



# 美国地区业务有望好转，首次给予“推荐”评级

——万洲国际（0288.HK）2018 年报点评

2019 年 3 月 26 日

推荐/首次

万洲国际

财报点评

谭可	分析师	执业证书编号：S1480510120013
	Email: tanke@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554011
焦凯	分析师	执业证书编号：S1480512090001
	Email: jiaokai@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554144

## 事件：

万洲国际(0288.HK)于2019年3月15日发布2018年年报。2018年公司按生物公允价值调整后收入226.05亿美元，同比增长0.94%；生物公允价值调整后的EBITDA录得19.67亿美元，同比减少17.04%；生物公允价值调整后公司拥有人应占利润为9.43亿美元，同比减少14.04%；每股基本盈利6.43美分。

## 公司财务指标

指标	2015A	2016H	2016A	2017H	2017A	2018H	2018A
营业收入（百万元）	21,247	10,495	21,573	10,717	22,440	11,205	22,651
增长率（%）	-4.62%	2.36%	1.52%	2.12%	4.04%	4.55%	0.94%
毛利率（%）	19.38%	19.80%	19.68%	19.56%	19.51%	21.21%	20.94%
净利润（百万元）	796	551	1,023	557	1,435	514	914
增长率（%）	-0.62%	81.85%	27.24%	1.09%	40.96%	-7.72%	-36.31%
基本每股盈利（元）	0.054	0.038	0.070	0.038	0.098	0.035	0.062
资产负债率（%）	53.13%	50.31%	48.29%	48.00%	46.11%	44.43%	44.97%
净资产收益率（%）	14.43%	9.30%	17.15%	8.59%	16.47%	6.88%	12.42%
总资产收益率（%）	5.42%	3.91%	7.42%	4.03%	7.85%	3.42%	6.17%

资料来源：公司公告 东兴证券研究所

## 观点：

➤ **肉制品：收入增长平稳，经营利润增长受益于原材料成本下降和产品结构升级。**万洲国际2018年的肉制品业务收入为121.47亿美元，同比增长3.1%，虽然年内生猪的价格处于下行周期，生鲜肉对肉制品有一定的替代作用，公司在中国及欧洲市场通过产品结构的调整和新市场的开拓，其收入增长仍录得正收益，但是由于美国为全球最大的猪肉供给国，生猪价格的下降导致其收入受到一定的影响，整体来看公司的肉制品收入平稳增长。

万洲国际2018年的肉制品业务经营利润为15.47亿美元，同比增长7.8%，经营利润增速远高于收入的增速，主要受益于生猪等原材料价格下降，以及产品结构的优化带来的高毛利产品，虽然在美国市场由于人工和销售成本上升的影响，但是公司在美国市场的经营利润增速仍录得高于整体经营利润的增长水平。2018年公司的肉制品吨利润为460.3美元/公吨，较同期增长23.4%。

肉制品是万洲国际的核心业务分部，2018年肉制品的收入占万洲国际收入的53.7%，较同期增加1.1pct，

经营利润占其 93.8%，较同期增加 16.7pct，是其主要的利润贡献来源。

- 在中国市场，万洲国际的肉制品收入和经营利润分别为 34.58 亿美元、7.12 亿美元，分别较同期增长 4.4%、2.9%，在中国的收入增速略高于肉制品整体收入增速；
- 在美国市场，万洲国际的肉制品收入和经营利润分别为 77.73 亿美元、7.85 亿美元，分别较同期增长 -0.4%、8.1%，在美国的收入录得负增长，但是经营利润增长高于肉制品整体经营利润增长；
- 在欧洲市场，万洲国际的肉制品收入和经营利润分别为 9.16 亿美元、0.5 亿美元，分别较同期增长 39.2%、194.1%，由于公司在欧洲肉制品的低基数，以及得益于其在波兰、罗马尼亚的收购为其在欧洲市场贡献的收入和利润增长。

