

消费

0288.HK 万洲国际

港股通（沪、深）

买入（维持）

目标价：10.0 港元

现价：6.36 港元

2H19 中国业务承压，美国业务预计复苏

2019年8月15日

预期升幅：57.2%

主要财务指标

市场数据		主要财务指标				
日期	2019.08.14	会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
收盘价(港元)	6.36	营业收入(百万美元)	22,605	23,642	25,341	26,545
总股本(亿股)	147.11	同比增长	1.01%	4.59%	7.18%	4.75%
总市值(亿港元)	935.62	净利润(百万美元)	943	1,205	1,376	1,585
净资产(亿美元)	82.87	同比增长	-16.77%	27.75%	14.21%	15.18%
总资产(亿美元)	164.53	毛利率	20.78%	20.50%	20.70%	21.40%
每股净资产(美元)	0.56	净利润率	5.10%	5.99%	6.39%	7.02%
		净资产收益率	13.70%	15.68%	17.06%	18.71%
		每股收益(美元)	0.064	0.082	0.094	0.108

数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院

数据来源：Wind

相关报告

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
 万洲国际(0288.HK)_跟踪报告_20190430

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：罗越文
 luoyuewen@xyzq.com.cn
 SAC: S0190119060088

投资要点

- **主动提价+产品组合调整，2Q19 收入环比提速：**1H19 公司收入 111.27 亿美元，YoY-0.4%，略低于 Bloomberg 一致预期的 112.03 亿美元。2Q19 收入 58.45 亿美元，YoY+5.3%，环比提速。生猪出栏量 1058.2 万头，YoY+4.5%（1Q: +6.7%）；生猪屠宰量 2823.3 万头，YoY+1.4%（1Q: +6.4%）；肉制品销量 161 万公吨，YoY+0.4%（1Q: +0.4%）。分业务来看，1H19 肉制品收入 58.86 亿美元，同比-0.3%，占比 52.9%；生鲜猪肉收入 46.00 亿美元，YoY+0.2%，占比 41.3%；生猪养殖收入 3.29 亿美元，YoY-17.1%，占比 3.0%。
- **经营利润中国地区受猪价上涨而承压，美国地区 2Q 同比降幅收窄：**1H19 中国地区经营利润 4.25 亿美元，YoY-10.3%，占比 55.4%，主要受猪价上涨影响，肉制品经营利润下滑。美国地区经营利润 2.94 亿美元，YoY-10.9%，占比 38.4%，2Q 经营利润 YoY-2.6%，降幅收窄。欧洲地区经营利润 0.46 亿美元，YoY-27.0%，占比 6.2%。
- **2Q19 业绩不及预期：**1H19 公司归母净利润 5.69 亿美元，YoY+10.7%，低于 Bloomberg 一致预期 7%（6.12 亿美元），主要由于美国业务盈利不及预期。生物公允价值调整前归母净利润 4.63 亿美元，YoY-16.9%；每股基本盈利 3.87 美仙，宣派中期股息每股 0.05 港元。
- **我们的观点：**1、美国业务预期仍然乐观，上半年美国养殖业务明显改善，尽管屠宰价差仍不理想，但是随着下半年猪价上涨，屠宰也将实现盈利。墨西哥已于 6 月恢复美国猪肉进口关税至 0，利于美国猪肉出口到墨西哥，帮助消化美国国内多余供给，对猪价维持有利。2、中国肉制品业务方面享有低价冻肉库存以备下半年猪价高位时使用，同时有进口优势，伴随肉制品提价和产品结构调整策略，预计 2H19 肉制品的利润率稳定。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。由于 1H19 业绩低于预期，我们下调公司 2019-2021 年净利润 2.6%/9.4%/10.5%至 12.05/13.76/15.85 亿美元。相应下调目标价 9%至 10.0 港元，相当于 2019/2020 年 15.5/13.6 倍 PE，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

