

买入 (维持)

00288.HK 万洲国际

港股通 (沪、深)

目标价: 10.30 港元

现价: 8.41 港元

全年增长趋势不变 行业地位难以撼动

2018年5月21日

预期升幅: 22.5%

主要财务指标

市场数据

日期	2018.05.18
收盘价(港元)	8.41
总股本(亿股)	147
流通股本(亿股)	147
总市值(亿港元)	1234
流通市值(亿港元)	1234
净资产(亿美元)	74.45
总资产(亿美元)	152.58
每股净资产(美元)	0.51

数据来源: Wind

相关报告

万洲国际 (0288.HK) _深度报告_20160602
 万洲国际 (0288.HK) _跟踪报告_20161026
 万洲国际 (0288.HK) _跟踪报告_20161122
 万洲国际 (0288.HK) _跟踪报告_20170323
 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

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

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万美元)	22,379	23,272	25,099	26,484
同比增长	1.53%	3.99%	7.85%	5.52%
净利润(百万美元)	1,133	1,289	1,384	1,555
同比增长	9.36%	13.75%	7.40%	12.36%
毛利率	19.57%	20.50%	20.00%	20.50%
净利润率	5.06%	5.54%	5.51%	5.87%
净资产收益率	13.78%	13.03%	11.18%	10.16%
每股收益(美元)	0.075	0.088	0.094	0.106
股息率	3.21%	4.05%	4.35%	4.89%

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **目标价 10.3 港元, 维持买入评级:** 我们预测公司 2018 年净利润有望达到 12.9 亿美元, 同比增长 13.8%。中美猪价下跌带动下肉制品盈利性提升。中国区域进一步加强渠道建设及产品优化, 肉制品销量有望持续提升。海外肉制品业务的快速发展仍可持续, 公司对欧洲市场需求的前景有乐观的预期, 对当地业绩增长的可持续性有较强信心。中美贸易战局势相对缓和, 对进口猪肉征收高关税担忧可降低。我们维持上次报告中的目标价 10.3 港元, 对应 2018/2019 年 P/E 15x/14x, 维持买入评级。
- **肉制品收入同比大增 10.2%, 带动 1Q2018 总营业收入增加:** 公司 1Q2018 年实现总收入 56.2 亿美元, 同比增长 5.7%。肉制品与生鲜猪肉贡献了 94% 的收入, 期内肉制品实现收入 29.8 亿美元, 同比大增 10.2%, 而期内生鲜猪肉实现收入同比减少 1.7%, 拖累总收入的增长。肉制品收入增加受益于销量增加, 平均销售价格提升。分区域来, 特优级产品表现良好, 中国市场销量增长 6.1%, 中国肉制品收入同比大增 16.7%, 海外市场受益于 2018 年 1 月在欧洲收购肉制品生产企业 Elit & Vericom, 带来销量增加, 美国及欧洲肉制品收入分别同比增长 4.8% 和 48.5%。生鲜猪肉业务收入减少是由于美国与中国猪价下跌。中国市场占有率提升, 但由于猪价持续下跌, 中国生鲜猪肉收入同比下降 2.6%, 美国猪价因肉类供应增加出现 4.9% 的下跌, 美国生鲜猪肉收入同比下降 2.9%。
- **美国生猪/猪价差异收窄致核心经营利润率下降:** 1Q2018 年公司总经营利润实现 3.79 亿美元, 同比下降 9.3%, 核心经营利润率下降至 6.7%。肉制品业务做出主要贡献, 期间实现经营利润 3.62 亿美元, 同比增加 12.1%, 占总经营利润的 95.5%, 经营利润率维持 12.2%。生鲜猪肉业务期间经营利润实现 0.56 亿美元, 同比减少 54.5%, 经营利润率为 2.4%。主要由于美国市场生猪和猪价差异收窄, 美国生鲜猪肉业务经营利润同比减少 89.4%。由于生猪价格变动, 1Q2018 年生猪养殖业务经营亏损。

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



报告正文

- **肉制品收入同比大增 10.2%，带动 1Q2018 总营业收入增加：**公司 1Q2018 年实现总收入 56.2 亿美元，同比增长 5.7%。肉制品与生鲜猪肉贡献了 94% 的收入，期内肉制品实现收入 29.8 亿美元，同比大增 10.2%，拉动期内总收入的增长，而期内生鲜猪肉实现收入同比减少 1.7%，拖累期内总收入的增长。肉制品收入增加受益于销量增加，平均销售价格提升。分区域来，特优级产品表现良好，中国市场销量增长 6.1%，中国肉制品收入同比大增 16.7%，海外市场受益于 2018 年 1 月在欧洲收购肉制品生产企业 Elit & Vericom，带来销量增加，美国及欧洲肉制品收入分别同比增长 4.8% 和 48.5%。生鲜猪肉业务收入减少是由于美国与中国猪价下跌。期内生猪屠宰量上升，与公司市场占有率提升的战略一致，但由于猪价持续下跌，中国生鲜猪肉收入同比下降 2.6%，美国猪肉价格因肉类供应增加出现 4.9% 的下跌，美国生鲜猪肉收入同比下降 2.9%。