- **生鲜肉：美国市场经营环境恶化导致生鲜肉业务收入和经营利润下滑。**万洲国际 2018 年的生鲜肉业务收入为 91.36 亿美元，同比减少 4.1%，年内公司的生猪屠宰量为 5606.8 万头，较同期增长 4.3%，其中在中国的生猪屠宰量为 1630.6 万头，较同期增长 14.3%，虽然公司在中国市场扩大生猪的屠宰量，但是仍不抵生鲜肉价格的下行；欧洲地区的生猪屠宰量提高开工率，较同期增长 14.6%，而公司最大的生猪养殖市场美国由于供需、贸易等因素导致其生猪屠宰量较同期下降 1.4%。公司年内生鲜肉外销量为 449.9 万公吨，由于中美欧三地市场受供需、价格等因素的影响，公司采取不同的经营策略，内部相互抵消导致生鲜肉的外销量基本与同期持平，而受屠宰量和生猪价格下行的影响，导致公司 2018 年生鲜肉业务收入在中美地区均出现下滑。

万洲国际 2018 年的生鲜肉业务经营利润为 2.46 亿美元，同比减少 55%，主要原因在于美国市场的生鲜肉业务经营利润大幅下滑，由于美国市场供大于求、生猪价差缩小，以及中墨两个猪肉进口大国均对美国开征贸易关税，另外，人工和销售成本的上涨也导致美国地区生鲜肉业务的利润受到影响，中欧两地生鲜肉业务的经营利润虽然上涨，但仍不抵美国市场生鲜肉业务经营利润的下滑。2018 年公司的生鲜肉屠宰头均利润为 4.4 美元/头，较同期下降 5.8%。

- 在中国市场，万洲国际的生鲜肉业务收入和经营利润分别为 35.84 亿美元、1.79 亿美元，分别较同期增加 -7.8%、73.8%；
- 在美国市场，万洲国际的生鲜肉业务收入和经营利润分别为 47.9 亿美元、0.48 亿美元，分别较同期减少 3.4%、99.0%；
- 在欧洲市场，万洲国际的生鲜肉业务收入和经营利润分别为 7.62 亿美元、0.19 亿美元，分别较同期增加 12.6%、72.7%；

- **生猪养殖：对冲措施带来生猪养殖收入正增长，生猪价格下降导致生猪养殖亏损。**万洲国际 2018 年生猪养殖业务收入为 6.88 亿美元，同比增长 20.3%，年内公司生猪出栏量为 2095.3 万头，较同期上升 3.6%，虽然生猪价格下降，但是由于公司采取对冲的措施，公司的生猪养殖业务仍保持正增长；生猪养殖业务经营利润亏损 1.13 亿美元，较同期减少 1.69 亿美元，主要是受生猪价格下行的影响。2018 年公司的生猪养殖业务头均利润亏损 5.4 美元/头，较同期下降 8.2%。

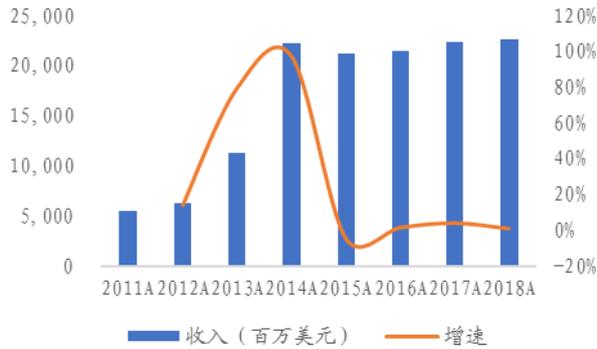
## 结论：

万洲国际在 2018 年受美国市场的影响导致其各个业务均出现不同程度的下滑，我们预计随着中美贸易谈判的推动，以及国内受非洲猪瘟的影响出现的供给缺口，美国地区的生鲜肉业务有望好转；在肉制品方面，由于公司及双汇具有大量的低价肉库存，我们预计公司的肉制品业务仍有望在一定时间保持低价原材料的优势。因此，我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 190.79 亿美元、202.14 亿美元、314.15 亿美元，EPS 分别为 8.2 美分、8.7 美分、9.1 美分，鉴于公司业绩有望持续好转，且公司的同行竞争力较强，首次给予“推荐”评级。