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



报告正文

● 主动提价+产品组合调整，2Q19 收入环比提速

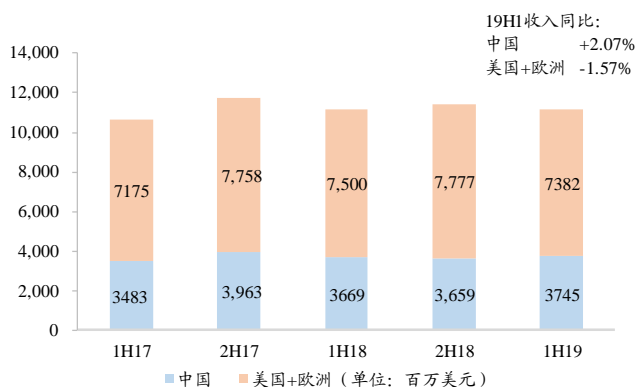
1H19 公司收入 111.27 亿美元，YoY-0.4%，略低于 Bloomberg 一致预期的 112.03 亿美元。2Q19 收入 58.45 亿美元，YoY+5.3%，环比提速。生猪出栏量 1058.2 万头，YoY+4.5%（1Q: +6.7%）；生猪屠宰量 2823.3 万头，YoY+1.4%（1Q: +6.4%）；肉制品销量 161 万公吨，YoY+0.4%（1Q: +0.4%）。

分业务来看，1H19 肉制品收入 58.86 亿美元，同比-0.3%，占比 52.9%；生鲜猪肉收入 46.00 亿美元，YoY+0.2%，占比 41.3%；生猪养殖收入 3.29 亿美元，YoY-17.1%，占比 3.0%。

分区域来看，

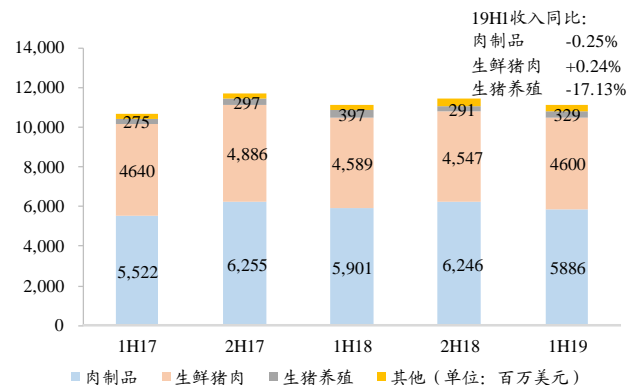
- 1H19 **中国地区**收入 37.45 亿美元，YoY+2.1%，占比 33.7%。其中肉制品销量持平，收入 17.32 亿美元，YoY-1.7%，若剔除人民币贬值影响则增长 4.4%，主要由于主动提价和产品组合调整；1H19 生猪屠宰量 857.8 万头，YoY+3.7%，**生鲜猪肉**收入 18.51 亿元，YoY+4.5%，其中 2Q 收入增速 21.9%，主要因为猪肉价格上行的影响超过销量下降。
- **美国地区**收入 64.46 亿美元，YoY-1.7%，占比 57.9%。其中肉制品销量下降 0.2%，收入 37.44 亿美元，YoY+0.3%，主要由于产品结构改善，以及肉价上涨推动采用公式定价的产品价格提升；**生鲜猪肉**收入 24 亿美元，YoY-2.5%，主要因为销量降低；**生猪养殖**收入 3.02 亿美元，YoY-16.6%。
- **欧洲地区**收入 9.36 亿美元，YoY-0.8%，占比 8.4%。其中肉制品收入 4.1 亿美元，YoY+1.0%，销量和均价双增长；**生鲜猪肉** 3.49 亿美元，YoY-1.7%。

图1、17H1-19H1 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、17H1-19H1 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

