

【广发海外】万洲国际 (00288.HK)

不惧疫情挑战，上半年业绩继续维持稳定增长

核心观点:

- **2020年H1业绩好于预期。**2020H1公司实现营业收入12,481百万美元(生物公允价值调整前),同比增长12.2%;实现经营利润925百万美元,同比增长20.9%。上半年生猪出栏量1040万头,同比下降1.7%;生猪屠宰量224.1万头,同比下跌20.6%,肉制品销量157.5万吨,同比下降2.2%,屠宰量下跌主要由于新冠疫情使生产受阻影响。
- **中国业务表现亮眼,美国业务受疫情影响。**2020H1由于冠状病毒疫情影响,公司肉制品销量下降2.2%,但得益于中国产品价格和组合调整及欧洲销量提高,肉制品总体收入同比下降0.8%至5,836百万美元;其中中国和欧洲肉制品收入同比增长13.8%和11.7%,经营利润同比增长44.8%和25.9%,实现经营利润417百万美元和34百万美元。同期由于中国和欧洲猪价提升超过销量下跌,公司上半年生鲜猪肉收入同比增长19.5%至54.97亿美元,中国和欧洲生鲜猪肉同比增长56.9%和39%。美国业务由于疫情影响,生产短暂停顿以及防疫成本增加,美国业务总体经营利润下降18百万美元至276百万美元。预计随着美国三季度复工,美国屠宰量将会回升,肉制品销量也将逐步恢复。
- **预计2020-2022年业绩分别为0.11, 0.12和0.12美元/股。**预计公司将继续发挥全球布局和产业链的优势,抓住美国对中国猪肉出口量上涨的趋势,增加史密斯菲尔德的养殖和屠宰的营业收入。预计公司2020至2022年的EPS为0.11、0.12和0.12美元每股,当前价格对应2020-2022年PE倍数为8.26、7.67和7.53倍。考虑未来两年盈利能力增强,基于PE估值法,给予合理估值为2020年13倍的PE,对应合理价值为10.95港元/股,维持“买入”评级。
- **风险提示。**1. 美国发生猪瘟。2. 猪价快速上涨,肉制品和屠宰销量下滑,导致屠宰业务利润受到挤压。3. 肉制品及新鲜肉销量低于预期。

盈利预测: (单位: 美元) (生物公允价值调整前)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	22,605	24,103	27,748	28,639	29,340
增长率(%)	1.0%	6.6%	15.1%	3.2%	2.4%
EBITDA(百万元)	2,106	2,671	2,696	2,814	2,934
归母净利润(百万元)	1,047	1,380	1,657	1,785	1,817
增长率(%)	-7.1%	31.8%	20.0%	7.8%	1.8%
EPS(元/股)	0.07	0.09	0.11	0.12	0.12
市盈率(P/E)	14.18	10.78	8.26	7.67	7.53
ROE(%)	1.92	1.71	1.42	1.29	1.17
EV/EBITDA	8.28	6.53	6.03	5.78	5.54

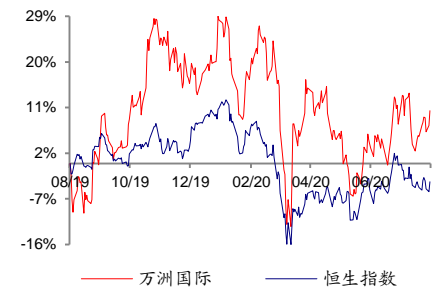
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	7.22 港元
合理价值	10.95 港元
前次评级	买入
报告日期	2020-08-12

相对市场表现



分析师:

王永锋



SAC 执证号: S0260515030002

SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

分析师:

刘景瑜



SAC 执证号: S0260519100001



010-59136617



gfliujingyu@gf.com.cn

请注意, 刘景瑜并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

- 【广发海外】万洲国际 (00288.HK): 一季度业绩好于预期, 继续看好公司今年表现 2020-04-28
- 【广发海外】万洲国际 (00288.HK): 利润好于预期, 生鲜肉业务收入创新高 2020-03-25
- 【广发海外】万洲国际 (00288.HK): 继续看好美国屠宰业务 2020-01-17