风险提示:

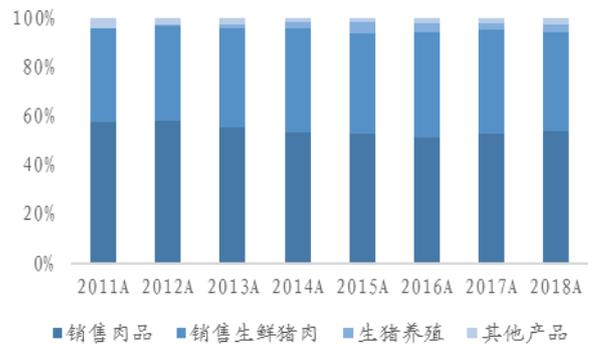
美国市场持续恶化、食品安全风险

图 1:万洲国际收入及增速



资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

图 2:万洲国际产品结构



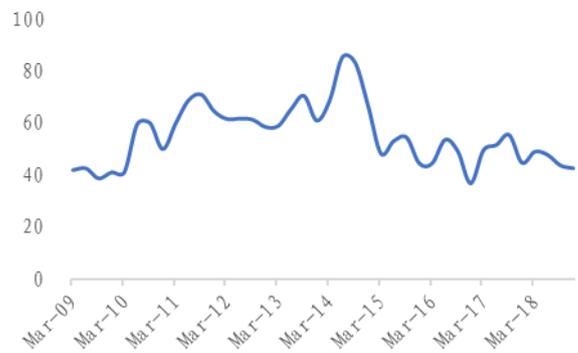
资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

图 3: 国内生猪价格走势



资料来源: wind、东兴证券研究所

图 4:美国猪肉价格走势



资料来源: wind、东兴证券研究所

**利润表**

亿美元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入	22,440.00	22,651.00	24,261.49	25,952.51	27,730.26
总支出	20,831.00	20,836.00	22,435.42	23,984.67	25,645.11
营业成本	18,061.00	17,907.00	19,078.56	20,214.29	21,415.03
毛利	4,379.00	4,744.00	5,182.92	5,738.22	6,315.23
营业开支	2,770.00	2,929.00	3,356.86	3,770.37	4,230.08
营业利润	1,609.00	1,815.00	1,826.06	1,967.85	2,085.15
加: 利息收入	12.00	12.00	0.86	0.91	0.98
减: 利息支出	124.00	110.00	7.32	7.08	6.89
加: 权益性投资损益	22.00	35.00	36.75	38.59	40.52
其他非经营性损益	284.00	-370.00	0.00	0.00	0.00
非经常项目前利润	1,803.00	1,382.00	1,856.35	2,000.26	2,119.76
加: 非经常项目损益	-302.00	29.00	0.00	0.00	0.00
除税前利润	1,501.00	1,411.00	1,856.35	2,000.26	2,119.76
减: 所得税	182.00	258.00	356.40	399.39	435.95
少数股东损益	186.00	210.00	290.10	321.96	344.61
持续经营净利润	1,133.00	943.00	1,209.85	1,278.91	1,339.20
加: 非持续经营净利润					
其他特殊项					
净利润	1,133.00	943.00	1,209.85	1,278.91	1,339.20
减: 优先股利及其他调整项					
归属普通股股东净利润	1,133.00	943.00	1,209.85	1,278.91	1,339.20
基本每股收益	0.077	0.064	0.082	0.087	0.091

资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 分析师：谭可

海外研究组组长，2007年加盟东兴证券研究所，曾外派香港研究港股市场。

### 分析师：焦凯

2010年进入证券行业，2012年加盟东兴证券研究所，曾从事食品饮料行业研究，后从事海外市场研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。