● 经营利润中国地区受猪价上涨而承压，美国地区 2Q 同比降幅收窄

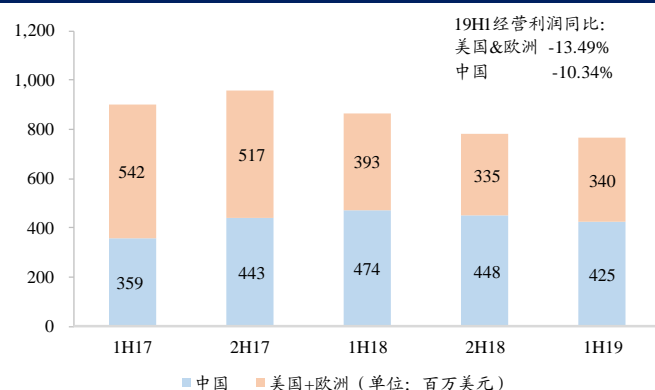
1H19 公司经营利润 7.65 亿美元，YoY-11.8%。分业务来看，肉制品经营利润 7.61 亿美元，YoY-3.4%，占比 99.5%，其中 2Q 经营利润 YoY-14.6%；生鲜

猪肉经营利润 1.03 亿美元, YoY+10.8%, 占比 13.5%, 其中 2Q 亏损 4500 万美元; 生猪养殖经营利润亏损 4500 万美元, YoY-304.6%, 占比-5.9%, 其中 2Q 经营利润 1.23 亿美元, YoY+251.4%。

分区域来看,

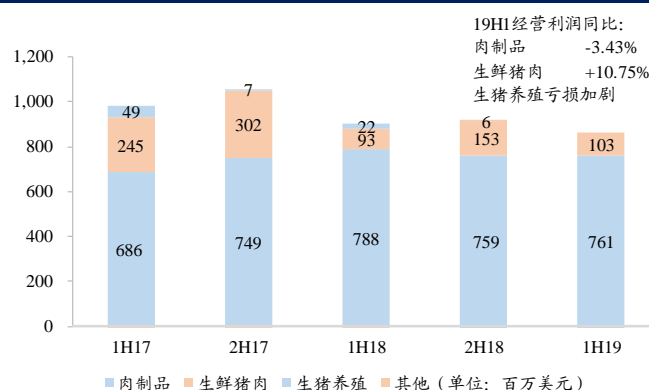
- **1H19 中国地区**经营利润 4.25 亿美元, YoY-10.3%, 占比 55.4%。其中**肉制品**经营利润 2.88 亿美元, YoY-21.5%, 下滑主要由于猪肉价格成本的上涨和销售费用的提升; **生鲜猪肉**经营利润 1.25 亿美元, YoY+31.6%。
- **美国地区**经营利润 2.94 亿美元, YoY-10.9%, 占比 38.4%, 2Q 经营利润 YoY-2.6%, 降幅收窄。其中**肉制品**经营利润 4.46 亿美元, YoY+13.2%, 主要由于产品组合向高附加值类别升级; **生鲜猪肉**经营利润亏损 0.15 亿美元, 同比持平, 其中 2Q19 经营利润亏损 0.83 亿美元(2Q18 亏损 0.26 亿美元), 主要由于生猪价格成本上涨, 而猪肉价格受供给过剩和贸易受阻影响而降低; **生猪养殖**经营利润亏损 0.62 亿美元, 但 2Q 盈利 0.95 亿美元, 弹性较大。
- **欧洲地区**经营利润 0.46 亿美元, YoY-27.0%, 占比 6.2%。

图3、17H1-19H1 分地区营业利润



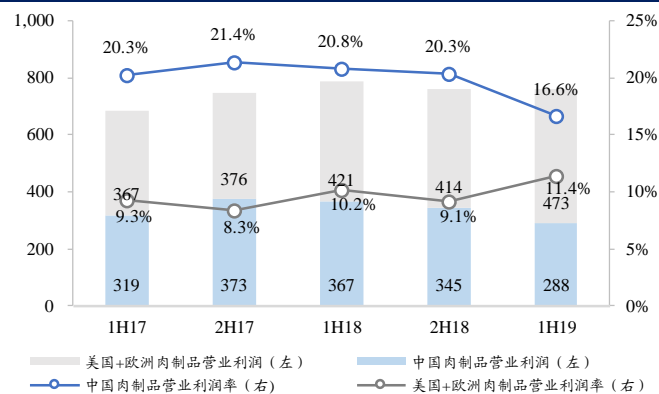
数据来源:公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