图 1、1Q2018 年营业收入同比上升 5.7%

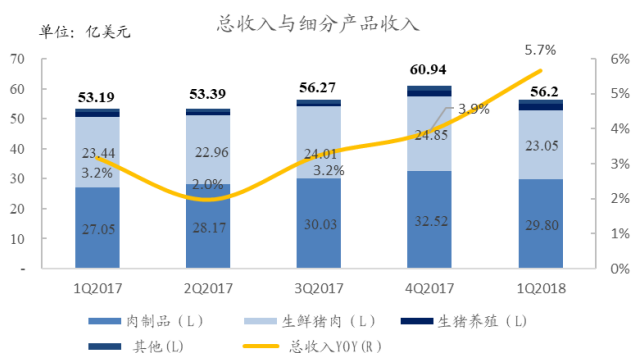
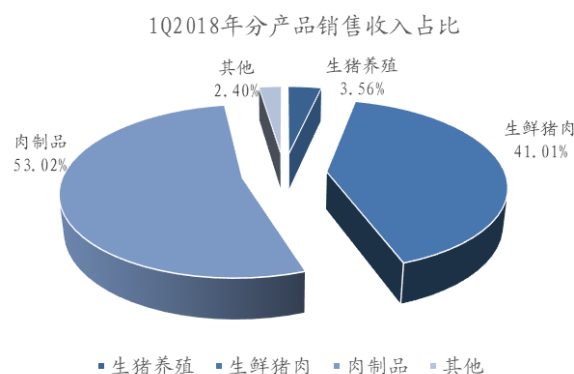


图 2、肉制品贡献主要收入

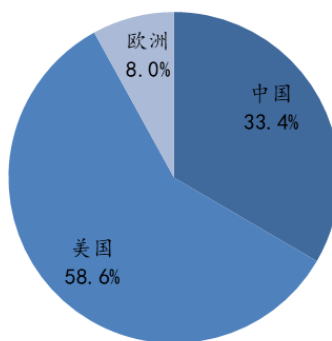


数据来源:公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源:公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、海外市场收入占比约为 67%

1Q2018 按区域销售收入结构

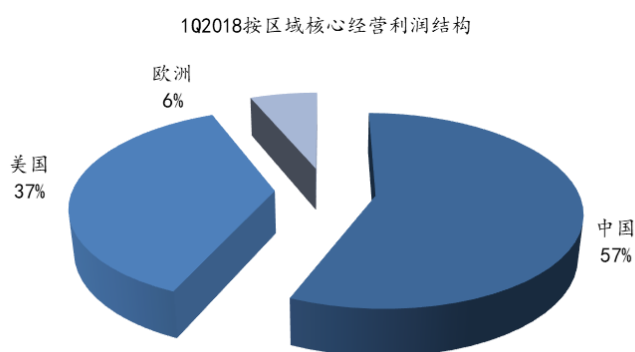
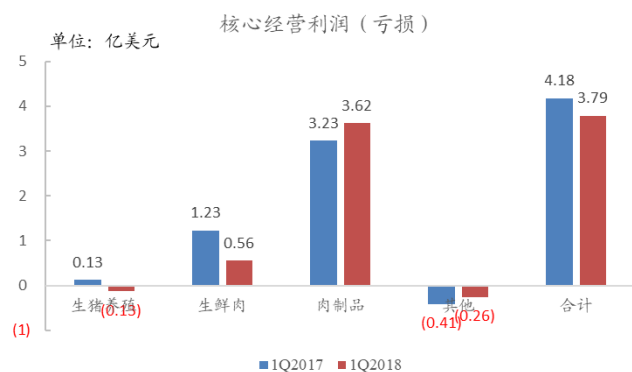


资料来源:公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **美国生猪/猪价差异收窄致核心经营利润率下降：**1Q2018 年公司总经营利润实现 3.79 亿美元，同比下降 9.3%，核心经营利润率下降至 6.7%。由于期内销售收入增加，原材料成本下降，肉制品业务经营利润占总经营利润的 95.5%，做出主要贡献，实现经营利润 3.62 亿美元，同比增加 12.1%，维持经营利润率 12.2%。生鲜猪肉业务期内实现经营利润 0.56 亿美元，同比减少 54.5%，经营利润率为 2.4%。主要由于美国市场生猪和猪价差异收窄，美国生鲜猪肉业务经营利润同比减少 89.4%，而中国及欧洲的经营利润分别同比大幅增加 95%和 116.7%。由于生猪价格变动，期内生猪养殖业务经营亏损。分区域来看，中国业务对经营利润贡献较大，约占 57%，海外业务约占经营利润 43%。

