天风证券 TF SECURITIES

万洲国际（00288）

证券研究报告
2019 年 08 月 15 日

中国猪价创历史新高，静待中国需求抬升美国猪价。

事件：公司公布 2019 年半年度业绩，实现营收 111.27 亿美元，同比下跌 0.4%，生物公允价值调整前的归母净利润 4.63 亿美元，同比下跌 16.9%；生物公允价值调整后的归母净利润为 5.69 亿美元，同比增长 10.7%。

美国屠宰和养殖利润下滑以及货币换算导致经营利润同比下滑 11.8%

根据公告，双汇发展实现经营利润 30 亿元人民币，同比下滑 2.38%，但是折算美元的经营利润则同比下滑 10.64%，是由于人民币贬值所致。分板块来看，公司肉制品/生鲜猪肉/生猪养殖分别实现营收 58.86/46/3.29 亿美元，同比-0.3%/0.2%/-17.1%，经营利润分别为 7.61/1.03/-0.45 亿美元，同比-3.4%/10.8%/-305%。1）肉制品板块：肉制品销量为 161 万吨，同比+0.4%，主要是由于欧洲的销量增长所致；收入下滑 0.3%是因为中国国内收入因货币换算而下跌；实现经营利润 7.61 亿美元，同比-3.4%，主要是由于中国市场猪肉和鸡肉价格上涨导致肉制品利润下滑。2）生鲜猪肉板块：生猪屠宰总量 2823.3 万头，同比增加 1.4%，主要是因为中国的屠宰量增加 3.7%；生鲜猪肉外销 216.2 万吨，同比-6%；生鲜猪肉经营利润 1.03 亿美元，同比 10.75%，主要因为中国屠宰业务因屠宰规模和毛利提升而增长 31.6%，而欧美屠宰业务由于生猪材料价格上涨以及猪肉销价降低导致出现亏损。3）生猪养殖板块：生猪出栏量 1058.2 万头，同比增加 4.5%，但经营利润同比下滑 0.67 亿美元，主要在于一方面中国生猪养殖因非洲猪瘟导致成本和费用抬升，另一方面美国由盈转亏主要是因为去年同期在生猪养殖端做了比较好的业绩对冲。

中国猪价已经创历史新高，静待中国需求拉动美国猪价上涨

据农业农村部数据，2019 年 6 月份能繁母猪存栏同比降低 26.7%，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 1500 万吨及以上，猪价上涨时间预计将持续 2-3 年，猪价高点预计将突破 30 元/公斤。根据猪联网数据，8 月以来猪价再度上涨，8 月 15 日均价已经达到 22.28 元/公斤，突破了 2016 年的历史高点，我们预计猪价将进一步大幅上涨。随着中国缺口加大和猪价上行，预计未来两年进口猪肉大幅增加，并推升全球猪价。尤其是尚未发现非洲猪瘟的美国，有望成为猪肉进口的重要来源。

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 年上涨超过 15%，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 20 亿元，较 2018 年增加 30 亿以上，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。受国内生猪缺口影响，预计国内对美猪肉进口有望大幅增加；利润方面，假设维持目前 62%关税，2020 年国内猪肉价格涨至 30 元/公斤，美国猪肉价格涨至 12.5 元/公斤，则进口一吨美国猪肉的贸易经营利润超过 3000 元。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小幅增长。

盈利预测与投资建议

考虑到贸易战持续，我们改变关税下调至 12%的假设，按照当前 62%的猪肉进口关税计算，将 2019-2021 年公司归母净利润由 111.00/141.10/140.73 亿元下调至 89.20/112.28/115.44 亿元，同增 37.83%/25.87%/2.81%，对应 EPS 为 0.71/0.90/0.92 港元，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 10.8 港币，继续给予买入评级。

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	6.36 港元
目标价格	10.8 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	14,710.62
港股总市值(百万港元)	93,559.55
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-公司点评: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》 2019-05-01
2 《万洲国际-公司深度研究:中国猪周期上行将拉动全球猪价上涨，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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com