资产负债表

单位: 百万元美元

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2020E	2021E
流动资产	5,460	6,707	7,567	8,326	9,061
货币资金	525	552	600	700	1,020
应收及预付	1,498	1,555	2,554	2,809	3,119
存货	2,022	2,903	2,734	3,153	3,241
其他流动资产	1,415	1,697	1,679	1,664	1,681
非流动资产	9,838	10,575	10,767	10,968	11,492
长期股权投资	352	347	364	381	398
固定资产	5,300	5,406	5,686	6,014	6,246
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	3,581	3,667	3,592	3,606	3,622
其他长期资产	605	1,155	1,124	967	1,226
资产总计	15,298	17,282	18,334	19,294	20,553
流动负债	3,328	3,869	4,006	3,554	3,375
短期借款	819	905	880	279	0
应付及预收	2,509	2,856	3,018	3,167	3,267
其他流动负债	0	108	108	108	108
非流动负债	3,552	3,961	3,661	3,764	3,871
长期借款	2,259	2,187	2,225	2,263	2,301
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,293	1,774	1,436	1,501	1,570
负债合计	6,880	7,830	7,666	7,318	7,246
股本	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
资本公积	7,745	8,683	8,683	8,683	8,683
留存收益	0	0	939	1,951	2,982
归属母公司股东权益	7,746	8,684	9,623	10,634	11,663
少数股东权益	672	768	1,044	1,341	1,644
负债和股东权益	15,298	17,282	18,334	19,294	20,553

利润表

单位: 百万元美元

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2020E	2021E
营业收入	22,379	24,103	27,748	28,639	29,340
营业成本	17,766	19,209	22,177	22,564	23,196
其他收入及收益	120	112	110	89	86
销售费用	1,930	2,059	2,371	2,584	2,605
管理费用	823	811	859	964	985
财务费用	198	144	40	26	6
其他费用及亏损	326	63	91	91	91
投资净收益	22	17	17	17	17
利润总额	1,478	1,946	2,336	2,516	2,560
所得税	165	336	403	434	442
净利润	1,313	1,610	1,933	2,082	2,120
少数股东损益	186	230	276	297	303
归属母公司净利润	1,127	1,380	1,657	1,785	1,817
EBITDA	2,070	2,671	2,696	2,814	2,934
EPS (元)	0.08	0.09	0.11	0.12	0.12

现金流量表

单位: 百万元美元

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,255	1,463	1,484	1,794	2,155
净利润	1,177	1,819	1,933	2,081	2,118
折旧摊销	441	581	320	272	368
营运资金变动	-570	-930	-770	-566	-329
其它	207	-7	1	6	-1
投资活动现金流	-1,217	-796	-500	-456	-874
资本支出	-788	-536	-500	-456	-874
投资变动	-401	-214	0	0	0
其他	-28	-46	0	0	0
筹资活动现金流	-833	-599	-936	-1,238	-962
银行借款	8,658	0	13	-562	-241
债券融资	-8,659	-113	-311	67	59
股权融资	6	-16	0	0	0
其他	-838	-470	-638	-743	-779
现金净增加额	-795	68	48	100	320
期初现金余额	1,279	484	552	600	700
期末现金余额	484	552	600	700	1,020

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	1.0%	6.6%	15.1%	3.2%	2.4%
归母净利润增长	-7.1%	31.8%	20.0%	7.8%	1.8%
获利能力					
毛利率	19.9%	20.3%	20.1%	21.2%	20.9%
净利率	5.56%	6.68%	7.21%	7.18%	7.58%
ROE	13.5%	15.9%	17.2%	16.8%	15.6%
ROIC	25.0%	29.6%	30.7%	31.3%	29.9%
偿债能力					
资产负债率	45.0%	45.3%	41.8%	37.9%	35.3%
净负债比率	26.2%	21.1%	18.3%	10.8%	5.5%
流动比率	1.64	1.73	1.89	2.34	2.68
速动比率	1.03	0.98	1.21	1.46	1.72
营运能力					
总资产周转率	1.48	1.48	1.56	1.52	1.47
应收账款周转率	21.29	22.09	13.52	12.17	11.06
存货周转率	9.22	7.80	8.11	7.16	7.16
每股指标 (元)					
每股收益	0.07	0.09	0.11	0.12	0.12
每股经营现金流	0.09	0.10	0.10	0.12	0.15
每股净资产	0.53	0.59	0.65	0.72	0.79
估值比率					
P/E	14.18	10.78	8.26	7.67	7.53
P/B	1.92	1.71	1.42	1.29	1.17
EV/EBITDA	8.28	6.53	6.03	5.78	5.54

广发食品饮料研究小组

王永锋：首席分析师，经济学硕士，10年证券行业工作经验。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名，2019年食品饮料新财富第2名。

王文丹：联席首席分析师，经济学硕士，4年证券行业工作经验。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员，2019年食品饮料新财富第2名团队成员。

刘景瑜：资深分析师，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员，2019年食品饮料新财富第2名团队成员。

袁少州：高级分析师，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。