图 4、肉制品贡献经营利润 95.5%

图 5、中国市场贡献经营利润 57%



数据来源:公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源:公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **目标价 10.3 港元, 维持买入评级:**我们预测公司 2018 年净利润有望达到 12.9 亿美元, 同比增长 13.8%。中美猪价下跌带动下肉制品盈利性提升。中国区域进一步加强渠道建设及产品优化, 肉制品销量有望持续提升。海外肉制品业务的快速发展仍可持续, 公司对欧洲市场需求的前景有乐观的预期, 对当地业绩增长的可持续性有较强信心。中美贸易战局势相对缓和, 对进口猪肉征收高关税担忧可降低。我们维持上次报告中的目标价 10.3 港元, 对应 2018/2019 年 P/E 15x/14x, 较现价有 22.5%的提升空间, 维持买入评级。
- **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

附表

资产负债表

单位:百万美元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	5,666	7,550	9,967	12,681
货币资金	1,279	2,908	4,886	7,146
交易性金融资产	-	-	-	-
应收账款	1,331	1,593	1,915	2,314
其他应收款	342	359	377	396
存货	1,905	1,951	2,118	2,221
非流动资产	9,592	9,725	10,075	10,551
可供出售金融资产	7	8	8	9
长期股权投资	-	-	-	-
投资性房地产	295	304	313	322
固定资产	5,037	5,289	5,553	5,831
在建工程	3,580	3,545	3,511	3,478
油气资产	197	56	114	278
无形资产	476	524	576	634
资产总计	15,258	17,275	20,042	23,232
流动负债	3,499	3,783	3,997	4,192
短期借款	901	928	956	985
应付票据	1,076	1,102	1,196	1,254
应付账款	50	207	222	250
其他	1,461	1,534	1,611	1,691
非流动负债	3,537	3,598	3,662	3,729
长期借款	2,320	2,320	2,320	2,320
其他	1,217	1,278	1,342	1,409
负债合计	7,036	7,380	7,658	7,921
股本	14,664	14,664	14,664	14,664
资本公积	2,324	2,440	2,562	2,690
未分配利润	2,269	2,382	2,501	2,626
少数股东权益	777	989	1,216	1,471
股东权益合计	8,222	9,894	12,384	15,312
负债及权益合计	15,258	17,275	20,042	23,232

现金流量表

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	1,133	1,289	1,384	1,555
折旧和摊销	750	1,575	1,654	1,736
资产减值准备	-131	-117	-106	-95
无形资产摊销	7	6	6	5
公允价值变动损失	540	567	595	625
财务费用	550	1,054	1,344	1,530
投资损失	3,175	3,334	3,501	3,676
少数股东损益	4,229	4,441	4,663	4,896
营运资金的变动	510	643	690	776
经营活动产生现金流	2,128	2,911	3,100	3,368
投资活动产生现金流	142	503	765	921
融资活动产生现金流	-1,551	-1,750	-1,853	-1,996
现金净变动	683	1,629	1,978	2,260
现金的期初余额	1,123	1,279	2,908	4,886
现金的期末余额	1,806	2,908	4,886	7,146

利润表

单位:百万美元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	22,379	23,272	25,099	26,484
营业成本	18,061	18,501	20,079	21,055
营业税金及附加	4,379	4,771	5,020	5,429
销售费用	1,930	2,027	2,128	2,234
管理费用	823	882	884	944
财务费用	1	1	1	1
资产减值损失	1,609	1,861	2,007	2,250
公允价值变动	124	112	100	90
投资收益	12	13	15	16
营业利润	22	-	-	-
营业外收入	284	247	215	187
营业外支出	-302	-302	-302	-302
利润总额	1,501	1,707	1,834	2,060
所得税	182	207	222	250
净利润	1,133	1,289	1,384	1,555
少数股东损益	186	212	227	255
归属母公司净利润	1,133	1,289	1,384	1,555
EPS(美元)	0.075	0.088	0.094	0.106

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长性				
营业收入增长率	3.92%	3.99%	7.85%	5.52%
营业利润增长率	-4.74%	15.64%	7.85%	12.12%
净利润增长率	9.36%	13.75%	7.40%	12.36%
盈利能力(%)				
毛利率	19.57%	20.50%	20.00%	20.50%
净利率	5.06%	5.54%	5.51%	5.87%
ROE	13.78%	13.03%	11.18%	10.16%
偿债能力				
资产负债率	46.11%	42.72%	38.21%	34.09%
流动比率	1.62	2.00	2.49	3.03
速动比率	1.07	1.48	1.96	2.50
营运能力(次)				
资产周转率	1.55	1.52	1.35	1.22
应收帐款周转率	10.08	9.59	9.87	9.71
每股资料(美元)				
每股收益	0.075	0.088	0.094	0.106
每股经营现金	0.15	0.20	0.21	0.23
每股净资产	0.45	0.46	0.48	0.49
估值比率(倍)				
PE	14.21	12.19	11.35	10.10
PB	2.41	2.34	2.27	2.20

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 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五菱汽车集团控股有限公司、大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、中国和谐新能源汽车控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、靛蓝星控股有限公司、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、森浩集团股份有限公司、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有投资银行业务关系、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。