国对美国猪肉进口需求。而中国的猪肉供给缺口将给美国猪价带来较大弹性，有望继续扩大美国猪肉与生猪价差，大幅改善美国业务的盈利能力。

图5、2014年-2019Q1肉制品业务分地区营业利润



数据来源:公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

图6、2014年-2019Q1生鲜猪肉业务分地区营业利润



数据来源:公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 一季度肉制品业务受益于低猪价，预期猪价上涨，利润承压。分区域看，2019年第一季度中国地区实现肉制品分部营业利润145百万美元，但春节后国内猪价上涨较快，营业利润率比去年同期下降1.4个百分点至16.9%。美国及欧洲地区实现肉制品分部营业利润252百万美元，由于Q1美国猪价较低，营业利润率提升3.4个百分点至12.6%。预期未来中美猪价共振将为肉制品业务带来利润率上的压力，管理层将继续通过提价、利用进口低价的原料肉库存、调整产品结构并切入高端产品等方式降低应对成本上涨压力。

表1、公司2014-2019Q1各业务营业利润率

单位: %	2014	2015	2016	2017	2018	2018Q1	2019Q1	2019Q1 同比变动
肉制品	9.9%	13.3%	13.3%	12.2%	12.7%	12.1%	13.9%	+1.7 pct
生鲜猪肉	2.4%	2.6%	5.9%	5.7%	2.7%	2.4%	7.0%	+4.5 pct
生猪养殖	70.2%	5.5%	-4.7%	9.8%	-16.4%	-6.5%	-115.1%	-108.6 pct
其他	-48.3%	-57.2%	-43.8%	-35.1%	-4.7%	-19.3%	-25.5%	-6.3 pct
生猪价格(美元/kg)	1.68	1.11	1.02	1.11	1.01	1.08	0.90	-20 pct

数据来源:公司资料, USDA, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- **提高目标价至 11.0 港元，维持买入评级：** 1、美国业务预期仍然乐观，预计随着中美贸易谈判顺利进行以及中国猪价上涨，中国将加大对美猪肉的进口，进口量有望创历史新高。而中国的猪肉供给缺口将给美国猪价带来较大弹性，有望大幅改善美国业务的盈利能力。2、一季度国内肉制品业务逊于预期，但由于看多未来猪价，因此公司可能保留了低价猪肉库存以备下半年猪价高位时使用；同时，公司也有望在进口方面具备优于对手的优势；伴随肉制品提价策略，有望改善肉制品的营业利润率。3、中国猪瘟将带来养殖和屠宰行业的整合，双汇是中国最大的屠宰企业，有望发挥规模效应，提高市场份额。我们上调了公司 2019-2021 年 EPS 分别至 0.084、0.103 及 0.121 美元，上调幅度分别为 1.2%、5.1% 和 19.8%，相应上调目标价至 11.0 港元，相当于 2020 年 13.8 倍 PE，维持买入评级。
- **风险提示：**  
食品安全及瘟疫蔓延，猪肉价格超预期波动；汇兑风险；贸易政策

## 附表

资产负债表					利润表				
会计年度	单位:百万美元				会计年度	单位:百万美元			
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	5,460	5,170	5,625	6,090	营业收入	22,605	24,410	26,615	28,824
货币资金	579	880	1,191	1,383	营业成本	17,907	19,176	20,616	22,267
交易性金融资产	-	-	-	-	毛利	4,698	5,234	5,999	6,557
应收账款	1,135	976	1,065	1,153	销售费用	2,139	2,270	2,475	2,652
其他应收款	430	340	347	362	管理费用	732	781	905	951
存货	2,969	2,975	3,023	3,193	其他经营费用	-339	-318	-299	-282
非流动资产	9,838	10,782	10,959	11,162	营业利润	2,166	2,501	2,918	3,236
可供出售金融资产	-	-	-	-	其他支出	74	98	106	115
长期股权投资	352	356	359	363	其他收入	98	98	106	115
投资性房地产	1	2	3	4	权益性投资损益	35	31	33	33
固定资产净值	5,300	5,327	5,329	5,332	非经营性损益	-21	12	13	14
商誉及无形资产	3,581	3,634	3,652	3,671	财务成本	115	122	133	115
土地使用权	175	177	179	180	利润总额	1,411	1,786	2,233	2,604
其他非流动资产	423	1,289	1,440	1,617	所得税	258	330	447	521
资产总计	15,298	15,952	16,585	17,252	净利润	1,153	1,456	1,786	2,083
流动负债	3,328	3,343	3,488	3,643	少数股东损益	210	218	268	312
短期借款及长期借款当期到期	819	778	739	702	归属母公司净利润	943	1,237	1,518	1,771
应付票据及账款	977	959	1,031	1,113	EPS(美元)	0.064	0.084	0.103	0.121
应缴税金	61	63	65	67					
其他流动资产	1,471	1,543	1,653	1,761	主要财务比率				
非流动负债	3,552	3,573	3,608	3,646	会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
长期借款	2,259	2,282	2,282	2,282	成长性(%)				
其他	1,293	1,291	1,326	1,364	营业收入增长率	1.01%	7.98%	9.03%	8.30%
负债合计	6,880	6,915	7,096	7,289	营业利润增长率	-20.98%	25.31%	24.40%	15.17%
流动资产净值	2,132	1,828	2,137	2,447	净利润增长率	-16.77%	31.21%	22.72%	16.61%
股本	1	1	1	1	盈利能力(%)				
未分配利润	7,745	8,132	8,539	8,966	毛利率	20.78%	21.44%	22.54%	22.75%
少数股东权益	672	904	949	996	净利率	5.10%	5.96%	6.71%	7.23%
股东权益合计	8,418	9,037	9,489	9,963	ROE	13.70%	16.11%	18.83%	20.91%
负债及权益合计	15,298	15,952	16,585	17,252					
					偿债能力(%)				
现金流量表					资产负债率	44.97%	43.35%	42.79%	42.25%
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	流动比率	1.64	1.55	1.61	1.67
净利润	1,153	1,456	1,786	2,083	速动比率	0.77	0.85	0.92	0.98
折旧和摊销	437	450	464	478	营运能力(次)				
营运资金的变动	-570	180	-203	-336	资产周转率	1.48	1.53	1.60	1.67
出售固定资产收到现金	20	18	16	15	存货周转率	8.86	9.50	10.00	10.00
资本性支出	-	-	-	-	每股资料(美元)				
投资损失	1,197	856	795	988	每股收益	0.064	0.084	0.103	0.121
债务增加	8,658	8,745	8,832	8,920	每股经营现金	0.09	0.14	0.15	0.16
债务减少	8,654	8,741	8,828	8,916	每股净资产	0.57	0.62	0.65	0.68
支付股利合计	795	907	1,047	1,222	估值比率(倍)				
经营活动产生现金流量	1,255	2,068	2,149	2,403	PE	17.48	13.33	10.86	9.31
投资活动产生现金流量	-1,217	-874	-811	-1,002	PB	1.96	1.82	1.74	1.65
融资活动产生现金流量	-790	-903	-1,043	-1,218					
现金净变动	-752	291	295	183					
现金的期初余额	1,279	484	775	1,070					
现金的期末余额	484	775	1,070	1,253					

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
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的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、四川省蓝光发展股份有限公司、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、建发国际投资集团有限公司和兑吧集团有限公司有投资银行业务关系。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。本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。本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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限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，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。