图4、17H1-19H1 分业务营业利润



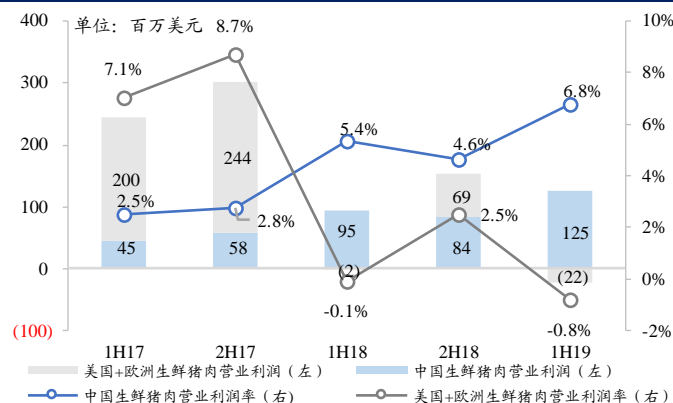
数据来源:公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

图5、17H1-19H1 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、17H1-19H1 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

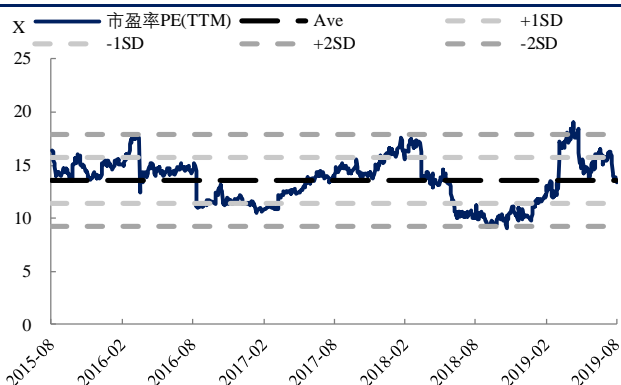
● 2Q19 业绩不及预期

1H19 公司归母净利润 5.69 亿美元，YoY+10.7%，低于 Bloomberg 一致预期 7%（6.12 亿美元），主要由于美国业务盈利不及预期。生物公允价值调整前归母净利润 4.63 亿美元，YoY-16.9%；每股基本盈利 3.87 美仙，宣派中期股息每股 0.05 港元。

- 我们的观点：1、美国业务预期仍然乐观，上半年美国养殖业务明显改善，尽管屠宰价差仍不理想，但是随着下半年猪价上涨，屠宰也将实现盈利。墨西哥已于 6 月恢复美国猪肉进口关税至 0，利于美国猪肉出口到墨西哥，帮助消化美国国内多余供给，对猪价维持有利。2、中国肉制品业务方面享有低价冻肉库存以备下半年猪价高位时使用，同时有进口优势，伴随肉制品提价和产品结构调整策略，预计 2H19 肉制品的利润率稳定。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。由于 1H19 业绩低于预期，我们下调公司 2019-2021 年净利润 2.6%/9.4%/10.5%至 12.05/13.76/15.85 亿美元。相应下调目标价 9%至 10.0 港元，相当于 2019/2020 年 15.5/13.6 倍 PE，维持买入评级。

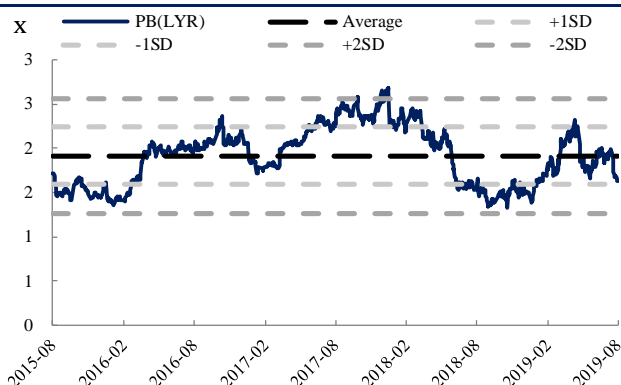
- 风险提示：食品安全及瘟疫蔓延，猪价超预期波动；汇兑风险；贸易政策

图7、公司 P/E band



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、公司 P/B band



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图9、公司港股通持股比例



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、公司股息率



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

附表

资产负债表					利润表				
单位:百万美元					单位:百万美元				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	5,460	5,128	5,314	5,498	营业收入	22,605	23,642	25,341	26,545
货币资金	579	914	990	1,043	营业成本	17,907	18,796	20,095	20,864
交易性金融资产	-	-	-	-	毛利	4,698	4,847	5,246	5,681
应收账款	1,135	946	1,014	1,062	销售费用	2,139	2,175	2,344	2,469
其他应收款	430	334	339	341	管理费用	732	733	798	849
存货	2,969	2,935	2,971	3,052	其他经营费用	-339	-183	-99	-54
非流动资产	9,838	10,803	11,227	11,647	营业利润	2,166	2,121	2,202	2,417
可供出售金融资产	-	-	-	-	其他支出	74	71	76	80
长期股权投资	352	356	359	363	其他收入	98	118	127	133
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	13
商誉及无形资产	3,581	3,634	3,652	3,671	财务成本	115	118	127	106
土地使用权	175	177	179	180	利润总额	1,411	1,728	1,974	2,302
其他非流动资产	423	1,311	1,707	2,102	所得税	258	311	355	437
资产总计	15,298	15,932	16,540	17,145	净利润	1,153	1,417	1,619	1,864
流动负债	3,328	3,326	3,449	3,550	少数股东损益	210	213	243	280
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	1,205	1,376	1,585
应付票据及账款	977	940	1,005	1,043	EPS(美元)	0.064	0.082	0.094	0.108
应缴税金	61	63	65	67					
其他流动资产	1,471	1,545	1,640	1,738	主要财务比率				
非流动负债	3,552	3,569	3,603	3,632	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	1,287	1,321	1,350	营业收入增长率	1.01%	4.59%	7.18%	4.75%
负债合计	6,880	6,895	7,051	7,182	营业利润增长率	-20.98%	18.02%	14.13%	15.17%
流动资产净值	2,132	1,802	1,865	1,948	净利润增长率	-16.77%	27.75%	14.21%	15.18%
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%	20.50%	20.70%	21.40%
少数股东权益	672	904	949	996	净利率	5.10%	5.99%	6.39%	7.02%
股东权益合计	8,418	9,037	9,489	9,963	ROE	13.70%	15.68%	17.06%	18.71%
负债及权益合计	15,298	15,932	16,540	17,145					
					偿债能力(%)				
现金流量表					资产负债率	44.97%	43.28%	42.63%	41.89%
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	流动比率	1.64	1.54	1.54	1.55
净利润	1,153	1,417	1,619	1,864	速动比率	0.77	0.86	0.86	0.87
折旧和摊销	437	450	464	478	营运能力(次)				
营运资金的变动	-570	270	-164	-163	资产周转率	1.48	1.48	1.53	1.55
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	0.082	0.094	0.108
债务增加	8,658	8,745	8,832	8,920	每股经营现金	0.09	0.14	0.13	0.15
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	2,100	1,929	2,273	PE	12.61	9.87	8.64	7.50
投资活动产生现金流量	-1,217	-874	-811	-1,002	PB	1.41	1.32	1.25	1.19
融资活动产生现金流量	-790	-903	-1,043	-1,218					
现金净变动	-752	323	75	53					
现金的期初余额	1,279	484	807	883					
现金的期末余额	484	807	883	936					

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.xyjq.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兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、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、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、天美(控股)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、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、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司和旷世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。